Bogdan Duszek

Jak pozyskać kapitał z giełdy?

Poradnik dla przyszłych emitentów

GIEŁDA PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH
w Warszawie

Z myślą o firmach, których poziom rozwoju i kapitałów własnych uniemożliwia jeszcze skorzystanie z oferty giełdy, z inicjatywy Giełdy Papierów Wartościowych oraz Polskiej Agencji Rozwoju Przedsiębiorczości, stworzona została internetowa platforma START, której zadaniem jest kojarzenie niewielkich przedsiębiorstw poszukujących kapitału z tymi, którzy go mają i chcą dobrze zagospodarować. Szczegółowe informacje można znaleźć na stronie **www.start.info.pl**

Bogdan Duszek

Jak pozyskać kapitał z giełdy?

Poradnik dla przyszłych emitentów

GIEŁDA PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH
w Warszawie

Wydawca:
Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie SA
ul. Książęca 4, 00-498 Warszawa
www.gpw.pl

Opracowanie graficzne, skład i druk: **Wydawnictwo ART**
art@artdruk.pl

Opracowanie graficzne wykonane na podstawie giełdowej
linii graficznej opracowanej przez **Agencję Ozon – AGE Sp. z o.o.**

Copyright by Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie SA
Warszawa, grudzień 2005
Wydanie I

ISBN 83-88451-89-8
Oficjalne wydawnictwo Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie

Broszura niniejsza powstała z myślą o firmach, które rozważają wejście na giełdę. Udane emisje i duża w ostatnich latach liczba debiutów giełdowych dowodzą atrakcyjności pozyskiwania środków na rozwój za pośrednictwem rynku kapitałowego i giełdy. Spółka zyskuje m.in. relatywnie tani kapitał, prestiż, większą wiarygodność i rozpoznawalność marki. Jak widać, w ocenie wielu polskich przedsiębiorstw korzyści z posiadania statusu spółki giełdowej w pełni rekompensują koszty i obowiązki związane z upublicznieniem. Zdecydowanie warto więc zastanowić się nad taką możliwością, niemniej decyzję o wejściu na giełdę, jako jedną z najważniejszych dla firmy, musi każdorazowo poprzedzać wnikliwa analiza sytuacji.

Broszura opisuje kluczowe zagadnienia, związane z przygotowaniem i przeprowadzeniem oferty publicznej oraz debiutem giełdowym. Omawia współpracę z doradcami i instytucjami rynku kapitałowego, a przede wszystkim z inwestorami, którzy są najważniejszymi partnerami tego procesu. Wskazuje na elementy najważniejsze dla sukcesu oferty.

Ze względu na zmienność regulacji prawnych, wynikającą z dostosowywania przepisów polskich do przepisów unijnych, kwestie legislacyjne zostały potraktowane dość generalnie, z odesłaniami do materiałów źródłowych. Ostatecznym źródłem wiedzy mogą być wyłącznie odpowiednie akty prawne.

Mamy nadzieję, że zawartość niniejszego opracowania poszerzy wiedzę o rynku kapitałowym, rozwieje ewentualne wątpliwości przyszłych emitentów i pomoże podjąć decyzje, które przyczynią się do sukcesów przedsiębiorstwa.

Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie

Spis treści

Dlaczego giełda? 7

Korzyści z wprowadzenia spółki na giełdę 7

Obawy związane z wejściem do obrotu giełdowego 10

Jak przygotować się do oferty publicznej? 15

Przekształcenie w spółkę akcyjną 15

Dostosowanie aktów korporacyjnych
do wymogów rynku publicznego 15

Konsultacje z doradcami – uniknięcie błędnych rozwiązań 16

Wybór partnerów 16

Zredagowanie czytelnej dla inwestorów,
realnej koncepcji rozwoju 20

Klucz do sukcesu 23

Zdobycie zaufania inwestorów –
– najważniejszym zadaniem emitenta 23

Właściwa struktura oferty – zachętą do inwestowania 25

Cena emisyjna – kompromis oczekiwań 27

Pokonać procedury 31

Przed ofertą 31

Oferta publiczna 43

Debiut – i co dalej? 54

A może obligacje? 57

Jak zostać spółką giełdową – podsumowanie 61

Od autora 63

Dlaczego Giełda?

Korzyści z wprowadzenia spółki na giełdę

Cel podstawowy – – korzystne warunki pozyskiwania kapitału na rozwój

Celem każdego przedsiębiorstwa jest możliwie szybki rozwój, aby w warunkach silnej rywalizacji rynkowej uzyskać jak najlepszą pozycję konkurencyjną. Realizacja tego celu wymaga na ogół poniesienia nakładów inwestycyjnych, co oznacza konieczność znalezienia zewnętrznych źródeł finansowania. Jest to z pewnością kluczowy problem strategiczny. Giełda oferuje jego rozwiązanie przez publiczne emisje papierów wartościowych. Koncentrując rynkowy popyt na instrumenty finansowe oferowane przez emitentów jest miejscem pozyskiwania kapitału na korzystnych warunkach. W porównaniu z emisjami niepublicznymi łatwiej tu znaleźć inwestorów i uzyskać wyższą cenę emisyjną. Umiejętne wykorzystanie tego faktu pozwala zapewnić spółce środki na rozwój i skokowo poprawić jej pozycję rynkową.

Pozyskanie kapitału poprzez emisję publiczną umożliwia osiągnięcie trwałej przewagi nad konkurencją. Nie przypadkiem decyzja o wejściu na giełdę nie raz zapadała po otrzymaniu wiadomości o przygotowaniach do debiutu giełdowego najpoważniejszego konkurenta.

Wzrost prestiżu i wiarygodności

Spełnienie wymogów związanych z funkcjonowaniem na rynku publicznym zdecydowanie poprawia wizerunek spółki wobec kontrahentów. Po dopuszczeniu do obrotu giełdowego spółka otrzymuje prawo posługiwania się godłem „Spółka Giełdowa". U adresatów informacji, że spółka jest notowana na giełdzie można stwierdzić wzrost zaufania do tego przedsiębiorstwa, niezależnie od branży i typu relacji pomiędzy podmiotami.

Można przytoczyć wiele przykładów korzystniejszego traktowania spółek giełdowych podczas zawierania transakcji finansowych z bankami i innymi instytucjami. Ściśle określony tryb informowania o działalności spółek i przyjęcie przez nie ponadprzeciętnych standardów etycznych pozwala zakładać, że współpraca z nimi obarczona jest mniejszym ryzykiem handlowym czy kredytowym. Instytucje finansowe na ogół oferują emitentom giełdowym lepsze warunki dostępu do produktów finansowych (np. niższe oprocentowanie czy prowizję). Niejednokrotnie same banki występują z ofertą kredytową, licząc na pozyskanie atrakcyjnego partnera.

Promocja przedsiębiorstwa i jego produktów

Znalezienie się w elitarnym gronie spółek giełdowych zdecydowanie zwiększa rozpoznawalność wśród wielkiej liczby przedsiębiorstw działających w Polsce. Ponieważ spółki giełdowe są w centrum uwagi komentatorów ekonomicznych, każdy z emitentów otrzymuje darmowy pakiet promocyjny w postaci regularnie pojawiającej się w mediach nazwy spółki oraz informacji o jej działalności i produktach.

Odpowiednio redagując raporty bieżące można mieć dodatkowo wpływ na ilość i jakość nagłaśnianych informacji. Uzyskanie podobnych efektów w drodze intensywnych działań promocyjnych wiązałoby się ze znacznymi kosztami, niejednokrotnie przewyższającymi koszt wejścia na Giełdę.

Przykładem docenienia znaczenia promocyjnego oddziaływania informacji giełdowych jest użycie przez spółkę BROKER FM w tabelach notowań skrótu nazwy prowadzonej przez firmę popularnej stacji radiowej RMF.

Obiektywna wycena majątku spółki

Wycena posiadanego pakietu akcji żywo interesuje każdego akcjonariusza. Z oczywistych względów na ogół istnieje znaczna rozbieżność zdań pomiędzy właścicielem a potencjalnym nabywcą akcji. U sprzedawcy dużą rolę odgrywają względy emocjonalne, zaś nabywcy stosują typowy arsenał argumentów zmniejszających wycenę, z którymi wobec braku obiektywnych kryteriów trudno polemizować. Z tego powodu wiele transakcji potencjalnie atrakcyjnych dla obu stron nie dochodzi do skutku. Kwestia wyceny jest szczególnie ważna w przypadku pozyskiwania inwestora strategicznego. Brak obiektywnej wyceny rynkowej uniemożliwia też w praktyce zastosowanie nowoczesnych metod zarządzania, gdyż jednym z głównych kryteriów jego efektywności jest zwiększanie wartości przdsiębiorstw.

Notowania giełdowe w znacznej mierze eliminują te problemy, gdyż każdego dnia, w którym odbywa się sesja giełdowa otrzymujemy dokładną wycenę, uwzględniającą nie tylko bieżącą sytuację przedsiębiorstwa, ale też zawarty w wartości rynkowej akcji pogląd inwestorów na temat przyszłego rozwoju spółki.

Zapewnienie płynności akcji (podwyższenie wyceny)

Wprowadzenie akcji, bądź innych papierów wartościowych do obrotu giełdowego, w oczywisty sposób zwiększa prawdopodobieństwo zawarcia transakcji. Zwiększa to atrakcyjność instrumentu finansowego szczególnie w odczuciu inwestorów, których horyzont inwestycyjny nie jest precyzyjnie zdefiniowany. Poszukiwanie drugiej strony transakcji poza rynkiem giełdowym znacznie opóźnia jej zawarcie, powodując różne niedogodności np. konieczność przejściowego finansowania z innych źródeł. Inwestorzy oczekują więc w takich sytuacjach większego dyskonta, a co za tym idzie oferują niższe ceny. Wyceny dwóch spółek o identycznych parametrach ekonomiczno-finan-

sowych prowadzonej działalności, z których akcje jednej są notowane na rynku giełdowym drugiej zaś nie, różnią się o co najmniej 10-15% na korzyść spółki notowanej.

Podobny efekt cenowy obserwuje się również w przypadku obligacji. Dyskonto cenowe notowanych obligacji jest mniejsze niż nienotowanych, co dla emitenta oznacza niższy koszt obsługi długu.

Uzyskanie środków motywowania pracowników i menedżerów

Dysponując płynnym, notowanym na giełdzie instrumentem finansowym spółka uzyskuje nowe możliwości „płatnicze" w stosunku do swoich pracowników, w tym kadry zarządzającej. Za pomocą odpowiednio skonstruowanych programów motywacyjnych, w których pracownicy w zależności od uzyskanych wyników otrzymywaliby jako gratyfikację pakiety akcji, można realizować długofalowe programy lojalnościowe, pozwalające zatrzymać w spółce najwartościowszy personel i osiągać zaplanowane rezultaty.

Możliwość efektywnego sfinansowania zakupu przedsiębiorstw

W obliczu nadarzającej się okazji dokonania interesującego przejęcia kapitałowego, często najpoważniejszym problemem okazuje się niemożność szybkiego zorganizowania finansowania transakcji na atrakcyjnych warunkach. Spółka giełdowa ma tu znaczną przewagę, ponieważ w stosunkowo krótkim czasie może przeprowadzić podwyższenie kapitału w drodze publicznej emisji akcji i skierować je na rynek bez konieczności indywidualnych negocjacji z potencjalnymi inwestorami.

Ze względu na uproszczenie procedury i szybkość realizacji operacji przejęcia, w takiej sytuacji najkorzystniej jest wydać akcjonariuszom przejmowanego przedsiębiorstwa akcje nowej emisji w zamian za posiadane przez nich akcje dotychczasowe. Możliwość taka musi oczywiście wynikać z wynegocjowanych uprzednio warunków przeprowadzenia transakcji.

Uporządkowanie działalności przedsiębiorstwa

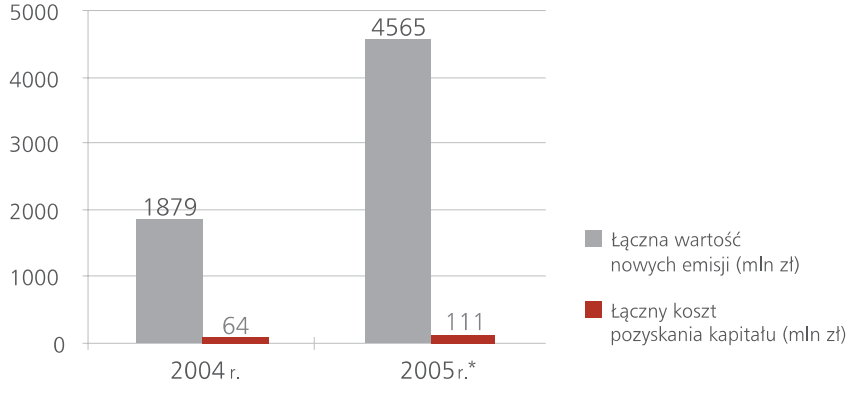
Przygotowanie do debiutu giełdowego zmusza spółkę do zajęcia się również problemami odsuwanymi w natłoku spraw bieżących na dalszy plan. Uwagi zewnętrznych doradców - obiektywne oceniających prowadzoną przez spółkę działalność - pozwalają na rozpoznanie wielu problemów, z których kierownictwo nie w pełni zdawało sobie dotychczas sprawę, lub nie doceniało ich znaczenia. Uzyskanie akceptacji inwestorów wymaga często zdynamizowania rozwoju i ponownego zdefiniowania dotychczasowej strategii spółki, ale warto poświęcić czas również mniej istotnym udoskonaleniom organizacyjnym. Prezes Zarządu jednej ze spółek giełdowych powiedział po zakończonej sukcesem emisji, że nawet gdyby z powodów rynkowych zmuszony był ją odwołać, to uzyskana „mimochodem" poprawa funkcjonowania przedsiębiorstwa warta była poniesionych nakładów.

Obawy związane z wejściem do obrotu giełdowego

Koszty – ich struktura i wysokość

Na ogół największe obawy potencjalnych emitentów budzą koszty wejścia na giełdę. Jest to istotny problem, jednakże zawsze należy rozważyć relację pomiędzy osiąganymi efektami a poniesionymi nakładami, i rozstrzygać zgodnie z ekonomiczną kalkulacją.

Wykres: łączna wartość nowych emisji i łączny koszt pozyskania kapitału w latach 2004 i 2005*



* Stan na 7 października 2005 r.
Źródło: GPW na podstawie informacji i raportów ze spółek.

Koszty związane z wprowadzeniem papierów wartościowych do obrotu na rynku giełdowym można podzielić na trzy podstawowe grupy.

Pierwsza z nich to **koszty opłat sądowych i administracyjnych**, związanych z procedurami dopuszczeniowymi. Ich wysokość jest precyzyjnie określona a możliwości obniżenia ograniczone.

Druga grupa kosztów to **wynagrodzenia doradców**. Można je negocjować, jednakże w ramach ustalanych przez rynek. Ograniczanie wielkości kosztów należących do tej grupy polega na doborze doradców odpowiednich do skali planowanej oferty i sposobu jej przeprowadzenia. Nie znajduje uzasadnienia zatrudnianie najlepszych doradców specjalizujących się w dużych ofertach międzynarodowych, jeśli planujemy mniejszą ofertę skierowaną do inwestorów krajowych.

Zestawienie wartości i kosztów publicznych emisji spółek, które zadebiutowały na GPW w 2005 r.
(na podstawie danych opublikowanych przez emitentów)

L.p.	Spółka	Debiut PDA	Debiut akcji	Wartość nowej emisji (zł)	Koszty emisji (zł)	Udział kosztów w wartości emisji (%)
1	Atlanta		10-01-05	13 291 425,00	796 934,22	6,00
2	Comp		14-01-05	20 812 500,00	2 064 000,00	9,92
3	Zelmer		27-01-05	Spółka nie przeprowadzała nowej emisji		
4	Eurocash		04-02-05	Spółka nie przeprowadzała nowej emisji		
5	Ciech	10-02-05	10-02-05	196 895 616,00	4 323 661,00	2,20
6	Graal	11-02-05	09-03-05	21 896 130,00	2 710 000,00	12,38
7	Śrubex	17-02-05	17-02-05	25 000 000,00	1 673 150,00	6,69
8	ERG Ząbkowice	18-02-05	18-04-05	12 600 000,00	618 900,00	4,91
9	Polmos Lublin		24-02-05	75 000 000,00	9 534 550,00	12,71
10	Zetkama	04-03-05	29-04-05	11 900 000,00	803 719,83	6,75
11	Bioton	16-03-05	31-03-05	44 000 000,00	3 971 130,00	9,03
12	Amrest		27-04-05	84 000 000,00	11 000 000,00	13,10
13	Polmos Białystok		12-05-05	Spółka nie przeprowadzała nowej emisji		
14	Polish Energy Partners		13-05-05	Spółka nie przeprowadzała nowej emisji		
15	Lena Lighting	01-06-05	01-06-05	8 875 000,00	902 032,98	10,16
16	Grupa Lotos	09-06-05	09-06-05	1 015 000 000,00	14 965 240,00	1,47
17	Decora	21-06-05	21-06-05	22 500 000,00	1 986 230,00	8,83
18	Ambra	22-06-05	29-07-05	59 850 000,00	2 850 000,00	4,76
19	Opoczno		24-06-05	Spółka nie przeprowadzała nowej emisji		
20	Variant	11-07-05	05-08-05	13 000 000,00	885 314,92	6,81
21	Travelplanet.pl	12-07-05	12-07-05	6 666 660,00	861 400,00	12,92
22	Police	14-07-05		154 500 000,00	4 621 374,34	2,99
23	Spray	21-07-05		6 303 144,60	968 520,00	15,37
24	EMC Instytut Medyczny	29-07-05		11 400 000,00	1 396 608,60	12,25
25	IDM. PL S.A.	27-07-05		18 000 000,00	1 123 880,00	6,24
26	Barlinek	22-09-05		58 400 000,00	5 814 602,17	9,96
27	PGNiG	23-09-05		2 682 000 000,00	37 300 090,00	1,39
28	SkyEurope	27-09-05		Spółka nie przeprowadzała oferty w Polsce		
29	PC Guard	05-10-05	05-10-05	3 000 000,00	144 500,00	4,82
30	ZA Puławy	19-10-05		297 810 000,00	5 915 000,00	1,99
31	Tell	20-10-05		16 275 000,00	895 098,35	5,50
32	Jago	08-11-05		15 000 000,00	987 747,96	6,58
33	Teta	29-11-05	29-11-05	5 100 000,00	710 059,71	13,92
34	Toora Poland	13-12-05		115 024 000,00	8 981 234,00	7,81
35	Novitus		22-12-05	Spółka nie przeprowadzała nowej emisji		
			Razem:	4 899 075 475,60	119 823 744,08	

Trzecią grupę kosztów stanowią **nakłady przeznaczone na promocję oferty**. Teoretycznie o ich wielkości decyduje wyłącznie emitent. W praktyce zależą od celów, jakie realizowane będą podczas akcji promocyjnej oferty, która często zawiera także elementy promocji wizerunkowej emitenta.

