

# *Droga na giełdę*

*Rynki  
kapitałowe*



Niniejsza publikacja została sporządzona w oparciu o daty debiutów akcji lub praw do akcji (PDA). Opcje nadsubskrypcji ("*greenshoe options*") oraz przeniesienie pomiędzy rynkami w zakresie jednej giełdy nie zostały uwzględnione w statystykach. Informacje dotyczące sumy aktywów oraz przychodów zaczerpnięte zostały z ostatnich rocznych zbadanych sprawozdań finansowych emitentów za pełny rok obrotowy zamieszczonych w prospektach emisyjnych lub dokumentach informacyjnych. W przypadku, gdy dany emitent sporządzał zarówno jednostkowe, jak i skonsolidowane sprawozdania finansowe, w analizach uwzględnione zostały dane skonsolidowane.

Dane dotyczące kosztów emisji nie uwzględniają kosztów subemisji. W przypadku ofert, w których przed akcjami na giełdzie notowane były PDA, kursy zamknięcia w dniu debiutu dotyczą PDA. W przypadku spółek, które przeprowadziły międzynarodowe oferty publiczne, uwzględniona została całość wpływów z IPO ze wszystkich rynków, na których była przeprowadzona oferta. W zestawieniu kosztów IPO nie uwzględniono kosztów niektórych ofert publicznych ze względu na niedostępność danych.

# Spis treści

Wstęp	3
<b>I. Przed decyzją o IPO</b>	<b>5</b>
Gdzie szukać kapitału? Czy IPO to dobry wybór?	6
Czy warto być spółką publiczną?	8
Z czym wiąże się zmiana statusu na spółkę publiczną?	9
Czy teraz jest dobry moment na IPO?	10
Rynek główny czy NewConnect?	13
A może debiut za granicą?	14
Czy spółka z siedzibą poza Polską może zadebiutować w Warszawie?	15
Czy inwestorzy zainteresują się spółką z mojej branży?	16
Czy moja spółka jest wystarczająco duża, aby zadebiutować na giełdzie? Ile środków może pozyskać z oferty?	17
Ile może być warta moja spółka?	19
Ile wynosi dyskonto IPO?	20
Jakie są koszty IPO?	21
<b>II. IPO – wejście na giełdę i funkcjonowanie jako spółka publiczna</b>	<b>23</b>
Czy jesteśmy gotowi do debiutu na giełdzie?	24
Ile czasu trwa proces IPO?	25
Jak wyglądają pierwsze kroki formalno-prawne oraz proces due diligence?	26
Jak zbudować zespół doradców?	27
Jaką część kapitału zaoferować inwestorom?	28
Jak przygotować prospekt emisyjny?	29
Jakie informacje finansowe należy zamieścić w prospekcie emisyjnym?	30
Jak aktualne muszą być sprawozdania finansowe i według jakich zasad je przygotować?	31
Kiedy mamy do czynienia ze złożoną historią finansową i czym są informacje finansowe pro forma?	32
Czy zamieścić w prospekcie emisyjnym prognozy wyników?	33
Jak wyglądają kluczowe etapy oferty publicznej?	34
Jakie są obowiązki spółki notowanej na giełdzie?	36
Jak być dobrze postrzeganym emitentem?	37
Jak wygląda debiut na NewConnect?	38
Czy warto rozważyć emisję obligacji?	40
<b>III. Wsparcie PwC</b>	<b>43</b>
Jak PwC może mi pomóc?	44
Gdzie mogę dowiedzieć się więcej?	51
Do kogo w PwC mogę się zwrócić?	52



# Wstęp

## Szanowni Państwo,

Niniejsza publikacja jest skierowana przede wszystkim do spółek, które rozważają debiut na giełdzie. Przedstawiamy w niej kolejne etapy tego procesu oraz odpowiadamy na najczęściej zadawane nam przez spółki pytania, takie jak: Czy teraz jest dobry moment na IPO? Jaki rynek wybrać dla notowania akcji? Czy oferta wzbudzi zainteresowanie inwestorów? Jak kształtują się koszty IPO? Czy nasza spółka jest gotowa na debiut giełdowy? Ile trwa proces wejścia na giełdę? Mamy nadzieję, że niniejsza publikacja, podsumowująca kluczowe aspekty związane z pierwszą ofertą publiczną akcji, będzie pomocna w podjęciu decyzji dotyczących Państwa spółek.

Nasza publikacja podsumowuje również debiuty na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w ostatniej dekadzie. Od początku globalnego kryzysu, sytuacja na rynkach finansowych w Europie charakteryzowała się wysoką zmiennością.

Mocne pogorszenie koniunktury na giełdach nie ominęło również Polski, jednak oferty prywatyzacyjne oraz duże zainteresowanie rynkiem alternatywnym NewConnect przyczyniły się do podtrzymania koniunktury na warszawskiej giełdzie również w tym trudnym okresie. W latach 2009-2013 na GPW miały miejsce pierwsze oferty publiczne takich spółek jak PZU, PGE, Jastrzębska Spółka Węglowa, Tauron Polska Energia, Energa, Alior Bank, Enea, PKP Cargo czy samej GPW. Pozycja rodzimego parkietu jest na tyle silna, że w Europie Środkowo-Wschodniej polska giełda jest postrzegana jako centrum finansowe regionu, przyciągające zarówno podmioty krajowe jak i zagraniczne.

Jeżeli mają Państwo pytania dotyczące procesu wejścia na giełdę czy funkcjonowania rynków kapitałowych, zapraszamy do kontaktu z naszymi specjalistami – autorami tej publikacji (dane kontaktowe na stronie 52).



**Jacek Socha**  
Wiceprezes



**Tomasz Konieczny**  
Partner



---

# *I. Przed decyzją o IPO*

# Gdzie szukać kapitału? Czy IPO to dobry wybór?

## Czym jest IPO?

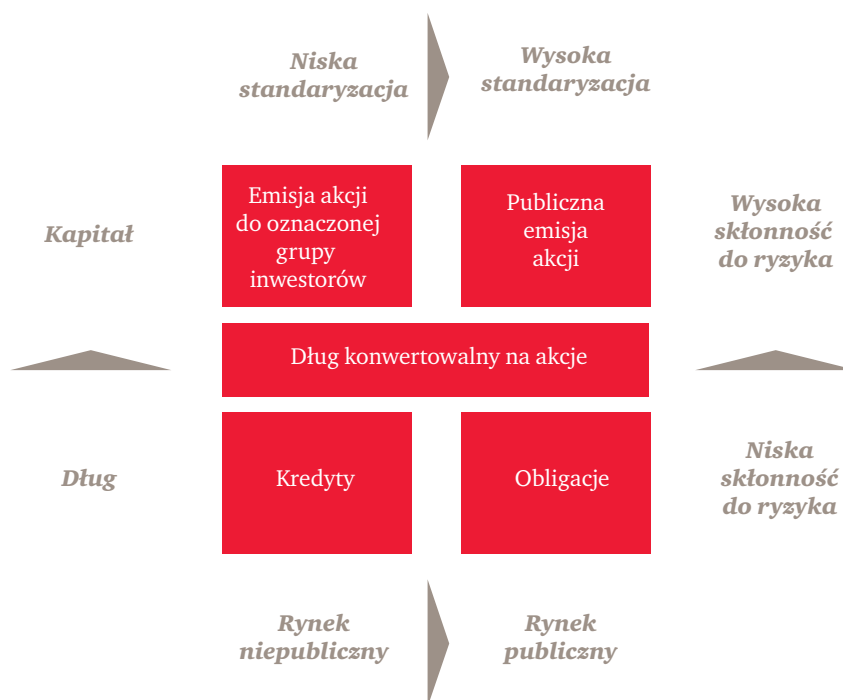
*IPO (ang. Initial Public Offering) oznacza pierwszą ofertę publiczną, czyli skierowanie po raz pierwszy propozycji nabycia akcji spółki do szerokiego kręgu inwestorów. IPO może dotyczyć zarówno akcji nowo emitowanych, jak też już istniejących. W pierwszym przypadku oferta publiczna umożliwia spółce pozyskanie kapitału, a w drugim – umożliwia dotychczasowym akcjonariuszom „wyjście” z inwestycji. Pierwsza oferta publiczna prawie zawsze jest związana z wprowadzeniem akcji spółki na giełdę.*

Decyzja o ewentualnym wejściu na giełdę powinna zostać poprzedzona opracowaniem dobrze przemyślanej strategii finansowej. Dopiero wówczas można podjąć decyzję odnośnie do dalszej drogi rozwoju oraz sposobu jej finansowania. Dokonanie właściwych wyborów w tym zakresie jest niezmiernie ważne, gdyż nieodpowiednio dobrane metody finansowania mogą stać się istotną barierą wzrostu.

Jedną z podstawowych decyzji jeśli chodzi o opcje finansowania działalności jest wybór pomiędzy finansowaniem kapitałem własnym a kapitałem obcym, czyli długiem (możliwe jest również połączenie tych alternatyw). Co do zasady, kapitał własny akceptuje znacznie wyższe ryzyko przedsięwzięcia niż finansowanie dłużne i zapewnia większą swobodę finansowania.

Finansowanie kapitałem własnym wpływa jednak na układ właścicielski i w sensie ekonomicznym jest znacznie droższe (m.in. dlatego, że inwestorzy oczekują wyższych stóp zwrotu). Z kolei kapitał obcy jest tańszy, gdyż dotychczasowi właściciele nie muszą dzielić się zyskami i wzrostem wartości przedsiębiorstwa z inwestorami, a ponadto mamy do czynienia z efektem „tarczy podatkowej”. Ponadto łatwiej podlega spłacie. Jednak kapitał obcy ma również szereg wad. Po pierwsze, jest bardzo wrażliwy na rzeczywiste lub postrzegane ryzyko przedsięwzięcia. Po drugie, wymaga pewnego minimum kapitału własnego. Po trzecie wreszcie, zwłaszcza w przypadku rynku niepublicznego, na ogół niezbędne są zabezpieczenia. Warto także zaznaczyć, że dług znacznie częściej wykorzystywany jest do finansowania określonego celu.

Najważniejsze opcje finansowania oraz typy instrumentów finansowych





*Uruchomiony w 2009 roku przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie rynek instrumentów dłużnych Catalyst przyciągnął w samym tylko 2013 roku emisje obligacji korporacyjnych o łącznej wartości **55,8 mld zł**. Świadczy to wyraźnie o tym, że emisje obligacji na rynku publicznym stanowią coraz atrakcyjniejszą alternatywę dla bardziej tradycyjnych form finansowania dłużnego.*

**Piotr Zdrojewski**  
Dyrektor w zespole ds. finansowania PwC

Inną decyzją, przed którą stają spółki poszukujące kapitału, jest wybór między rynkiem niepublicznym a publicznym. W odniesieniu do rynku publicznego często wybieranym rozwiązaniem jest oferta publiczna akcji i debiut na giełdzie – ta opcja jest omawiana szczegółowo w dalszych rozdziałach niniejszej publikacji.

Spółki poszukujące kapitału na rynku publicznym mogą zdecydować się również na emisję obligacji. Emitując obligacje, spółka ma większą możliwość dostosowania struktury długu do swoich oczekiwań niż podczas negocjacji kredytu z bankiem. Jedynym ograniczeniem jest skonstruowanie oferty tak, aby znaleźć odbiorców. Ponadto instrument ten zapewnia większą płynność niż kredyt, gdyż przez okres jego trwania spółka płaci tylko kupony odsetkowe, a kwota nominalna spłacana jest dopiero w terminie wymagalności – inaczej niż w przypadku standardowego kredytu bankowego, który spłacany jest sukcesywnie w ratach. Minusem emisji obligacji – w porównaniu do kredytu bankowego – są większe koszty formalno-prawne i wymagania wobec emitentów. Emisja obligacji może zostać dokonana poprzez ofertę publiczną lub niepubliczną. Dużą popularnością cieszą się oferty niepubliczne, czyli skierowane do określonych adresatów. Sytuacja ta jednak stopniowo zmienia się wraz z rozwojem rynku wtórnego. Więcej informacji na temat finansowania poprzez emisję obligacji zostało przedstawione w rozdziale „Czy warto rozważyć emisję obligacji?” (strona 40).

W przypadku rynku niepublicznego do wyboru pozostaje kilka możliwości. Jednym z podstawowych sposobów finansowania spółki, zwłaszcza na początkowym etapie jej rozwoju, jest oferta akcji do oznaczonej grupy inwestorów. Mogą być nimi fundusze *private equity* lub *venture capital*.

W ramach transakcji fundusze te wnoszą często także kompetencje, doświadczenie i kontakty biznesowe. Nierzadko również wprowadzają w struktury spółki własnych menedżerów. Transakcje takie wiążą się jednocześnie z utratą przynajmniej części kontroli nad spółką przez dotychczasowego właściciela lub właścicieli. Rozwiązaniem zbliżonym do oferty publicznej jest oferta niepubliczna skierowana do grupy inwestorów poprzedzająca debiut na rynku NewConnect. Specyfika tego typu transakcji jest opisana w rozdziale „Jak wygląda debiut na NewConnect?”.

Finansowanie dłużne na rynku niepublicznym to przede wszystkim kredyt bankowy, który jest najpowszechniejszym rozwiązaniem w zakresie finansowania dłużnego. Dla zdecydowanej większości przedsiębiorstw kredyty są naturalnym sposobem finansowania – do ich zalet należą uniwersalność i dostępność. Kredyty bankowe wiążą się jednak z pewnymi niedogodnościami. Banki zawsze wymagają zabezpieczenia, często nie są również skłonne kredytować niektórych projektów lub branż, zwłaszcza tych charakteryzujących się wyższym poziomem ryzyka.

Istnieje również szereg możliwości łączenia omówionych wyżej instrumentów i tworzenia tzw. instrumentów hybrydowych. Klasycznym przykładem mogą być tu obligacje zamienne na akcje. Instrumenty te nie rozkładają automatycznie udziałów dotychczasowych akcjonariuszy, a jednocześnie inwestorzy są zazwyczaj skłonni zaakceptować niższy poziom oprocentowania niż w wypadku zwykłych obligacji ze względu na możliwość uzyskania dodatkowych korzyści w przypadku konwersji na akcje. Trudność może stanowić jednak m.in. znalezienie nabywców na tego typu instrumenty, gdyż grono potencjalnych inwestorów jest jeszcze mocno ograniczone.

# Czy warto być spółką publiczną?

W latach 2003-2013 aż 329 spółek zdecydowało się na debiut na rynku głównym, natomiast 499 na debiut na rynku NewConnect. W rezultacie, na koniec 2013 roku łączna liczba spółek notowanych na rynku głównym wyniosła 450, natomiast na NewConnect – 445.

<b>Kapitał</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Pozyskanie środków na dalszy rozwój</li><li>• Łatwiejszy dostęp do kapitału w przyszłości</li><li>• Zapewnienie właścicielom możliwości szybkiej sprzedaży akcji</li></ul>
<b>Prestiż i promocja</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Poprawa wizerunku i zwiększenie wiarygodności firmy</li><li>• Zwiększenie rozpoznawalności spółki oraz jej produktów</li></ul>
<b>Wycena</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Uzyskanie rynkowej wyceny spółki</li></ul>
<b>Motywacja</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Pozyskanie lub zatrzymanie pracowników</li><li>• Nowe formy wynagradzania pracowników i kadry zarządzającej</li></ul>
<b>Uporządkowanie struktury i przejrzystość</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Spójna struktura organizacyjna i prawna</li></ul>
<b>Szybszy i tańszy rozwój</b>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Większe możliwości przejmowania innych spółek (w tym w zamian za akcje)</li><li>• Możliwość tańszego pozyskania innych form finansowania</li></ul>

## Korzyści z wejścia na giełdę

W porównaniu do innych źródeł finansowania, pozyskanie kapitału w drodze oferty publicznej i wejścia na giełdę niesie ze sobą wiele korzyści dla spółki i jej właścicieli. Niektóre z typowych pozytywnych skutków IPO zostały przedstawione obok.

