

## **Kryzys zaufania na polskim rynku NewConnect w latach 2011-2012 na przykładzie Avtech Aviation & Engineering**

### **Wstęp**

Początek drugiej dekady XXI wieku obnażył szereg wad i niedociągnięć rynków finansowych oraz globalnego systemu finansowego, jako całości. Echa kryzysu finansowego zapoczątkowanego w 2007 r. odbijają się o rynki finansowe także dzisiaj generując stałą niepewność na rynkach, zarówno finansowych jak wszelkich gałęziach gospodarki. Ponadto nikt ani nic nie jest w stanie określić momentu zakończenia tych perturbacji finansowych. Początkowo za przyczynę obecnego stanu rzeczy przyjmowano niedostateczną ostrożność, brak stosownych narzędzi finansowych mierzących ryzyko [Por. Dujardin, Cordt, Costa, de Moriamé, 2010, s. 127-149], nadużycia kierownicze [Por. Krzak, 2009, s. 25-29], czy w końcu uprawianie swoistego hazardu moralnego [Por. Pawłowicz, 2009, s. 83-88] a także zaniedbania natury systemowej [Jurkowska-Zeidler, 2008, s. 10-48]. Okazuje się jednak, że coraz częściej zwraca się uwagę na ten ostatni element układanki, który jest przyczyną pozostałych, a mianowicie brak jakichkolwiek ograniczeń prawnych ani moralnych instytucji finansowych w swojej codziennej działalności bankowej. Genezą bankowości była pomoc w prowadzeniu działalności obsługiwanych podmiotów, która obecnie przerodziła się w drapieżne, pozbawionego jakichkolwiek regulacji transakcji mających charakter zakładów bukmacherskich. Skutkowało to niebywałą utratą autorytetu nie tylko tych instytucji, ale co ważniejsze przedsiębiorstw i całych gospodarek. Rynki wschodzące, a w szczególności działające na nich małe i średnie przedsiębiorstwa zostały najbardziej dotkliwie potraktowane przez ten finansowy kataklizm, który w dalszym ciągu trwa. Polskie przedsiębiorstwa przetrwały początkową fazę kryzysu w zupełnie przyzwoity sposób generując wzrost całej gospodarki, w zależności od

---

\* Mgr, Katedra Zarządzania Finansami, Wydział Nauk Ekonomicznych i Zarządzania, Uniwersytet Mikołaja Kopernika w Toruniu, stanislaw.kaszuba@gmail.com, ul. Gagarina 13a, 87-100 Toruń

roku, od 2-4%. Szczególną uwagę warto zwrócić uwagę na brak kontroli na rynku NewConnect, która w latach 2011-2012 ukazała jego słabości.

Niniejszy artykuł przedstawia interesujące studium przypadku spółki Avtech Aviation & Engineering oraz jej wpływ na działania organizatora rynku na rynek NewConnect oraz funkcjonujące na nim przedsiębiorstwa w odniesieniu do kryzysu zaufania na rynkach finansowych. Zwrócono uwagę zarówno na interesy emitentów, organizatora rynku a także inwestorów. Celem artykułu jest wskazanie unikalnych działań Organizatora rynku NewConnect - Giełdy Papierów Wartościowych S.A. tych przedsiębiorstw, które mogą wskazywać na odbudowę zaufania do działalności rynku NewConnect oraz notowanych na nim przedsiębiorstw innowacyjnych. Została przyjęta robocza hipoteza badawcza o Horyzont czasowy został celowo doprecyzowany do okresu maj 2011 r. - lipiec 2012 r., w celu zwrócenia uwagi na działania podejmowane w tym okresie. Autor zdaje sobie jednak sprawę, że w niektórych przypadkach okres ten okazał się niewystarczający – w tym celu posłużył się własnymi opracowaniami i analizami w celu przedstawienia szerszego kontekstu dla niniejszego opracowania. Tekst został w głównej mierze oparty na Uchwałach Zarządu GPW, publikacjach i raportach spółek NewConnect jak i całego rynku a także opracowaniach własnych. Wykorzystano także literaturę naukową oraz popularno-naukowe publikacje z zakresu polskiego alternatywnego systemu obrotu.