Łączna względna wysokość kosztów przygotowania i przeprowadzenia emisji średniej wielkości zawiera się w przedziale od 5 do 7% jej wartości i jest zależna od wysokości pozyskanych środków (niektóre z występujących kosztów mają bowiem charakter stały). Wydatki te jednak należy odnosić do zamierzonych efektów - alternatywne działania, związane z pozyskaniem kapitału lub koniecznością zmniejszenia tempa rozwoju przedsiębiorstwa mogłyby okazać się znacznie bardziej kosztowne.

Emitenci obawiają się, że pomimo znacznych kosztów nie zrealizują celów emisyjnych np. z powodu pogorszenia koniunktury. Znaczna konkurencja na rynku usług maklerskich powoduje jednak, że warunki płatności za usługi maklerskie na rynku pierwotnym są korzystne dla emitentów i najistotniejszy element opłaty ma charakter prowizji od sukcesu - nie jest ponoszony w przypadku konieczności odwołania emisji lub jej ewentualnego nieobjęcia przez inwestorów.

Trzeba dodać, że **największe koszty ponoszone są przy pierwszym pozyskaniu kapitału na rynku publicznym. Kolejne oferty są znacznie tańsze, gdyż spora część nakładów związanych z przygotowaniami do notowania spółki na rynku giełdowym ma charakter jednorazowy**. Ponadto emitenci dysponują już pewnym doświadczeniem organizacyjnym, które sprawia, że kolejne emisje przebiegają sprawniej.

Konieczność ujawniania informacji

Kolejną obawą, jaką często akcentują potencjalni emitenci publicznych papierów wartościowych jest możliwość wglądu konkurencji w istotne dla spółki informacje, w tym finansowe. Odpowiedź na taki argument jest dość prosta. Coraz powszechniejszy dostęp do informacji i rozwijający się szybko rynek usług wywiadu gospodarczego powodują, że w praktyce żaden podmiot nie jest w stanie zapobiec przedostawaniu się na rynek wiadomości, które chciałby zachować w tajemnicy. W tej sytuacji lepszym rozwiązaniem może okazać się możliwość przekazania odpowiednio zredagowanej i skomentowanej informacji (w prospekcie, raporcie bieżącym, podczas spotkań z inwestorami).

Ryzyko przejęcia kontroli nad spółką

Wprowadzenie akcji spółki do obrotu giełdowego, uzyskanie swobodnej i nieograniczonej możliwości zawierania transakcji i zwiększone zainteresowanie spółką prowadzi, zdaniem potencjalnych emitentów, do pojawienia się w niej inwestorów niepożądanych, chcących uzyskać w spółce pozycję dominującą. Jest to do pewnego stopnia prawda, ale zapobiegać takiej sytuacji można na szereg sposobów.

Na etapie oferty publicznej można tak ukształtować transze oraz dodatkowe warunki objęcia akcji, aby nie dopuścić do zgromadzenia zbyt dużych pakietów w portfelach inwestorów potencjalnie zamierzających dokonać „wrogiego" przejęcia. Duża swoboda i uznaniowość na etapie przydziału akcji pozwalają zarządowi spółki zredukować lub w ogólnie nie dokonać przydziału akcji podmiotom, których intencje mogą budzić zastrzeżenia.

Na rynku oficjalnych notowań giełdowych istnieją również poważne ograniczenia, uniemożliwiające kupowanie dużych pakietów akcji w sposób niezauważalny. O przekroczeniach odpowiednio 5, 10, 20, 25, 33, 50 albo 75% ogólnej liczby głosów na walnym zgromadzeniu (WZ) każdy inwestor zobowiązany jest poinformować KPWiG oraz spółkę. W przypadku posiadania większych pakietów występuje obowiązek informowania przy zmianie wartości udziału co 2% (w przypadku posiadania ponad 10% głosów), a nawet co 1% (jeśli inwestor posiada ponad 33% głosów). Ponadto przekroczenie progów 33% i 66% głosów na WZ (a także nabycie akcji uprawniających do wykonywania 10% głosów w okresie krótszym niż 60 dni lub 5% głosów w okresie krótszym niż 12 miesięcy przez akcjonariusza, który zgromadził już 33% głosów) wymaga ogłoszenia przez nabywcę wezwania do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji.

Niepożądane powiązania kapitałowe utrudniają również obowiązujące przepisy antymonopolowe.

Ponadto regulacje giełdowe nie stwarzają przeszkód w umieszczeniu w statucie spółki zapisów uniemożliwiających utratę kontroli i w konsekwencji wrogie przejęcie. Standardem w tym względzie są emisje akcji imiennych, uprzywilejowanych co do głosu na walnym zgromadzeniu, czy też uprzywilejowanych w zakresie powoływania członków organów zarządzających (w tym prezesa zarządu) i organów nadzorujących (w tym przewodniczącego rady nadzorczej).

Takie rozwiązania powodują jednak zmniejszenie liczby akcji wprowadzonych do obrotu i pogorszenie płynności, szczególnie istotne w przypadku mniejszych spółek. Poza tym inwestorzy niezbyt chętnie akceptują fakt uprzywilejowania wybranych akcjonariuszy i wolą, gdy w spółce siła głosu w spółce jest proporcjonalna do zaangażowanego kapitału.

Wielkość spółki

Wielu emitentów tkwi w błędnym przekonaniu, że giełda jest tylko dla dużych spółek. Tymczasem jest wprost przeciwnie – giełda jest przede wszystkim dla średnich i małych przedsiębiorstw – aby dzięki niej jak najszybciej się rozwijały. Dojrzałość giełdowa oznacza faktycznie posiadanie możliwej do realizacji i atrakcyjnej dla inwe-

storów strategii rozwoju oraz gotowość do akceptacji zasad giełdowych. Natomiast bezwzględna wielkość spółki jest kwestią drugorzędną.

Na giełdzie notowanych jest wiele spółek, których kapitalizacja nie przekracza 30 mln zł – nie są to więc z pewnością spółki duże. Istnieją fundusze inwestycyjne, które specjalizują się w inwestowaniu w małe i średnie przedsiębiorstwa, w przekonaniu o wyższej dynamice ich rozwoju i możliwości osiągania w ten sposób wyższych stóp zwrotu dla swoich klientów.

Jak przygotować się do oferty publicznej?

Przekształcenie w spółkę akcyjną

W przypadku emisji akcji niezbędnym warunkiem wejścia na giełdę jest ewentualne przekształcenie przedsiębiorstwa w spółkę akcyjną, gdyż tylko spółka akcyjna (lub komandytowo-akcyjna) może emitować akcje. Jeżeli przedsiębiorstwo działało jako spółka osobowa, bądź handlowa przekształcenie w spółkę akcyjną odbywa się zgodnie z zasadami kodeksu spółek handlowych. Jeżeli była to indywidualna działalność gospodarcza, spółka cywilna, bądź spółdzielnia – na ogół dotychczasowy majątek przedsiębiorstwa wnoszony jest jako wkład niepieniężny do nowo tworzonej spółki akcyjnej.

Dobrze jest już na tym etapie podjąć współpracę z późniejszym oferującym - domem maklerskim, lub co najmniej kancelarią prawną, mającą doświadczenie na rynku publicznym, aby powstające dokumenty korporacyjne miały charakter zgodny z wymogami publicznego rynku kapitałowego. Istotne na tym etapie mogą okazać się też kwestie podatkowe, determinujące sposób przeprowadzenia przekształceń.

Dostosowanie aktów korporacyjnych do wymogów rynku publicznego

Praktyka pokazuje, że dokumenty spółek akcyjnych zawierają wiele błędów i elementów niezgodnych z zasadami obowiązującymi na rynku publicznym (a niejednokrotnie i z obowiązującymi przepisami prawa). **Trzeba dokonać szczegółowego przeglądu wszystkich funkcjonujących dokumentów korporacyjnych i zmienić je bądź dostosować, zgodnie z zasadami rynkowymi**. Dotyczy to w szczególności kwestii uprzywilejowania akcji, sposobu wyboru członków rady nadzorczej i innych szczególnych uprawnień dotychczasowych akcjonariuszy, których mają być pozbawieni nowi udziałowcy.

Akcje imienne nie mogą być przedmiotem obrotu na giełdzie. Dobrze jest zatem jeszcze przed ofertą rozważyć kwestie ich ewentualnej zamiany, lub przynajmniej zagwarantować w statucie możliwość ich zamiany na żądanie właściciela.

Zgodnie z ogólną zasadą rynku publicznego wszyscy akcjonariusze powinni być traktowani w sposób równy, niezależnie od wielkości posiadanych pakietów akcji.

Konsultacje z doradcami – uniknięcie błędnych rozwiązań

Współpracę z doradcami należy rozpocząć jak najwcześniej. Pozwoli to uniknąć typowych błędów, związanych z niewłaściwą koordynacją prac lub brakiem zrozumienia specyfiki rynku kapitałowego przez emitenta, bądź jego dotychczasowych doradców.

W spółkach o rozproszonym akcjonariacie korekta błędnie podjętych uchwał walnego zgromadzenia jest kosztowna, kłopotliwa i zwykle zaburza harmonogram prac.

Wybór partnerów

Proces przygotowania oferty publicznej i doprowadzenia do notowań giełdowych jest przedsięwzięciem wymagającym szerokich kompetencji w dziedzinie doradztwa strategicznego, analizy finansowej, wiedzy prawnej, przekształceń oraz restrukturyzacji podmiotów gospodarczych i związanych z tym elementów optymalizacji podatkowej. Każdą ofertę należy rozpatrywać indywidualnie. W zależności od stopnia jej skomplikowania może zachodzić konieczność zaproszenia do współpracy dodatkowych doradców, o specyficznych umiejętnościach. Typowi uczestnicy przygotowujący i realizujący ofertę publiczną przedstawieni są poniżej.

Dom maklerski

W myśl obowiązujących przepisów, **ofertę publiczną należy przeprowadzać zawsze za pośrednictwem domu maklerskiego** posiadającego zezwolenie Komisji Papierów Wartościowych i Giełd.

Błędem byłoby jednak traktowanie uczestnictwa domu maklerskiego w tym procesie jako uciążliwego i kosztownego obowiązku, gdyż dom maklerski jest doradcą bardzo silnie osadzonym w realiach rynku i jego rola we właściwym skonstruowaniu publicznej oferty jest trudna do przecenienia. Mając codzienny kontakt z inwestorami aktywnymi na rynku jest w stanie najlepiej ocenić wszystkie parametry decydujące o powodzeniu oferty i dopasować je do bieżącej koniunktury. Poza tym jedynie dom maklerski (współpracujący ewentualnie w tym zakresie z bankiem) posiada techniczne możliwości przyjęcia i rozliczenia znacznej liczby zapisów.

Podczas przygotowywania prospektu emisyjnego dom maklerski jest autorem, co najmniej, rozdziału dotyczącego zasad dystrybucji, zaś merytorycznie współpracuje z autorami wszystkich pozostałych części – o ile sam nie jest ich wykonawcą.

Dodatkowo, na etapie przygotowania oferty, dom maklerski pełni rolę koordynatora projektu - proponuje emitentowi harmonogram, uczestniczy w doborze pozostałych doradców i organizuje ich współpracę.

Podczas przeprowadzania oferty dom maklerski realizuje swoje główne zadanie – oferującego papiery wartościowe. W uzgodnionej z emitentem sieci sprzedaży realizuje operacyjne elementy transakcji, rekomendując jednocześnie akcje emitenta jako interesującą inwestycję.

Doradca finansowy

Udział doradcy finansowego w procesie przygotowania oferty publicznej ma charakter dwuetapowy.

W pierwszym etapie uczestniczy w przygotowaniu strategii finansowej rozwoju spółki i ewentualnych przekształceniach kapitałowych. Często to doradca finansowy inspiruje zarząd do zorganizowania oferty publicznej.

W drugim etapie przygotowań, na podstawie wcześniejszych uzgodnień i analiz przygotowuje kluczowe dla powodzenia oferty części prospektu, dotyczące planów i perspektyw rozwojowych.

Rolę doradcy finansowego może pełnić oferujący papiery wartościowe dom maklerski, jeżeli dysponuje odpowiednio sprawnym wydziałem analiz rynkowych. Często zatrudniany jest odrębny podmiot zorientowany w specyfice działalności emitenta. Przyjętym rozwiązaniem jest również zatrudnianie w charakterze konsultanta podmiotu świadczącego dotychczas usługi doradcze w zakresie finansów, lub – w przypadku większych podmiotów, o rozbudowanej strukturze – powierzenie tej roli własnemu działowi analiz strategicznych (posiadanie doradcy finansowego jako odrębnego podmiotu nie jest obowiązkowe).

Doradca prawny

Udział doradcy prawnego w procesie przygotowania oferty publicznej również nie ma charakteru obligatoryjnego, jednakże gwarantuje zachowanie zgodności wszelkich wykonywanych czynności i dokumentów (w tym prospektu emisyjnego) z obowiązującymi przepisami. Zakres prac powierzanych doradcy prawnemu bywa różny i zależy od przygotowania zatrudnianych przez emitenta prawników do wykonania części zadań (np. przekształceń formy prawnej emitenta, przygotowania odpowiednich uchwał itp.). Ze względu na sprawność przeprowadzenia procesu celowe wydaje się rozważenie powierzenia całości zagadnień prawnych doradcy, który posiada doświadczenie w przygotowywaniu emisji publicznych.

Typowy zakres prac doradcy prawnego podczas przygotowania oferty publicznej obejmuje:

- dokonanie przeglądu statutu spółki i ewentualne sformułowanie propozycji zmian zapisów w nim zawartych, celem dostosowania go do standardów obowiązujących na rynku publicznym;
- ustalenie okoliczności istotnych z punktu widzenia obowiązków informacyjnych związanych z wprowadzaniem akcji do obrotu giełdowego;
- przygotowanie projektu uchwały Walnego Zgromadzenia Akcjonariuszy Spółki w sprawie podwyższenia kapitału zakładowego (emisji nowych akcji) i wprowadzenia dotychczasowych akcji do obrotu giełdowego oraz w sprawie zmian statutu spółki – albo zaopiniowanie tych uchwał przygotowanych przez spółkę;
- przygotowanie części prawnej prospektu emisyjnego spółki - szczegółowy zakres prac doradcy prawnego przy przygotowaniu prawnej części prospektu emisyjnego określony jest w umowie ze spółką i obejmuje najczęściej:
  - opis czynników ryzyka, związanych z otoczeniem prawnym,
  - informacje na temat akcji oferowanych i wprowadzanych,
  - dane o emitencie,
  - dane o działalności emitenta w obszarach dotyczących zawartych umów oraz posiadanych nieruchomości,
  - dane o organizacji emitenta;
- doradztwo w postępowaniach przed organami rynku kapitałowego:
  - udział w charakterze doradcy prawnego spółki oraz autora części prospektu w konsultacjach z Komisją Papierów Wartościowych i Giełd (KPWiG) mających na celu doprowadzenie do zatwierdzenia prospektu;
  - udział w postępowaniu przed organami Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie SA (GPW) mającym na celu dopuszczenie akcji spółki do obrotu na GPW oraz wprowadzenie ich do obrotu giełdowego;
- doradztwo w postępowaniach o dokonanie wpisów do Krajowego Rejestru Sądowego, związanych z podwyższeniem kapitału zakładowego spółki oraz zmianami statutu spółki dokonanymi w związku z planowanym wprowadzeniem jej akcji do obrotu giełdowego - przy założeniu, że wnioski rejestrowe przygotowują i zastępstwo procesowe zapewniają służby wewnętrzne spółki.

Ponadto doradca prawny udziela bieżących konsultacji z zakresu aspektów prawnych procesu emisyjnego.

Audytor

Rola audytora w procesie oferty publicznej jest bardzo ważna, gdyż **sprawozdania finansowe i ewentualne prognozy wyników to najbardziej interesująca inwestorów część prospektu**. Jest zatem istotne, aby ich badanie dokonane zostało przez podmiot o uznanej renomie. Ze względu na racjonalizację kosztów, jak w większości sytuacji, należy zachować tu zdrowy rozsądek. Audytor niekoniecznie musi wywodzić się z „wielkiej czwórki" (powinno tak być z pewnością w przypadku ofert o zasięgu międzynarodowym). Dobrze jest jednak, gdy dysponuje doświadczeniem w dostosowywaniu sprawozdań finansowych do wymogów prospektu, które różnią się nieco od podstawowych wersji sprawozdań, opisanych w ustawie o rachunkowości. Jeżeli warunek ten spełnia dotychczasowy audytor spółki to, ze względu na znajomość dokumentacji finansowej emitenta, jego udział w procesie przygotowania prospektu zapewni sprawne wykonanie części dotyczącej sprawozdań finansowych. Z drugiej strony, powierzenie roli audytora innemu podmiotowi niż dotychczas współpracujący z emitentem sprawia, że sprawozdania nabierają waloru niezależności i obiektywizmu. Decyzję w sprawie wyboru audytora podejmuje emitent, uwzględniając m.in. przedstawione oferty cenowe (teoretycznie dotychczasowy audytor powinien zaproponować bardziej atrakcyjne warunki finansowe).

Agencja public relations / inwestor relations

Zatrudnianie agencji podczas oferty publicznej, chociaż nie jest obowiązkowe, bywa jednak wskazane i pożyteczne. Niektórzy emitenci są skłonni uważać, że akcje są na tyle specyficznym towarem, że jakiekolwiek działania reklamowe o charakterze masowym mają znaczenie jedynie przy bardzo dużych ofertach. Jest w tym trochę racji, gdyż w przypadku mniejszych ofert ważniejsze jest odpowiednie przekazanie informacji o zainteresowaniu inwestorów instytucjonalnych – które gwarantuje wykreowanie odpowiedniego poziomu popytu wśród inwestorów drobnych – zaś koszt kampanii promocyjnej jest istotną (czasem nawet największą) pozycją budżetu projektu emisyjnego. Nie mniej dobrze przeprowadzona kampania promocyjna oferty jest ważna.

Po pierwsze, wzmocnienie popytu może wygenerować dodatkowy wzrost ceny emisyjnej (choć trzeba pamiętać, że decydują o niej na ogół inwestorzy instytucjonalni, którzy są mniej podatni na działania promocyjne).