## Obawy i koszty związane z wejściem na giełdę

Wejście na giełdę wiąże się nie tylko z korzyściami, ale rodzi też obawy. Obszarami najczęściej powodującymi wątpliwości potencjalnych debiutantów są:

- koszty przeprowadzenia IPO;
- koszty późniejszego funkcjonowania jako spółka publiczna;
- konieczność ujawniania informacji na temat spółki i jej działalności;
- konieczność przestrzegania regulacji dotyczących spółek publicznych;
- konieczność respektowania praw akcjonariuszy mniejszościowych;
- oddanie części przyszłych zysków;
- ryzyko utraty kontroli nad spółką.

## Programy menedżerskie – zmiana sposobu wynagradzania kadry zarządzającej przy okazji IPO

Wśród spółek, których akcje notowane są na giełdzie, często spotykanym rozwiązaniem w kwestii wynagradzania osób zajmujących kierownicze stanowiska są tzw. programy menedżerskie. Typowy program polega na przyznaniu wybranym pracownikom prawa do kupna akcji spółki po preferencyjnej cenie, zwykle niższej niż cena rynkowa. Ostatnio coraz większą popularnością cieszą się programy oparte na instrumentach pochodnych („akcje fantomowe” – instrumenty pochodne, dla których instrumentem bazowym jest np. EBIDTA, kurs giełdowy lub inne wskaźniki finansowe). Taki sposób wynagradzania kluczowych dla spółki pracowników jest jednym ze sposobów motywowania kadry zarządzającej i związania jej ze spółką. Wdrożenie programu menedżerskiego, zwykle wieloletniego, wymaga podjęcia wielu decyzji, w tym dotyczących m.in. konstrukcji samego programu (akcje, warrandy subskrypcyjne, opcje z dostawą lub bez, „akcje fantomowe”), jego rozliczenia, osób nim objętych, opodatkowania, odpowiedniego ujęcia skutków programu w księgach rachunkowych i wpływu na sprawozdanie finansowe. Jako instrumenty o silnym efekcie motywacyjnym programy menedżerskie są zazwyczaj postrzegane bardzo pozytywnie przez inwestorów. Proces wejścia na giełdę to z pewnością dobry czas na dokładne zaplanowanie i przygotowanie tego typu rozwiązań.

**Mateusz Ordyk**

Radca prawny, PwC Legal

# Z czym wiąże się zmiana statusu na spółkę publiczną?

Wejście na giełdę i zmiana statusu na spółkę publiczną jest kamieniem milowym w rozwoju przedsiębiorstwa i wiąże się nie tylko ze zmianami w różnych obszarach jego działalności, lecz wymaga również zmiany sposobu myślenia o biznesie i strategii. Poniżej przedstawiono niektóre z najważniejszych różnic między spółką niepubliczną a publiczną.

Kryterium	Spółka niepubliczna	Spółka publiczna
Liczba akcjonariuszy	Mała, przeważnie nie więcej niż kilku	Znaczna
Zmienność akcjonariatu	Względnie stały akcjonariat	Akcjonariat (szczególnie mniejszościowy) podlega ciągłym zmianom
Horyzont inwestycyjny akcjonariuszy	Długoterminowy, nastawienie na zyski z dywidend i wzrost wartości w długim okresie	Mieszany: krótkoterminowy nastawiony na szybką realizację zysków ze wzrostu cen akcji, oraz długoterminowy
Możliwość nabycia/zbycia akcji	Ograniczona	Nieograniczona (w odniesieniu do akcji w wolnym obrocie)
Sposób dokonywania transakcji	Bezpośredni	Anonimowy (zorganizowany system obrotu)
Wycena spółki	Utrudniona	Dostępna na bieżąco
Dostęp do informacji na temat spółki	Ograniczony	Informacja dostępna publicznie
Przejrzystość	Ograniczona	Wysoka: obowiązek publikacji prospektu emisyjnego, raportów bieżących i okresowych, zgodność z zasadami ładu korporacyjnego
Struktura i sposób zarządzania	Mniej sformalizowane	Bardziej sformalizowane
Rozpoznawalność spółki	Odróżnienie się od konkurencji może stanowić wyzwanie	Wysoka rozpoznawalność, zapewniona stała obecność w mediach

# Czy teraz jest dobry moment na IPO?

IPO jest bardzo złożonym procesem, a jego sukces zależy od wielu czynników, z których część pozostaje poza kontrolą spółki. Należy mieć na uwadze, iż nawet dobrze przygotowana oferta może nie zakończyć się sukcesem, jeśli będzie przeprowadzana w okresie złej koniunktury. Popyt inwestorów na rynku IPO jest powiązany bowiem z sytuacją gospodarczą oraz trendami na rynkach kapitałowych. Poniżej przedstawiono, jak kształtowały się one w ostatnich latach.

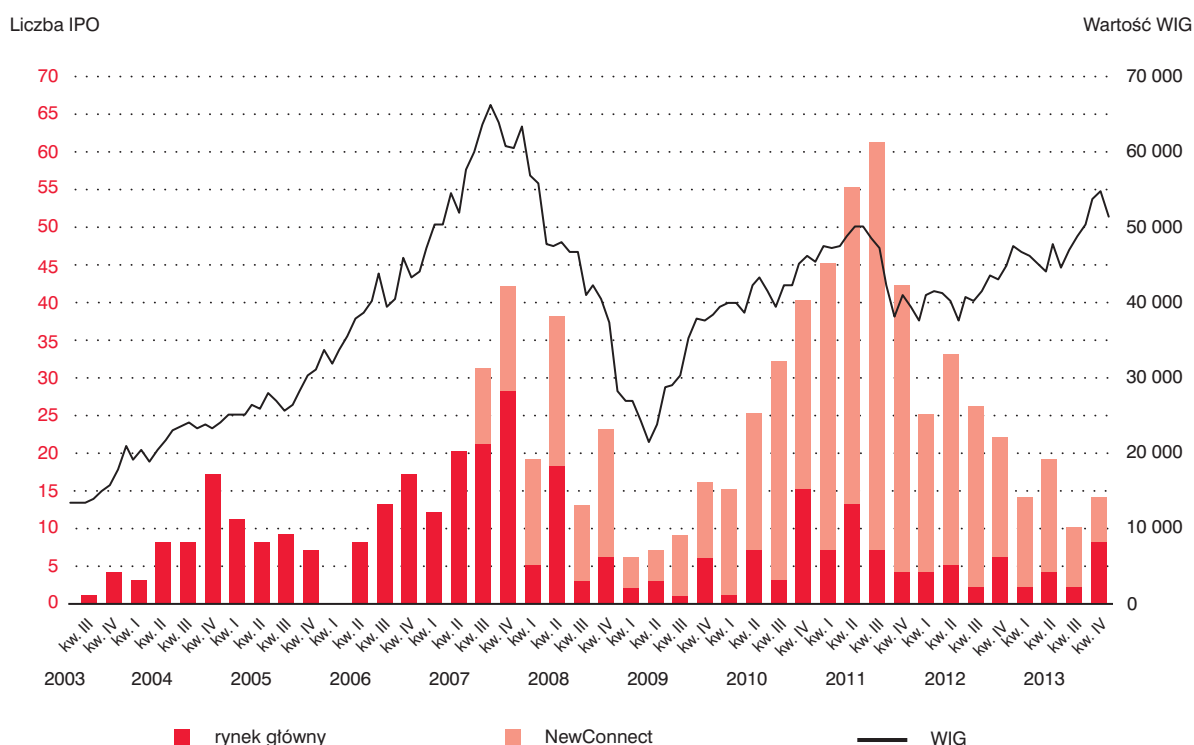
Lata 2000-2003 to na GPW okres niemal zupełnego braku aktywności w zakresie IPO. Przełamanie negatywnej passy nastąpiło dopiero w IV kwartale 2003 roku, kiedy to zadebiutowały cztery spółki (w tym bank BACA – pierwsza zagraniczna spółka w historii GPW). Kolejne lata były już bardzo udane – w 2004 roku odnotowano 36 debiutów, wśród nich oferty prywatyzacyjne spółek Skarbu Państwa oraz kolejne IPO spółek zagranicznych.

Duża liczba debiutów na giełdzie utrzymywała się także w kolejnych latach, aż do połowy 2008 roku. Rekordowy dla rynku głównego okazał się rok 2007, kiedy to odnotowano debiuty aż 81 spółek, a kolejne 24 zadebiutowały na utworzonym w sierpniu 2007 roku alternatywnym rynku NewConnect.

Pogorszenie nastrojów na giełdzie, które nastąpiło w pierwszych miesiącach 2008 roku, a także następujący po tym globalny kryzys finansowy i gospodarczy wyraźnie odbiły się na liczbie IPO na wszystkich światowych rynkach, w tym na warszawskiej GPW. Przez cały rok 2009 na rynku głównym odnotowano zaledwie 12 debiutów. Należy jednak podkreślić, że w okresie kryzysu warszawska giełda wyróżniała się na tle innych europejskich rynków i plasowała się w czołówce pod względem liczby i wartości przeprowadzonych ofert publicznych.

Począwszy od drugiego kwartału 2010 roku aktywność na rynku IPO w kolejnych kwartałach konsekwentnie rosła, aż do połowy 2011 roku, kiedy to wskutek kryzysu w strefie euro koniunktura na rynku pierwotnym znów uległa istotnemu pogorszeniu. Ogółem jednak w całym 2011 roku liczba IPO na warszawskiej giełdzie była rekordowa i wyniosła 203, głównie za sprawą niezwykle dynamicznego rozwoju alternatywnego rynku NewConnect (na którym odnotowano aż 172 debiuty). Również w kolejnym roku, mimo ogólnego spadku aktywności na globalnych rynkach kapitałowych, 89 debiutów na rynku NewConnect pozwoliło warszawskiej giełdzie uplasować się jako najaktywniejszy rynek w Europie pod względem liczby IPO, z łącznie 106 ofertami pierwotnymi. Z czasem jednak malejące zaufanie inwestorów do rynku NewConnect doprowadziło do stopniowego spadku aktywności na tym rynku.

Liczba IPO na rynku głównym i NewConnect w latach 2003-2013 na tle indeksu WIG



Źródło: PwC na podstawie prospektów emisyjnych, dokumentów informacyjnych oraz [www.gpwinfostrafa.pl](http://www.gpwinfostrafa.pl)

Rok 2013 na GPW charakteryzował się spadkiem liczby debiutów, w całym roku odnotowano ich 57, z czego 16 na rynku głównym i 41 na rynku NewConnect. Sytuacja uległa jedynie umiarkowanej poprawie w drugiej połowie roku, mimo gwałtownego wzrostu aktywności na wielu innych rynkach w Europie. Na koniunkturę na rynku głównym negatywny wpływ miały zawirowania wokół Otwartych Funduszy Emerytalnych. Z kolei na rynku NewConnect wpływ na dalszy spadek liczby IPO miało zaostrzenie wymogów dla debiutujących tam spółek.

Należy jednak podkreślić, że w 2013 roku dobrze przygotowane oferty publiczne ciekawych spółek cieszyły się sporym zainteresowaniem ze strony inwestorów. Sytuacja ta spowodowała, że wiele spółek, które w ciągu poprzednich lat odłożyły decyzję o debiucie giełdowym ze względu na niekorzystną sytuację rynkową, zaczęło powracać do planów przeprowadzenia IPO.

W latach 2000-2003 mała liczba debiutów na GPW szła w parze z bardzo niską wartością ofert.

Jednak w kolejnych latach łączna wartość przeprowadzonych ofert publicznych nie zawsze współgrała z liczbą IPO. Działo się tak głównie za sprawą pojedynczych ofert o dużej wartości, w tym szczególnie ofert prywatyzacyjnych Skarbu Państwa. Bardzo wysoka wartość IPO w 2004 roku (10 741 mln zł w odniesieniu do samych ofert krajowych) związana była przede wszystkim z ofertą prywatyzacyjną PKO BP (7 601 mln zł). W rekordowym pod względem liczby debiutów na rynku głównym 2007 roku łączna wartość krajowych IPO wyniosła 5 339 mln zł, podczas gdy w „kryzysowym” 2009 roku nowi emitenci pozyskali łącznie 6 800 mln zł, na co największy wpływ miała oferta spółki PGE (5 969 mln zł). Rekordową wartość ofert krajowych (14 426 mln zł) odnotowano w 2010 roku, przede wszystkim za sprawą IPO takich spółek, jak PZU (8 069 mln zł), Tauron Polska Energia (4 212 mln zł) czy wreszcie samej GPW (1 208 mln zł). Z kolei w roku 2011 znaczną część łącznej wartości ofert stanowiła oferta publiczna Jastrzębskiej Spółki Węglowej (5 372 mln zł), a w roku 2013 Energi (2 165 mln zł) oraz PKP Cargo (1 423 mln zł).

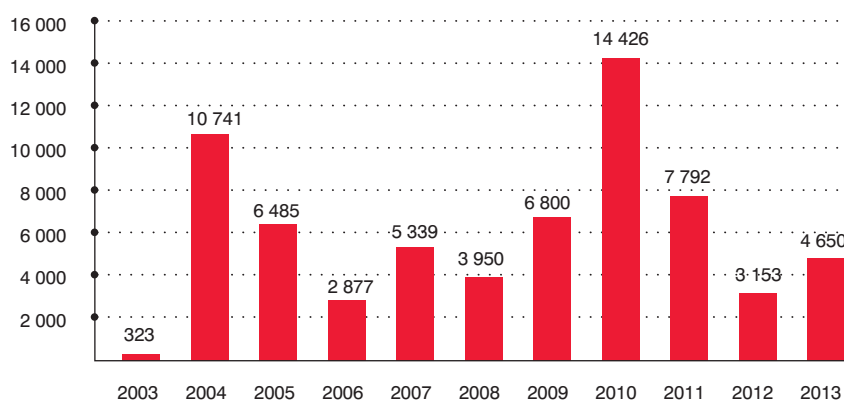
Wyraźnie pokazuje to, że w minionych latach na zmiany łącznej wartości krajowych IPO decydujący wpływ miała polityka prywatyzacyjna rządu. Oferty Skarbu Państwa niewątpliwie zwiększały zainteresowanie giełdą zarówno inwestorów w kraju, jak i za granicą, miały także duży wpływ na wzrost kapitalizacji rynku. Należy jednak podkreślić, że lista dużych spółek Skarbu Państwa, które mogą jeszcze zostać sprywatyzowane przez giełdę, jest już bardzo krótka.

Biorąc pod uwagę statystykę debiutów giełdowych w minionej dekadzie, warszawski rynek charakteryzują przede wszystkim oferty małej i średniej wielkości, znacznie mniejsze niż wspomniane wyżej oferty prywatyzacyjne. Spośród 288 IPO na rynku głównym (z ofertą akcji) aż 119 mieściło się w przedziale 10–50 mln zł. Z kolei wśród 13 krajowych IPO o wartości przekraczającej miliard złotych znalazły się tylko dwie oferty spółek prywatnych – IPO Alior Banku w 2012 roku (2 094 mln zł) oraz LC Corp w roku 2007 (1 060 mln zł).

*Optimalny moment na przeprowadzenie oferty publicznej to okres wzrostu rynku. Należy jednak pamiętać, że okres przygotowania do IPO trwa od kilku do kilkunastu miesięcy. Stąd okresowe wahania nastrojów na rynku nie powinny mieć wpływu na decyzję o debiucie giełdowym – ta powinna być związana z długoterminowymi trendami na rynku, a przede wszystkim wynikać ze strategii finansowej spółki.*

**Filip Gorczyca**  
Zespół ds. rynków kapitałowych PwC

Wartość krajowych IPO na rynku głównym GPW i NewConnect w latach 2003-2013 (w mln zł)



Źródło: PwC na podstawie prospektów emisyjnych, dokumentów informacyjnych i raportów bieżących

Trendy występujące na rynku polskim w znacznym stopniu podążają za zmianami koniunktury na innych rynkach europejskich. W dobie globalizacji zmiany nastrojów wśród inwestorów na całym świecie – i co za tym idzie – ich skłonność do lokowania kapitału w akcje są zazwyczaj zbieżne. Dlatego też, nawet gdy spółka nie zamierza wychodzić z ofertą akcji skierowaną do inwestorów zagranicznych, powinna śledzić także zmiany koniunktury na rynkach międzynarodowych.