## **1. Brak zaufania do rynku NewConnect – stadium przypadku - Avtech Aviation & Engineering**

Zjawisko zaufania stanowi kluczowe zagadnienie w ekonomii, a w szczególności w finansach - *W finansach zaufanie decyduje o wszystkim* [Barber w: The Economist, 2008 s. 28.]. Jest ono, poza wszelkiego typu analizami ekonomiczno-finansowymi, najczęściej spotykanym czynnikiem decydującym o inwestycjach kapitałowych, ale nie tylko. Można je przyrównać praktycznie do każdej transakcji rynkowej – począwszy od tego, że kupujący dany towar ufa sprzedawcy o użyteczności tego produktu, poprzez zaufanie do banków, iż gwarantują one wypłatę odsetek od wkładów klienta, a na zaufaniu społeczeństw do banków centralnych, które stoją na straży stabilności pieniądza kończąc. W każdej z wyżej wymienionych sytuacji, oprócz zaufania występuje także większego lub mniejszego stopnia ryzyko. Im niższe ryzyko, tym większe zaufanie do danych transakcji, w tym także do inwestycji. Tak proste w

swojej istocie transakcje mogą nie być obciążone z punktu widzenia konsumenta jakimkolwiek ryzykiem, jednak w rzeczywistości gospodarczej – sytuacja ta nie jest już jednoznaczna. Trzeba podkreślić, że powyższe przykłady są bardzo przejrzyste, jednak w przypadku działania rynków finansowych – można mówić o dużej nieprzejrzystości mechanizmów kierujących instytucjami finansowymi. Ponadto warto tutaj wskazać kompletną anonimowość uczestników rynku, która jest przecież kluczowa dla podjęcia ryzyka inwestycyjnego. Brak kontaktu wzrokowego z kontrahentem, dematerializacja dokumentów, pieniędzy a także instrumentów finansowych to tylko niektóre z elementów składających się na zaufanie. Teoria zaufania obfituje w kolejne przykłady oraz podstawowe cechy mające wpływ na wzrost bądź spadek zaufania do danego produktu, osoby czy inwestycji a przy tym i ryzyka. Warto jednak zwrócić uwagę na rynek NewConnect, który oscyluje nieco pomiędzy anonimowym – szerokim rynkiem kapitałowym a małymi i średnimi przedsiębiorstwami, w których nierzadko decyzje podejmowane są z pominięciem analiz finansowych, a oparte na subiektywnym zmyśle przedsiębiorczym właściciela.

Spółka Avtech Aviation & Engineering od 30 lat zajmowała się konserwacją, naprawą oraz remontem samolotów posiadając wszelkie niezbędne uprawnienia na ich obsługę. Współpraca z Autoryzowanym Doradcą – GoAdvisers S.A. zaowocowała pozyskaniem na polskim rynku alternatywnym 2 mln zł kapitału. Jej debiut 27. Lipca 2011 r. jednak nie należał do udanych – odnotowany został spadek cen akcji w pierwszym dniu notowań o 22%. Ponadto dokument informacyjny spółki nie zawierał żadnych informacji o utracie płynności finansowej niewiele ponad miesiąc wcześniej, oraz jej wyniku zawarcia umów z wierzycielami dotyczących sposobu zapłaty zaległych zobowiązań finansowych, co stanowi poważne naruszenie Regulaminu Alternatywnego Systemu Obrotu. Drugim naruszeniem był brak informacji o złożeniu polskiego odpowiednika wniosku o upadłość do brytyjskiego sądu w maju 2011 r. Trzecim naruszeniem był brak informacji o walnym zgromadzeniu akcjonariuszy 2 listopada 2011 r. Ponadto spółka zerwała kontakt z rynkiem na początku 4 kwartału 2011 r.

Zgodnie z Regulaminem ASO, to Autoryzowany Doradca oświadcza o rzetelności Dokumentu informacyjnego i zawarciu w nim wszelkich „faktów, które mogłyby wpływać na wycenę instrumentów finansowych wprowadzonych do obrotu” [Regulamin ASO, §3 ust. 2 pkt. 2].

W tym wypadku jego odpowiedzialność jest niezaprzeczalna, czego skutkiem było skreślenie [Uchwała Nr 3/2012] go przez Organizatora Rynku z listy Autoryzowanych Doradców. 15 listopada 2011 r. została podjęta Uchwała [Uchwała Nr 1401/2011] Zarządu GPW o zawieszeniu obrotu instrumentami finansowymi spółki (z niewiadomych przyczyn nie informując o celowości swojej decyzji uczestników rynku), a 2 stycznia 2012 r. o wykluczeniu [Uchwała Nr 2/2012] z obrotu tych instrumentów.