Po drugie, w przypadku równoległego pojawienia się na rynku kilku ofert jednocześnie lub w trudniejszej sytuacji rynkowej, inwestorzy mogą wykazywać niezdecydowanie odnośnie wyboru inwestycji lub w ogóle jej dokonania. Wówczas impulsem do decyzji inwestycyjnej mogą być działania medialne lub atrakcyjnie zorganizowane spotkania z zarządem spółki, wyróżniające ofertę spośród innych, lub promujące mniej oczywiste zalety prowadzonej przez spółkę działalności. Jest to szczególnie istotne w sytuacji, gdy chodzi o pokazanie aspektów trudnych do opisania w prospekcie.

Właściwa promocja zwiększy rozpoznawalność emitenta działającego w obszarach nieznanych przeciętnemu inwestorowi indywidualnemu. Z kolei emitenci mający kontakt z masowym rynkiem detalicznym (sprzedaż dóbr szybkozbywalnych itp.) dzięki odpowiednio rozłożonym akcentom kampanii poprawią zarówno swój wizerunek, jak i sprzedaż produktów. Przykładem może być relatywnie droga kampania Fabryki Farb i Lakierów „Śnieżka" SA, która z założenia była kampanią wizerunkową i swoje zadanie spełniła.

Z inspiracji Giełdy Papierów Wartościowych powstała lista Giełdowych Firm Partnerskich. Jest to grupa doświadczonych przedsiębiorstw doradczych, rekomendowanych przez Giełdę jako sprawdzeni partnerzy emitentów w drodze na parkiet. Ich zadaniem jest szeroko rozumiana pomoc zarówno podczas procesu sporządzania prospektów emisyjnych czy innych dokumentów informacyjnych potencjalnych emitentów, jak również bieżące doradztwo związane z obecnością spółek na giełdzie. Informacje na temat Programu Giełdowych Firm Partnerskich oraz pełny wykaz tych firm wraz z danymi teleadresowymi zawiera strona internetowa Giełdy (www.gpw.pl).

Zredagowanie czytelnej dla inwestorów, realnej koncepcji rozwoju

Podstawowym elementem przygotowań do zaprezentowania spółki inwestorom jest stworzenie jasnego opisu jej funkcjonowania wraz z przedstawieniem najważniejszych kierunków rozwoju i podstaw finansowych ich realizacji.

Plan strategiczny

Wiele spółek już przed decyzją o wejściu na giełdę prowadzi uporządkowaną politykę rozwojową i posiada mniej lub bardziej precyzyjnie sformułowane założenia strategiczne. W takich sytuacjach na ogół wystarczy przegląd tych założeń i ocena ich odbioru przez inwestorów.

Jeżeli brak jest dokumentów określających wizję rozwoju spółki - dzieje się tak na ogół w niewielkich firmach, gdzie zagadnienia strategiczne pozostają w kompetencjach nielicznego na ogół grona właścicieli - należy stworzyć dokument, w którym zebrane zostaną poglądy i przemyślenia dotyczące strategii rozwoju, tworzące zarys historii inwestycyjnej spółki, prezentowanej w prospekcie i podczas spotkań z inwestorami. Jakość tego dokumentu i płynących z niego wniosków ma kluczowe znaczenie dla powodzenia oferty.

Plan finansowy

Dokumentem towarzyszącym założeniom strategicznym i opisowi planów rozwojowych spółki jest plan finansowy, zawierający liczbowe ujęcie projektowanych przedsięwzięć i zakładane wyniki finansowe. Jest to najbardziej wnikliwie rozpatrywana część dokumentacji spółki, na podstawie której doradcy finansowi i dom maklerski oceniają możliwość realizacji jej strategii i planów rozwojowych spółki. Większość pytań analityków związana będzie z próbą weryfikacji przyjętych założeń, dlatego plan finansowy powinien być przygotowany niezwykle starannie. Członkowie zarządu muszą zapoznać się z treścią tego dokumentu, aby móc później udzielać wyczerpujących odpowiedzi na wszelkie kłopotliwe pytania.

Cele emisji

Bardzo ważnym zagadnieniem ocenianym przez inwestorów z dużą uwagą są cele emisji. Wynikają one bezpośrednio z przygotowanej strategii rozwoju, która określa niezbędne do jej realizacji nakłady inwestycyjne. Trudno wskazywać lepiej lub gorzej postrzegane przez inwestorów cele emisyjne, ale generalnie ich realizacja musi prowadzić do poprawy wyników finansowych i wzrostu wartości spółki.

Plany spółki podlegają niezależnej ocenie inwestorów, pod kątem możliwości ich realizacji. Jednak warunkiem osiągnięcia wstępnego zainteresowania jest przedstawienie, w jasny i zrozumiały sposób, zależności pomiędzy zrealizowaniem celów emisyjnych a uzyskanym efektem finansowym. Stąd mniejsze zaufanie inwestorów budzą oferty, w których znaczna część środków przeznaczana jest na enigmatycznie określone „zwiększenie kapitału obrotowego" lub „rozbudowę sieci sprzedaży", zdecydowanie zaś lepiej ocenione są projekty np. budowy nowej linii produkcyjnej zwiększającej niewykorzystane w danym momencie możliwości wzrostu sprzedaży lub zmniejszającej istotnie koszty produkcji.

Warto również pokazać, na wypadek uzyskania mniejszych niż zakładano wpływów z emisji, że przewidziano alternatywne ścieżki finansowania realizacji zaplanowanych projektów. Jest to ważne dla inwestorów na etapie podejmowania decyzji, ponieważ zmniejsza ryzyko ich uczestnictwa w spółce mimo nieuplasowania oferty w całości i niepełnego pozyskania środków inwestycyjnych z oferty publicznej.

Dostosowanie struktur własnościowych w ramach grupy kapitałowej lub właścicielskiej zgodnie z zasadą przejrzystości kapitałowej

Nie mniej ważnym, choć wymienianym w dalszej kolejności elementem przygotowań do udanej oferty publicznej jest uzyskanie przejrzystości kapitałowej spółki lub grupy.

Naczelną zasadą jest możliwie prosta struktura kapitałowa, nie utrudniająca zrozumienia występujących zależności, z ograniczoną liczbą podmiotów pośredniczących i powiązań krzyżowych, umożliwiających ewentualne niekontrolowane przepływy pieniężne, co dla inwestorów jest zawsze poważnym czynnikiem ryzyka.

Uzasadnione jest wyodrębnianie różnych rodzajów prowadzonej działalności do osobnych podmiotów, gdyż poprawia to przejrzystość finansową i zwiększa możliwość monitorowania biznesu w każdym jego segmencie. Nadmierne rozdrobnienie nie jest jednak postrzegane jako korzystne, gdyż trudności zarządzania przeważają nad korzyściami płynącymi z dywersyfikacji.

Klucz do sukcesu

W tym rozdziale zostały zebrane doświadczenia z dotychczasowych ofert publicznych, również nie w pełni udanych. Analiza popełnionych błędów, rozpoznanie oczekiwań inwestorów, utrwalenie się pewnych praktyk na krajowym rynku kapitałowym umożliwia sformułowanie katalogu postulatów, które powinna realizować oferta publiczna, aby trafiać w zapotrzebowanie inwestorów. Większość z przedstawionych sugestii nie ma charakteru bezwzględnego. Oferta, w której niektóre elementy odbiegają nieco od oczekiwań inwestorów także ma szanse powodzenia. Na ogół jednak oznacza to konieczność obniżenia ceny emisyjnej ze względu na wzrost ryzyka inwestycyjnego, bądź konieczność dodatkowej zachęty. Trzeba skalkulować, czy jest to dla spółki opłacalne.

Zdobycie zaufania inwestorów – najważniejszym zadaniem emitenta

Dotychczasowe doświadczenia przebiegu ofert publicznych potwierdzają tezę: **nie będzie udanej emisji, jeśli inwestorzy nie zaufają emitentowi**. Jest to zrozumiałe, ponieważ inwestor na rynku kapitałowym angażuje środki własne lub takie środki powierzone, za które czuje się bezpośrednio odpowiedzialny – stąd tak wielką wagę przykłada do bezpieczeństwa swojej inwestycji. Dopuszcza oczywiście ryzyko rynkowe, ale stara się wyeliminować wszelkie ryzyka dodatkowe, w tym ewentualny brak zaufania do osób kierujących spółką, ponieważ wówczas trudno jest mu uwierzyć w najbardziej nawet atrakcyjne prognozy rozwoju.

Dlatego też niezwykle ważna jest umiejętność spojrzenia na własną spółkę i przygotowywaną ofertę oczami inwestora finansowego, którego głównym celem jest atrakcyjny zwrot z inwestycji w zaplanowanym horyzoncie czasowym. Możliwość udzielenia z głębokim przekonaniem, pozytywnej odpowiedzi na pytanie „Czy kupiłbym za własne pieniądze akcje tej spółki?" ma podczas przygotowywania oferty decydujące znaczenie dla jej powodzenia. Nie jest bowiem prawdą, jak się czasem potocznie uważa, że kapitał pozyskuje się „z giełdy". Kapitał powierzają spółce konkretne osoby, które wierzą w jej sukces rynkowy.

W sytuacji, gdy inwestorzy zostali wprowadzeni w błąd np. zbyt optymistyczną prognozą, kolejna emisja spółki ma małe szanse powodzenia, ponieważ rynek polski ma relatywnie niewielką liczbę aktywnych uczestników i zła opinia utrzymuje się długi czas. Są na rynku niechlubne przypadki emitentów, którzy zaufanie inwestorów zawiedli i przez lata próbują odbudować nadszarpniętą reputację.

Jasne przedstawienie prowadzonej działalności

Spółka musi być prowadzona w sposób jasny i przejrzysty. Najlepiej, z punktu widzenia komfortu podejmowania decyzji inwestycyjnej i koniecznych nakładów pracy, gdy spółka prowadzi jednorodną działalność gospodarczą w stosunkowo dobrze rozpoznanej branży. Taka sytuacja zdarza się rzadko i nie należy z tego powodu rezygnować z oferty. Trzeba jednak starać się stworzyć opis działalności spółki możliwie bliski wzorcowemu, nawet z uwzględnieniem pewnych koniecznych zmian struktury organizacyjnej. W szczególności dotyczy to grup kapitałowych o skomplikowanych wewnętrznych zależnościach, które dla potencjalnych inwestorów są zawsze obarczone ryzykiem niekontrolowanych przepływów finansowych. Również zbyt różnorodna działalność prowadzona w ramach jednego podmiotu - choć teoretycznie zmniejsza ryzyko poprzez dywersyfikację działalności – utrudnia analizę a czasem nawet definiowanie jasnej strategii rozwojowej. W każdej z podobnych sytuacji inwestorom należy się rzetelne wyjaśnienie, dlaczego taki właśnie sposób prowadzenia biznesu jest w danej sytuacji optymalny.

Przemyślana i spójna strategia rozwoju

Przemyślana strategia rozwoju jest konieczna, aby odnieść sukces w prowadzeniu działalności gospodarczej i trudno kwestionować zasadność jej wdrażania. Charakter zmian gospodarczych w ostatnich latach powodował jednak, że wiele przedsiębiorstw powstawało w sposób żywiołowy, wykorzystując bieżące sytuacje koniunkturalne i okazje rynkowe. Obecnie jednak gospodarka polska weszła w fazę bardziej dojrzałego rozwoju – o sukcesach przedsiębiorstw decydują te same elementy, co w rozwiniętych gospodarkach światowych, a zatem **precyzyjnie nakreślony plan rozwoju spółki w perspektywie co najmniej kilkuletniej, w którym wejście na giełdę nie jest przypadkowym epizodem, ale planowanym elementem wieloletniego harmonogramu finansowania działalności jest niezbędnym warunkiem powodzenia oferty**.

Atrakcyjne, ale realne prognozy wyników finansowych

Zrozumiałą sprawą jest chęć przedstawienia perspektyw rozwoju przedsiębiorstwa jak najlepiej, z jak największą dynamiką wyników finansowych. Inwestorzy oczekują jak najszybszego i jak największego wzrostu wartości inwestycji, której zwyczajową miarą jest (w pewnym uproszczeniu) zdolność generowania maksymalnych w danych warunkach zysków. Prognozy powinny być zatem dla inwestorów atrakcyjne. Trzeba jednak zachować umiar i właściwy dystans. Przyjęcie zbyt optymistycznych założeń, uwzględnienie wyłącznie pozytywnych elementów przewidywanego rozwoju rynku, czy zawyżanie (nawet w dobrej wierze) przedstawionych prognoz będzie surowo weryfikowane przez inwestorów. Wszelkie wątpliwości interpretowane są na niekorzyść

emitenta - nie tylko obniżają wycenę, poprzez korekty i urealnienia prognoz dokonywane w procesie analizy, ale również, a może przede wszystkim burzą klimat zaufania pomiędzy emitentem i inwestorami tak niezbędny do sukcesu oferty.

Ważną kwestią jest sposób podania prognoz finansowych. Można umieścić je w prospekcie emisyjnym, jednakże jeżeli są wystarczająco atrakcyjne warto, aby moment ich ogłoszenia stał się elementem promocji oferty.

Wiarygodność zarządu - oceniana na podstawie dotychczasowej działalności spółki i w trakcie bezpośrednich spotkań z inwestorami

Inwestorzy „kupują przyszłość" – zakładają, że inwestycja będzie zwiększała swoją wartość. Realizacja tego założenia zależy od konkretnych ludzi, o których ze zrozumiałych względów, inwestorzy chcieliby wiedzieć możliwie najwięcej. Dlatego już w prospekcie emisyjnym podaje się dosyć wyczerpujące informacje dotyczące ścieżki zawodowej członków zarządu, dlatego też tak dużą wagę inwestorzy przykładają do spotkań, na których zarząd powinien zaprezentować swój profesjonalizm i wysokie kompetencje. Inwestorzy muszą zyskać przekonanie, że dotychczasowa historia działalności gospodarczej tych osób i ich indywidualne cechy charakteru są gwarancją realizacji prezentowanych celów spółki.

Nie bez znaczenia jest też „medialność" członków zarządu, ponieważ ich zadaniem jest przekazać inwestorom swoją wiarę w powodzenie prowadzonej działalności. Z tego też względu należy zadbać, aby w spotkaniach z inwestorami brały udział osoby, które dobrze radzą sobie w kontaktach z publicznością i kłopotliwymi pytaniami z sali. W razie potrzeby można również zorganizować dodatkowe przeszkolenia przez odpowiednich specjalistów z zakresu public relations. Trudno jest wskazywać osoby kluczowe dla tego rodzaju spotkań, ponieważ indywidualne cechy osobowe członków zarządu są zróżnicowane – na pewno jednak ważne jest przekonanie o fachowości prezesa zarządu i osoby odpowiedzialnej za finanse spółki.

Właściwa struktura oferty – zachętą do inwestowania

Niedocenianym elementem ofert publicznych bywa ich właściwa struktura. Można tu mówić o dwóch problemach:

- właściwej struktury z punktu widzenia podziału władzy w spółce

oraz

- właściwej struktury z punktu widzenia przyszłych notowań.

Udział w kapitale dla nowych akcjonariuszy

Naturalnym i zrozumiałym odruchem dotychczasowych właścicieli spółki jest niechęć do dzielenia się głosami na walnym zgromadzeniu. Istnieją tu jednak pewne ograniczenia. Nowi akcjonariusze godzą się na ogół z pozostawieniem decydującego prawa głosu dotychczasowym właścicielom, mając zaufanie do prezentowanej przez nich koncepcji prowadzenia biznesu, jednak nie akceptują ich wyłącznej władzy. Stąd wynika minimalny satysfakcjonujący udział w głosach z akcji obejmowanych przez nowych akcjonariuszy, który w obecnych uregulowaniach kodeksu spółek handlowych można określić na 20-25% głosów (jest to poziom, przy którym teoretycznie przynajmniej posiadają oni pewne uprawnienia blokujące oraz możliwość wyboru członków rady nadzorczej). Należy jednak podkreślić, że czasem ze względu na płynność akcji będących w obrocie, oczekiwany minimalny udział nowych akcji trafiających do obrotu może być znacznie wyższy.

Podzielenie się władzą jest czasem trudne dla właścicieli, którzy w prowadzenie spółki, często stworzonej od zera, wkładają wiele osobistych emocji. Jest to jednak niezbędny warunek nawiązania dialogu z inwestorami zewnętrznymi, których godzimy się wprowadzić do spółki. Kalkulacje dotychczasowych właścicieli powinny przebiegać według jednoznacznych kryteriów finansowych – dzięki pozyskanemu kapitałowi i szybszemu rozwojowi spółki ich udziały, procentowo mniejsze w wyniku podwyższenia kapitału, będą miały jednak większą wartość niż wyłączna własność bez dokapitalizowania.

Odpowiednie proporcje inwestorów instytucjonalnych i indywidualnych

Istnieją dwie podstawowe grupy inwestorów, którzy wprowadzeni do spółki w odpowiednich proporcjach zapewniają prawidłowy przebieg oferty publicznej, a także właściwy obrót na rynku wtórnym. Charakter rynku polskiego, na którym decydujące znaczenie kapitałowe mają obecnie fundusze emerytalne oraz fundusze inwestycyjne i zakłady ubezpieczeń powoduje, że w większości przypadków oferty kierowane są w znaczącej części do powyższych grup inwestorów. Typowy udział inwestorów instytucjonalnych sięga 65-80% oferowanej puli akcji. Pozostała część kierowana jest do inwestorów drobnych.

Drobni inwestorzy są niezbędni z punktu widzenia formalnego wymogu odpowiedniego rozproszenia akcjonariatu spółki giełdowej (minimum 25% akcji powinno znajdować się w posiadaniu akcjonariuszy, z których każdy posiada uprawnienia do wykonywania nie więcej niż 5% ogólnej liczby głosów) oraz zapewnienia odpowiedniej płynności umożliwiającej transakcje inwestorom finansowym. Udział inwestorów instytucjonalnych w ofercie jest z kolei zachętą do udziału w emisji dla inwestorów indywidualnych, którzy traktują to jako bardzo pozytywną rekomendację.

Zbyt duży udział inwestorów indywidualnych w ofercie postrzegany jest jako potencjalny czynnik ryzyka kursu akcji na rynku wtórnym, ze względu na większą skłonność do emocjonalnego podejmowania przez nich decyzji transakcyjnych. Z drugiej strony nadmierne ograniczanie puli przeznaczonej dla inwestorów indywidualnych, szczególnie w przypadku atrakcyjnych ofert, prowadzi do wstrzymywania się przez nich z decyzjami inwestycyjnymi z obawy przed dużą redukcją zleceń.

Programy motywacyjne w strukturze oferty

W strukturze oferty należy uwzględnić ewentualne programy motywacyjne polegające na przyznawaniu kluczowym pracownikom pewnej puli akcji po atrakcyjnej cenie, często równej wartości nominalnej.

Z doświadczeń wynika, że dobrze skonstruowany program motywacyjny podnosi atrakcyjność oferty dla inwestorów, gdyż po pierwsze zmniejsza ryzyko utraty przez spółkę kluczowych osób, a po drugie pozwala mieć większą nadzieję na realizację założonych celów i prognoz.