Należy mieć na uwadze, że na wybór odpowiedniego momentu na przeprowadzenie IPO wpływ może mieć wiele czynników, zarówno takich, na które spółka nie ma wpływu, jak i takich, na które ma przynajmniej częściowy wpływ. Wśród tych pierwszych można wymienić przede wszystkim:

- aktualną koniunkturę na rynku kapitałowym;
- postrzeganie branży, w której spółka prowadzi działalność, przez inwestorów w momencie IPO;

- kalendarz ofert publicznych, tj. inne konkurencyjne oferty publiczne, które mogą być przeprowadzane na rynku w tym samym czasie.

Wśród drugiej grupy czynników wymienić można między innymi:

- wybór takiego momentu w rozwoju spółki, w którym może ona mieć odpowiednio wysoką wartość w oczach inwestorów (tj. nie znajduje się ani w zbyt wczesnej fazie rozwoju, w której ryzyko inwestycyjne może być zbyt wysokie do zaakceptowania dla większości inwestorów, ani na etapie, gdy perspektywy dalszego rozwoju wydają się już mocno ograniczone);
- dostępność aktualnych informacji finansowych;
- gotowość spółki w obszarach kluczowych dla IPO;
- istotne dodatkowe czynniki ryzyka, jak np. nierozwiązane spory sądowe, mogące uniemożliwić skuteczne przeprowadzenie IPO.

Tradycyjnie najwięcej IPO ma miejsce w drugim i czwartym kwartale. Jest to spowodowane przede wszystkim dostępnością aktualnych sprawozdań finansowych (w drugim kwartale – z roku poprzedniego, natomiast w czwartym kwartale – z pierwszego półrocza).

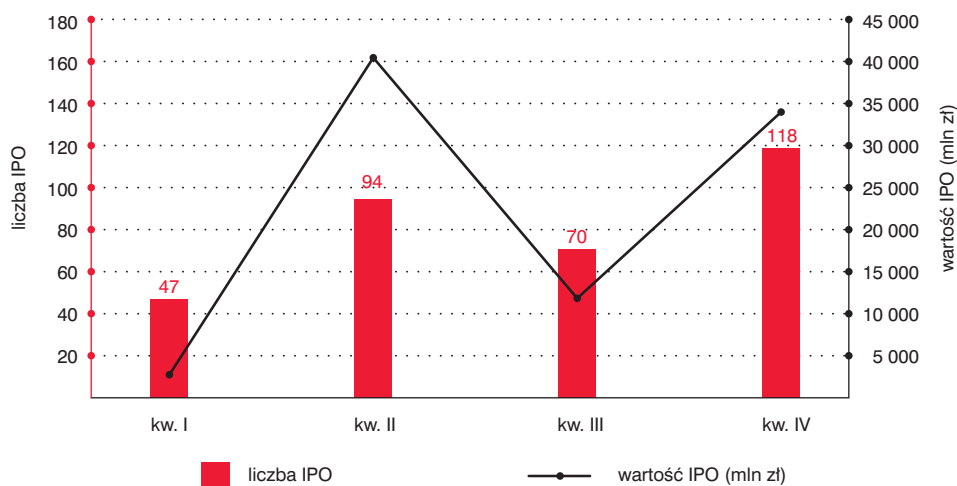
Ogółem wyznaczenie optymalnego momentu IPO wymaga elastyczności i możliwego utrzymania stanu gotowości przez pewien okres, tak aby móc odpowiednio szybko reagować na ewentualne zmiany warunków rynkowych i odpowiednio dostosować do nich harmonogram oferty.

*W przeciwieństwie do sytuacji z lat 2006-2007, kiedy to bardzo łatwo było sprzedać na rynku akcje niemal każdej spółki po bardzo wysokiej cenie, coraz większego znaczenia nabiera dobre przygotowanie oferty publicznej oraz samej spółki do debiutu na giełdzie. Inaczej może być trudno przekonać inwestorów do udziału w IPO. Przykłady bardzo dobrze przygotowanych transakcji (wciąż niestety nieliczne) dowodzą z kolei, że ofertę można z sukcesem przeprowadzić nawet w bardzo trudnych warunkach na rynku.*

**Bartosz Margol**

Zespół ds. rynków kapitałowych PwC

Skumulowana liczba i wartość IPO na rynku głównym w latach 2003-2013 w poszczególnych kwartałach



Źródło: PwC – IPO Watch Europe

# Rynek główny czy NewConnect?

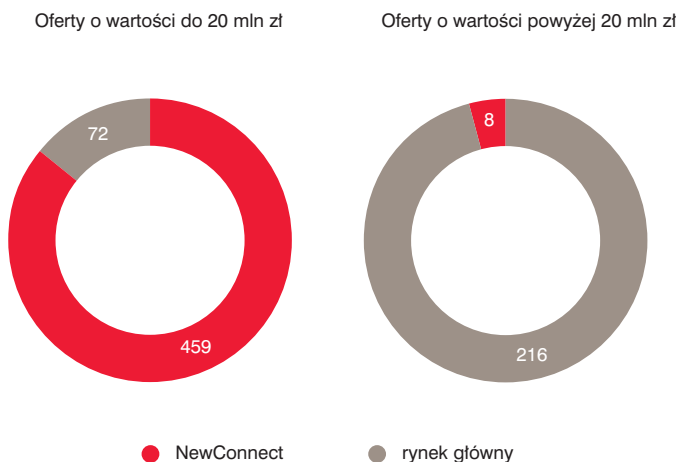
Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie prowadzi dwa giełdowe rynki akcji – rynek główny oraz NewConnect. Rynek główny jest rynkiem regulowanym, którego zasady działania są określone przez powszechnie obowiązujące prawo. Natomiast NewConnect jest alternatywnym systemem obrotu, regulowanym przepisami określonymi przez GPW. Wynikają z tego pewne istotne różnice między tymi rynkami.

Rynek główny	NewConnect
regulowany przepisami UE	regulowany przez GPW
wymóg przygotowania prospektu emisyjnego	wymóg sporządzenia dokumentu informacyjnego
niezbędny udział domu maklerskiego	niezbędny udział Autoryzowanego Doradcy
bardziej restrykcyjne warunki dopuszczenia	prostsza i szybsza procedura dopuszczenia
szersze obowiązki informacyjne	mniej rozległe obowiązki informacyjne
przeznaczony dla spółek o ugruntowanej pozycji	przeznaczony dla spółek młodych, o dużym potencjale wzrostu
szeroła baza inwestorów	węższa baza inwestorów
niższe ryzyko inwestycyjne	wyższe ryzyko inwestycyjne
przeznaczony dla spółek o większej kapitalizacji (min. 15 mln euro*)	przeznaczony dla spółek o mniejszej kapitalizacji

Źródło: PwC na podstawie [www.gpw.pl](http://www.gpw.pl), [www.newconnect.pl](http://www.newconnect.pl)

\* w przypadku spółek notowanych wcześniej na innym rynku regulowanym lub na rynku NewConnect minimalna kapitalizacja wynosi 12 mln euro

Liczba IPO\* w podziale na rynek główny i NewConnect w latach 2003-2013



Różnice między rynkami prowadzonymi przez GPW znajdują odzwierciedlenie nie tylko w wartości przeprowadzanych ofert, ale i w liczbie debiutów.

Proces przygotowania oferty na rynku alternatywnym jest znacznie prostszy i trwa krócej w porównaniu z rynkiem głównym, stąd NewConnect przyciąga zdecydowanie więcej nowych spółek. Wartość przeprowadzanych ofert rzadko przekracza jednak 10 mln zł. Z kolei na rynku głównym GPW debiutują z reguły podmioty większe, wyższa jest również wartość IPO. Warto przy tym zaznaczyć, że dla wielu spółek rynek NewConnect jest jedynie przystankiem przed planowanym w przyszłości wejściem na rynek główny.

Źródło: PwC na podstawie prospektów emisyjnych, dokumentów informacyjnych i raportów bieżących

\* wyłącznie IPO z ofertą akcji, dopuszczenia do obrotu bez oferty nie zostały uwzględnione w statystykach

# A może debiut za granicą?

*Spółki rozważające oferowanie swoich akcji inwestorom zagranicznym nie muszą wcale szukać rynku dla notowania akcji poza Polską. Praktyką w przypadku dużych IPO jest sprzedaż części akcji w ramach oferty niepublicznej, skierowanej do inwestorów zagranicznych poza Stanami Zjednoczonymi (zgodnie z tzw. „Regulacją S” wynikającą z przepisów amerykańskich) lub do inwestorów kwalifikowanych w Stanach Zjednoczonych (zgodnie z tzw. „Regulacją 144a” wynikającą z przepisów amerykańskich). Oferty typu RegS i 144a miały miejsce w przypadku większości dużych ofert polskich spółek. Wiąże się to z większymi kosztami, wpływa jednak również na prestiż oferty i spółki, jej rozpoznawalność na rynkach zagranicznych, a także na możliwość sprzedaży akcji ze względu na poszerzenie bazy inwestorów.*

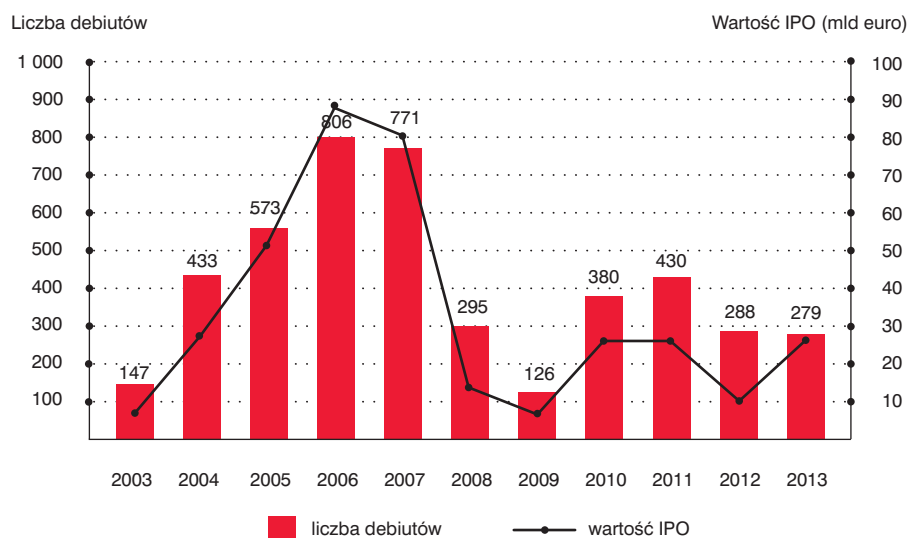
**Tomasz Konieczny**

Partner w zespole ds. rynków kapitałowych PwC

Dzięki członkostwu Polski w Unii Europejskiej polskie spółki mają ułatwiony dostęp do wszystkich rynków na jej terytorium. Prospekt emisyjny zatwierdzony w Polsce przez Komisję Nadzoru Finansowego może być wykorzystany przy debiucie na innych giełdach w krajach UE. Motywy, jakimi kierują się spółki decydujące się na IPO poza rodzimym rynkiem, mogą być różne.

Wśród najczęstszych wymienia się m.in. oczekiwanie większej płynności w obrocie akcjami spółki, możliwość uzyskania lepszej wyceny, prestiż związany z danym rynkiem, planowane przejścia innych podmiotów lub szybsze zatwierdzenie prospektu emisyjnego przez organ nadzoru. Zagraniczny debiut może być również ściśle związany z branżą, w której spółka prowadzi działalność, lub z krajem pochodzenia znaczących akcjonariuszy. Należy jednak podkreślić, że przypadki debiutów polskich spółek na rynkach zagranicznych w ostatniej dekadzie praktycznie nie występowały. Podczas gdy polskie podmioty wybierają wyłącznie GPW jako rynek debiutu, warszawska giełda stała się atrakcyjnym rynkiem dla spółek zagranicznych i przyciąga licznych emitentów spoza Polski, zwłaszcza z innych krajów Europy Środkowo-Wschodniej.

Liczba i wartość IPO na najważniejszych rynkach europejskich w latach 2003-2013



Źródło: PwC – IPO Watch Europe

Liczba i wartość (w mln euro) debiutów giełdowych w latach 2008-2013 na wybranych giełdach europejskich

	2008		2009		2010		2011		2012		2013	
	liczba	wartość	liczba	wartość	liczba	wartość	liczba	wartość	liczba	wartość	liczba	wartość
Londyn	99	8 884	25	1 660	114	10 519	101	14 104	73	5 137	103	14 409
Warszawa	91	2 502	38	1 594	112	3 810	203	2 200	105	806	54	1 134
NYSE Euronext	23	2 497	9	1 907	32	417	27	154	19	1 038	26	2 994
Luksemburg	19	285	22	1 575	36	797	20	451	7	564	7	35
Pozostałe rynki	65	1 193	32	376	86	10 743	79	9 582	84	3 725	89	7 906
<b>Razem</b>	<b>295</b>	<b>13 953</b>	<b>126</b>	<b>7 112</b>	<b>380</b>	<b>26 286</b>	<b>430</b>	<b>26 491</b>	<b>288</b>	<b>11 270</b>	<b>279</b>	<b>26 478</b>

Źródło: PwC – IPO Watch Europe



# Czy spółka z siedzibą poza Polską może zadebiutować w Warszawie?

*Rosnąca liczba zagranicznych emitentów świadczy o tym, że warszawska GPW pełni rolę centrum finansowego naszego regionu, przynajmniej w zakresie pierwszych ofert publicznych. Prowadzi to do wniosku, że w zdecydowanej większości przypadków polskie spółki nie mają potrzeby notowania akcji na innych giełdach, baza inwestorów jest bowiem wystarczająco szeroka, by zapewnić odpowiednią wycenę i płynność podmiotom o każdym profilu działalności, i to nawet tym największym.*

**Bartosz Strąkowski**

Zespół ds. rynków kapitałowych PwC

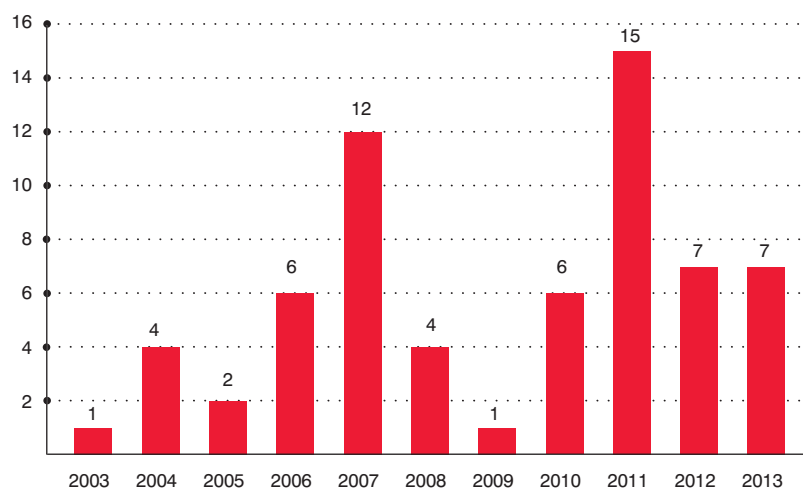
Od 2003 roku, kiedy to odnotowano pierwszy debiut spółki zagranicznej (BACA), do końca 2013 roku na warszawskiej giełdzie miało miejsce 65 IPO spółek spoza Polski, w tym 11 na rynku NewConnect.

Wśród tej grupy znajdują się zarówno spółki, dla których GPW jest pierwszym rynkiem notowań, jak również te, które są już notowane na innych (często rodzimych) giełdach (do takich podmiotów należą m.in. trzy największe spółki zagraniczne obecne na GPW – włoski UniCredit, węgierski MOL oraz czeski CEZ).

Zagraniczne spółki debiutujące na GPW reprezentują różne branże. Największa grupa reprezentuje branżę spożywczą (12 debiutów) oraz sektor nieruchomości (9 debiutów), ale IPO na warszawskiej giełdzie przeprowadzały także podmioty z innych sektorów – banki, spółki działające w branży energetycznej, finansowej czy nowych technologii. Zdecydowanie przeważają podmioty z krajów UE, choć kraj siedziby emitenta nie zawsze wskazuje jego faktyczne pochodzenie – np. w przypadku spółek działających na Ukrainie wszystkie IPO przeprowadzono z wykorzystaniem spółek celowych zarejestrowanych w krajach UE.