Należy zwrócić szczególną uwagę na kilka aspektów tej upadłości. Po pierwsze – bez wątpienia odsłoniła słabości rynku NewConnect. Rzeczne i odpowiedzialne podejście do wykonywania obowiązków emitentów pozostało tylko na papierze, bez żadnych sankcji karnych. Należy przy tym podkreślić o tym, że zaufanie akcjonariuszy stanowi kluczowy element w podejmowaniu przez nich decyzji inwestorskich. Ponadto brak jest jakiegokolwiek narzędzi ochrony interesów inwestorów w takich przypadkach. Sama wiara w rynek i jego regulacje nie mogą stanowić warunków wystarczających do zapewnienia wymaganego poziomu zaufania przez inwestorów. Po drugie, wykonywanie obowiązków Autoryzowanego Doradcy z nienależytą starannością wprowadziło w błąd inwestorów, a jedyną sankcją wobec Autoryzowanego Doradcy jest jego skreślenie z listy. Złożenie zawiadomienia o możliwości popełnienia przestępstwa przez Autoryzowanego Doradcę, który zainwestował w papiery wartościowe spółki ponad 400 tys. zł nie może stanowić okoliczności łagodzącej. Ustawa o ofercie [Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r.] precyzuje zakres odpowiedzialności firm przygotowujących prospekt emisyjny, którym nie jest dokument informacyjny. W rzeczywistości, inwestorom, którzy zostali nienależycie poinformowani o sytuacji finansowej spółki pozostają jedynie ogólne przepisy prawa cywilnego dotyczące naprawienia wyrządzonej szkody [Upadłość Avtech..., 11.01.2012 r.]. Być może wartym zastanowienia jest propozycja Stowarzyszenia Inwestorów Indywidualnych o zawieraniu w Dokumentie Informacyjnym także danych dotyczących informacji o urzędowych publikatorach akcji spółek zagranicznych dopuszczonych do publicznego obrotu [Dzierżanowski J.].

Pomimo tak wielu oczywistych uchybień i zaniedbań zarówno po stronie emitenta jak i Autoryzowanego Doradcy pominąć faktu inwestycji inwestorów. Należy domniemywać, że każdy z inwestorów akceptuje poziom ryzyka występujący na rynku alternatywnym, a ponadto jego

decyzje inwestycyjne oparte są informację płynące z interesującego go otoczenia i samego emitenta. Trudno bowiem mówić o odpowiedzialnych inwestycjach na rynku kapitałowym w przypadku braku zainteresowania co faktycznie dzieje się w spółce, której powierzony został kapitał. Trzeba pamiętać, że w rzeczywistości osobą odpowiedzialną za dokonanie inwestycji był i będzie zawsze inwestor.

## **2. Wpływ upadłości Avtech Aviation & Engineering na rynek NewConnect**

Niedopełnienie obowiązków Autoryzowanego Doradcy oraz działalności władz spółki Avtech Aviation & Engineering spowodowało powstanie lawiny pytań o bezpieczeństwo transakcji na rynku NewConnect. Organizator – Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. jeszcze w 2011 r. zapowiedziała głęboko idące zmiany w regulaminie alternatywnego systemu obrotu jak przeprowadzenie swoistego rodzaju porządków na rynku.

Okres 2007-2011 można z całą pewnością uznać za niebywały sukces polskiego Alternatywnego Systemu Obrotu (ASO), który rósł w niebywałym tempie, wyprzedzając nawet londyński Alternative Investment Market (AIM). Można jednak zauważyć, że był to czas, w którym szczególną wagę przykładano do ilości spółek notowanych na rynku zamiast do ilości pozyskanego kapitału bądź poziomu innowacyjności przedsiębiorstw, który początkowo miał świadczyć o nowoczesności rynku. Szybko okazało się, że rynek ten nie skupia przedsiębiorstw zajmujących się przedsięwzięciami o charakterze typowo innowacyjnym oraz samymi innowacjami, a stanowi jedną z tańszych form pozyskania kapitału, wzrostu konkurencyjności oraz prestiżu wynikającego z faktu przekształcenia w spółkę publiczną. Nie należy jednak zapominać, że zarówno tańsza jak i droższa metoda pozyskania kapitału nie może naruszać fundamentalnych zasad zaufania na rynku. Obniżone obowiązki informacyjne, mniejsze wymogi dopuszczeniowe umożliwiły łatwy dostęp do kapitału, ale także wygenerowały przestrzeń dla nadużyć i zdarzeń niepożądanych co w następnej kolejności wywołało obniżenie stopnia zaufania przez inwestorów do rynku NewConnect. Szczególnym zagrożeniem, przy małej płynności rynku, była błyskotliwa polityka informacyjna, skutkująca wzmożonym zainteresowaniem konkretnymi papierami wartościowymi.