W żadnym przypadku program motywacyjny nie może być programem „bonusowym", polegającym na wynagradzaniu pracowników za osiągnięcia dokonane w przeszłości. Ponieważ taki program nie ma żadnego związku z przyszłym rozwojem spółki, odbierany jest bardzo negatywnie (rozwodnienie kapitału i zagrożenie kursowe, związane z faktem obejmowania akcji po znacznie niższej cenie).

Program motywacyjny wpływa na obniżenie jednostkowego zysku na akcję i, mimo ograniczeń we wprowadzaniu tych akcji do obrotu giełdowego, stanowi również dodatkowe ryzyko podaży i wpływania na obniżenie kursu akcji. Doświadczenia ofert publicznych pokazują, że akceptowalnym przez inwestorów poziomem wielkości transzy objętej programem motywacyjnym jest 3-5% udziału w łącznym kapitale zakładowym i to jedynie pod warunkiem takiej jego konstrukcji, aby w każdym roku jego obowiązywania do obrotu nie trafiało więcej niż około 1% akcji.

Cena emisyjna – kompromis oczekiwań

Cena emisyjna jest kontrowersyjnym elementem oferty publicznej. Dochodzi tu do najbardziej konfliktowej sytuacji w całym procesie, gdyż wzajemne interesy emitenta i inwestora są zdecydowanie przeciwstawne. W bardzo trudnej sytuacji jest dom maklerski, który musi pogodzić rozbieżne interesy obu stron rynku.

Z jednej strony mamy do czynienia z przeszacowanymi na ogół oczekiwaniami akcjonariuszy spółki, bazujących często na tradycyjnych metodach wyceny i przypisujących nadmierne znaczenie księgowej wycenie aktywów (nieruchomości, linii techno-

logicznych itp.), z drugiej zaś z agresywnymi żądaniami inwestorów, którzy oczekując ponadprzeciętnych stóp zwrotu i kierując się obiektywnie uzasadnioną ostrożnością inwestycyjną, skłonni są zaniżać faktyczne możliwości generowania zysku przez spółkę oferującą akcje.

Pozycja inwestorów jest w tej konfrontacji zdecydowanie silniejsza, gdyż na ogół emitent jest bardziej zdeterminowany w swoich potrzebach kapitałowych, zaś inwestor ma szerokie możliwości dokonywania inwestycji alternatywnych. W szczególności dotyczy to innych spółek zbliżonego rodzaju, już notowanych na rynku, których bieżące wyceny ograniczają w znaczący sposób możliwość ustalenia ceny emisyjnej istotnie odbiegającej od kursów giełdowych podobnych spółek (oczywiście z uwzględnieniem niezbędnego dyskonta emisyjnego).

Z tego powodu w ostatnim czasie praktycznie we wszystkich ofertach decydujące znaczenie ma obiektywny „głos rynku". Proces sprzedaży zakłada badanie popytu poprzez zbieranie deklaracji inwestorów, dotyczących wielkości pakietów, które zamierzają nabyć w ofercie oraz proponowanej ceny, mieszczącej się w ramach wcześniej zdefiniowanych widełek cenowych. Jest to tzw. **budowanie książki popytu (book-building)**, na podstawie którego ustalana jest ostateczna cena emisyjna. Powinna być ona wyznaczana w ten sposób, aby uzyskać pewien nadmiar zamówień w stosunku do liczby oferowanych akcji, co spowoduje przeniesienie się części popytu na rynek wtórny i gwarantować będzie stabilne zachowanie kursu podczas pierwszych notowań.

Wycena fundamentalna

Punktem wyjścia do oszacowania ceny emisyjnej jest wycena fundamentalna, przygotowana przez analityków domu maklerskiego. Służy ona do ustalenia szacowanej wartości ceny emisyjnej akcji nowej emisji (po uwzględnieniu dodatkowego dyskonta dla inwestorów). W praktyce na podstawie wyceny fundamentalnej określany jest poziom zakresu zmian ceny emisyjnej proponowanej przez inwestorów w procesie book-buildingu, czyli tzw. „widełek cenowych".

Istnieją różne metody wyceny, ale obecnie do celów inwestycyjnych wykorzystywana jest metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych obrazująca zdolność spółki do generowania gotówki w dłuższym czasie. Metoda ta w praktyce jest bardzo wrażliwa na przyjęte założenia, co powoduje, że wynik jest raczej przedziałem oszacowania niż precyzyjną wartością. Dlatego też jako metodę uzupełniającą stosuje się metodę porównawczą bazującą na konkretnej i jednoznacznej wycenie rynkowej spółek podobnego rodzaju i odniesieniu do spółki wycenianej odpowiednio dobranych

wskaźników odpowiadających wycenie rynkowej spółek porównywanych. Dodatkowym efektem uzyskanym w tej metodzie jest wycena odniesiona do bieżących warunków rynkowych, które mogą powodować odchylenia wycen spółek od ich wartości teoretycznych.

Dyskonto – zależne od warunków rynkowych i oceny spółki

Wycena spółki jest próbą ustalenia jej faktycznej wartości i oczekiwanej ceny rynkowej, która teoretycznie powinna być do niej zbliżona. Zaproponowana w ofercie ostateczna cena emisyjna musi być jednak od niej niższa o wartość dyskonta dla inwestorów. Uwzględnia ono niedokładność oszacowania faktycznej wartości spółki i daje inwestorowi decydującemu się na zakup akcji w ofercie publicznej możliwość osiągnięcia wstępnego zysku. Dyskonto waha się przeważnie w przedziale 10-20% w stosunku do wartości wyceny teoretycznej i zależy od stopnia trudności oszacowania ryzyka inwestycyjnego. Jest to też propozycja możliwej do osiągnięcia stopy zwrotu, zgodnie z założeniem, że cena rynkowa dążyć będzie do ukształtowania się w okolicach wyceny teoretycznej. Uzyskanie - w wyniku działań doradców i samej spółki - maksymalnie możliwej ceny emisyjnej oznacza w praktyce sprowadzenie dyskonta do niezbędnego minimum, przez przekonanie inwestorów o ograniczonym poziomie mogącego wystąpić ryzyka inwestycyjnego.

Zwrócić należy uwagę, że dążenie do maksymalizacji ceny emisyjnej podczas pierwszej emisji niesie ze sobą ryzyko nieuzyskania satysfakcjonującej stopy zwrotu przez inwestorów, a w konsekwencji zniechęcenia do spółki i nieuczestniczenia w kolejnych podwyższeniach kapitału. Dlatego mając na uwadze przyszłe korzyści, warto czasem obniżyć cenę emisyjną pierwszej emisji, na ogół niewielkiej, aby uzyskać wyższą cenę w kolejnej ofercie.

Dobrym przykładem takiego podejścia jest wejście na rynek spółki odzieżowej LPP SA, której pierwsza emisja o relatywnie niewielkiej wartości oferowana była po bardzo atrakcyjnej z punktu widzenia inwestorów cenie rynkowej. Zaowocowało to w znacznie większym zainteresowaniem podczas kolejnej emisji i umożliwiło sprzedaż akcji po znacznie wyższej cenie. Efektywny koszt pozyskanego dwuetapowo kapitału był ostatecznie niższy niż byłby w przypadku próby sprzedaży jednorazowej.

Termin sprzedaży

Ani doradcy, ani spółka nie mają wpływu na koniunkturę, ale mogą decydować o terminie przeprowadzenia oferty. Nie ma jednoznacznej odpowiedzi na pytanie „Który termin oferty jest najlepszy z możliwych?" Oczywiście taki, który gwarantuje sprzedaż akcji po optymalnej cenie, a to zależy od bardzo wielu czynników. Podstawowe z nich to **nastroje rynkowe i liczba równolegle przygotowywanych ofert publicznych**, szczególnie tych znaczących pod względem wielkości pozyskiwanego kapitału.

Przez nastroje rynkowe rozumieć należy generalną skłonność inwestorów do zaangażowania kapitału w akcje, co związane jest bezpośrednio z sytuacją na rynku wtórnym, a pośrednio z sytuacją makroekonomiczną. W warunkach bessy uplasowanie nowej emisji może wymagać znacznego obniżenia ceny emisyjnej i pogodzenia się z niewielkim udziałem inwestorów indywidualnych. Podczas hossy z kolei istnieje niebezpieczeństwo zawyżenia ceny emisyjnej, co tylko pozornie leży w interesie emitenta. Długofalowo obraca się przeciw niemu, gdyż stosunkowo niewielkie wahania koniunktury prowadzić mogą do strat inwestorów i zniechęcania ich do inwestycji w przyszłości.

Nie ma jakiejś szczególnej sezonowości w oferowaniu akcji, aczkolwiek istnieje głębokie przeświadczenie, że nie należy oferować akcji w miesiącach wakacyjnych. O ile w przypadku znaczących emisji pogląd ten jest prawdopodobnie racjonalny, o tyle mniejsze spółki, jak pokazują liczne przykłady, z powodzeniem plasują emisje w lipcu lub sierpniu. Ze względu na okres świąteczny nie jest dobrym terminem również koniec grudnia i należy go unikać, ale i ta reguła nie ma charakteru bezwzględnego.

Z całą pewnością należy zadbać, aby planowany termin oferty nie pokrywał się z dużymi ofertami innych emitentów, w szczególności ofertami prywatyzacyjnymi Skarbu Państwa. Oferty takie absorbują zainteresowanie inwestorów i utrudniają równoległe skuteczne promowanie ofert mniejszych spółek. Z drugiej strony oferty prywatyzacyjne przyciągają na rynek dużą liczbę nowych inwestorów oraz powodują uaktywnienie dotychczasowych. Dobrze jest zatem przeprowadzać ofertę publiczną w niedługim czasie po dużej ofercie prywatyzacyjnej.

Pokonać procedury

Przed ofertą

Decyzje formalne organów spółki

Proces emisyjny to nie tylko pozyskiwanie inwestorów, ale również szereg formalnych decyzji podejmowanych przez organy emitenta, administracji państwowej i instytucji rynku kapitałowego. Na ogół są to zdarzenia sekwencyjne, o ustalonej kolejności, choć niektóre mogą przebiegać równolegle.

Z inicjatywą rozpoczęcia przygotowań do oferty publicznej występują na ogół właściciele spółki, choć często dzieje się to z inspiracji zarządu, który ocenia wejście na giełdę jako ważny element w strategii rozwoju. Generalnie taka decyzja podejmowana jest tam, gdzie zapadają kluczowe dla spółki rozstrzygnięcia.

Często na taką możliwość wskazuje doradca, zatrudniony do opracowania strategii spółki a niejednokrotnie jest to ścieżka wyjścia z inwestycji inwestora niepublicznego (np. funduszu venture capital), określona już na etapie zawierania umowy inwestycyjnej.

Uchwała walnego zgromadzenia o emisji

Podstawowym dokumentem powodującym formalne rozpoczęcie przygotowań do oferty jest uchwała walnego zgromadzenia (lub innego właściwego organu stanowiącego emitenta – jeżeli oferta dotyczy innych papierów wartościowych niż akcje), w której decyduje ono o emisji papierów wartościowych w drodze oferty publicznej lub ubieganiu się o dopuszczenie papierów wartościowych do obrotu na rynku giełdowym oraz o dematerializacji papierów wartościowych. Uchwała ta musi zawierać również postanowienie o przeprowadzeniu oferty w trybie subemisji usługowej, bądź inwestycyjnej – jeżeli zamiar taki wynika z planów emitenta. Ze względów praktycznych często stosuje się przekazanie w uchwale tej kompetencji radzie nadzorczej.

Dodatkowo przy ofercie z planowanym podwyższeniem kapitału walne zgromadzenie musi na ogół zadecydować o wyłączeniu prawa pierwszeństwa w objęciu akcji przez dotychczasowych akcjonariuszy. Wymaga ono uzasadnienia, którym w praktyce jest interes spółki związany z potrzebami kapitałowymi i brakiem możliwości ich realizacji poprzez dokapitalizowanie przez dotychczasowych akcjonariuszy.

Wskazane jest nadanie w uchwale nowym akcjom prawa do dywidendy przysługującego od początku roku, w którym przeprowadzona ma zostać emisja. Pozwoli to na uniknięcie kłopotów technicznych, związanych ze zróżnicowaniem praw z akcji

nowych i dotychczasowych, w momencie ich wprowadzania do obrotu giełdowego. Wystąpiłaby bowiem wówczas konieczność prowadzenia odrębnych notowań – rozwiązania niestosowanego przez Giełdę ze względu na ryzyko manipulacji kursowych i ograniczenie płynności. Rozwiązanie to może budzić pewien opór dotychczasowych akcjonariuszy, gdyż pozyskiwany kapitał faktycznie nie uczestniczył jeszcze w wypracowaniu osiągniętego zysku. W zasadzie jednak problem jest czysto teoretyczny, gdyż tuż po pozyskiwaniu kapitału na rozwój spółki nieracjonalna byłaby jego natychmiastowa wypłata w postaci dywidendy.

Ze względu na wynikający z kodeksu spółek handlowych czteromiesięczny termin złożenia wniosku o zatwierdzenie prospektu lub zawiadomienia o emisji - liczony od daty powzięcia uchwały o podwyższeniu kapitału w praktyce - w spółkach posiadających skoncentrowany akcjonariat formalne podjęcie uchwały następuje możliwie późno - często, gdy prace nad ofertą są już poważnie zaawansowane, a nawet bezpośrednio przed złożeniem wniosku o zatwierdzenie prospektu.

Wybór sposobu przeprowadzenia oferty

Podjęta uchwała (lub uchwały) określa najbardziej ogólny kształt emisji i typ oferty publicznej lub dopuszczenia papierów wartościowych do obrotu na rynku giełdowym. Możliwy jest jeden z poniższych schematów.

Nowa emisja akcji w trybie publicznej subskrypcji

Jest to najbardziej typowa forma wprowadzenia do obrotu na rynku giełdowym, zgodna z głównym celem, jakim jest pozyskanie środków na rozwój oraz z wykorzystaniem wszystkich dodatkowych zalet spółki giełdowej.

Publiczna oferta sprzedaży akcji

W tym rozwiązaniu sprzedawane są akcje znajdujące się w posiadaniu dotychczasowych akcjonariuszy. Jest to typowy sposób wprowadzania do obrotu spółek, których właścicielem jest Skarb Państwa. Spółka nie pozyskuje kapitału, gdyż środki ze sprzedaży trafiają na rachunki akcjonariuszy. Zyskuje natomiast m.in. wycenę rynkową przydatną w procesie organizacji publicznej oferty w przyszłości.

Publiczna subskrypcja oraz publiczna oferta sprzedaży

To kombinacja dwóch poprzednich wariantów, łącząca ich zalety i redukująca koszty w stosunku do realizacji dwuetapowej. Stosowana jest również dla poprawy płynności akcji znajdujących się w obrocie w przypadku, gdy emisja nowych akcji jest niewielka. Ponieważ jednak zawsze sprzedaż akcji przez dotychczasowych akcjonariuszy może być kontrowersyjna dla inwestorów, warto w zasadach sprzedaży określić, że w przypadku ewentualnego niewystarczającego popytu, w pierwszej kolejności

nastąpi objęcie akcji nowej emisji, dostarczającej spółce kapitału. Zwiększa to skłonność inwestorów do zakupu akcji, ze względu na przeznaczenie ich środków na cele rozwojowe.

Wprowadzenie akcji do obrotu bez przeprowadzenia oferty

Spółka wprowadza do obrotu na rynku giełdowym już wyemitowane akcje, bez przeprowadzania dodatkowego podwyższenia kapitału. Sytuacja taka może mieć miejsce w dwóch głównych przypadkach:

- akcjonariuszom spółki zależy na wprowadzeniu do obrotu dotychczasowych akcji ze względu na poprawę płynności i ułatwienie zawierania transakcji; wymaga to posiadania wystarczającego rozproszenia akcji (odpowiedniej liczby akcjonariuszy); spółka dodatkowo uzyskuje rozpoznawalność rynkową, przydatną w przypadku planowanej oferty publicznej;
- spółka wprowadza do obrotu akcje objęte wcześniej w wyniku oferty niepublicznej; sposób ten pozwala szybciej niż w ofercie publicznej pozyskać kapitał (pod warunkiem akceptacji przez inwestorów trybu oferty niepublicznej, co nie zawsze jest łatwe), a jednocześnie uzyskuje status spółki giełdowej ze wszystkimi jego zaletami.

Przekazanie Zarządowi uprawnień do ustalenia parametrów oferty

W uchwale o emisji dobrze jest przekazać maksymalnie dużą część uprawnień, dotyczących jej parametrów (terminów otwarcia i zamknięcia subskrypcji, ceny emisyjnej, sposobu składania zapisów, ewentualnych przesunięć pomiędzy transzami, przydziału akcji) zarządowi spółki. Pozostawienie tych elementów w kompetencjach rady nadzorczej lub co gorsza walnego zgromadzenia powoduje na ogół trudności techniczne w sprawnym przeprowadzeniu oferty ze względu na bardziej skomplikowany tryb obradowania tych organów.
W uchwale powinno znaleźć się upoważnienie zarządu do ewentualnego zawarcia umowy o subemisję inwestycyjną, a także do podjęcia decyzji o wprowadzeniu do obrotu giełdowego praw do akcji nowej emisji (PDA) – szczególnej formy papierów wartościowych – umożliwiających giełdowy obrót wyemitowanymi akcjami przed ich rejestracją przez sąd rejestrowy.

Przygotowanie prospektu emisyjnego (lub memorandum informacyjnego)

Sporządzenie, zatwierdzenie i opublikowanie prospektu emisyjnego jest niezbędnym warunkiem formalnym rozpoczęcia oferty publicznej. Traktowanie jednak prospektu emisyjnego wyłącznie jako kolejnego z obowiązkowych dokumentów, generujących koszty jest poważnym błędem.

Prospekt emisyjny jest bowiem podstawowym dokumentem, na podstawie którego przeprowadzana jest oferta publiczna i zarazem głównym źródłem informacji dla inwestorów. Ważne jest zatem nie tylko co, ale i jak zostało opisane, aby forma prospektu była przystępna dla inwestorów i zachęcała ich do inwestycji.

Szczegółowe warunki, jakim powinien odpowiadać prospekt emisyjny oraz sposób jego sporządzania określa Rozporządzenie Komisji Wspólnot Europejskich nr 809/2004 z dnia 29 kwietnia 2004 roku (obowiązujące od 1 lipca 2005 roku), *w sprawie implementacji dyrektywy 2003/71/WE Parlamentu Europejskiego i Rady odnośnie informacji zamieszczanych w prospekcie emisyjnym, formy prospektu emisyjnego, zamieszczania informacji poprzez odwołania, publikacji prospektu emisyjnego oraz rozpowszechniania informacji o charakterze reklamowym.*

Rozporządzenie o prospekcie określa jego minimalną zawartość informacyjną. Nie ma jednak przeszkód, aby część dotyczącą najważniejszych elementów opisu spółki potraktować szerzej, tak by ten urzędowy dokument nabrał charakteru zaproszenia do inwestowania, podobnie jak inne dokumenty typu ofertowego.