Co więcej, dla części z zagranicznych debiutantów głównym krajem działalności była Polska, a w innym kraju zarejestrowana była jedynie spółka celowa będąca emitentem akcji. Przyczyną takiego rozwiązania są najczęściej kwestie podatkowe.

Liczba debiutów zagranicznych spółek na GPW w latach 2003-2013



Źródło: PwC na podstawie prospektów emisyjnych, dokumentów informacyjnych i raportów bieżących

# Czy inwestorzy zainteresują się spółką z mojej branży?

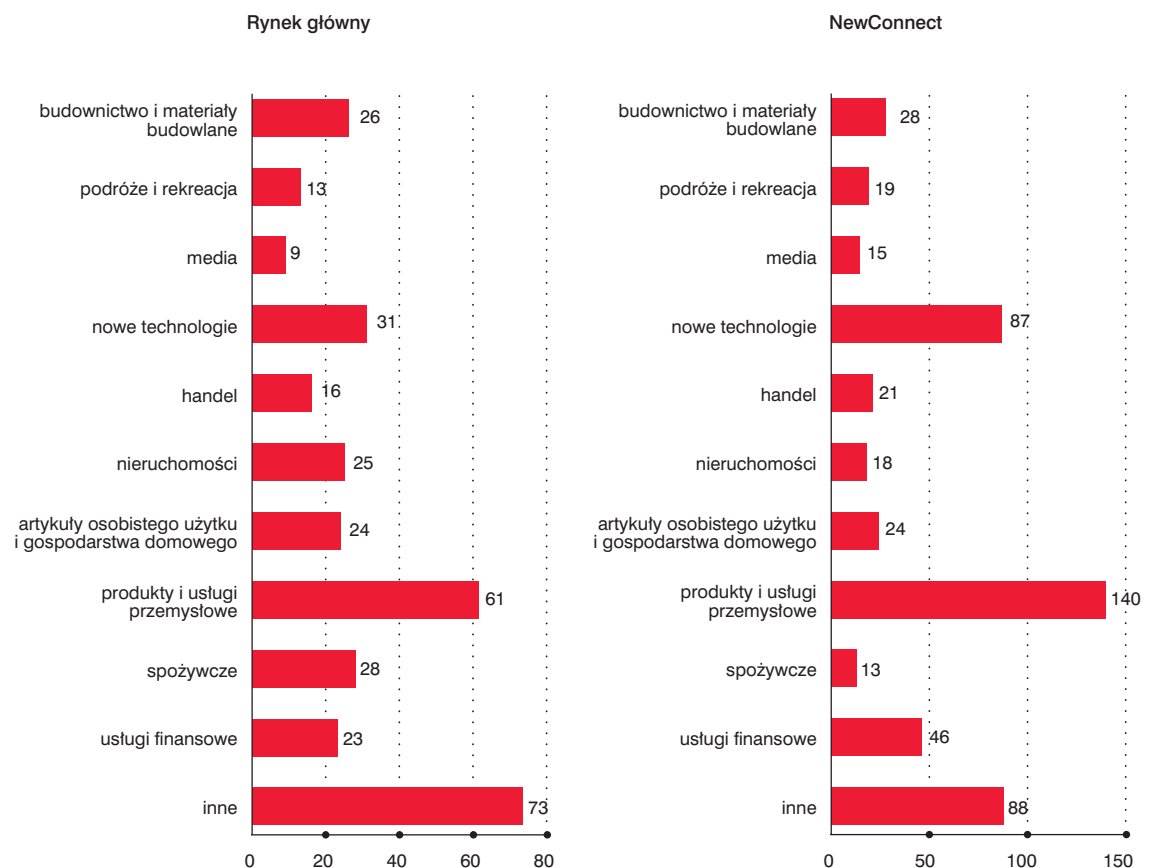
Spółki notowane na GPW reprezentują większość sektorów gospodarki. W latach 2003-2013 największą grupę nowych emitentów stanowiły spółki z sektora produktów i usług przemysłowych (łącznie 201 debiutów na rynku głównym i NewConnect). Kolejne miejsca przypadły podmiotom z sektora nowych technologii (118) oraz usług finansowych (69). Debiutanci z tych branż silnie zaznaczyli swą obecność zarówno na rynków głównym, jak i na NewConnect, zauważalne są jednak pewne różnice między oboma rynkami. Przykładowo na rynku głównym zadebiutowało relatywnie więcej spółek z branży spożywczej, z kolei na rynku alternatywnym relatywnie więcej z branży usług finansowych i nowych technologii.

*Giełda jest miejscem dla spółek z praktycznie wszystkich sektorów. Należy jednak mieć na uwadze, że zainteresowanie inwestorów poszczególnymi branżami podlega ciągłym zmianom. Doskonałym przykładem może być sektor nieruchomości. Przed wybuchem globalnego kryzysu finansowego spółki z tej samej branży cieszyły się ogromnym zainteresowaniem ze strony inwestorów, a ich akcje w pierwszych ofertach publicznych – sprzedawane po bardzo wysokiej cenie – bez najmniejszych problemów znajdowały nabywców. Natomiast w latach 2008-2009 oferowanie akcji spółek z tego sektora było skazane na niepowodzenie. Warto jednak zaznaczyć, że dobrze przygotowana oferta ma duże szanse powodzenia nawet w mało sprzyjających dla danej branży warunkach.*

**Filip Gorczyca**

Zespół ds. rynków kapitałowych PwC

Liczba IPO na rynku głównym i NewConnect według sektora – lata 2003-2013



Źródło: PwC na podstawie prospektów emisyjnych i dokumentów informacyjnych

# Czy moja spółka jest wystarczająco duża, aby zadebiutować na giełdzie? Ile środków może pozyskać z oferty?

W latach 2003-2013 wśród nowych emitentów na rynku głównym GPW przeważały podmioty małej i średniej wielkości. Jednocześnie na warszawskiej giełdzie debiutowały również podmioty bardzo duże, o wartości mierzonej w miliardach złotych, których oferty plasowały się często wśród największych w Europie. Świadczy to o elastyczności polskiego rynku i dowodzi, że na giełdzie jest miejsce dla wszystkich podmiotów, niezależnie od ich wielkości, przygotowanych do debiutu i późniejszego funkcjonowania jako spółka publiczna.

Największe krajowe IPO na rynku głównym GPW w latach 2003-2013

	wartość (mln zł)	data debiutu
PZU	8 069	12.05.2010
PKO Bank Polski	7 601	10.11.2004
PGE	5 969	06.11.2009
Jastrzębska Spółka Węglowa	5 372	06.07.2011

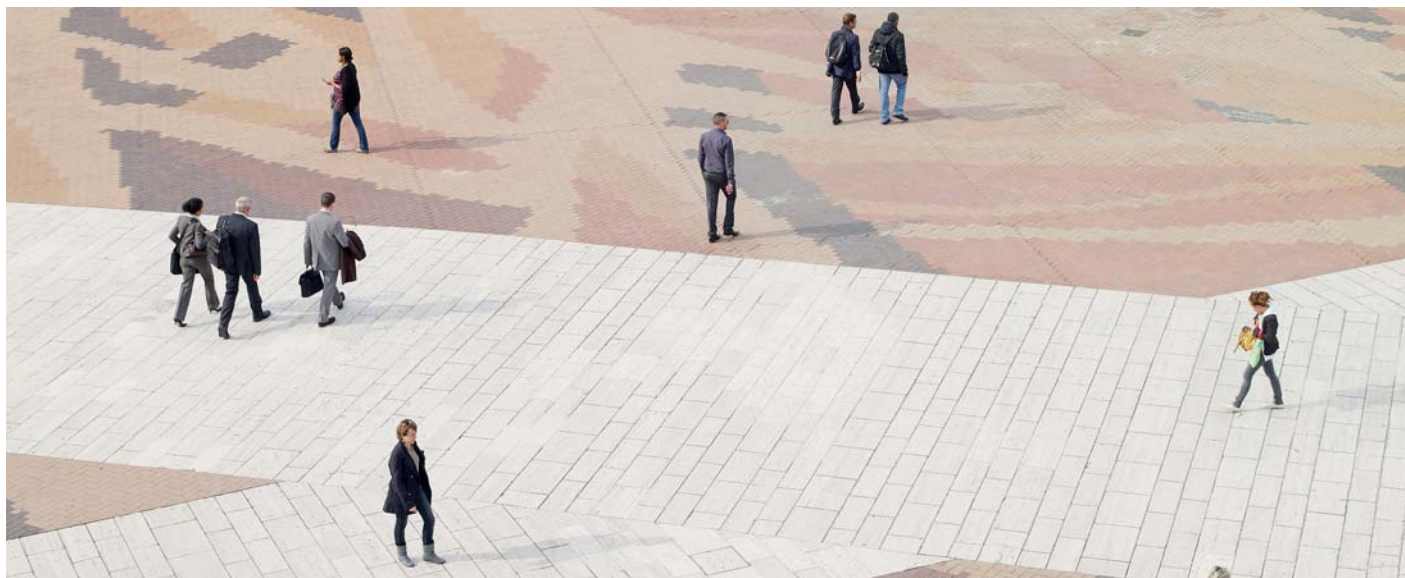
Źródło: PwC na podstawie raportów bieżących

Liczba debiutów spółek krajowych i średnia wielkość oferty (mln zł) na rynku głównym GPW w zależności od aktywów ogółem oraz przychodów w latach 2003-2013

Aktywa ogółem (mln zł)	Liczba debiutów z ofertą akcji	Średnia wielkość oferty (mln zł)	Przychody (mln zł)	Liczba debiutów z ofertą akcji	Średnia wielkość oferty (mln zł)
0-10 (w latach 2003-2007)	24	19	0-10 (w latach 2003-2007)	19	75
0-10 (w latach 2008-2013)*	6	17	0-10 (w latach 2008-2013)*	5	18
0-50	103	27	0-50	90	39
50-150	64	58	50-150	79	54
150-300	29	88	150-300	29	184
300-1000	31	273	300-1000	28	282
powyżej 1000	24	1988	powyżej 1000	25	1767
	<b>251</b>	<b>260</b>		<b>251</b>	<b>260</b>

Źródło: PwC na podstawie prospektów emisyjnych i raportów bieżących

\* dwa przedziały czasowe dla tej grupy zostały wyróżnione ze względu na uruchomienie przeznaczonych dla małych spółek rynku NewConnect w drugiej połowie 2007 roku



Ze względu na charakterystykę i przeznaczenie rynku NewConnect (w zamierzeniu przede wszystkim dla spółek w początkowej fazie działalności) zdecydowanie przeważają na nim podmioty małe i średnie. Jedynie w przypadku 22 spółek spośród 499 debiutujących do końca 2013 roku suma aktywów przekraczała 50 mln zł, a 31 podmiotów osiągnęło przychody przekraczające 50 mln zł. W 65 przypadkach inwestorzy kupowali akcje spółek, które spodziewały się pierwszych przychodów dopiero po debiucie.

Liczba debiutów spółek krajowych i średnia wielkość oferty (mln zł) na rynku NewConnect w zależności od aktywów ogółem oraz przychodów w latach 2007-2013

Aktywa ogółem (mln zł)	Liczba debiutów z ofertą akcji	Średnia wielkość oferty (mln zł)	Przychody (mln zł)	Liczba debiutów z ofertą akcji	Średnia wielkość oferty (mln zł)
0-5	271	1,9	0-5	288	2,5
5-15	98	2,6	5-15	87	2,2
15-30	50	3,9	15-30	35	3,1
30-100	32	8,7	30-100	35	8,5
powyżej 100	6	24,0	powyżej 100	12	6,8
	<b>457</b>	<b>3,0</b>		<b>457</b>	<b>3,0</b>

Źródło: PwC na podstawie prospektów emisyjnych i raportów bieżących

*Warszawska giełda oferuje możliwość pozyskania kapitału i notowania akcji spółkom dużym i małym oraz takim, które znajdują się dopiero w początkowej fazie działalności. Stąd wielkość spółki i oferty w większym stopniu wpływają na wybór rynku i sposób przeprowadzenia transakcji niż na samą możliwość debiutu. Dla podmiotów o aktywach i przychodach nieprzekraczających 10 mln zł w większości przypadków właściwym wyborem jest rynek NewConnect. Dodatkowym czynnikiem mającym wpływ na tę decyzję jest minimalny próg wymaganej kapitalizacji na rynku głównym wynoszący obecnie 15 mln euro, dlatego na rynek główny zazwyczaj wybierają się spółki zamierzające pozyskać z oferty co najmniej 20 milionów złotych.*

**Anna Wójtowicz**

Zespół ds. rynków kapitałowych PwC



# Ile może być warta moja spółka?

## Jakiej wyceny mogą się spodziewać?

Zarówno inwestorzy instytucjonalni, jak i indywidualni, podejmują decyzję inwestycyjną po analizie spółki, obejmującej często wycenę przedsiębiorstwa. Wśród najbardziej popularnych metod wyceny są metody porównawcze (mnożnikowe) wykorzystujące kursy akcji spółek porównywalnych oraz metody dochodowe. Oba podejścia mają zarówno zalety, jak i wady. Metody dochodowe uznawane są za najbardziej uniwersalne i najlepiej odzwierciedlające sytuację spółki, są jednak bardziej czasochłonne (wymagają m.in. przygotowania prognoz) oraz bardziej subiektywne w porównaniu z metodami mnożnikowymi. Z kolei użycie metod porównawczych, w których stosuje się tzw. mnożniki (zmiany przykładowych mnożników dla wybranych sektorów na GPW zostały zaprezentowane w tabeli obok), jest znacznie prostsze. Problemem może jednak okazać się znalezienie spółek o podobnym profilu, modelu biznesowym oraz potencjale wzrostu. Wyceny dokonywane z wykorzystaniem porównań rynkowych nie powinny zatem stanowić jedyne sposobu określania wartości spółki.

Zmiany wartości wskaźników C/WK oraz C/Z dla wybranych sektorów na rynku głównym GPW

	Wartość wskaźnika C/WK (P/BV)*			
	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013
Przemysł spożywczy	3,31	1,84	1,57	1,35
Banki	0,86	0,61	0,70	0,90
Handel detaliczny	3,14	2,34	3,93	5,53
Informatyka	1,08	0,68	0,74	0,87
Przemysł chemiczny	1,35	1,08	1,47	1,57
Przemysł materiałów budowlanych	1,40	0,62	0,60	0,93
Przemysł metalowy	2,23	1,04	1,09	1,12
Energetyka	1,30	1,23	0,98	0,75

	Wartość wskaźnika C/Z (P/E)**			
	31.12.2010	31.12.2011	31.12.2012	31.12.2013
Przemysł spożywczy	47,10	10,50	13,80	20,20
Banki	19,50	13,40	12,90	22,20
Handel detaliczny	32,30	19,70	58,80	39,40
Informatyka	15,50	10,20	13,70	27,60
Przemysł chemiczny	47,70	5,10	9,60	10,30
Przemysł materiałów budowlanych	37,10	33,70	94,40	49,20
Przemysł metalowy	10,10	11,20	10,80	27,20
Energetyka	10,60	7,20	6,90	8,20

Źródło: [www.gpw.pl](http://www.gpw.pl)

\* wskaźnik C/WK obliczany jest jako iloraz ceny akcji i wartości księgowej netto (suma aktywów pomniejszona o wartość zobowiązań) przypadającej na jedną akcję

\*\* wskaźnik C/Z obliczany jest jako iloraz ceny akcji i zysku na jedną akcję

*Analiza wskaźnikowa jest jedną z najpopularniejszych metod wyceny stosowanych przez analityków giełdowych; cechuje ją zarówno przejrzystość i łatwość porównania spółek w obrębie tych samych sektorów, jak również możliwość analizy samych branż. Najczęściej analizowane wskaźniki to te przedstawiające relację ceny akcji do zysku, przychodów lub wartości księgowej przypadających na jedną akcję. Spółka, której wskaźniki kształtują się poniżej mediany w danej branży, uważana jest z tej perspektywy za niedowartościowaną, a spółka o wskaźnikach wyższych niż przeciętne dla sektora – za przewartościowaną. Warto jednak pamiętać, że jeśli analiza wskaźnikowa bazuje na wartościach historycznych, a nie prognozowanych, to wnioski takie będą zazwyczaj przedwczesne. Ponadto należy zaznaczyć, że wskaźniki rynkowe są bardzo podatne na zawirowania na rynkach kapitałowych i potrafią ulegać znacznym zmianom nawet w krótkich odstępach czasu. Dlatego istotne jest, aby analizę wskaźnikową wspierała także inna, niezależna wycena – na przykład metodą dochodową. Ogółem jednak wzrost poziomu wskaźników giełdowych dla branży, do której należy spółka, ma korzystny wpływ na cenę akcji możliwą do uzyskania w ofercie publicznej.*