Jeszcze w połowie 2011 r., gdy ilość debiutów tego roku wyrównała się z całkowitą ilością debiutów w 2010 r. GPW zdecydowała się na wprowadzenie nowego zawodu jakim stał się Certyfikowany Doradca [Uchwała Nr 706/2011]. To osoba, która pomyślnie zdała odpowiedni egzamin oraz posiada wiedzę z następującego zakresu tematycznego, w tym m.in. [Załącznik nr 2 do Uchwały Nr 1133/2011]:

- 1) posiadanie szczegółowej znajomości następujących regulacji:
  - a) Regulaminu ASO wraz z załącznikami,
  - b) Zasad działania rynku Catalystr,
  - c) Zasad przekazywania informacji bieżących i okresowych w ASO oraz na rynku Catalystr,
  - d) Dobrych Praktyk Autoryzowanych Doradców NewConnect,
  - e) Dobrych Praktyk Spółek Notowanych na NewConnect,
- 2) posiadanie znajomości wybranych zagadnień, z następujących aktów prawnych:
  - a) Ustawy z dnia 15 września 2000 r. - Kodeks spółek handlowych,
  - b) Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do obrotu oraz o spółkach publicznych,
  - c) Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi,
  - d) Ustawy z dnia 29 czerwca 2000 r. o obligacjach,
  - e) Ustawy z dnia 28 lutego 2003 r. prawo upadłościowe i naprawcze,
  - f) Ustawy z dnia 29 września 1994 o rachunkowości,
  - g) Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 25 września 2009 r. w sprawie szczegółowych zasad sporządzania przez jednostki inne niż banki, zakłady reasekuracji skonsolidowanych sprawozdań finansowych grup kapitałowych.
- 3) posiadanie podstawowej wiedzy z zakresu opodatkowania dochodów związanych z posiadaniem i obrotem instrumentami finansowymi.

Krok ten uruchomił rozpoczęcie prac nad poprawą zasad funkcjonowania rynku. Z teoretycznego punktu widzenia był to warunek konieczny do poprawy funkcjonowania i dalszego prawidłowego rozwoju rynku NewConnect, jako całości. Wydarzenia drugiej połowy 2011 r. wskazały jednak wsparcia dla teoretycznych rozważań i wymusiły

wprowadzenie nowych rozwiązań dla poprawy zaufania do rynku stając się priorytetem dla Organizatora rynku.

Zakończenie 2011 r. i początek 2012 roku przyniosły szereg zapowiedzi o poprawie jakości notowanych spółek oraz rynku NewConnect jako całości. Prezes GPW – Ludwik Sobolewski stwierdził wprost: *Niewiele dziegiu potrzeba, by zepsuć beczkę miodu* [Wywiad, 13.02.2012 r.] – podkreślając, że przyszedł najwyższy czas na uporządkowanie rynku NewConnect. Mowa była o uniknięciu sytuacji, w której na giełdę trafiają podmioty jakościowo słabe, nieprowadzące działalności operacyjnej, które nie są atrakcyjne dla inwestorów. Ponadto zwracano uwagę na konieczność zwiększenia obowiązków informacyjnych emitentów np. dotyczących zawartości raportów kwartalnych a także na dalszą segmentację rynku, który liczył już niemal 350 podmiotów.