Zamieszczony w prospekcie syntetyczny opis działalności spółki, w estetycznej formie graficznej, można wykorzystać do celów promocyjnych także po zakończonej ofercie publicznej.

W prospekcie można (i trzeba) umieścić również informacje niezbyt korzystne dla spółki (jeżeli wydarzenia takie miały miejsce). Jednocześnie jest to okazja do przedstawienia równocześnie komentarza emitenta, wyjaśniającego problem i tonującego jego znaczenie.

Prospekt emisyjny może być sporządzony jako dokument jednolity (pojedynczy) lub jako trzy odrębne dokumenty, które mogą podlegać osobnemu zatwierdzeniu przez KPWiG. Obie formy dokumentu zawierają te same treści różniąc się jedynie sposobem ich zredagowania.

Prospekt jednoczęściowy

Prospekt jednolity zawiera jasny i szczegółowy spis treści, podsumowanie, będące rodzajem streszczenia zawartych w nim informacji, opis czynników ryzyka, związanych z emitentem oraz typem papieru wartościowego objętego emisją, a następnie główne elementy informacyjne:

- zestawienie osób odpowiedzialnych za treść prospektu i ich oświadczenia,
- czynniki ryzyka,
- historię emitenta,
- opis działalności emitenta,
- opis organizacji emitenta,
- informacje o kapitale zakładowym emitenta,
- informacje o prawach i obowiązkach akcjonariuszy, wynikających ze statutu emitenta,
- analizę sytuacji ekonomiczno-finansowej emitenta,
- informacje o osobach zarządzających i nadzorujących emitenta,
- informacje o znaczących akcjonariuszach emitenta,
- roczne sprawozdania finansowe,
- śródroczne sprawozdania finansowe,
- informacje pro forma,
- informacje o postępowaniach, których stroną jest emitent,
- informacje o podmiotach należących do grupy emitenta,
- opis zasad dystrybucji papierów wartościowych w ofercie publicznej,
- opis praw i obowiązków, związanych z nabywaniem i posiadaniem oferowanych papierów wartościowych,
- informacje o kosztach emisji.

Prospekt trzyczęściowy

W przypadku, gdy prospekt sporządzany jest w formie oddzielnych dokumentów składa się on z dokumentu rejestracyjnego, dokumentu ofertowego i dokumentu podsumowującego.

Dokument rejestracyjny zawiera informacje o działalności i organizacji emitenta, posiadanych zasobach, osiągniętych wynikach finansowych, prognozach wyników finansowych, osobach zarządzających.

Dokument ofertowy zawiera informacje związane z przedmiotem oferty. Powinny się w nim znaleźć dane o warunkach oferty, zasadach dopuszczania papierów wartościowych do obrotu regulowanego, kosztach oferty oraz właścicielach, sprzedających papiery wartościowe. Ponadto, jeżeli dokument ofertowy miałby być publikowany po udostępnieniu do publicznej wiadomości dokumentu rejestracyjnego, to musi zawierać również informacje, stanowiące zmianę treści dokumentu rejestracyjnego w zakresie tych wszystkich zdarzeń, które zaistniały po dacie publikacji dokumentu rejestracyjnego i mogły w znaczący sposób wpłynąć na ocenę przedstawianych papierów wartościowych.

Dokument podsumowujący powinien zawierać przystępne w odbiorze streszczenie – maksymalna objętość 2500 słów - najważniejszych informacji przedstawionych w dokumencie rejestracyjnym i ofertowym. Jeżeli nie udało się w treści uniknąć fachowej terminologii powinno się ją wyjaśnić.

W dokumencie podsumowującym powinno znaleźć się także zastrzeżenie, że należy go traktować jedynie jako wprowadzenie do właściwego prospektu emisyjnego, a wszystkie decyzje inwestycyjne powinny być podejmowane po zapoznaniu się przez inwestora z treścią całego prospektu emisyjnego czyli wszystkich jego trzech części.

Prospekt przygotowany w formie trzech odrębnych dokumentów jest ważny dopiero po zatwierdzeniu przez KPWiG wszystkich części.

Uwagi dodatkowe

Jeżeli we wcześniejszych dokumentach przekazanych do KPWiG lub przez nią zatwierdzonych, a następnie udostępnionych do publicznej wiadomości znalazły się informacje, które powinny zostać zawarte w prospekcie emisyjnym, może nastąpić ich zamieszczenie poprzez odesłanie do tych dokumentów. Oznacza to, że w miejscu, w którym dana informacja powinna wystąpić, znajduje się jedynie odsyłacz do odpowiedniego dokumentu. Poprawia to zwartość i czytelność prospektu nie uszczuplając jego zawartości informacyjnej. Dokumenty, do których odsyła się zainteresowanych, muszą być dostępne w czasie trwania oferty.

Jeżeli ujawnienie niektórych informacji mogłoby być sprzeczne z interesem publicznym, wyrządzić istotną szkodę emitentowi lub gdy chodzi o dane nieistotne dla danej oferty publicznej lub dopuszczenia do obrotu na rynku giełdowym, KPWiG może zezwolić na ich niezamieszczanie w prospekcie emisyjnym, pod warunkiem jednak, że „nie wprowadzi to inwestorów w błąd, co do faktów i okoliczności, których znajomość jest istotna dla oceny papierów wartościowych lub sytuacji emitenta".

Prospekt emisyjny może nie zawierać ceny emisyjnej, a nawet ostatecznej liczby oferowanych papierów wartościowych, jednakże musi być w nim określona co najmniej cena maksymalna lub kryteria i zasady ustalenia ostatecznej ceny emisyjnej lub ceny sprzedaży papierów wartościowych, jak również kryteria i zasady ustalenia ostatecznej ich liczby. Informacja o cenie jest przekazywana jako raport bieżący dotyczący zmiany w prospekcie.

To teoretyczne ułatwienie nie jest jednoznacznie korzystne dla emitenta, gdyż w powyższej sytuacji każdy inwestor składający zapis ma prawo rezygnacji ze złożonego zapisu (bez żadnych dodatkowych konsekwencji) w terminie dwóch dni robo-

czych od dnia przekazania do publicznej wiadomości informacji o cenie lub liczbie oferowanych papierów wartościowych. Oznacza to w praktyce, że ostatnim możliwym terminem podania tych informacji jest termin nie późniejszy niż dwa dni robocze przed rozpoczęciem zapisów.

Rozporządzenie o prospekcie określa zakresy informacyjne jako odpowiednie schematy i moduły, określające szczegółowo zawartość informacyjną w zależności od rodzaju papieru wartościowego i podmiotu emitującego. Podczas sporządzania prospektu odpowiednie schematy informacyjne i moduły są łączone w ten sposób, aby dopasować je do określonej sytuacji.

Termin ważności prospektu wynosi 12 miesięcy od dnia udostępnienia do publicznej wiadomości. Jednakże, jeżeli w tym okresie zaistnieją okoliczności zmieniające treść prospektu, emitent ma obowiązek jego aktualizacji w formie aneksu. Każdy z aneksów wymaga zatwierdzenia przez KPWiG (w terminie 7 dni od daty zgłoszenia).

Językiem sporządzenia prospektu, w przypadku oferty kierowanej wyłącznie na rynek krajowy, jest język polski. Jeżeli oferta kierowana jest również na rynek zagraniczny, wówczas na potrzeby procedury zatwierdzania oraz publikacji w Polsce, prospekt sporządza się w języku polskim, a na potrzeby publikacji za granicą w języku urzędowym danego państwa lub w języku przyjętym w tym kraju za język finansów międzynarodowych.

Jeżeli oferta publiczna lub dopuszczenie na rynek regulowany będzie miało miejsce wyłącznie poza Polską, można zrezygnować z przygotowywania prospektu w języku polskim, a na potrzeby procedury zatwierdzania w Polsce sporządzić go w języku angielskim.

Zakres czasowy sprawozdań finansowych

W zależności od typu oferty publicznej obowiązkowe jest zamieszczenie w prospekcie różnego zakresu sprawozdań finansowych.

W przypadku prospektu dotyczącego **emisji akcji**, emitent zobowiązany jest zamieścić sprawozdania **za 3 ostatnie lata obrotowe**, przy czym dwa ostatnie powinny być przedstawione zgodnie ze standardami rachunkowości, jakie emitent będzie stosował przy sporządzaniu następnego, podlegającego obowiązkowi publikacji sprawozdania finansowego. Jeżeli w celu dostosowania sprawozdania finansowego do wymogów standardów rachunkowości nastąpiło jego przekształcenie, emitenta zobowiązany jest do poddania przekształconego sprawozdania badaniu przez biegłego rewidenta.

W przypadku **emisji obligacji** obowiązkowe jest zamieszczenie sprawozdań finansowych **za ostatnie 2 lata obrotowe** z zastrzeżeniami jak wyżej.

Podział prac pomiędzy doradców

Sporządzanie poszczególnych części prospektu jest zlecane na ogół poszczególnym doradcom, zgodnie z ich kompetencjami. Najłatwiej jest przydzielić zakres prac audytorowi – obejmuje on sprawozdania finansowe (po ich uprzednim zbadaniu i dostosowaniu), a także domowi maklerskiemu, który „z urzędu" sporządza część dotyczącą oferowania akcji i zasad dystrybucji.

Pozostałe części mogą być przedmiotem różnych ustaleń pomiędzy emitentem, doradcą finansowym i doradcą prawnym. Na ogół doradca prawny opisuje zagadnienia dotyczące nieruchomości, zawartych przez emitenta umów i podstaw prawnych emisji, zaś doradca finansowy przygotowuje analizę sytuacji ekonomiczno-finansowej i perspektyw rozwojowych emitenta. Sam emitent przygotowuje dla doradców niezbędne dane, czasem sporządzając też odpowiednie fragmenty prospektu, dotyczące historii, działalności i organizacji przedsiębiorstwa.

Podział powyższy jest oczywiście umowny i wynika z obszarów doradczych współpracujących podmiotów. Często doradca prawny pełni też nadzór nad prawnymi aspektami przebiegu transakcji, jeżeli przewiduje to zakres umowy zawartej z emitentem.

Wyłączenia od obowiązku sporządzania prospektu

Istnieje kilka szczególnych przypadków ofert publicznych, których przeprowadzenie nie wymaga sporządzenia, zatwierdzenia i udostępnienia prospektu emisyjnego. Najczęstsze z tych sytuacji, dotyczące spółek emitujących akcje przedstawione są poniżej.

Prospekt emisyjny nie jest wymagany, jeżeli ofertę papierów wartościowych skierujemy wyłącznie do inwestorów kwalifikowanych lub wyłącznie do inwestorów, z których każdy nabywać będzie papiery o wartości co najmniej 50.000 euro lub równowartości tej kwoty w złotych (liczonej według ceny emisyjnej, bądź ceny sprzedaży).

Inwestorzy kwalifikowani to grupa podmiotów, których wiedza i doświadczenie na rynku kapitałowym pozwala na nabywanie papierów wartościowych w trybie uproszczonym. Są to przede wszystkim:

- instytucje finansowe (banki, domy maklerskie, zakłady ubezpieczeń), instytucje zbiorowego inwestowania (fundusze inwestycyjne i emerytalne),
- jednostki samorządu terytorialnego,
- osoby prawne zajmujące się wyłącznie inwestowaniem w papiery wartościowe,
- inne osoby prawne i osoby fizyczne – pod warunkiem wpisania ich do prowadzonego przez KPWiG rejestru inwestorów kwalifikowanych lub posiadania statusu

inwestora kwalifikowanego nadanego w innym państwie członkowskim niż Polska (po spełnieniu dodatkowych warunków, związanych z rozmiarami i częstotliwością dokonywanych inwestycji na rynku kapitałowym).

Ponadto nie sporządza się prospektu również, gdy:

- oferta dotyczy papierów wartościowych, których jednostkowa wartość nominalna wynosi nie mniej niż 50.000 euro lub równowartość tej kwoty w złotych;
- całkowita wartość oferty, liczona według ceny emisyjnej, bądź ceny sprzedaży nie przekroczy w okresie kolejnych 12 miesięcy wartości 100.000 euro lub równowartości tej kwoty w złotych;
- oferta obejmuje wyłącznie:
  - wydanie papierów wartościowych akcjonariuszom spółki przejmowanej przez emitenta,
  - wydanie papierów wartościowych akcjonariuszom spółki łączącej się z emitentem,
  - akcje wydawane akcjonariuszom bezpłatnie (ze środków spółki),
  - akcje wydawane jako wypłata dywidendy (akcje muszą być tego samego rodzaju co akcje, z których jest wypłacana dywidenda),
  - papiery wartościowe wydawane osobom zarządzającym (także byłym) oraz pracownikom emitenta lub jednostki powiązanej, jeśli papiery wartościowe emitenta lub tej jednostki powiązanej są już notowane na rynku regulowanym,
  - akcje wydawane akcjonariuszom w związku z wymianą akcji istniejących (takiego samego rodzaju), jeżeli nie powoduje to podwyższenia kapitału zakładowego emitenta.
- oferta dotyczy papierów wartościowych, których łączna wartość emisyjna w okresie kolejnych 12 miesięcy nie przekroczy kwoty 2.500.000 euro (lub jej równowartości w złotych).

Złożenie do KPWiG wniosku z prospektem

Kiedy prospekt jest już gotowy, emitent za pośrednictwem domu maklerskiego składa do Komisji Papierów Wartościowych i Giełd wniosek o jego zatwierdzenie.
Do wniosku, oprócz prospektu emisyjnego, należy załączyć:

- statut, umowę spółki, akt założycielski, bądź inny dokument, dotyczący utworzenia, działalności i organizacji emitenta;
- uchwałę właściwego organu emitenta o emisji w drodze oferty publicznej (lub ubiegania się o dopuszczenie do obrotu na rynku giełdowym) oraz o dematerializacji;
- wykaz informacji, w odniesieniu do których emitent wnosi o zwolnienie z obowiązku zamieszczania w prospekcie (wraz z uzasadnieniem);
- wykaz informacji, których przedstawienie w prospekcie nie jest możliwe.

Zatwierdzenie prospektu przez KPWiG

Decyzję w sprawie zatwierdzenia prospektu emisyjnego emitenta ubiegającego się o zatwierdzenie prospektu po raz pierwszy, KPWiG zobowiązana jest wydać w terminie 20 dni roboczych od złożenia kompletnej dokumentacji (wniosku z załącznikami). W przypadku spółek, które przeprowadzały już publiczne emisje termin ten wynosi 10 dni.

W praktyce terminy są nieco dłuższe ponieważ KPWiG może zgłosić uwagi, które emitent musi uwzględnić i uzupełnić dokumentację. Termin biegnie od nowa od dnia złożenia dokumentów uzupełniających.

Ponieważ prospekt zatwierdzony w Polsce może być wykorzystany do przeprowadzenia oferty publicznej w dowolnym kraju Unii Europejskiej, emitent (lub wprowadzający) może wystąpić z wnioskiem do KPWiG o wydanie potwierdzenia zatwierdzenia prospektu emisyjnego organowi nadzoru w państwie członkowskim, w którym przeprowadzana będzie oferta (państwo to nosi nazwę państwa przyjmującego, zaś państwo, w którym prospekt został zatwierdzony – w tym przypadku Polska – państwa macierzystego). Do potwierdzenia można dołączyć - dostarczone przez składającego wniosek - tłumaczenie dokumentu podsumowującego lub części prospektu emisyjnego, zawierającej podsumowanie jego treści.

KPWiG może odmówić zatwierdzenia prospektu emisyjnego, jeżeli nie odpowiada on pod względem formy, bądź treści wymogom określonym w przepisach. Wówczas emitent dokonuje wskazanych zmian i poprawek w treści prospektu, a następnie ponownie składa wniosek o jego zatwierdzenie.

Zatwierdzenie prospektu emisyjnego oznacza zezwolenie na przeprowadzenie na jego podstawie, na warunkach w nim opisanych zamierzonej oferty publicznej lub dopuszczenia papierów wartościowych do obrotu na rynku giełdowym. Nie jest to jednak zezwolenie bezwzględne. KPWiG cały czas nadzoruje przebieg oferty i posiada uprawnienia do ingerencji w przypadku stwierdzenia nieprawidłowości.

Jeżeli nastąpi naruszenie prawa przez emitenta, wprowadzającego lub inne podmioty uczestniczące w ofercie w imieniu lub na zlecenie emitenta lub wprowadzającego, KPWiG może:

- nakazać wstrzymanie rozpoczęcia oferty publicznej lub dopuszczenia do obrotu na rynku giełdowym na okres nie dłuższy niż 10 dni roboczych,
- zakazać rozpoczęcia albo dalszego prowadzenia oferty publicznej lub dopuszczenia papierów wartościowych na rynku giełdowym.

Ponadto KPWiG może opublikować, na koszt emitenta lub wprowadzającego, informacje o niezgodnym z prawem działaniu w związku z ofertą publiczną lub ubieganiem się o dopuszczenie papierów wartościowych do obrotu na rynku giełdowym.

Takie działanie KPWiG może nastąpić tylko i wyłącznie w ściśle określonych przypadkach – jeżeli z treści dokumentu informacyjnego przekazywanego do wiadomości publicznej wynika, że:

- dopuszczenie papierów wartościowych do obrotu na rynku giełdowym w znaczący sposób naruszyłoby interesy inwestorów,
- utworzenie emitenta nastąpiło z rażącym naruszeniem prawa, którego skutki nie zostały usunięte,
- działalność emitenta była lub jest prowadzona z rażącym naruszeniem przepisów prawa, którego skutki pozostają w mocy,
- status prawny papierów wartościowych jest niezgodny z przepisami prawa.

Aneksy aktualizujące

Jeżeli po zatwierdzeniu prospektu, a przed dniem zakończenia subskrypcji lub sprzedaży, albo rozpoczęcia notowań papierów wartościowych na rynku giełdowym nastąpią wydarzenia wpływające na jego treść i ocenę oferowanych papierów wartościowych, należy je przedstawić w dodatkowym dokumencie o charakterze aneksu do prospektu. Dokument ten musi zostać zatwierdzony przez KPWiG na podobnych zasadach jak prospekt emisyjny. Czas oczekiwania na zatwierdzenie aneksu przez KPWiG wynosi 7 dni roboczych od daty jego otrzymania.

Zatwierdzony przez KPWiG aneks do prospektu emisyjnego emitent lub wprowadzający ma obowiązek udostępnić do publicznej wiadomości w ten sam sposób, w jaki wcześniej został udostępniony prospekt emisyjny.