**Zbigniew Majtyka**

Dyrektor w zespole ds. wycen

# Ile wynosi dyskonto IPO?

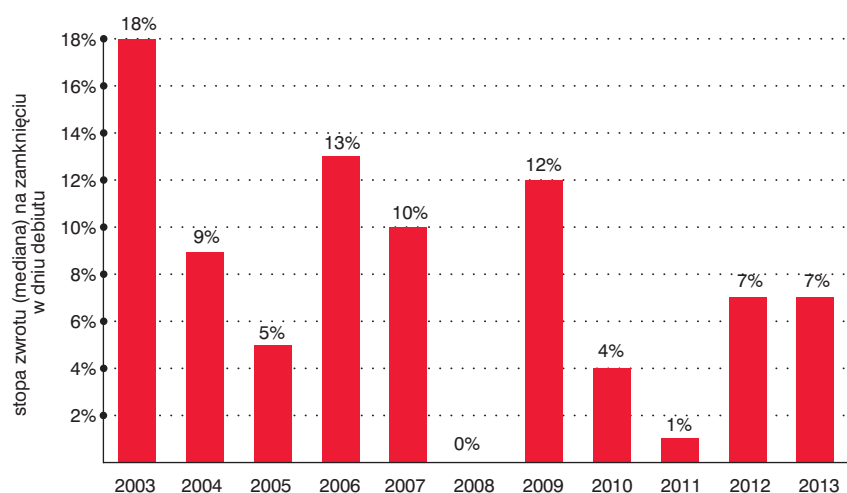
Jedną z zasad towarzyszących ofercie publicznej jest konieczność zaoferowania akcji z pewnym dyskontem w stosunku do ich spodziewanej wartości rynkowej po debiucie. Dyskonto to stanowi specyficzne wynagrodzenie dla inwestora składającego zapis na akcje debiutanta, kompensujące ryzyko związane z zakupem akcji oraz koszty wynikające np. z finansowania tego zakupu kredytem. Wprawdzie nie jest możliwe dokładne zmierzenie skali tego zjawiska, ale w pewnym stopniu obrazuje je sposób kształtowania się kursu akcji spółki po debiucie, kiedy to zazwyczaj rośnie on o kilka procent już podczas pierwszej sesji.

Czasem kursy akcji w dniu debiutu potrafią jednak ulegać znacznie większym wahaniom, przynosząc pokaźny zysk lub stratę nowym akcjonariuszom. Wahania te są charakterystyczne zwłaszcza dla ofert małych podmiotów. W przypadku IPO o wartości nieprzekraczającej 50 mln zł niezwykle zyskowne dla inwestorów oferty na rynku głównym dotyczyły m.in. spółek Inwest Consulting (481%) czy Capital Partners (395%).

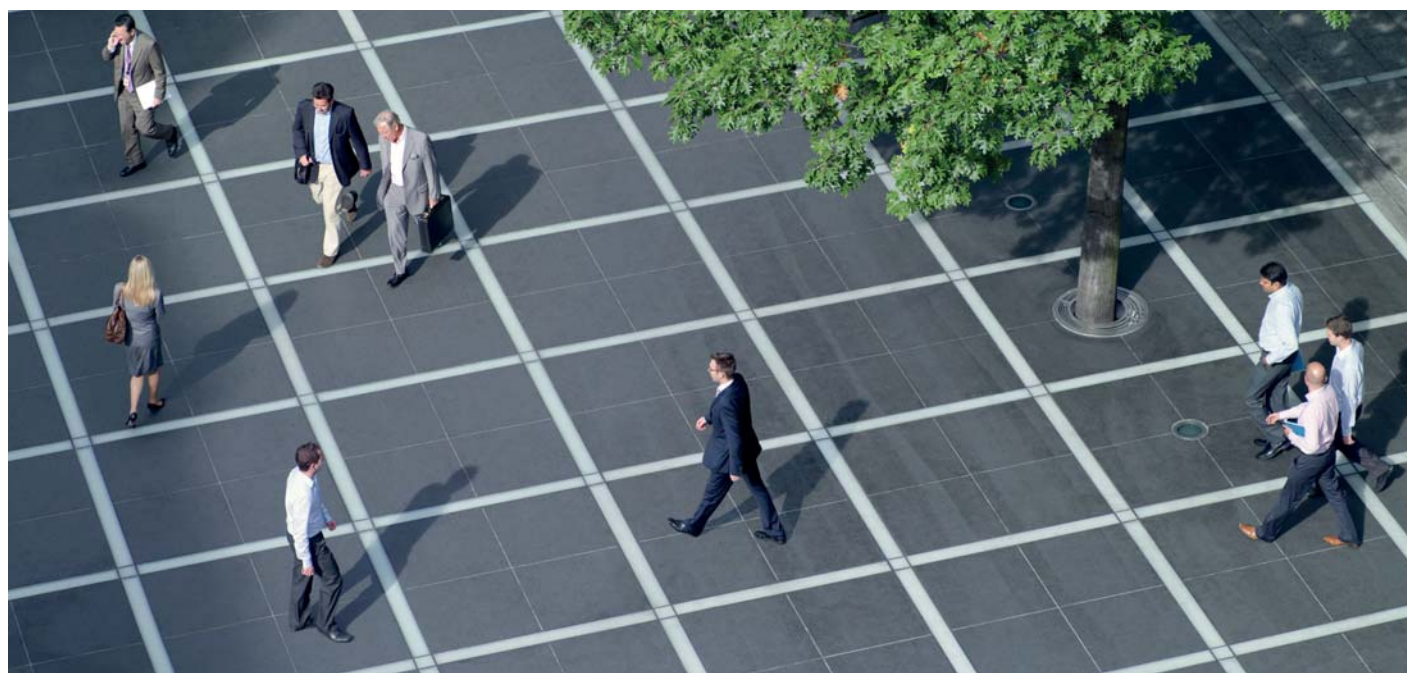
NewConnect jest rynkiem charakteryzującym się wyższym ryzykiem niż rynek główny, co znajduje odzwierciedlenie w stopie zwrotu uzyskiwanej z akcji spółek debiutujących na tym rynku. Stopy zwrotu na zamknięciu

pierwszego dnia notowań wahały się od – 91% (Atlantis Energy) aż do 3 000% (Lauren Peso Polska). W przypadku 345 debiutów (na 499) inwestorzy uzyskiwali w dniu debiutu dodatnie stopy zwrotu.

Średnia stopa zwrotu (mediana) z akcji spółek krajowych na zamknięciu w dniu debiutu na rynku głównym GPW



Źródło: PwC na podstawie [www.gpwinfostrafa.pl](http://www.gpwinfostrafa.pl), raportów bieżących i prospektów emisyjnych



# Jakie są koszty IPO?

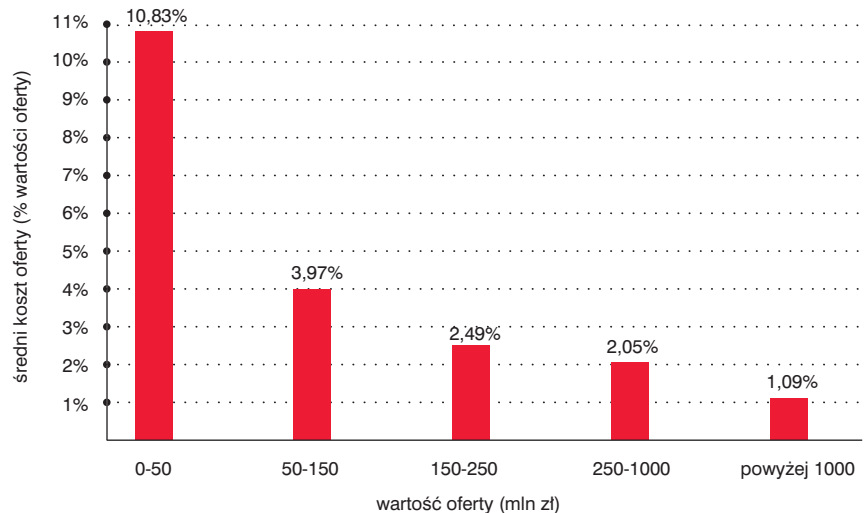
Na ogólne koszty IPO składają się przede wszystkim: wynagrodzenie podmiotu oferującego (domu maklerskiego) i doradców, koszty związane z marketingiem i promocją oferty publicznej oraz opłaty sądowe i administracyjne. Część z tych kosztów ma charakter stały, stąd ich relatywna wielkość uzależniona jest od wartości pozyskanych środków.

*Oprócz osiągnięcia niekwestionowanych korzyści, debiut giełdowy wiąże się również z istotnymi wydatkami. Tylko część z nich będzie mogła zostać zakwalifikowana do kosztów podatkowych. Podjęcie odpowiednich kroków jeszcze przed IPO polegających na właściwym ustrukturyzowaniu i zaplanowaniu całego procesu umożliwi jego przeprowadzenie w sposób podatkowo efektywny.*

**Michał Maj**

Dział doradztwa podatkowego PwC

Średni koszt oferty spółek krajowych na rynku głównym GPW w stosunku do wartości oferty w latach 2003-2013 (bez kosztów subemisji\*)



\* Subemisja (tzw. gwarantowanie emisji) polega na zobowiązaniu się subemitenta do nabycia na własny rachunek całości lub części oferowanych akcji, na które nie złożono zapisów w terminie ich przyjmowania (subemisja inwestycyjna), lub też nabyciu przez subemitenta na własny rachunek całości lub części oferowanych akcji w celu dalszego ich zbycia (subemisja usługowa). Subemisja jest rozwiązaniem stosowanym na polskim rynku praktycznie wyłącznie przy największych ofertach i jeśli występuje, to przyjmuje formę subemisji inwestycyjnej. Jej koszty są bardzo zróżnicowane i uzależnione od szeregu czynników, w tym przede wszystkim wielkości danego IPO. Zazwyczaj nie przekraczają jednak 3-4% wartości oferty.

Źródło: PwC na podstawie prospektów emisyjnych i raportów bieżących

Koszty wejścia na giełdę stanowią dla wielu, zwłaszcza małych spółek, jeden z najistotniejszych czynników zniechęcających do przeprowadzenia oferty publicznej.

Przedstawione dane potwierdzają, że decydujący wpływ na względny koszt IPO ma wartość oferty. W przypadku najmniejszych IPO na rynku głównym, o wartości poniżej 50 mln zł, udział kosztów wynosił średnio 10,83%. Natomiast koszty ofert o wartości powyżej 1 mld zł osiągały średnio zaledwie 1,09% kwoty pozyskanych środków. Spółką, której koszt IPO był najniższy w relacji do wielkości oferty, była Jastrzębska Spółka Węglowa (zaledwie 0,26%). Niskie względne koszty IPO nie są jednak zarezerwowane tylko dla dużych spółek – na rynku NewConnect potrafią się one wahać w relatywnie dużych przedziałach, ale w niektórych przypadkach nie przekraczają równowartości 1% oferowanego kapitału.

Na rynku głównym, w wartościach bezwzględnych, najmniej – 0,1 mln zł – kosztowała oferta PC Guard, natomiast najwięcej oferta PZU (50 mln zł), która była jednocześnie największym IPO w historii polskiej giełdy.

Koszty debiutu w ujęciu bezwzględnym na rynku NewConnect są znacznie niższe w porównaniu do rynku głównego. Spośród spółek, które opublikowały informacje na temat kosztów związanych z debiutem na rynku alternatywnym (przede wszystkim wynagrodzenie Autoryzowanego Doradcy, koszty promocji, opłaty administracyjne), jedynie w sześciu przypadkach przekroczyły one 1 mln zł, a w zdecydowanej większości koszty nie przekroczyły 0,5 mln zł.

Warto jednak podkreślić, że na łączne koszty wpływ ma wiele różnych czynników, w związku z czym ich poziom potrafi być bardzo różny dla ofert o podobnej wielkości.





---

## *II. IPO – wejście na giełdę i funkcjonowanie jako spółka publiczna*

*Na kolejnych stronach znajdą Państwo odpowiedzi na najważniejsze pytania dotyczące poszczególnych etapów procesu wejścia na giełdę i funkcjonowania jako spółka publiczna w odniesieniu do debiutu na rynku regulowanym (rynek główny warszawskiej GPW).*

*Ze względu na znaczące różnice i mniejsze wymogi związane z procesem wejścia na NewConnect rynkowi alternatywnemu poświęciliśmy oddzielny rozdział niniejszej publikacji – Jak wygląda debiut na NewConnect?*

*W związku z dynamicznym rozwojem rynku obligacji przedsiębiorstw na przestrzeni ostatnich lat ostatni rozdział poświęciliśmy emisji tego typu instrumentów, które mogą być doskonałym uzupełnieniem pozyskania finansowania w drodze emisji akcji.*

# Czy jesteśmy gotowi do debiutu na giełdzie?

Z uwagi na złożoność procesu IPO oraz liczbę potencjalnych problemów, dobrą praktyką jest sporządzenie na samym początku przygotowań szczegółowego planu działań niezbędnych do tego, aby całe przedsięwzięcie zakończyło się sukcesem. Działania te powinny wynikać z przeglądu różnych obszarów działalności przedsiębiorstwa w celu określenia wszystkich zagadnień wymagających podjęcia kroków dostosowawczych oraz odpowiedniego zaplanowania tych działań w czasie (przykładowy zakres takiego planu został przedstawiony na stronie 47 niniejszej publikacji).

**Tomasz Konieczny**

Partner w zespole ds. rynków kapitałowych PwC

## Obszary kluczowe dla powodzenia oferty publicznej

Dobrze przemyślane cele IPO oraz jego plan i harmonogram, przygotowane na jak najwcześniejszym etapie procesu wejścia na giełdę, są niezbędne dla pomyślnego i sprawnego przeprowadzenia oferty publicznej. Rozwiązanie ewentualnych problemów na odpowiednio wczesnym etapie pozwala zaoszczędzić czas oraz ograniczyć koszty całego procesu. Najważniejsze obszary, decydujące o pomyślnym przeprowadzeniu pierwszej oferty publicznej zostały przedstawione powyżej.

### Co może się nie powieść?

Dla powodzenia pierwszej oferty publicznej niezwykle ważne jest, by możliwie szybko przewidzieć potencjalne zagrożenia i problemy, tak aby móc przeciwdziałać im z odpowiednim wyprzedzeniem.

#### Atrakcyjny przekaz dla inwestorów („equity story”)

Umiejętnie zaprezentowany, jednoznacznie wskazujący na obszary, w których spółka się wyróżnia. Powinien wyjaśniać cele, jakim ma służyć oferta oraz to, czy spółka jest nastawiona na szybki rozwój, czy na wysokie zyski.

#### Doświadczony zarząd

Jakość zespołu zarządzającego jest jednym z najważniejszych kryteriów oceny atrakcyjności danej spółki przez inwestorów. Należy w optymalny sposób zaprezentować rynkowi kompetencje i doświadczenie zarządu.

#### Historia finansowa

Należy rozważyć wszelkie kwestie związane z rodzajem stosowanych zasad rachunkowości oraz historią finansową wprowadzanego na giełdę biznesu w ostatnich latach, w tym ewentualne implikacje występowania złożonej historii finansowej.

#### Systemy raportowania finansowego

Inwestorzy i organ nadzoru wymagają wysokiej jakości i szerokiego zakresu raportowania. Zarówno informacje finansowe, jak i niefinansowe, muszą być dokładne, wiarygodne i aktualne.

#### Dobre praktyki

Przestrzeganie dobrych praktyk utożsamiane jest przez inwestorów z wysoką wiarygodnością. Powinno stosować się dobre praktyki co najmniej w takim zakresie, w jakim robią to inne spółki z tej samej branży.