Efektom zapowiedzi były zmiany w Regulaminie Alternatywnego Systemu Obrotu. Do najbardziej oczekiwanych należą w szczególności zmiany w zakresie sankcji za nienależyte bądź w ogóle niewykonywanie obowiązków ze strony emitenta. Giełda Papierów Wartościowych od 1 lipca 2012 r. ma prawo §17c:

- upomnieć emitenta,
- nałożyć na emitenta karę pieniężną w wysokości do 20.000 zł,
- zawiesić obrót instrumentami finansowymi emitenta w alternatywnym systemie,
- wykluczyć instrumenty finansowe emitenta z obrotu w alternatywnym systemie.

Ponadto rozszerzono raport o działalności emitenta, który będzie zawierał wyniki analizy sytuacji finansowej i gospodarczej spółki, jej perspektyw na przyszłość oraz opinię, co do możliwości podjęcia lub kontynuowania przez emitenta działalności operacyjnej [Konferencja..., 21.06.2012 r.].

### **3. Skutki braku i nienależytego wykonywania obowiązków przez emitentów**

Organizator ASO, aby udowodnić, że nowe regulacje nie będą miały tylko znaczenia na papierze zdecydowała się na podjęcie stosownych kroków na przełomie roku 2012. Ogłoszone zostały nowe segmenty rynku oraz nałożono pierwsze kary pieniężne dla emitentów. Działania te wyzwoliły bardzo pozytywne ze strony analityków rynkowych. Ponadto spowodowały, że emitenci przykuli większą uwagę do swoich

obowiązków wobec rynku. W efekcie środowiska inwestorów także odnotowały ponowny wzrost zainteresowania spółkami NewConnect jako potencjalnymi inwestycjami.

### **3.1. Segmentacja rynku NewConnect – segment LHR i SLHR**

Dotychczas rynek NewConnect posiadał tylko jeden segment – NCLead, zawierający spółki bardzo dobrze rokujące na przeniesienie na rynek główny GPW a także będące swoistego rodzaju liderami rynku jako całości. 27. czerwca 2012 r. GPW po raz pierwszy ogłosiła skład nowych segmentów rynkowych – HLR oraz SHLR – segmenty o wysokim i bardzo wysokim ryzyku płynnościowym.

#### **1. High Liquidity Risk (HLR)**

Należą do niego spółki, których kapitalizacja w wolnym obrocie nie przekracza 1 mln zł. Dużym zaskoczeniem jest fakt, że jest to aż 108 spółek, co stanowi niemal 25 proc. całego rynku.

#### **2. Super High Liquidity Risk (SHLR)**

Zawiera w sobie spółki o kapitalizacji w wolnym obrocie poniżej 1 mln zł oraz których przeciętny kurs wynosił mniej niż 10 gr. lub jego zmienność przekracza 10% (średnie kwartalne). Do tego segmentu zakwalifikowanych zostało 15 spółek (ok. 4% ogółu). Zakwalifikowanie spółki do tego segmentu skutkuje jednocześnie także do przeniesienia jej akcji do systemu notowań jednolitych, w którym kurs będzie wyznaczany tylko dwa razy w ciągu dnia.

Należy przy tym zaznaczyć, że wpisanie spółek do w/w segmentów skutkuje skreśleniem ich z indeksów NewConnect, a także szczególnym oznaczeniem ich akcji w serwisach informacyjnych związanych z rynkiem NewConnect. Jak podkreśla Prezes GPW, segmenty High Liquidity Risk i Super High Liquidity Risk zostały wprowadzone w celu ochrony reputacji rynku wśród inwestorów oraz są elementem szerszej reformy rynku. Ponadto „wprowadzenie nowej segmentacji na NewConnect będzie także motywacją dla emitentów, którzy w celu uniknięcia znalezienia się w gronie spółek o podwyższonym ryzyku płynnościowym, będą zmuszone do prowadzenia swojej działalności w sposób bardziej rzetelny i przejrzysty oraz do podnoszenia jakości relacji ze swoimi obecnymi i potencjalnymi akcjonariuszami” [Ogłoszenie GPW, 27.06.2012 r.]



### 3.2. Pierwsze kary pieniężne na NewConnect

Zarząd GPW podjął wówczas 26 uchwał w większości dotyczących nałożenia kar na emitentów. Kara za brak opinii/raportu biegłego rewidenta wyniosła 5.000 zł dla 6 spółek:

1. Cerabud S.A.
2. Eastsidecapital S.A.
3. KCSP S.A.
4. Photon Energy S.A.
5. Serenity S.A.
6. City Angels S.A.

Ponadto kara w wysokości 10.000 zł za brak publikacji do 2 lipca sprawozdania rocznego dotknęła 8 spółek:

1. City Angels S.A.
2. Ecotech Polska S.A.
3. Edison S.A.
4. East Pictures S.A.
5. Iq Medica S.A.
6. Marsoft S.A.
7. Polski Holding Rekrutacyjny S.A.
8. Religa Development S.A.