W przypadku udostępnienia aneksu po rozpoczęciu subskrypcji lub sprzedaży, osoby, które do tego momentu złożyły zapisy mogą w terminie 2 dni roboczych od udostępnienia aneksu bez żadnych konsekwencji zrezygnować z nabycia akcji. Zatem we własnym interesie, w okresie przyjmowania zapisów emitent powinien unikać, o ile to możliwe, podejmowania istotnych decyzji gospodarczych.

Wybór sposobu publikacji prospektu

Po zatwierdzeniu prospektu jego ostateczną wersję w brzmieniu przewidzianym do udostępnienia przekazuje się KPWiG.

Udostępnienie prospektu do publicznej wiadomości nie może nastąpić później niż w dniu rozpoczęcia subskrypcji (pierwszy dzień przyjmowania zapisów) lub dopuszczenia do obrotu na rynku giełdowym. Jednocześnie jednak w przypadku pierwszej oferty publicznej akcji emitenta, którego inne akcje tego samego rodzaju nie są jeszcze dopuszczone do obrotu na rynku giełdowym, dzień udostępnienia prospektu nie może przypadać później niż na 6 dni roboczych przed dniem zakończenia subskrypcji.

Prospekt jest nie tylko dokumentem warunkującym pomyślne przeprowadzenie procedur formalnych, związanych z uzyskaniem statusu spółki publicznej, ale przede wszystkim jest dokumentem ofertowym, który powinien potencjalnych inwestorów zachęcić do zakupu papierów wartościowych. Temu celowi służyło jego umiejętne zredagowanie. Konsekwencją tak rozumianej roli prospektu emisyjnego jest zatem wybór optymalnego sposobu zaprezentowania go inwestorom.

Istnieje w tym zakresie kilka możliwości:

- przez zamieszczenie w co najmniej jednej gazecie ogólnopolskiej, *lub*
- w formie drukowanej - w siedzibie Giełdy Papierów Wartościowych, lub w siedzibie emitenta i w siedzibie oferującego oraz Punktach Obsługi Klientów podmiotów biorących udział w subskrypcji papierów wartościowych (bezpłatnie), *lub*
- w formie elektronicznej - na stronie internetowej GPW lub emitenta i podmiotów biorących udział w subskrypcji lub sprzedaży papierów wartościowych.

Jeżeli prospekt będzie udostępniany wyłącznie w formie elektronicznej, istnieje obowiązek nieodpłatnego dostarczenia prospektu w postaci drukowanej, na żądanie wszystkich zainteresowanych osób.

Nie ma szczegółowych wytycznych, co do wielkości nakładu prospektu w postaci drukowanej, ale ponieważ każdy zainteresowany inwestor musi mieć możliwość zapoznania się z nim – nakład powinien być proporcjonalny do spodziewanego udziału inwestorów indywidualnych w ofercie.

Wyższy nakład prospektu jest również stosowany w sytuacji, gdy przeznaczamy dla tego dokumentu dodatkową rolę – dokumentu prezentującego spółkę w relacjach z kontrahentami podobnie jak np. promocyjne wydanie raportu rocznego.

Oferta publiczna

Sposoby określenia ceny emisyjnej

W historii ofert publicznych występowało kilka sposobów ustalania ceny emisyjnej. Najbardziej oczywiste jest ogłoszenie jej i rozpoczęcie przyjmowania zapisów. Jest to tak zwana **subskrypcja „z ceną sztywną"**. Wymaga ona bardzo precyzyjnego ustalenia ceny w zgodzie z oczekiwaniami inwestorów, co w praktyce jest bardzo trudne. Powoduje to zatem sytuacje, w których zaproponowana cena emisyjna jest albo zbyt wysoka i emisja nie dochodzi do skutku, albo zbyt niska, co prowadzi do znacznej nadsubskrypcji i niewykorzystania przez emitenta możliwości rynkowych.

Innym rozwiązaniem, niegdyś chętnie stosowanym, jest **sprzedaż „z ceną minimalną"**, to znaczy przyjmowanie zamówień na akcje z koniecznością zaproponowania ceny przez kupującego. Ten przetargowy system sprzedaży umożliwia uzyskanie maksymalnie korzystnej dla emitenta ceny rynkowej, powoduje jednak wyczerpanie popytu i możliwości wzrostu ceny na rynku wtórnym. Ponadto zaobserwowano zjawisko odstępowania od złożenia zapisów przez inwestorów, którzy obawiali się, że z powodu określenia ceny zbyt nisko nie uda im się skutecznie zakupić akcji. System ten pozwalał uniknąć znaczących nadsubskrypcji szczególnie uciążliwych dla inwestorów w okresie hossy. Możliwy jest do zastosowania jedynie w przypadku sprzedaży akcji już wyemitowanych.

W praktyce jedynym stosowanym ostatnio sposobem ustalania ceny emisyjnej jest system zbierania od inwestorów instytucjonalnych deklaracji w procesie **budowy księgi popytu** *(book-building)*. Na tej podstawie ustalana jest cena równowagi, przy której wszystkie akcje z tej transzy zostają subskrybowane oraz pozostaje pewna nadwyżka zamówień. Nie w pełni zaspokojony popyt gwarantuje pomyślne kształtowanie się kursu podczas pierwszych dni notowań i stanowi rezerwę na wypadek niesatysfakcjonującego popytu w transzy inwestorów indywidualnych.

Przyjmowania zapisów od inwestorów indywidualnych może odbywać się:
- w trakcie zapisów instytucji - z ceną maksymalną z przedziału cenowego, bądź
- po zamknięciu budowy księgi popytu – z ceną już ustaloną.

Pierwszy sposób pozwala na równoległe obserwowanie przebiegu sprzedaży w obu grupach inwestorów, ale wiąże się z koniecznością późniejszego zwrotu nadpłaconych przez inwestorów środków pieniężnych. Możliwy jest jedynie w przypadku sprzedaży akcji istniejących.

Drugi sposób, choć w sensie organizacyjnym mniej kłopotliwy, stwarza ryzyko niepewności objęcia przez inwestorów indywidualnych całej przewidzianej dla nich transzy i konieczności dokonania przesunięć źle odbieranych przez rynek.

Preferencje dla inwestorów indywidualnych

Wspomniany wyżej sposób ustalenia ceny wynika z dominującej obecnie na polskim rynku roli inwestorów instytucjonalnych. Dla zrekompensowania inwestorom indywidualnym poczucia gorszej pozycji rynkowej i zwiększenia ich skłonności do udziału w ofertach, szczególnie tych o znaczącej skali, stosowane są często dodatkowe zachęty w postaci dyskonta w stosunku do ceny płaconej przez instytucje lub dodatkowego przydziału akcji z puli rezerwowej będącej w dyspozycji dotychczasowych akcjonariuszy.

Programy lojalnościowe dla inwestorów

Sporym problemem rzutującym na kształtowanie się kursu akcji na rynku wtórnym jest skłonność inwestorów indywidualnych do szybkiej realizacji zysków z inwestycji, często już na pierwszej sesji giełdowej. Celem nakłonienia ich do długoterminowego inwestowania stosowane są specjalne programy lojalnościowe, premiujące tych inwestorów, którzy utrzymają inwestycję przez dłuższy okres (typowym jest 1 rok). Po tym okresie przyznawane są akcjonariuszom dodatkowe uprawnienia. Najbardziej typowe to prawo otrzymania nieodpłatnie lub po obniżonej cenie dodatkowych akcji. Występowały też oferty, w których premią za długotrwałe przechowywanie akcji były rabaty przy zakupie produktów spółki, których wielkość uzależniana była od czasu trwania inwestycji. W ten ciekawy połączono promocję oferty wśród inwestorów indywidualnych z aktywizacją sprzedaży produktów spółki.

Przeprowadzenie akcji promocyjnej

Wprawdzie papiery wartościowe są specyficznym towarem, jednak i w tym przypadku można oddziaływać na inwestorów w celu zainteresowania ich ofertą. Dotyczy to wprawdzie raczej inwestorów indywidualnych, których decyzje inwestycyjne mają w większym stopniu charakter emocjonalny, ale także w przypadku prezentacji spółki instytucjom właściwie zaakcentowane jej silne strony pozwalają na poprawę wyceny.

Promocja oferty publicznej obejmuje kilka faz, które powinny zostać precyzyjnie dostosowane do harmonogramu oferty, po to, aby wzmocnić informacje napływające na rynek niezależnie od spółki, w wyniku np. wydarzeń związanych z procedurą dopuszczeniową.

Etap wstępny obejmuje jeden lub kilka artykułów prasowych, prezentujących działalność emitenta i osiągane przez niego rezultaty. Jest on szczególnie ważny dla spółek, których produkty lub usługi nie są szerzej znane. Pozwala na wprowadzenie w świadomość uczestników rynku nazwy emitenta i oswojenie się z nią jako potencjalną inwestycją. Etap wstępny rozpoczyna się na ogół jeszcze przed złożeniem prospektu w KPWiG. Każdy z artykułów powinien mieć motyw wiodący – osiągnięcie szcze-

gólnie dobrych wyników, wprowadzenie nowego produktu, podpisanie atrakcyjnego kontraktu itp. Końcowym akcentem tego etapu jest informacja o złożeniu prospektu.

Podczas trwania procedury w KPWiG kampania promocyjna ulega pewnemu wyciszeniu, aby nie zaszła konieczność aktualizowania prospektu emisyjnego o ewentualne istotne wydarzenia w życiu spółki.

Ponowne ożywienie następuje w momencie zatwierdzenia prospektum i bazuje na naturalnym zainteresowaniu mediów nowymi spółkami publicznymi. Umiejętne dostarczanie mediom profesjonalnie przygotowanych materiałów pozwala wykorzystać spontaniczny wzrost zainteresowania spółką do celów kampanii promocyjnej oferty.

Od tego momentu kampania nabiera tempa i współgra z przeprowadzaną ofertą. Rozpoczynają się spotkania z inwestorami, podczas których przydadzą się umiejętności kadry zarządzającej nabyte podczas wcześniejszych szkoleń oraz profesjonalnie przygotowane materiały. Ten etap wymaga właściwej organizacji, gdyż około tygodnia kluczowe osoby zarządu spółki są praktycznie wyłączone od bieżącego zarządzania przedsiębiorstwem.

Ten pracowity okres trzeba odpowiednio wcześniej zaplanować, dokonać odpowiednich przesunięć kompetencji i ewentualnych zmian w procedurach, pozwalających na pracę w „trybie awaryjnym". Wart rozważenia jest pomysł stosowany przez niektóre zarządy, polegający na stworzeniu zespołów „A" i „B" – wyjazdowego i lokalnego, zapewniającego sprawne funkcjonowanie przedsiębiorstwa. Skład zespołu prezentującego spółkę podczas spotkań zależy od możliwości osobowych zarządu, wewnętrznego podziału kompetencji, ale także indywidualnych predyspozycji poszczególnych osób do uczestnictwa w tego rodzaju przedsięwzięciach. Jednak z całą pewnością, podczas spotkań nie powinno zabraknąć prezesa zarządu (jego ewentualna nieobecność musiałaby być spowodowana naprawdę wyjątkowymi okolicznościami) i dyrektora finansowego lub osoby na tyle blisko z nim współpracującej, aby była w stanie udzielić wyczerpujących odpowiedzi na pytania zarządzających i analityków.

W spotkaniach takich bierze udział również analityk domu maklerskiego – autor raportu analitycznego o spółce.

Kwestią otwartą jest organizacja spotkań z inwestorami indywidualnymi. W sytuacji względnie dobrej koniunktury i zainteresowania ofertami nie wydają się one szczególnie potrzebne dla pomyślnego przeprowadzenia oferty, zwłaszcza wobec szeroko rozbudowanych możliwości przekazywania informacji w sposób pośredni. Prawdą jest jednak, że niektórzy z inwestorów cenią sobie możliwość osobistego spotkania z zarządem. Spotkania takie bywają często zastępowane czatami z członkami zarządów spółek, organizowanymi przez gazety bądź portale internetowe.

Nie jest możliwe uplasowanie emisji wyłącznie dzięki najlepszej choćby akcji promocyjnej. Natomiast umiejętna stymulacja popytu może wpłynąć na poprawę wyceny lub zwiększenie subskrypcji.

Kampania promocyjna jest tym rodzajem zadania w ramach oferty publicznej, które z całą pewnością należy powierzyć wyspecjalizowanej agencji, utrzymującej dobre kontakty z mediami.

Artykuły sponsorowane wzbudzają ograniczone zaufanie, stąd raczej należy dążyć do uzyskania relacji „spontanicznych".

Właściwie przeprowadzona kampania informacyjno-promocyjna powinna stać się wstępem do trwałych relacji z inwestorami, które prowadzone w profesjonalny sposób przyczyniają się do wzrostu atrakcyjności spółki.

Przeprowadzenie zapisów

Składanie zapisów lub zamówień na akcje odbywa się w przygotowanej do tego celu sieci sprzedaży, zorganizowanej przez dom maklerski, pełniący funkcję oferującego. Składa się ona z Punktów Obsługi Klienta uzupełnianej często przez placówki macierzystego banku przystosowane do sprzedaży akcji na rynku pierwotnym. W większości ofert jest możliwe również składanie dyspozycji telefonicznych i za pośrednictwem Internetu po uprzednim podpisaniu przez klientów odpowiednich umów. Wielkość sieci sprzedaży uzależniona jest od wielkości emisji i jej podstawowych adresatów. Rozległość sieci sprzedaży ma większe znaczenie w przypadku potrzeby zmobilizowania znacznej liczby inwestorów indywidualnych. W przypadku domów maklerskich, których liczba własnych punktów sprzedaży byłaby zbyt mała, organizowane są konsorcja, łączące sieci sprzedaży kilku podmiotów. Zwykle sieć sprzedaży przy średniej wielkości emisjach liczy kilkadziesiąt punktów. Zapisy trwają od kilku do kilkunastu dni w zależności od wielkości oferty.

Subemisja usługowa i inwestycyjna

Ryzyko niepowodzenia emisji można ograniczyć lub wyeliminować przez objęcie jej w całości bądź w części subemisją usługową lub inwestycyjną. W tym celu należy podpisać odpowiednią umowę z subemitentem.

Subemisja usługowa oznacza objęcie przez subemitenta całości bądź uzgodnionej części emisji i następnie jej sprzedaż docelowym inwestorom (nadal w ramach oferty publicznej). Może być stosowana w sytuacji, kiedy potrzeby kapitałowe emitenta wymagają szybkiego wpływu środków, a warunki rynkowe wskazują na potrzebę sprzedaży akcji w innym terminie.

W przypadku **subemisji inwestycyjnej**, gdy nie objęto zapisami wymaganej części emisji, po zakończeniu przyjmowania zapisów, emitent wzywa subemitenta do dokonania zapisu na pozostałą pulę akcji i emisja dochodzi do skutku w wymaganej wielkości.

W praktyce, ze względu na niechęć do bezpośredniego zaangażowania kapitałowego instytucji finansowych organizujących emisję, warunki zawarcia umów gwarancyjnych nie są konkurencyjne i stanowią dla emitentów poważne zwiększenie kosztów emisji.

Zgodę na zawarcie umowy o subemisji musi wyrazić walne zgromadzenie w uchwale o emisji.

Przydział akcji

Przydziału akcji dokonuje zarząd emitenta w nieprzekraczalnym terminie określonym w prospekcie emisyjnym. Jeżeli prospekt to przewiduje, na etapie przydziału możliwe jest dokonywanie przesunięć pomiędzy poszczególnymi transzami w zakresie określonym w prospekcie. Emitent zachowuje prawo uznaniowego potraktowania inwestorów instytucjonalnych i możliwość przyznawania dowolnej liczby akcji poszczególnym subskrybentom, a także nieprzyznania ich wcale. W przypadku inwestorów indywidualnych na ogół akceptowane są bez zastrzeżeń wyniki zapisów (po wyeliminowaniu zapisów przekraczających dopuszczalne limity i po dokonaniu ewentualnej redukcji w przypadku nadmiaru popytu).

Rejestracja emisji w sądzie rejestrowym

Po dokonaniu przydziału możliwe jest złożenie przez emitenta wniosku o rejestrację zmian w statucie, określających podwyższenie kapitału. Rejestracja emisji jest warunkiem jej dojścia do skutku. Otrzymanie postanowienia o rejestracji podwyższenia kapitału umożliwia rozpoczęcie procedury doprowadzenia do notowań akcji na rynku giełdowym.

Prawa do akcji

Procedura rejestracji podwyższenia kapitału w polskich sądach rejestrowych trwa czasem do kilku tygodni. Dla inwestorów okres ten jest dodatkowym czynnikiem ryzyka, związanym z wydłużonym brakiem płynności inwestycji. Rozwiązaniem jest wcześniejsze wprowadzenie do obrotu giełdowego praw do akcji (PDA), które mogą być notowane już kilka dni po dokonaniu przydziału akcji. W momencie dokonania rejestracji prawa do akcji są wycofywane z obrotu, a w ich miejsce wprowadzane są akcje. Proces ten odbywa się automatycznie, bez dodatkowych czynności ze strony inwestorów.

Rejestracja akcji i praw do akcji w Krajowym Depozycie Papierów Wartościowych

Przed rozpoczęciem oferty publicznej emitent jest zobowiązany zawrzeć z Krajowym Depozytem Papierów Wartościowych (KDPW) - instytucją rozliczającą transakcje papierami wartościowymi – umowę, której przedmiotem jest rejestracja papierów wartościowych objętych ofertą publiczną.

W przypadku gdy dopuszczenie papierów wartościowych do obrotu na rynku regulowanym nie jest poprzedzone ofertą publiczną, umowę z KDPW w sprawie rejestracji należy zawrzeć przed złożeniem wniosku o dopuszczenie papierów wartościowych do obrotu na giełdzie.

Emitent składa w KDPW wniosek o rejestrację papierów wartościowych wprowadzanych do obrotu. Załącznikami do wniosku są:

- odpis decyzji KPWiG o zatwierdzeniu prospektu,
- postanowienie sądu o zarejestrowaniu emisji,
- prospekt emisyjny lub memorandum,
- odpis uchwały walnego zgromadzenia o emisji,
- list księgowy emisji (dokument KDPW) wystawiony przez emitenta,
- karta informacyjna papieru wartościowego.

W karcie informacyjnej emitent proponuje indywidualną nazwę papierów wartościowych, pod którą notowane będą one na rynku.

Na podstawie złożonych dokumentów KDPW SA nadaje indywidualny kod (tzw. kod ISIN) papierom wartościowym, charakteryzującym się tymi samymi prawami (może zostać nadanych kilka kodów, jeżeli poszczególne serie papierów różnią się między sobą prawami, jakie z nich wynikają dla akcjonariuszy).

Jeżeli emitent zadecydował o notowaniu praw do akcji podlegają one analogicznej procedurze rejestracyjnej.