W przeciwnym wypadku mogą one doprowadzić do rozciągnięcia procesu w czasie lub nawet uniemożliwić sprzedaż akcji inwestorom po odpowiedniej cenie czy wejście na giełdę.

Poniżej zaprezentowano niektóre obszary ewentualnych zagrożeń:

- nagłe osłabienie koniunktury na giełdzie;
- mało przekonująca *equity story* np. skutek braku spójnej wizji marketingowej oferty lub nieumiejętnego zaprezentowania strategii;
- mało obiecujące perspektywy finansowe w oczach inwestorów;
- rozbieżności co do poglądu na wycenę spółki między właścicielami a domem maklerskim lub potencjalnymi inwestorami;
- niewystarczające doświadczenie zarządu w oczach inwestorów;
- niedostępność odpowiednich zbadanych historycznych informacji finansowych;

- złożona historia finansowa – brak odpowiednich dodatkowych informacji finansowych;
- niewyeliminowanie lub nieograniczenie ryzyk prawnych w działalności emitenta (np. istotne spory sądowe, potencjalne roszczenia, wadliwe tytuły prawne do aktywów, spory z akcjonariuszami mniejszościowymi lub pracownikami);
- struktura grupy kapitałowej – prawna i podatkowa;
- problemy w zakresie ładu korporacyjnego;
- znaczące lub nietransparentne transakcje z podmiotami powiązаныmi;
- niewystarczający kapitał obrotowy;
- nieodpowiednie lub nieefektywne systemy raportowania i kontroli (finansowe i niefinansowe);
- brak zmiany w kulturze organizacyjnej;
- niewłaściwi lub niedoświadczeni doradcy;
- złe zarządzanie projektem.

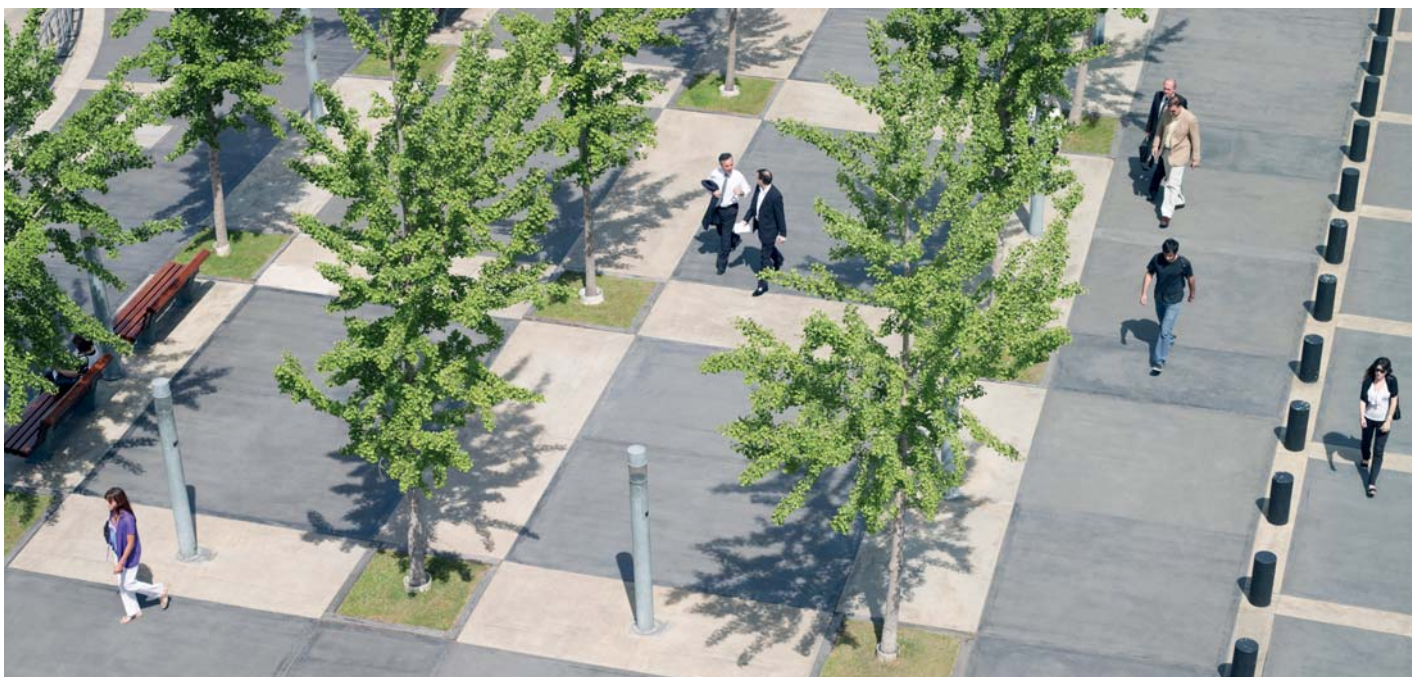
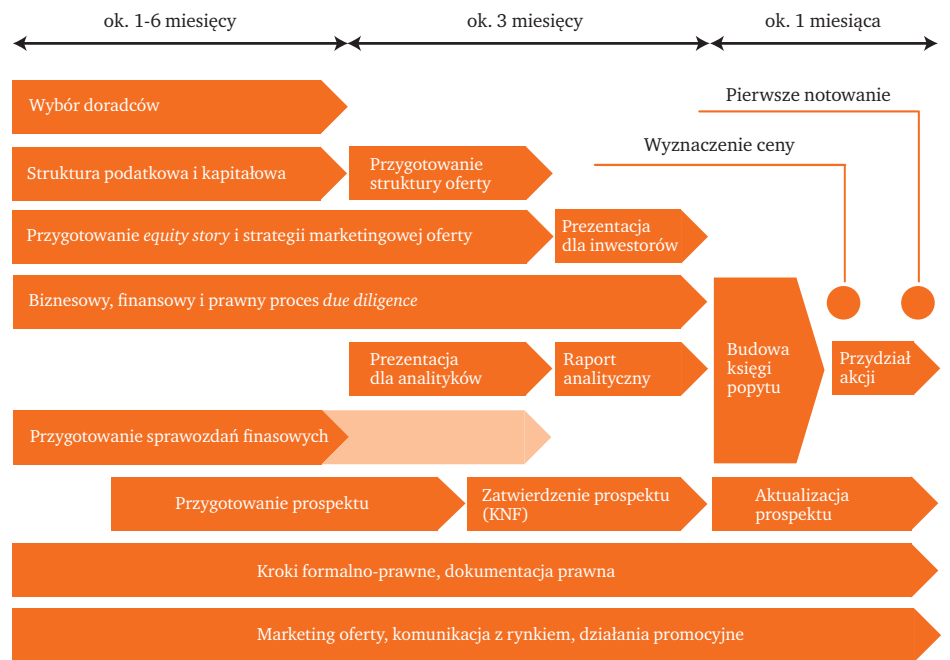
# Ile czasu trwa proces IPO?

IPO to proces niezwykle skomplikowany i wywierający istotny wpływ na wszystkie obszary działalności spółki, sposób jej funkcjonowania, zarządzania i komunikacji z otoczeniem. Zwykle od momentu podjęcia decyzji o rozpoczęciu procesu IPO do dnia pierwszego notowania akcji na rynku regulowanym mija nie mniej niż 6-9 miesięcy. Nie jest to jednak ścisła reguła - harmonogram procesu IPO jest kwestią indywidualną dla każdej spółki oraz oferty i zależy m.in. od struktury prawnej i biznesowej, dostępności danych finansowych, czy też czasu potrzebnego na rozwiązanie ewentualnych problemów. Niezwykle ważne jest też zaangażowanie odpowiednich zasobów po stronie spółki oraz dobór zdeterminowanego i doświadczonego zespołu doradców.

**Bartosz Margol**

Zespół ds. rynków kapitałowych PwC

## Przykładowy harmonogram procesu IPO



# Jak wyglądają pierwsze kroki formalno-prawne oraz proces due diligence?

Zanim rozpoczną się prace związane z samą ofertą publiczną, niezbędne jest podjęcie szeregu decyzji i działań o charakterze formalno-prawnym, umożliwiających organizację i kontynuację procesu IPO. Pierwsze kroki, które muszą podjąć właściciele i zarząd spółki zostały zaprezentowane obok.

Zakres niezbędnych zmian i stopień ich skomplikowania może się bardzo różnić w zależności od specyfiki działalności, historii i struktury danej spółki. Stąd też już na tym wstępnym etapie niezbędna jest pomoc doradców wyspecjalizowanych w prawnych aspektach ofert publicznych.

Jednym z najważniejszych obszarów każdego procesu IPO jest tzw. proces *due diligence*. Jego celem jest wyodrębnienie ryzyk związanych z emitentem i jego działalnością oraz działań niezbędnych do ich eliminacji, a także przygotowanie prospektu emisyjnego. Proces ten obejmuje obszary biznesowe, finansowe oraz prawne. Najważniejsze elementy każdego z tych trzech obszarów zostały zaprezentowane obok.

*Jeżeli ryzyka związane z działalnością emitenta, z otoczeniem, w którym działa, lub z samą ofertą publiczną nie zostaną wykryte, wyeliminowane lub odpowiednio opisane w prospekcie emisyjnym, to może mieć to negatywny wpływ zarówno na przebieg postępowania przed KNF, na proces sprzedaży akcji, jak i na odpowiedzialność emitenta względem inwestorów. Doświadczony doradca potrafi zidentyfikować takie ryzyka oraz zaproponować sposób ich mitygacji, odpowiedni do ich istotności.*

**Mateusz Ordyk**

Radca prawny, PwC Legal

**Przekształcenie w spółkę akcyjną** – emitenci, których akcje notowane są na warszawskiej giełdzie, muszą mieć status spółki akcyjnej; w przypadku innej formy własności niezbędne jest przekształcenie

**Decyzja właścicieli o debiucie giełdowym** – uchwała walnego zgromadzenia, na mocy której zapada decyzja o wejściu na giełdę, także uchwała emisyjna

**Zmiany niektórych aktów korporacyjnych** – debiut giełdowy wymaga zmian w statucie i innych dokumentach regulujących funkcjonowanie spółki, bądź ich wprowadzenia (regulamin walnego zgromadzenia, rady nadzorczej, zarządu), podjęcie decyzji o stosowaniu dobrych praktyk w spółkach publicznych

**Inne decyzje specyficzne dla spółki lub oferty** – takie jak reorganizacja grupy kapitałowej (np. utworzenie holdingu, optymalizacja podatkowa struktury), eliminacja ryzyk prawnych wykrytych w toku *due diligence*, zmiana sposobu wynagradzania kadry zarządzającej

## Due diligence – wybrane obszary

### Biznesowe

- Uwarunkowania makroekonomiczne, regulacyjne, techniczne związane z danym obszarem działalności
- Przegląd spójności systemów informacji zarządczej i raportowania
- Analiza planów inwestycyjnych
- Przegląd i analiza oferowanych produktów i usług

### Prawne

- Wykrycie, eliminacja, bądź mitygacja ryzyk
- Struktura organizacyjna i kapitałowa
- Spory prawne, potencjalne roszczenia
- Istotne umowy i istotne aktywa, weryfikacja tytułu prawnego do aktywów
- Kwestie podatkowe
- *Corporate governance*
- Polityka dywidendy
- Transakcje z podmiotami powiązаныmi

### Finansowe

- Model finansowy
- Realizacja planów z przeszłości
- Analiza zyskowności usług/produktów
- Analiza sprawozdań finansowych – *benchmarking* finansowy i operacyjny
- Bieżąca sytuacja i perspektywy
- Analiza kapitału obrotowego

# Jak zbudować zespół doradców?

Wejście na rynek publiczny jest momentem przełomowym dla spółki i zazwyczaj stanowi początek zupełnie nowego etapu jej rozwoju. Z tego względu, a także z uwagi na kwotę pozyskiwanych środków z oferty i różnego rodzaju ryzyka towarzyszące każdej transakcji IPO, rola zewnętrznych doradców posiadających odpowiednie kompetencje i doświadczenie jest nieoceniona.

**Jacek Socha**  
Wiceprezes PwC

Przygotowanie spółki do upublicznienia, sporządzenie prospektu emisyjnego i uzyskanie jego zatwierdzenia przez organ nadzoru, a także przeprowadzenie samej oferty wymagają współpracy z zespołem doświadczonych specjalistów. Najlepiej rozpocząć ją jak najwcześniej, jeszcze na etapie rozważań o debiucie giełdowym. Pozwoli to uniknąć problemów, które mogłyby spowodować wydłużenie całego procesu oraz zwiększenie kosztów przeprowadzenia oferty. Budowa dobrego zespołu doradców, którzy będą wspierać spółkę w przygotowaniu i przeprowadzeniu pierwszej oferty publicznej, to jeden z kluczowych czynników wpływających na ostateczny sukces oferty.

Zgodnie z obowiązującymi regulacjami prawnymi w procesie IPO niezbędny jest udział domu maklerskiego oraz biegłego rewidenta. Dobór pozostałych doradców zależy od potrzeb spółki, specyfiki i skomplikowania danej transakcji, ale także i innych czynników. Podmiotami, z których wsparcia spółki na ogół korzystają podczas pierwszej oferty publicznej, są: doradca prawny, doradca finansowy oraz doradca ds. *public relations*. W zależności od specyfiki transakcji emitenci mogą także zatrudnić doradcę strategicznego, podatkowego i innych specjalistów.

## Dom maklerski

- Wymagany przez Ustawę o ofercie publicznej
- Finansowy i biznesowy *due diligence*
- Przygotowanie oferty
- Sporządzenie części ofertowych prospektu emisyjnego
- Przygotowanie raportu analitycznego i wycena akcji (na potrzeby inwestorów)
- Sprzedaż akcji inwestorom, rozliczenie transakcji sprzedaży
- Może pełnić rolę subemitenta

## Biegły rewident

- Opinia z badania sprawozdania finansowego
- Raport z przeglądu informacji śródrocznych
- Raport poświadczający dotyczący informacji finansowych pro forma
- Raport poświadczający dotyczący prognoz wyników/wyników szacunkowych
- Raporty prywatne dla emitenta/podmiotu oferującego (listy poświadczające, tzw. *comfort letters*; raport nt. oświadczenia o kapitale obrotowym)
- Wsparcie w przygotowaniu prospektu emisyjnego
- Wsparcie w postępowaniu przed KNF

## Spółka (Emitent)

### Doradca prawny

- Przeprowadzenie reorganizacji pre-IPO (utworzenie holdingu, innej struktury optymalnej podatkowo lub organizacyjnie)
- Prawny *due diligence*
- Przygotowanie dokumentów korporacyjnych (statutu, regulaminów RN, Z, WZ) z uwzględnieniem potrzeb oraz dobrych praktyk w spółkach publicznych
- Przygotowanie części prawnych prospektu emisyjnego
- Doradztwo w postępowaniu przed KNF, GPW, KDPW
- Doradztwo przy podejmowaniu uchwał emisyjnych, przy podwyższeniu kapitału zakładowego i w procesie emisji akcji
- Pozostałe wsparcie prawne: m.in. negocjowanie umów z innymi doradcami (dom maklerski, PR/IR), przygotowanie *publicity guidelines*, doradztwo w zakresie wypełniania obowiązków informacyjnych

### Doradca finansowy

- Koordynacja i zarządzanie procesem i harmonogramem IPO
- Pomoc w opracowaniu strategii rozwoju i *equity story*
- Wycena spółki na potrzeby zarządu
- Wsparcie w opracowaniu struktury i wielkości oferty
- Wsparcie w przygotowaniu prospektu emisyjnego i informacji finansowych
- Pomoc w usprawnieniu procedur raportowania finansowego
- Wsparcie w zakresie dostosowania do wymogów ładu korporacyjnego i raportowania spółek publicznych

### Doradca ds. public relations/relacji inwestorskich

- Przygotowanie planu komunikacji spółki z rynkiem w związku z IPO i wsparcie w jego wdrażaniu
- Pomoc w kształtowaniu wizerunku spółki w oczach inwestorów i analityków
- Wsparcie w kontaktach spółki z mediami
- Usprawnianie przepływu informacji pomiędzy spółką a rynkiem
- Stała współpraca ze spółką i innymi doradcami w zakresie marketingu i PR IPO
- Wsparcie we wdrożeniu standardów komunikacyjnych spółek publicznych

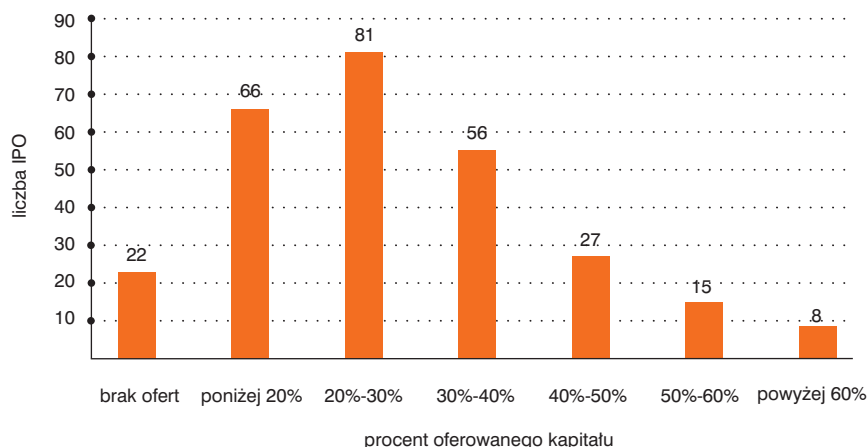
# Jaką część kapitału zaoferować inwestorom?