Warto przy tym wspomnieć, że w przypadku spółek, które z opóźnieniem – 2 lipca opublikowały raport roczny, zastosowano karę upomnienia przewidzianego w Regulaminie. Ponadto GPW zdecydowała się o zawieszeniu obrotu akcjami spółek ukaranych pieniężnie.

Ograniczone zaufanie inwestorów z powodu niewykonywania obowiązków przez emitentów spowodowało spadek zainteresowania rynkiem NewConnect, jako całości. Ponadto należy zauważyć, że dotychczas Zarząd GPW miał możliwość tylko upomnień bądź zawieszenia bądź wykluczenia z obrotu notowanych papierów wartościowych, co tak naprawdę najbardziej godziło w interesy inwestorów niż emitentów.

### Zakończenie

Kryzys zaufania na rynkach finansowych bez wątpienia został spowodowany nieodpowiedzialnym zachowaniem kadr zarządzających oraz wyjątkowo skomplikowaną naturą pochodnych instrumentów finansowych, które były przedmiotem inwestycji. W rezultacie, niemal wszystkie instrumenty finansowe przestały cieszyć się tak dużym zainteresowaniem jak w latach 2005-2007. Zaufanie inwestorów zostało zna-

cząco ograniczone i wygenerowało ryzykiem z powodu ogólnej awersji do ryzyka przez inwestorów. Sytuacja ta miała i ma nadal miejsce na każdym z rynków finansowych na świecie – w tym także i na polskim rynku alternatywnym.

Działania Zarządu Giełdy niewątpliwie pokazują, że obietnice i zapowiedzi roku 2012, jako roku „higienicznego” na rynku NewConnect nie pozostały zapowiedziami niespełnionymi. Z całą pewnością odzwierciedlają zaostrzenie podejścia GPW S.A. wobec nierzetelnych i ignorujących rynek emitentów.

Rynek NewConnect jest z całą pewnością rynkiem, na którym emitowane są papiery wartościowe o podwyższonym ryzyku, ale który musi być wolny od ryzyka nadużyć czy oszustw. Ostatnie działania GPW mają na celu ochronę interesów wszystkich uczestników rynku kapitałowego, od inwestorów jak i emitentów a na autoryzowanych doradcach kończąc.

Nadzór nad rynkiem poprzez organizatora rynku nadał bez wątpienia nowej świeżości oraz zwiększył transparentność rynku a tym samym zwiększył jego atrakcyjność wobec potencjalnych przyszłych uczestników rynku. Nowe segmenty rynkowe będą skutkowały, co najmniej w dwóch aspektach – po pierwsze będą bodźcem stymulacyjnym dla emitentów w celu poprawy swojego wizerunku, a po drugie dla inwestorów będą ostrzeżeniem o podwyższonym ryzyku płynnościowym wśród spółek tych segmentów. Oczywiście otwartym pozostaje pytanie o termin wprowadzanych zmian oraz czy do przypadku Avtech Aviation & Engineering musiało dojść aby te zmiany ujrzały światło dzienne. Pomimo wszystko jednak należy uznać, że wprowadzone rozwiązania przez GPW nie stanowią ostatecznego rozwiązania w walce z nadużyciami.

## Literatura

1. Barber B. (2008), *Criminals and politicians – Who uses whom*, The Economist, 04.
2. Dujardin V., de Cordt Y., Costa R., de Moriamé V. (2010) *La crise économique et financière de 2008-2009*, Bruxelles.
3. Dzierżanowski J., *Bankructwo Avtech – kto poniesie odpowiedzialność za straty akcjonariuszy?*, eBiuletyn NewConnect 1/2012, <http://www.ncbiuletyn.pl>. data odsłony 15.06.2012 r.