Sponsor emisji

Na etapie rozpoczęcia współpracy z Krajowym Depozytem Papierów Wartościowych pojawia się dodatkowa usługa domu maklerskiego, ułatwiająca sprawne przeprowadzenie oferty publicznej – sponsor emisji.

Podczas zapisów na akcje, celem uproszczenia późniejszych operacji związanych z wprowadzaniem objętych akcji na rachunki inwestycyjne akcjonariuszy (umożliwiające im dokonywanie sprzedaży akcji na giełdzie), oferujący wprowadza możliwość tzw. deponowania akcji.

Oznacza to, że już w momencie zapisu na akcje ich nabywca ma możliwość podania numeru rachunku inwestycyjnego i nazwy domu maklerskiego, w którym jest on prowadzony, jako dyspozycji dla oferującego, aby po przydziale akcji i ich zarejestrowaniu w KDPW nastąpiło automatyczne ich zaksięgowanie na wskazanym rachunku.

Jest to wygodne dla inwestorów, gdyż ich kontakt z domem maklerskim podczas publicznej oferty jest jednorazowy, oraz dla domów maklerskich, z tego samego powodu.

Rozwiązanie to rozpowszechniło się na rynku tak dalece, że występują oferty, w których deponowanie akcji jest obowiązkowe i co za tym idzie powstaje konieczność posiadania rachunku inwestycyjnego już w momencie składania zapisu.

Coraz częściej jednak inwestorzy – również osoby fizyczne – traktują inwestycje jako lokatę długoterminową i w dającej się przewidzieć przyszłości nie zamierzają sprzedawać posiadanych akcji. Konieczność utrzymywania przez bliżej nieokreślony czas rachunku inwestycyjnego oznacza dla nich zatem nieuzasadniony koszt (domy maklerskie pobierają opłatę roczną za prowadzenie rachunków). Czasem stanowi to argument nieuczestniczenia w ofertach, w których występuje obowiązek deponowania akcji.

Z tego powodu emitent zawiera umowę z domem maklerskim (najczęściej pełniącym w ofercie rolę oferującego) dotyczącą pełnienia przez dom maklerski funkcji sponsora emisji – podmiotu prowadzącego ewidencję tych wszystkich akcjonariuszy, którzy nie zdeponowali akcji na rachunkach inwestycyjnych. Umożliwia im to korzystanie z pełni praw, związanych z posiadaniem akcji – pobierania dywidend, uczestnictwa w walnych zgromadzeniach itp.

Dopuszczenie akcji do obrotu giełdowego

Zarejestrowanie akcji w KDPW jest spełnieniem warunku, umożliwiającego emitentowi ubieganie się o dopuszczenie do obrotu giełdowego.

Wniosek o dopuszczenie do obrotu giełdowego składa emitent bezpośrednio do Zarządu Giełdy na przygotowanym przez Giełdę formularzu.

Główne warunki dopuszczenia akcji do obrotu giełdowego to:

- zatwierdzenie prospektu emisyjnego,
- brak ograniczeń zbywalności akcji,
- opublikowanie wszystkich informacji niezbędnych inwestorom do prawidłowej oceny spółki i oferowanych akcji (w praktyce oznacza to opublikowanie prospektu emisyjnego),
- ogłoszenie rocznych sprawozdań finansowych wraz z opinią z jego badania za ostatnie 3 lata obrotowe (również ten wymóg jest na ogół spełniony w momencie publikacji prospektu).

Dodatkowo, wartość dopuszczonych akcji objętych wnioskiem, a w przypadku gdy określenie jej nie jest możliwe – kapitały własne emitenta, muszą wynosić równowartość w złotych co najmniej 1.000.000 euro. W momencie złożenia wniosku rozproszenie akcji objętych wnioskiem powinno gwarantować płynność obrotu tymi akcjami.

Te warunki zazwyczaj zostają spełnione automatycznie w momencie dojścia do skutku przeprowadzanej oferty publicznej.

We wniosku o dopuszczenie akcji do obrotu giełdowego, oprócz danych ewidencyjnych emitenta i wprowadzanych przez niego papierów wartościowych, zawarte są także m.in.:

- informacje dotyczące zbywalności akcji,
- zobowiązanie emitenta do przestrzegania obowiązujących na giełdzie przepisów,
- prognoza zysku netto na najbliższe 6 miesięcy od daty złożenia wniosku o dopuszczenie do obrotu giełdowego,
- plany emitenta, związane z ewentualnymi kolejnymi emisjami.

Do wniosku o dopuszczenie dołączona jest opinia członka Giełdy (w praktyce – domu maklerskiego oferującego akcje) oraz oświadczenie emitenta, dotyczące przestrzegania ładu korporacyjnego.

Rozpoznając wniosek o dopuszczenie papierów wartościowych do obrotu giełdowego, Zarząd Giełdy bierze pod uwagę:

1) sytuację finansową emitenta i jej prognozę, a zwłaszcza rentowność, płynność i zdolność do obsługi zadłużenia, jak również inne czynniki mające wpływ na wyniki finansowe emitenta,
2) perspektywy rozwoju emitenta, a zwłaszcza ocenę możliwości realizacji zamierzeń inwestycyjnych z uwzględnieniem źródeł ich finansowania,
3) doświadczenie oraz kwalifikacje członków organów zarządzających i nadzorczych emitenta,
4) warunki, na jakich emitowane były papiery wartościowe i ich zgodność z zasadami publicznego charakteru obrotu giełdowego,
5) bezpieczeństwo obrotu giełdowego i interes jego uczestników.

Wprowadzenie akcji do obrotu giełdowego

Wprowadzenie akcji do obrotu giełdowego odbywa się na podstawie uchwały Zarządu Giełdy, w której określa on:

- liczbę akcji wprowadzonych do obrotu giełdowego,
- rynek oraz system notowań, w jakim notowane będą akcje,
- termin sesji, podczas której nastąpi pierwsze notowanie.

Przy podejmowaniu decyzji Zarząd Giełdy kieruje się m.in. wysokością kapitału, wielkością emisji, rozproszeniem akcji.

W zależności od tych kryteriów akcje spółki mogą być notowane na rynku podstawowym, bądź równoległym.

Spółki, które chcą być dopuszczone i notowane na rynku podstawowym muszą spełnić kryteria określone w Rozporządzeniu Ministra Finansów z dnia 14 października 2005 r. *w sprawie szczegółowych warunków, jakie musi spełniać rynek oficjalnych notowań giełdowych oraz emitenci papierów wartościowych dopuszczonych do obrotu na tym rynku*.

W myśl tego rozporządzenia akcje mogą być dopuszczone do obrotu na rynek podstawowy, jeżeli:

- prospekt emisyjny akcji został zatwierdzony przez Komisję Papierów Wartościowych i Giełd,
- ich zbywalność nie jest ograniczona,
- wartość akcji objętych wnioskiem wynosi równowartość w złotych co najmniej 1.000.000 euro,
- akcje objęte wnioskiem znajdujące się w posiadaniu akcjonariuszy, z których każdy ma nie więcej niż 5% ogólnej liczby głosów na walnym zgromadzeniu, stanowią o najmniej 25% wszystkich akcji spółki lub w posiadaniu akcjonariuszy, z których każdy posiada nie więcej niż 5% ogólnej liczby głosów na walnym zgromadzeniu, znajduje się co najmniej 500.000 akcji spółki o łącznej wartości wynoszącej równowartość w złotych co najmniej 17.000.000 euro;
- emitent publikował sprawozdania finansowe wraz z opinią podmiotu uprawnionego do ich badania przez co najmniej trzy kolejne lata obrotowe poprzedzające złożenie wniosku o to dopuszczenie.

Warunki dopuszczenia do obrotu na rynku równoległym określa Regulamin tego rynku, zgodnie z którym dopuszczone do obrotu giełdowego mogą być papiery wartościowe, o ile:

- KPWiG dokonała zatwierdzenia prospektu emisyjnego,
- ich zbywalność nie jest ograniczona,
- w stosunku do ich emitenta nie toczy się postępowanie upadłościowe lub likwidacyjne.

Dodatkowo na rynku równoległym występują łagodniejsze obowiązki informacyjne – brak jest konieczności sporządzania raportów kwartalnych skonsolidowanych oraz raportów półrocznych i półrocznych skonsolidowanych.

Dla podkreślenia wysokiej jakości papierów wartościowych emitentów, spełniających pewne dodatkowe wymogi stworzone zostały „elitarne" segmenty rynków – odpowiednio segment PLUS dla rynku podstawowego i segment PRIM dla rynku równoległego.

Akcje dopuszczone do obrotu na rynku podstawowym mogą być przedmiotem obrotu w segmencie PLUS tego rynku, jeżeli:

- wartość akcji, które zostały dopuszczone do obrotu giełdowego i będące w posiadaniu akcjonariuszy, z których każdy posiada nie więcej niż 5% ogólnej liczby głosów na walnym zgromadzeniu, wynosi co najmniej 3.000.000 euro,
- akcje powyższe stanowią co najmniej 25% wszystkich akcji spółki. Warunek ten uważa się za spełniony, jeżeli co najmniej 500.000 akcji spółki o wartości co najmniej 14.000.000 euro jest w posiadaniu akcjonariuszy z których każdy posiada nie więcej niż 5% ogólnej liczby głosów na walnym zgromadzeniu,
- właścicielami akcji, które zostały dopuszczone do obrotu giełdowego, jest co najmniej 300 akcjonariuszy; warunku tego nie stosuje się do spółek, których akcje były notowane na giełdzie.

Warunkiem włączenia akcji do obrotu w segmencie PLUS jest ponadto złożenie przez emitenta oświadczenia, w którym zobowiąże się do:

- podawania do publicznej wiadomości, od dnia 1 stycznia 2005 roku, w języku angielskim, równocześnie z polską wersją językową, skonsolidowanych i jednostkowych raportów rocznych, półrocznych oraz kwartalnych, a także raportów bieżących,
- podawania do publicznej wiadomości kalendarza wydarzeń korporacyjnych,
- zorganizowania, co najmniej dwa razy w roku, otwartych spotkań z inwestorami i analitykami, poświęconych omówieniu wydarzeń korporacyjnych,
- zawarcia umowy z animatorem (w przypadku emitentów akcji nie wchodzących w skład indeksu WIG20),
- przestrzegania wszystkich zasad ładu korporacyjnego, zawartych w dokumencie „Dobre praktyki w spółkach publicznych 2005".

Akcje dopuszczone do obrotu na rynku równoległym mogą być przedmiotem obrotu w segmencie PRIM tego rynku pod warunkiem złożenia przez emitenta oświadczenia, w którym zobowiąże się do:

- zorganizowania, co najmniej dwa razy w roku, otwartych spotkań z inwestorami i analitykami,
- podawania do publicznej wiadomości kalendarza wydarzeń korporacyjnych,
- publikowania raportów bieżących i okresowych na swoich stronach internetowych,
- sporządzania i podawania do publicznej wiadomości skonsolidowanych raportów kwartalnych.

Pierwsze notowanie na giełdzie

Po tygodniach wysiłku następuje moment wieńczący starania emitenta i pozostałych uczestników procesu – dzień debiutu giełdowego, ma on charakter uroczystego „pasowania" na spółkę giełdową stwierdzonego odpowiednim certyfikatem uprawniającym do używania logo „Spółka Giełdowa".

Uroczystość debiutu giełdowego rozpoczyna się wraz z rozpoczęciem notowań na rynku kasowym (obecnie o godz. 9.30) w Sali Notowań Giełdy.

Do stałych punktów scenariusza należą:

- powitanie spółki na GPW przez członka Zarządu Giełdy,
- podpisanie umowy licencyjnej na prawo używania znaku „Spółka Giełdowa",
- przemówienie prezesa spółki,
- wręczenie pamiątkowej statuetki,
- okolicznościowa fotografia Zarządu spółki z przedstawicielami Giełdy na tle historycznego dzwonu, którego uderzenie otwierało niegdyś sesje giełdowe.

Po części oficjalnej następuje część nieformalna. W trakcie poczęstunku odbywają się rozmowy z zaproszonymi gośćmi, a dziennikarze wykorzystują ten moment na przeprowadzenie wywiadów z przedstawicielami spółki.

Wiele spółek wykorzystuje medialnie dzień debiutu poprzez wystawienie w Sali Notowań Giełdy swoich produktów oraz materiałów reklamowych, wyświetlenia filmów lub prezentacji promocyjnych, zaproszenie fotoreporterów, rozdanie pamiątkowych upominków zaproszonym gościom, ewentualnie realizację innych działań promocyjnych.

A kiedy emocje opadną Zarząd powraca do swych codziennych zajęć i… planuje kolejną emisję.

Debiut – i co dalej?

Od momentu debiutu rozpoczyna się codzienna praca nad podtrzymaniem korzystnego wizerunku giełdowego, a na ile jest skuteczna można ocenić po wynikach notowań giełdowych i … wyniku kolejnej emisji. Jakie elementy decydują o tym, jak spółka jest postrzegana przez inwestorów?

Wypełnianie obowiązków informacyjnych

Wykonywanie obowiązków informacyjnych jest doskonałą okazją kreowania właściwego wizerunku emitenta. Spółka jest wiarygodną, gdy przekazuje pełne konkretne informacje. Nie chodzi o zasypywanie inwestorów wiadomościami o trzeciorzędnym znaczeniu. Zrozumiałe jest również, że istnieją informacje, których przedwczesne ujawnienie może wyrządzić spółce poważną szkodę. Jednak pomiędzy tymi dwoma skrajnymi przypadkami występuje dość duża przestrzeń, którą można zagospodarować lepiej lub gorzej.

Przekazywane na rynek informacje muszą być rzetelne, aktualne i bogate w treść, pozwalającą ocenić ich wpływ na sytuację spółki. Informacje niekorzystne dla spółki powinny być opatrywane komentarzem, z którego wynikają przedsięwzięte środki zaradcze, bądź działania naprawcze.

W „trudniejszych" przypadkach warto jest np. zorganizować konferencję prasową, aby dziennikarzom i analitykom móc wyjaśnić lub skomentować sytuację. O ile to możliwe, informacje o mających nastąpić niekorzystnych wydarzeniach należy podawać z wyprzedzeniem, aby odpowiednio „przygotować" inwestorów na ich przyjęcie.

Można wskazać przykłady, że dzięki takim działaniom, nawet bardzo złe informacje, jak np. znaczące obniżenie wyniku w stosunku do wcześniejszych prognoz, nie musi prowadzić do gwałtownego załamania kursu akcji na rynku. Pozytywnym przykładem takiej sytuacji było niedawne znaczne pogorszenie wyników spółki Agora SA, które dzięki właściwej procedurze informacyjnej zarządu i szczegółowemu wyjaśnieniu przyczyn niezrealizowania prognoz, nie wpłynęło w istotny sposób na kurs akcji.

Dobre relacje inwestorskie

Właściwe wykonywanie obowiązków informacyjnych to jeden z podstawowych przejawów utrzymywania odpowiednich relacji z inwestorami.

Obok tego istnieje również szereg innych nie mniej ważnych elementów, których właściwa realizacja sprzyja kształtowaniu dobrych stosunków pomiędzy emitentem a inwestorami i analitykami.

Do najwyżej ocenianych należy **dostępność informacyjna spółki**. Zadawane przez analityków i inwestorów pytania nie mogą pozostawać bez odpowiedzi. Dobrze jest więc wyznaczyć osobę do stałych kontaktów z rynkiem (na ogół jest to osoba odpowiedzialna za przesyłanie raportów bieżących), która ma dostęp do wszystkich informacji i wskazówek, które mogą być przekazane inwestorom.

Ważnym elementem wizerunku spółki i kształtowania relacji inwestorskich jest **bogata informacyjnie i czytelna strona internetowa**, a dokładniej jej część poświęcona obecności spółki na rynku kapitałowym. Powinien być do niej łatwy dostęp, a informacje uporządkowane i podane w sposób przystępny. Standardem powinno być umieszczanie na stronie raportów bieżących i okresowych, danych finansowych oraz ważniejszych dokumentów korporacyjnych.

Dogodną formą kontaktów z inwestorami jest **poczta elektroniczna**.

Kształtowaniu właściwego wizerunku spółki sprzyjają również **spotkania z inwestorami i analitykami**. Okazją może być podsumowanie wyników finansowych, opublikowanie planów i prognoz na najbliższe lata.

Duże spółki, posiadające wyodrębnione działy obsługi relacji inwestorskich, z przedstawionymi tu zagadnieniami mogą poradzić sobie samodzielnie, korzystając z zewnętrznych podmiotów tylko w sytuacjach szczególnych. Na ogół jednak dobrze jest powierzyć obsługę relacji inwestorskich wyspecjalizowanej agencji. Często, ze względu na zbliżony charakter zadań, bywa nią ten sam podmiot, który zajmował się promocją oferty publicznej.

Istnieje wiele przykładów, że spółki, które dbają o właściwe relacje inwestorskie mają wyższą wycenę rynkową niż spółki, które je zaniedbują, niezależnie od obiektywnie bardzo dobrych wyników finansowych.

Przestrzeganie zasad ładu korporacyjnego

Spółki giełdowe w ramach zachowania prawidłowych relacji z rynkiem kapitałowym zobowiązane są odnieść się, w odpowiednim raporcie, do zasad ładu korporacyjnego. Nie oznacza to obowiązku ich przestrzegania w prowadzonej działalności, ale określenia, które z zasad będą stosowane, a które nie i dlaczego. Oczywiście im więcej zasad ładu korporacyjnego będzie wdrożonych, tym lepiej spółka będzie postrzegana przez rynek.

Zasady ładu korporacyjnego określają pożądany, z punktu widzenia rynku kapitałowego, porządek regulacji wewnętrznych spółki (walnych zgromadzeń, rad nadzorczych, zarządów) oraz relacji z osobami i instytucjami zewnętrznymi.

Naczelną zasadą jest ochrona praw akcjonariuszy mniejszościowych, nienadużywanie uprawnień przez poszczególne grupy akcjonariuszy oraz daleko idąca niezależność podmiotów świadczących dla spółki usługi doradcze (dotyczy to przede wszystkim usług biegłych rewidentów, doradców finansowych i prawnych).

Jedną z najważniejszych i jednocześnie najbardziej niechętnie przyjmowanych przez spółki zasad ładu korporacyjnego jest konieczność wprowadzenia do rady nadzorczej co najmniej połowy członków niezależnych (wolnych od powiązań ze spółką, akcjonariuszami i pracownikami).

Problem malejącej płynności… i kolejna emisja?

W miarę upływu czasu coraz większa liczba notowanych akcji jest kumulowana w portfelach inwestorów długoterminowych. Tym samym zmniejsza się liczba akcji w wolnym obrocie i maleje płynność walorów. Akcje mało płynnych spółek są zdecydowanie mniej chętnie kupowane, co powoduje systematyczne obniżanie ich wycen.