Analiza debiutów na GPW w latach 2003-2013 wyraźnie pokazuje, iż upublicznienie przez giełdę rzadko wiąże się z zaoferowaniem ponad 50% akcji spółki nowym inwestorom. W przeciągu dekady, tylko 20 z 275 spółek krajowych debiutujących na głównym parkiecie zaoferowało więcej niż połowę swojego kapitału.

**Anna Wójtowicz**

Zespół ds. rynków kapitałowych PwC

Liczba IPO spółek krajowych na rynku głównym GPW w zależności od procentu zaoferowanego kapitału (w latach 2003-2013)



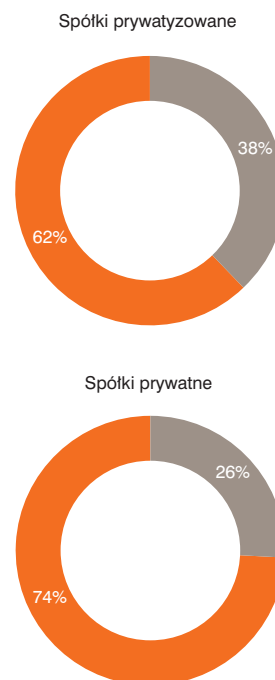
Źródło: PwC na podstawie prospektów emisyjnych i raportów bieżących

Wejście na giełdę wiąże się z dopuszczeniem do akcjonariatu spółki innych inwestorów, zarówno instytucjonalnych (np. funduszy inwestycyjnych i emerytalnych), jak i indywidualnych. Dla określenia ostatecznej ceny, po której będą oferowane akcje, decydujące znaczenie mają ci pierwsi, gdyż to oni niemal zawsze nabywają zdecydowaną większość akcji. Dlatego zazwyczaj pierwsza oferta publiczna jest poprzedzona analizą popytu w celu ustalenia optymalnej ceny akcji (tzw. *bookbuilding*) wyłącznie wśród inwestorów instytucjonalnych. Transza kierowana do inwestorów indywidualnych nie przekracza na ogół 20% wszystkich oferowanych akcji. Inwestorzy indywidualni stanowią jednak również istotny element w transakcji IPO, m.in. dlatego, iż to oni zapewniają stały wtórny obrót akcjami spółki na giełdzie już od pierwszych minut ich notowań po debiucie.

Ogółem w latach 2003-2013 wśród krajowych IPO spółek prywatnych na rynku głównym GPW przeciętny udział oferowanego kapitału wyniósł 26%, podczas gdy dla podmiotów prywatyzowanych udział ten był wyższy i wyniósł 38%. Najwięcej spółek upubliczniło na giełdzie pakiety od 20% do 30% swoich akcji (81 podmiotów) oraz do 20% akcji (66 podmiotów). W przypadku 22 spółek miało miejsce jedynie dopuszczenie akcji do obrotu (bez przeprowadzenia oferty publicznej).

Warto pamiętać, że aby wprowadzić akcje przedsiębiorstwa do obrotu, konieczne jest posiadanie odpowiednio rozproszonego akcjonariatu. Zgodnie z regulaminem GPW w Warszawie 15% akcji spółki musi być w posiadaniu akcjonariuszy, z których każdy jest uprawniony do wykonania mniej niż 5% głosów na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy oraz przynajmniej 100 000 akcji o wartości przekraczającej 4 mln złotych (w szczególnych przypadkach Zarząd Giełdy może odstąpić od stosowania tych wymogów).

Przeciętny udział oferowanego kapitału dla krajowych IPO z ofertą akcji (w latach 2003-2013)



- Udział nowych akcjonariuszy w kapitale spółki po ofercie
- Udział dotychczasowych akcjonariuszy w kapitale spółki po ofercie

Źródło: PwC na podstawie prospektów emisyjnych i raportów bieżących

# Jak przygotować prospekt emisyjny?

Przygotowanie prospektu emisyjnego i jego zatwierdzenie przez Komisję Nadzoru Finansowego (KNF) jest warunkiem niezbędnym do rozpoczęcia oferty publicznej. Sam prospekt jest natomiast dla inwestorów podstawowym źródłem informacji o spółce, jej działalności, wynikach finansowych oraz o warunkach oferty i towarzyszących jej ryzykach. Zatwierdzony przez KNF prospekt emisyjny może być wykorzystany do przeprowadzenia oferty publicznej w dowolnym kraju UE bez konieczności odrębnego zatwierdzenia tamże.

Zawartość prospektu emisyjnego i zasady jego sporządzania są szczegółowo określone przez regulacje UE, w szczególności przez tzw. Rozporządzenie o Prospekcie (809/2004)\*. Zgodnie z obowiązującymi zasadami prospekt emisyjny można przygotować w formie jednego dokumentu (tzw. prospekt jednoczęściowy) albo w formie trzech odrębnych dokumentów (dokument podsumowujący, dokument rejestracyjny i dokument ofertowy), z których każdy podlega zatwierdzeniu przez KNF. W obu przypadkach wymagana jest ta sama zawartość informacyjna. W praktyce najczęściej stosowany jest prospekt jednoczęściowy, a prospekt trzyczęściowy stosuje się w przypadkach szczególnych, np. gdy emitent zamierza uzyskać zatwierdzenie zasadniczej części prospektu (dokument rejestracyjny), a warunki szczegółowe oferty zostaną określone później w zależności od uwarunkowań rynkowych.

Termin ważności prospektu emisyjnego wynosi 12 miesięcy od dnia jego publikacji. Jeśli w trakcie tego okresu mają miejsce wydarzenia, które zmieniają, uaktualniają lub modyfikują treść prospektu, niezbędne jest przygotowanie i opublikowanie odpowiedniego aneksu aktualizującego jego treść. Podobnie jak sam prospekt emisyjny, zatwierdzeniu przez KNF podlegają również aneksy.

\* ROZPORZĄDZENIE KOMISJI (WE) nr 809/2004 z dnia 29 kwietnia 2004 r. wdrażające Dyrektywę 2003/71/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie informacji zawartych w prospektach emisyjnych oraz formy, włączenia przez odniesienie i publikacji takich prospektów emisyjnych oraz rozpowszechniania reklam

*Sporządzenie i zatwierdzenie prospektu emisyjnego trwa zwykle kilkanaście tygodni, ale w niektórych przypadkach proces ten może okazać się jeszcze dłuższy. Kluczowa dla efektywności prac jest sprawna współpraca pomiędzy doradcami i spółką, a także jak najszybsze określenie zakresu informacji, które należy zamieścić w prospekcie emisyjnym (np. dodatkowe informacje finansowe w przypadku tzw. „złożonej historii finansowej”, dodatkowe raporty ekspertów wymagane przez regulacje). W sytuacji, gdy konieczność zamieszczenia dodatkowych informacji dostrzeżona zostaje dopiero na etapie zatwierdzania prospektu, czas niezbędny do uzupełnienia brakujących danych może spowodować opóźnienie transakcji.*

**Bartosz Margol**

Zespół ds. rynków kapitałowych PwC

## Prospekt emisyjny

### Dokument rejestracyjny

Zawiera zasadnicze informacje o emitencie m.in. o osobach zarządzających, rynkach, na których działa, informacje o posiadanych zasobach, opis czynników ryzyka związanych z emitentem i ofertą, a także opis sytuacji i wyników finansowych oraz historyczne informacje finansowe.

### Dokument ofertowy

Zawiera informacje o przeprowadzanej ofercie publicznej w tym m.in. informacje o papierach wartościowych dopuszczalnych do obrotu, warunkach oferty, jej kosztach, a także dane o właścicielach sprzedających papiery wartościowe w ofercie publicznej.

### Dokument podsumowujący

Streszczenie (maksymalnie 15 stron lub 7% objętości prospektu) najważniejszych informacji przedstawionych w dokumencie rejestracyjnym i ofertowym.

*Prospekt emisyjny jest zasadniczym źródłem informacji o akcjach umożliwiającym inwestorom podjęcie świadomej decyzji inwestycyjnej. Z tego względu zakres informacji ujawnionych w prospekcie jest stosunkowo szeroki i obejmuje, poza informacjami dotyczącymi emitenta, także szczegółowe informacje dotyczące akcjonariuszy i członków jego organów (np. akcje posiadane w innych podmiotach). Nieujawienie istotnych informacji wymaganych przepisami prawa może mieć wpływ na odpowiedzialność emitenta względem inwestorów nabywających akcje. Powyższe oznacza, że szeroki zakres ujawnień, w tym w odniesieniu do opisu ryzyk związanych z inwestowaniem w akcje, ma na celu zarówno ochronę inwestorów przed ryzykiem inwestycyjnym, jak również może zabezpieczać emitenta przed potencjalnymi roszczeniami inwestora z tytułu nabycia akcji.*

**Mateusz Ordyk**

Radca prawny, PwC Legal

# Jakie informacje finansowe należy zamieścić w prospekcie emisyjnym?

## Historyczne informacje finansowe

Sprawozdania finansowe za 3 lata obrotowe wraz z opiniami biegłego rewidenta (w przypadku MSP\* – za dwa lata). Ostatnie zbadane roczne sprawozdanie finansowe zamieszczone w prospekcie nie może być starsze niż sprzed 15 miesięcy (zamieszczenie zbadanego śródrocznego sprawozdania finansowego za co najmniej 6 miesięcy wydłuża ten okres do 18 miesięcy)

Sprawozdania finansowe za co najmniej 2 ostatnie prezentowane okresy sprawozdawcze powinny być przygotowane zgodnie z formą, jaka zostanie przyjęta w kolejnym opublikowanym rocznym sprawozdaniu finansowym emitenta (MSSF w przypadku skonsolidowanych sprawozdań finansowych)

Nie jest wymagane zamieszczenie sprawozdania jednostkowego, jeśli zamieszcza się sprawozdanie skonsolidowane

Może nastąpić konieczność zamieszczenia dodatkowych sprawozdań finansowych w przypadku złożonej historii finansowej

## Śródroczne informacje finansowe

Emitent jest zobowiązany zamieścić je w prospekcie (za okres co najmniej 6 pierwszych miesięcy danego roku obrotowego), jeżeli od daty bilansowej ostatniego zbadanego rocznego sprawozdania finansowego do daty prospektu upłynęło 9 miesięcy, przy czym ze względu na oczekiwania inwestorów okres ten jest w praktyce krótszy. Nie podlegają one obowiązkowi badania ani przeglądu (choć w praktyce przegląd jest zazwyczaj przeprowadzany) i mogą mieć formę skróconą. W przypadku MSP nie ma obowiązku zamieszczania śródrocznych informacji finansowych

Jeżeli od daty ostatniego zbadanego rocznego sprawozdania finansowego emitent opublikował śródroczne informacje finansowe, informacje takie powinny zostać zamieszczone w prospekcie

## Prognozy wyników lub wyniki szacunkowe

Oparte na założeniach opracowanych przez spółkę (w podziale na czynniki podlegające kontroli i niepodlegające kontroli)

Jeżeli zostały podane do publicznej wiadomości, powinny być zamieszczone w prospekcie

Jeśli emitent zdecyduje się na ich zamieszczenie w prospekcie emisyjnym, są przedmiotem raportu biegłego rewidenta

## Informacje finansowe pro forma

Wymagane w przypadku znaczącej zmiany sytuacji spółki, w związku z przeprowadzoną lub planowaną transakcją. Są przedmiotem raportu biegłego rewidenta

## Wybrane dane finansowe

Prezentowane za okresy objęte zakresem historycznych i śródrocznych informacji finansowych

Stanowią podsumowanie kluczowych danych finansowych analizowanych przez zarząd i mających umożliwić inwestorom szybkie zrozumienie sytuacji i wyników finansowych emitenta

Mogą, pod pewnymi warunkami, zawierać alternatywne mierniki pomiaru wyników (np. EBITDA)

## Przegląd sytuacji operacyjnej i finansowej

Objęmuje informacje na temat rozwoju i wyników działalności emitenta oraz jego sytuacji finansowej wraz z opisem głównych obszarów ryzyka i niepewności

Prezentowany za poszczególne lata i za okres śródroczny, za które wymagane są historyczne i śródroczne informacje finansowe

## Informacje na temat zasobów kapitałowych

Informacje dotyczące zasobów kapitałowych emitenta oraz jakichkolwiek ograniczeń w ich wykorzystywaniu, a także opis polityki w zakresie finansowania

Opis przepływów pieniężnych za okres objęty sprawozdaniami finansowymi

W przypadku MSP zakres obowiązujących ujawnień jest mniejszy

## Kapitalizacja i zadłużenie

Oświadczenie o kapitalizacji i zadłużeniu według stanu na dzień przypadający nie wcześniej niż na 90 dni przed datą oświadczenia

Informacje przedstawione w oświadczeniu powinny pochodzić z ostatnich zamieszczonych w prospekcie informacji finansowych emitenta

W przypadku gdy którakolwiek z tych informacji jest starsza niż sprzed 90 dni, a od ostatniej daty bilansowej wystąpiła istotna zmiana, emitent powinien zamieścić dodatkowe informacje aktualizujące powyższe dane liczbowe

## Niezbadane informacje finansowe

Dane finansowe nie pochodzące ze zbadanego sprawozdania finansowego należy oznaczyć jako niezbadane oraz podać ich źródło

## Oświadczenie o kapitale obrotowym

Oświadczenie emitenta, że według jego opinii kapitał obrotowy jest wystarczający na jego bieżące potrzeby (przez okres co najmniej 12 miesięcy od daty prospektu), a jeśli tak nie jest – propozycja sposobu jego uzupełnienia

Wymaga przygotowania przez zarząd odpowiedniej dokumentacji (np. szczegółowe budżety), która nie jest jednak publikowana

## Oświadczenie o znaczących zmianach

Opis wszystkich istotnych zmian w sytuacji finansowej lub pozycji handlowej, które miały miejsce od daty zakończenia ostatniego okresu obrotowego, za który opublikowano zbadane sprawozdania finansowe

\* Małe i średnie przedsiębiorstwa, tj. spełniające przynajmniej 2 z 3 poniższych warunków:  
• średnia liczba pracowników w roku finansowym poniżej 250;  
• suma bilansowa poniżej 43 mln euro;  
• roczne przychody netto poniżej 50 mln euro.