4. Jurkowska-Zeidler A. (2008), *Bezpieczeństwo rynku finansowego w świetle prawa Unii Europejskiej*, Wolters Kluwer, Warszawa.
5. Konferencja Prasowa Zarządu Giełdy Papierów Wartościowych z dnia 21.06.2012 r., Warszawa, PAP, 21.06.2012 r.
6. Krzak M. (2009), *Sytuacja na międzynarodowych rynkach finansowych w: Winiecki J. (red.) Kryzys globalny – początek czy koniec?* Towarzystwo Ekonomistów Polskich, Gdańsk.
7. Ogłoszenie GPW składu nowych segmentów rynku NewConnect: High Liquidity Risk oraz Super High Liquidity Risk z dnia 27.06.2012 r., <http://www.newconnect.pl>, data odsłony 05.07.2012 r.
8. Pawłowicz L. (2009), *Kryzys zaufania na rynkach finansowych z perspektywy kraju goszczącego w: Szambelańczyk J. Globalny kryzys finansowy i jego konsekwencje w opiniach ekonomistów polskich*, ZBP, Warszawa.
9. Regulamin Alternatywnego Systemu Obrotu.
10. Uchwała Nr 1401/2011 Zarządu Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. z dnia 15 listopada 2011 r. w sprawie zawieszenia obrotu akcjami spółki AVTECH AVIATION & ENGINEERING PLC na rynku NewConnect.
11. Uchwała Nr 2/2012 Zarządu Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. z dnia 2 stycznia 2012 r. w sprawie wykluczenia akcji spółki AVTECH AVIATION & ENGINEERING PLC z siedzibą w Biggin Hill, Kent (Wielka Brytania) z obrotu w alternatywnym systemie na rynku NewConnect.
12. Uchwała Nr 3/2012 - w sprawie skreślenia z listy Autoryzowanych Doradców w alternatywnym systemie obrotu na rynku NewConnect oraz z listy Autoryzowanych Doradców na Catalyst spółki GOADVISERS S.A.
13. Uchwała Zarządu Giełdy Nr 706/2011 z dnia 2 czerwca 2011 r. w sprawie zmiany Regulaminu Alternatywnego Systemu Obrotu.
14. *Upadłość Avtech obnaża słabości NewConnect*, Rzeczpospolita, 11.01.2012 r.
15. Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz. U. z 2005 r. Nr 184, poz. 1539, z 2006 r. Nr 157, poz. 1119, z 2007 r. Nr 235, poz. 1734).
16. Wywiad z Ludwikiem Sobolewskim – Prezesem GPW, Puls Biznesu, <http://www.pulsinwestora.pb.pl>. data odsłony 12.06.2012 r.

17. Załącznik nr 2 do Uchwały Nr 1133/2011 Zarządu Giełdy z dnia 31 sierpnia 2011 r.

### **Streszczenie**

Rynek NewConnect – jak młody alternatywny system obrotu narażony jest na wiele ryzyk funkcjonowania. W 2011 r. miało miejsce dotychczas najbardziej bulwersujące wydarzenie na rynku – debiut spółki ogłoszonej w stanie upadłości w innym kraju. Fakt ten obnażył słabości rynku oraz spowodował szereg zmian w celu zwiększenia inwestorów wszystkich uczestników rynku. Artykuł szczegółowo opisuje historię upadłości spółki Avtech Aviation & Engineering. Ponadto przedstawia rozwiązania wprowadzone przez organizatora rynku NewConnect – GPW na przełomie 2012 r. tj. wprowadzenie kolejnego etapu segmentacji rynku. Opisano nowe segmenty rynku – HLR oraz SHLR oraz sankcje, które mogą być stosowane wobec nierzetelnych emitentów.

### **Słowa kluczowe**

NewConnect, GPW, HLR, SHLR

### **Rebuilding trust of companies – NewConnect Stock Exchange Market – 2011-2012 (Summary)**

NewConnect – Alternative Investment Market – as a young alternative trading system is exposed to many risks of operation. In 2011, probably most shocking event occurred – declared in a different European country company's debut. This has exposed the weakness of the market and caused a number of changes to secure the investors and all market participants. Article details the history of bankruptcy of Avtech Aviation & Engineering. It also shows solutions introduced by the NewConnect market organizer – WSE at middle of 2012, namely to introduce the next stage of market segmentation. Article describes the new segments of market – HLR and SHLR – and sanctions that can be used for unscrupulous issuers.

### **Keywords**

NewConnect, GPW, HLR, SHLR