Krótkoterminowo można temu zaradzić, aktywnie wykorzystując funkcję animatora rynku, bądź animatora emitenta. Jednak w dłuższym okresie nie ma możliwości przeciwdziałać temu zjawisku inaczej, jak tylko w drodze kolejnej emisji akcji. Stąd po raz kolejny należy podkreślić wagę długofalowego planowania rozwoju spółki już podczas rozważania pierwszej emisji.

A może obligacje?

Emisja papierów dłużnych – alternatywą podwyższania kapitału

Stosunkowo rzadko obecnie wykorzystywanym sposobem wejścia na rynek publiczny jest emisja obligacji. Przyczyn takiego stanu rzeczy można wskazać wiele. Jedną z ważniejszych jest duża konkurencyjność obligacji skarbowych, których relatywnie wysokie stopy zwrotu - przy maksymalnym poziomie bezpieczeństwa - wymuszają bardzo niekorzystne dla emitentów warunki emisji obligacji własnych.

Malejące stopy procentowe powinny jednak sprzyjać emisji tych instrumentów, gdyż każdy dodatkowy punkt procentowy ponad oprocentowanie papierów rządowych będzie miał znaczenie.

Emisja papierów dłużnych może być pierwszą prezentacją emitenta na rynku kapitałowym i elementem budowania zaufania inwestorów przed zaoferowaniem im w przyszłości propozycji udziału w podwyższeniu kapitału podczas publicznej oferty akcji.

Optymalizacja struktury bilansu

Emisja papierów dłużnych wynika często także z realizacji strategicznych celów finansowych – optymalizacji kosztów kapitału i struktury bilansu, który powinien zachowywać określone proporcje pomiędzy kapitałem własnym i obcym.

Odpowiedni poziom zadłużenia jest wskazany z punktu widzenia właściwego kształtowania rentowności kapitałów własnych i wartości spółki. Kapitał dłużny ma ponadto ważną dla właścicieli spółki cechę – nie powoduje na ogół zmian właścicielskich w strukturze akcjonariatu.

Wykorzystanie „dźwigni finansowej"

Emisja długu (w odpowiedniej proporcji) dzięki wykorzystaniu „dźwigni finansowej" jest dla spółki bardzo korzystna, gdyż może znacznie poprawić efektywność wykorzystania kapitałów własnych. Oczywiście zadłużanie się ma sens w pewnych granicach – dopuszczalny poziom zadłużenia wyznaczają możliwości obsługi długu (bez stwarzania zagrożenia płynności i pod warunkiem uniknięcia nadmiernego wpływu na wynik finansowy netto), a także jego akceptacja przez właścicieli akcji. Odpowiednie proporcje zadłużenia i kapitałów własnych są przedmiotem oceny analityków, którzy określają na tej podstawie prawidłowość struktury kapitałowej finansowania prowadzonej działalności.

Przewaga nad kredytem

W porównaniu z zaciągnięciem kredytu emisja obligacji posiada szereg zalet:

- nie występuje pojęcie „zdolności kredytowej" rozumianej jako wypełnienie rygorystycznych warunków bankowych; oczywiście badana jest sytuacja emitenta pod względem zdolności do bieżącej obsługi obligacji i ich wykupu w określonym terminie, jednakże ma ona charakter subiektywnej oceny przez poszczególnych nabywców obligacji;
- nie ma konieczności ustanawiania zabezpieczeń, aczkolwiek ich brak z całą pewnością traktowany jest przez inwestorów jako istotny element ryzyka;
- istnieje możliwość dowolnego ukształtowania przepływów pieniężnych wynikających z emisji, gdyż nie obowiązują sztywne bankowe procedury kredytowe ściśle określające sposoby wypłat i zwrotu środków; każdy proces emisyjny może być ukształtowany odrębnie, w zależności od charakteru i sposobu realizacji projektu, finansowanemu za pomocą emisji obligacji.

Obligacje zamienne

Szczególnym rodzajem papieru wartościowego, łączącym w sobie elementy emisji akcji i obligacji, są obligacje zamienne. Wykorzystywane są wtedy, gdy docelowym zamiarem emitenta jest podwyższenie kapitału w drodze emisji akcji, lecz warunki rynkowe w momencie emisji nie pozwalają na uzyskanie satysfakcjonującej emitenta ceny emisyjnej, lub też zakładana przez emitenta dynamika rozwoju i wzrostu wartości spółki pozwala mieć nadzieję na uzyskanie znacznie wyższej ceny emisyjnej w późniejszym okresie.

Konstrukcja obligacji zakłada ich zamianę na akcje po cenie emisyjnej (cenie zamiany) znacząco wyższej niż bieżąca cena rynkowa (lub możliwa do uzyskania w danym momencie cena emisyjna). Obligacje zamienne są w tym momencie idealnym instrumentem – spółka pozyskuje środki bez rozwodnienia kapitału, pozostawiając jednocześnie inwestorom możliwość ich zwrotu z odpowiednim oprocentowaniem, jeśli ich wykorzystanie nie okaże się w ich ocenie wystarczająco efektywne. Można tu mówić jakby o emisji akcji z odroczonym i warunkowym terminem ich objęcia.

Aby zwiększyć skłonność do zamiany obligacji na akcje, inwestorom oferuje się na ogół oprocentowanie nieco niższe od rynkowego kosztu pieniądza. W przypadkach, kiedy ma ono być jednocześnie znaczącą zachętą do ich objęcia (potencjalne ryzyko inwestycyjne jest relatywnie duże), oprocentowanie bywa na tyle znaczące, że obligacje takie można traktować jak instrumenty o charakterze wyłącznie dłużnym, zaś prawo zamiany jest traktowane jako dodatkowy bonus.

Obligacje z prawem pierwszeństwa

Są interesującym instrumentem finansowym dającym nabywcom prawo pierwszeństwa w objęciu akcji nowej emisji, wykorzystywanym przede wszystkim w programach motywacyjnych. W rzeczywistości są to obligacje „pozorne", najczęściej o zerowym oprocentowaniu, gdyż faktycznie są jedynie nośnikiem praw do objęcia akcji na szczególnych warunkach przez uprawnione osoby. Obejmuje je subemitent usługowy, który następnie dokonuje ich wykupu w momencie nowej emisji akcji, gdy obligatariusze wykorzystują swoje uprawnienia. Celem obniżenia kosztów obsługi programu motywacyjnego, emitowane są obligacje o możliwie niskiej wartości nominalnej (nawet 1 gr), aby zaangażowanie kapitałowe subemitenta było minimalne.

Oferta publiczna obligacji

Przy nabywaniu obligacji obowiązuje nieco inne podejście inwestycyjne. Ważna jest bowiem zdolność spółki do bieżącej obsługi długu przez terminową wypłatę odsetek oraz posiadanie odpowiedniej wielkości środków pieniężnych w momencie wykupu. Analiza inwestycyjna koncentruje się zatem bardziej na możliwościach płatniczych spółki i kwestiach jej płynności finansowej, w mniejszym zaś stopniu interesuje inwestorów określona dynamika rozwoju przedsiębiorstwa.

W sensie technicznym nie istnieją zasadnicze różnice w sposobie sprzedaży akcji i obligacji. Procedury związane z zatwierdzaniem prospektu i wprowadzaniem do obrotu na rynku giełdowym przebiegają podobnie. Zawartość prospektu emisyjnego jest również zbliżona, z krótszym niż przy emisji akcji okresem prezentowania sprawozdań finansowych (2 zamiast 3 lat).

Forma prospektu emisyjnego jest również wybierana przez emitenta na zasadach ogólnych. Przy programach zakładających kilka powtarzających się emisji w pewnym okresie czasu, możliwe jest sporządzanie **prospektu bazowego**, prezentującego ogólne warunki programu, zatwierdzenia go przez KPWiG oraz publikowanie bezpośrednio przed ofertą warunków ostatecznych, które precyzują szczegółowe zasady emisji.

Zarówno w przypadku akcji, jak i obligacji występują te same elementy oferty jak np. sposób ustalania ceny emisyjnej, book-building, subemisja czy też sama obsługa zapisów w punktach sprzedaży. Również z punktu widzenia dopuszczenia do obrotu na rynku giełdowym i rejestracji w KDPW oba rodzaje papierów wartościowych traktowane są w sposób zbliżony. Opłaty administracyjne, związane z wprowadzeniem do obrotu obligacji, są zazwyczaj niższe niż w przypadku akcji.

Jedną z istotniejszych różnic jest sposób rozliczenia środków z emisji. Warunkiem przekazania środków emitentowi akcji jest rejestracja podwyższenia kapitału. Przy emisji obligacji nie ma przeszkód, aby przekazywać je sukcesywnie w miarę obejmowania ich przez obligatariuszy, choć na ogół w praktyce ze względu na uproszczenie rozliczeń odsetkowych obejmowane są równocześnie jednego dnia.

Zabezpieczenia, rating

Aby nakłonić inwestorów do uczestniczenia w emisji, obligacje można zabezpieczyć w podobny sposób jak zabezpieczane są spłaty kredytów. Jednakże traci się wówczas jedną z podstawowych przewag obligacji nad kredytem, jaką jest możliwość uzyskania środków bez przedstawienia odpowiednich zabezpieczeń. Zamiast zabezpieczeń stosuje się zatem ocenę ratingową emitenta i jego zobowiązań, którą zleca się wyspecjalizowanym agencjom. Mimo poniesionego kosztu takiego badania jest to działanie efektywne, gdyż istnieje potencjalnie duża szansa uzyskania dzięki temu bardziej korzystnych warunków emisji.

Obsługa wypłat odsetek i wykupu

Emisja obligacji wiąże się z koniecznością sekwencyjnych wypłat odsetek oraz rozliczeń z obligatariuszami, związanych z końcowym bądź wcześniejszym wykupem. Czynności tych w przypadku emisji publicznych dokonuje w imieniu emitenta Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych, na podstawie zawartej umowy. Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych otrzymuje w uzgodnionych terminach odpowiednie kwoty i przekazuje je swoim uczestnikom – domom maklerskim i bankom przechowującym papiery wartościowe na podstawie stanów kont opisujących liczby przechowywanych obligacji. Wypłaty odbywają się za pośrednictwem domów maklerskich, w których obligatariusze prowadzą rachunki pieniężne.

Jak zostać spółką giełdową – podsumowanie*

1. Emitentem akcji notowanych na Giełdzie może być jedynie podmiot będący spółką akcyjną lub komandytowo-akcyjną. Nie oznacza to zamknięcia drogi na Giełdę dla przedsiębiorstw posiadających inną formę prawną. W tym przypadku właściciele firmy muszą przekształcić ją w spółkę akcyjną bądź zawiązać spółkę akcyjną, wnosząc do niej majątek przedsiębiorstwa.

2. Następny krok stanowi podjęcie przez Walne Zgromadzenie uchwały o publicznej emisji, **dematerializacji oraz wprowadzeniu akcji spółki do obrotu giełdowego**.

3. Konsekwencją decyzji o upublicznieniu spółki jest konieczność sporządzenia prospektu emisyjnego, co wymaga nawiązania przez spółkę współpracy z następującymi podmiotami:
- biegłym rewidentem, który zbada sprawozdania finansowe spółki i przekształci je tak, aby sprawozdania z poszczególne lat były porównywalne,
- biurem maklerskim, które będzie pełnić funkcję oferującego akcje spółki w publicznym obrocie.

   W zależności od indywidualnych potrzeb emitenta istnieje także praktyka angażowania doradców prawnych oraz finansowych. Szczegółowy opis zawartości prospektu emisyjnego zawiera Rozporządzenie Komisji (WE) nr 809/2004 z dnia 29 kwietnia 2004 r. w sprawie informacji zawartych w prospektach emisyjnych.

4. Kolejny etap stanowi złożenie do Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (KPWiG) roboczej wersji prospektu emisyjnego. **Komisja, po przekazaniu emitentowi ewentualnych uwag do prospektu oraz ich uwzględnieniu przez spółkę w ostatecznej wersji prospektu emisyjnego, podejmuje decyzję w kwestii zatwierdzenia prospektu emisyjnego**.

5. Przed rozpoczęciem oferty publicznej emitent jest obowiązany do zawarcia z Krajowym Depozytem Papierów Wartościowych umowy, której przedmiotem jest rejestracja w depozycie papierów wartościowych, papierów wartościowych objętych ofertą publiczną.

* *źródło: www.gpw.pl*

6. Następnie przeprowadzana jest publiczna oferta. W okresie pomiędzy przydziałem akcji nowej emisji a ich rejestracją, możliwy jest na Giełdzie obrót prawami do akcji nowej emisji (PDA).

7. Pod koniec oferty spółka składa wniosek o dopuszczenie do obrotu giełdowego akcji (oraz ewentualnie praw do akcji nowej emisji) - na rynek podstawowy lub równoległy. Wniosek ten jest rozpatrywany na posiedzeniu Zarządu Giełdy. Do wniosku należy dołączyć między innymi ostateczną wersję prospektu emisyjnego, uwzględniającą wszystkie zalecenia zgłoszone w toku postępowania przed KPWiG.

8. Po zdeponowaniu w Krajowym Depozycie Papierów Wartościowych SA wszystkich akcji wprowadzanych do obrotu, zakończeniu publicznej oferty oraz rejestracji akcji nowej emisji przez sąd, spółka składa do Zarządu Giełdy wniosek o wprowadzenie akcji do obrotu na rynku podstawowym lub równoległym. Zarząd Giełdy określa m.in. system notowań, a także datę sesji giełdowej, na której nastąpi pierwsze notowanie. Dla spółek, które po trzech miesiącach od pierwszego notowania spełnią dodatkowe kryteria istnieje możliwość notowania w segmencie PLUS na rynku podstawowym lub PRIM na rynku równoległym. Emitenci, którzy wykorzystują w swojej działalności innowacyjne, zaawansowane technologie mogą zostać zakwalifikowani do SiTech-u - Segmentu Innowacyjnych Technologii.

Od autora

Przedstawione w broszurze uwagi, poza kwestiami formalnymi, zazwyczaj nie mają charakteru bezwzględnych nakazów. Należy je raczej traktować jako postulaty, których spełnienie pomoże spółce szybko, sprawnie i z sukcesem przeprowadzić ofertę. Nieuwzględnienie ich może skutkować koniecznością obniżenia ceny emisyjnej lub uciekania się do innych sposobów zwiększenia atrakcyjności oferty.

Rozważając wejście spółki na giełdę warto od początku korzystać z pomocy specjalistów rynku kapitałowego. Trzeba również uwzględnić zmienność obowiązujących uregulowań prawnych, związanych z rozwojem rynku i dostosowaniem przepisów polskich do przepisów unijnych. Dlatego ostatecznym źródłem wiedzy mogą być wyłącznie odpowiednie akty prawne, które można znaleźć na stronach internetowych instytucji rynku kapitałowego.
Poniżej przedstawiono przydatne adresy:

Komisja Papierów Wartościowych i Giełd
www.kpwig.gov.pl
e-mail: sekr@kpwig.gov.pl

Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych
www.kdpw.com.pl
e-mail: kdpw@kdpw.com.pl

MTS-CeTO Spółka Akcyjna
www.mts-ceto.pl
e-mail: mts-ceto@mts-ceto.pl

Giełda Energii
www.polpx.pl
e-mail: Marek.Kuten@polpx.pl

Izba Domów Maklerskich
www.idm.com.pl
e-mail: idm@qdnet.pl

Związek Maklerów i Doradców
www.zmid.org.pl
e-mail: biuro@zmid.org.pl

Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych
www.sii.org.pl
e-mail: biuro@sii.org.pl

Stowarzyszenie Emitentów Giełdowych
www.seg.org.pl
e-mail: biuro@seg.org.pl

Narodowy Bank Polski
www.nbp.pl
e-mail: nbp@nbp.pl

Warszawska Giełda Towarowa
www.wgt.com.pl
e-mail: wgt@wgt.com.pl

Polska Agencja Informacji i Inwestycji Zagranicznych
www.paiz.gov.pl
e-mail: info@paiz.gov.pl

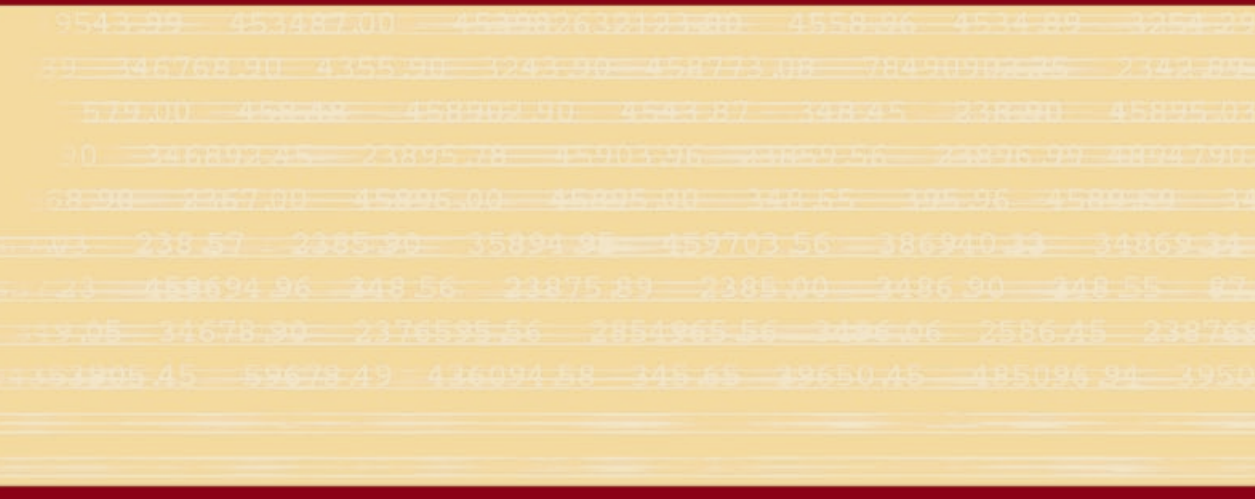
Ministerstwo Finansów RP
www.mofnet.gov.pl
e-mail: biuro.prasowe@mofnet.gov.pl

Ministerstwo Gospodarki i Pracy
www.mgip.gov.pl
e-mail: bpi@mpips.gov.pl

Ministerstwo Skarbu Państwa
www.mst.gov.pl
e-mail: minister@msp.gov.pl

Telefony informacyjne dla podmiotów zainteresowanych wejściem na giełdę
Dział Emitentów
tel.: (022) 537-72-14, 537-71-77

Autor i wydawca dołożyli wszelkich starań, aby zawarte w publikacji informacje były poprawne i nie ponoszą odpowiedzialności w przypadku szkód wynikłych z publikacji ewentualnych błędów i nieścisłości.



www.gpw.pl