# Jak aktualne muszą być sprawozdania finansowe i według jakich zasad je przygotować?

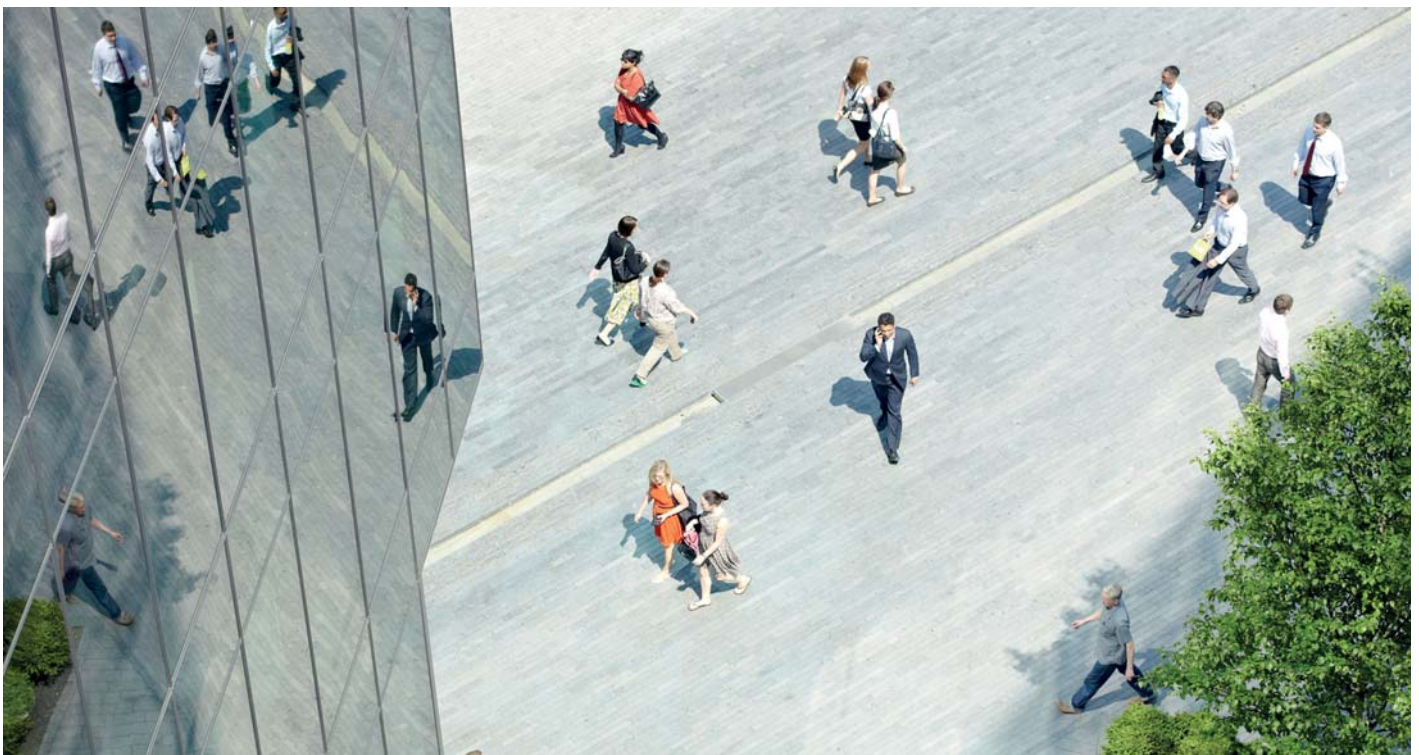
Zamieszczone w prospekcie emisyjnym informacje finansowe to dane kluczowe z punktu widzenia inwestorów, stanowiące podstawę ich decyzji inwestycyjnej. Stąd też wymagany zakres tych informacji jest bardzo szeroki. Poza zbadanymi przez biegłego rewidenta sprawozdaniami finansowymi przepisy wymagają wielu dodatkowych ujawnień związanych z historią i bieżącą sytuacją finansową emitentów. Sprawozdawczość finansowa to także jeden z głównych obszarów, w których spółka musi dostosować się do wymogów rynku publicznego już na bardzo wczesnym etapie procesu IPO. W większości przypadków konieczne jest przekształcenie danych finansowych na zgodne z Międzynarodowymi Standardami Sprawozdawczości Finansowej (wymagane w przypadku skonsolidowanych sprawozdań finansowych).

Szczegółowe zasady ujawniania informacji finansowych w prospekcie emisyjnym zamieszczone zostały w tabeli na poprzedniej stronie.

## **Jak długo ważne są sprawozdania finansowe zamieszczone w prospekcie emisyjnym?**

Przy wyborze daty debiutu należy mieć na uwadze, że na potrzeby prospektu emisyjnego zawarte w nim ostatnie zbadane roczne historyczne informacje finansowe nie mogą być starsze niż 15 miesięcy przed datą zatwierdzenia prospektu. Wydłużenie tego terminu o trzy miesiące możliwe jest przez dołączenie zbadanych przez biegłego rewidenta śródrocznych informacji finansowych za co najmniej sześć miesięcy. Ponadto w sytuacji, kiedy od ostatniej daty bilansowej w rocznym sprawozdaniu finansowym minęło dziewięć miesięcy, należy zamieścić w prospekcie śródroczne informacje finansowe za co najmniej sześć miesięcy.

Należy mieć na uwadze, że w praktyce te maksymalne terminy są zazwyczaj krótsze ze względu na oczekiwania inwestorów i związaną z tym konieczność zaprezentowania możliwie jak najbardziej aktualnych danych finansowych.



# Kiedy mamy do czynienia ze złożoną historią finansową i czym są informacje finansowe pro forma?

Emitenci, którzy w roku przeprowadzenia IPO lub w ciągu trzech poprzedzających lat dokonali m.in. reorganizacji lub znaczących przejęć/zbyć jednostek gospodarczych, mogą napotkać dodatkowe trudności związane z przygotowaniem informacji finansowych dla potrzeb prospektu emisyjnego. Historyczne informacje finansowe powinny bowiem obejmować całą zorganizowaną działalność gospodarczą emitenta. W przypadku gdy zamieszczenie w prospekcie sprawozdań finansowych spółki nie spełnia powyższego warunku, zgodnie z przepisami\* mamy do czynienia ze złożoną historią finansową.

## Przykład:

Emitent planuje ofertę publiczną i debiut w drugim kwartale 2015 roku. Zgodnie z Rozporządzeniem 809/2004 zamierza zaprezentować trzy lata historycznych informacji finansowych (2012, 2013, 2014). Ponadto emitent w ciągu ostatnich trzech lat nabył inne podmioty – w połowie 2013 roku nabył spółkę A, a w połowie 2014 roku – spółkę B. Emitent poczynił również znaczące zobowiązanie finansowe – w przypadku powodzenia oferty nabyta zostanie spółka C. Każda ze spółek A, B, C jest znacząca w stosunku do rozmiarów emitenta. Jakże w związku z tym informacje finansowe powinny zostać zamieszczone w prospekcie emisyjnym?

Zgodnie z wymogami Rozporządzenia 211/2007 emitent nie może ograniczyć się do własnych sprawozdań finansowych za lata 2012-2014, gdyż nie przedstawiają one w sposób kompletny historii finansowej jego całej zorganizowanej działalności za ten okres. W modelowym rozwiązaniu emitent powinien dodatkowo zamieścić:

- informacje finansowe spółki A za okres od 1 stycznia 2012 roku do daty nabycia;
- informacje finansowe spółki B za okres od 1 stycznia 2012 roku do daty nabycia;
- informacje finansowe spółki C za lata 2012-2014.

W praktyce możliwe mogą być inne rozwiązania, jednak ich dopuszczalność powinna zostać dokładnie przeanalizowana przy uwzględnieniu wszystkich uwarunkowań oraz uzgodniona z organem nadzoru (KNF).

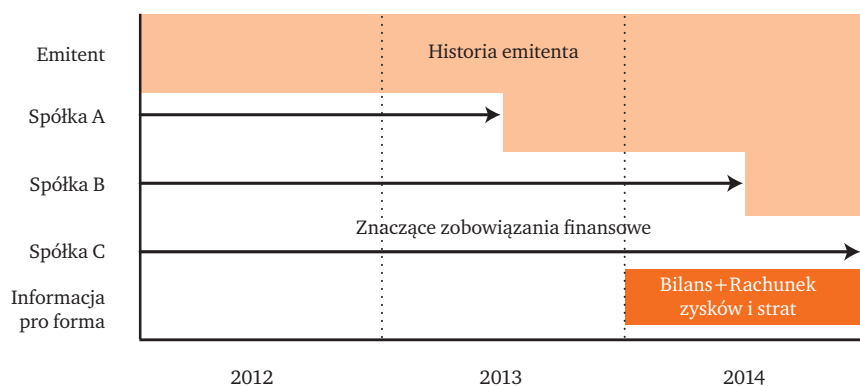
Emitent powinien także zaprezentować wpływ transakcji poczynionych w roku 2014 oraz planowanych przejęć poprzez sporządzenie:

- rachunku zysków i strat pro forma za rok 2014 (bez danych porównawczych) zakładającego, że nabycie spółek B i C nastąpiło na początku 2014 roku;
- bilansu pro forma na 31 grudnia 2014 roku zakładającego przeprowadzenie oferty oraz nabycie spółki C na tę datę.

## Czym są informacje finansowe pro forma?

Informacje finansowe pro forma przedstawiają wpływ przeprowadzonych lub planowanych transakcji na poprzednio opublikowane historyczne dane finansowe w taki sposób, jakby transakcje te miały miejsce wcześniej. Przykładem takich transakcji może być połączenie jednostek czy reorganizacja działalności, ale też np. istotna transakcja, co do której spółka poczyniła już znaczące zobowiązanie. Zgodnie z obowiązującymi regulacjami informacje finansowe pro forma wymagane są w prospekcie emisyjnym w przypadku, gdy dana transakcja powoduje zmianę przynajmniej jednego z kluczowych wskaźników wielkości emitenta (np. zysk, przychody, suma aktywów) o co najmniej 25% – mamy wtedy do czynienia z tzw. znaczącą zmianą brutto. Informacje finansowe pro forma podlegają weryfikacji przez biegłego rewidenta, a jego raport musi również zostać zamieszczony w prospekcie.

\* ROZPORZĄDZENIE KOMISJI (WE) NR 211/2007 z dnia 27 lutego 2007 r. zmieniające rozporządzenie (WE) nr 809/2004 wykonujące dyrektywę 2003/71/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w odniesieniu do informacji finansowych, jakie muszą zawierać prospekty emisyjne emitentów o złożonej historii finansowej lub tych, którzy poczynili znaczące zobowiązania finansowe



# Czy zamieścić w prospekcie emisyjnym prognozy wyników?

Prognoza wyników obejmuje zazwyczaj okres 12 miesięcy po dacie bilansowej ostatniego rocznego sprawozdania finansowego (czyli okres, którego na moment przygotowania prognozy część zdążyła już upłynąć), gdyż przewidywanie wyników w dłuższym horyzoncie czasowym może być niepraktyczne. Liczba zmiennych i czynników niepewności dotyczących tak odległej przyszłości zazwyczaj bowiem czyni taką prognozę mało wiarygodną i wiąże się z wysokim ryzykiem znacznego rozminięcia się faktycznych wyników z wielkościami przewidywanymi, co może podważyć zaufanie rynku do zarządu spółki. Problem ten potwierdzają zebrane przez nas dane z lat 2006-2013, z których jasno wynika, że odchylenia wyniku rzeczywistego od prognozowanego są często ogromne – dla drugiego roku prognozy średnie bezwzględne odchylenie rzeczywistego wyniku netto od prognozowanego w prospekcie wyniosło aż 91% i w zdecydowanej większości przypadków było ono ujemne.

**Filip Gorczyca**

Zespół ds. rynków kapitałowych PwC

Zamieszczenie w prospekcie emisyjnym prognozy wyników jest dobrowolne (chyba, że spółka podała wcześniej do publicznej wiadomości prognozę, która cały czas jest aktualna – wtedy jej zamieszczenie w prospekcie jest obowiązkowe). Na spółkę decydującą się na taki krok przepisy nakładają jednak szereg obowiązków.

Po pierwsze, prognoza powinna zostać przygotowana na podstawie rzeczywistych strategii i planów spółki oraz na podstawie pogłębionej analizy.

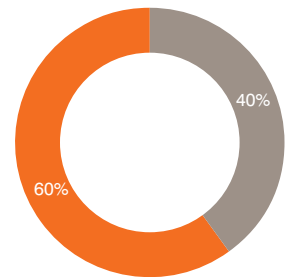
Po drugie, prognozie wyników powinien towarzyszyć opis wszystkich istotnych założeń przyjętych do jej sporządzenia, z wyraźnym wskazaniem założeń dotyczących czynników, na które wpływ może mieć kierownictwo spółki, oraz tych, które znajdują się całkowicie poza obszarem wpływów kierownictwa. Założenia te powinny być przy tym konkretne, precyzyjne i podane w sposób zrozumiały dla inwestorów.

Po trzecie wreszcie, prognoza powinna być zaprezentowana w sposób zapewniający porównywalność z historycznymi danymi finansowymi i towarzyszyć jej musi odpowiedni raport biegłego rewidenta.

Należy mieć na uwadze, że w świetle przepisów dotyczących prospektów emisyjnych, pojęcie prognozy wyników odnosi się w zasadzie wyłącznie do prognozowanych mierników zyskowności spółki (np. zysk przed opodatkowaniem, zysk operacyjny, EBITDA). Informacje na temat przewidywanej wielkości sprzedaży, nakładów inwestycyjnych i wielu innych kategorii odnoszących się do przyszłej lub potencjalnej sytuacji spółki oraz tendencji, w rozumieniu obowiązujących regulacji nie stanowią prognozy wyników (o ile na ich podstawie nie można w prosty sposób obliczyć przyszłych zysków).

Ogółem w latach 2006-2013 ok. 40% emitentów na rynku głównym GPW zdecydowało się na zamieszczenie w prospekcie emisyjnym prognozy wyników.

Udział prospektów emisyjnych zawierających prognozy wyników w krajowych ofertach publicznych na GPW w latach 2006-2013



- prospekty zawierające prognozy wyników
- prospekty niezawierające prognoz wyników

Źródło: PwC na podstawie prospektów emisyjnych

Jest to zjawisko charakterystyczne dla rynku polskiego. Na bardziej rozwiniętych rynkach kapitałowych taka praktyka jest znacznie rzadziej spotykana przy ofertach pierwotnych, przede wszystkim ze względu na potencjalne skutki rozminięcia się faktycznych wyników z prognozowanymi dla wiarygodności i reputacji emitenta oraz banków inwestycyjnych oferujących akcje. Warto jednak nadmienić, że nawet w Polsce zamieszczanie prognoz wyników w prospektach jest charakterystyczne niemal wyłącznie dla mniejszych ofert i nie zdarza się w przypadku IPO z transzą kierowaną do inwestorów zagranicznych, gdzie cała transakcja przebiega według standardów i praktyk międzynarodowych. W okresie 2006-2013 prognozy wyników pojawiły się tylko przy dwóch ofertach pierwotnych o wartości przekraczającej 300 mln zł, z czego obie kierowane były wyłącznie do inwestorów w Polsce. Jednocześnie przy żadnym spośród 18 największych IPO od 2006 roku w prospekcie emisyjnym nie została zamieszczona prognoza wyników.

# Jak wyglądają kluczowe etapy oferty publicznej?

Oferta publiczna rozpoczyna się z chwilą opublikowania prospektu emisyjnego (z reguły prospekt jest dostępny w formie elektronicznej na stronie internetowej emitenta i domu maklerskiego oraz w formie papierowej – w siedzibie emitenta i w punktach obsługi klienta domu maklerskiego). Oferta trwa zwykle nie dłużej niż kilka tygodni. W jej trakcie spółka zbiera zapisy od inwestorów zainteresowanych kupnem jej akcji, prowadzi również aktywnie działania promocyjne

i spotkania z inwestorami, zwłaszcza instytucjonalnymi (tzw. *roadshow*). Marketing oferty oraz promowanie spółki i jej działalności to bardzo istotne czynniki sukcesu, stąd odpowiednie działania powinno rozpocząć się na długo przed propozycją nabycia akcji skierowaną do inwestorów. Na tym etapie warto skorzystać ze wsparcia doradcy finansowego oraz doradców ds. *public relations*, którzy pomogą w komunikacji z rynkiem i inwestorami.

Marketing i działania promocyjne prowadzone są w różny sposób w odniesieniu do poszczególnych grup inwestorów – inwestorów instytucjonalnych (do których należą m.in. fundusze inwestycyjne i emerytalne) oraz inwestorów indywidualnych, a w przypadku większych ofert – również inwestorów zagranicznych. Na następnej stronie zaprezentowano typowy przebieg oferty publicznej w sytuacji, gdy w ramach IPO spółka oferuje wyłącznie nowe akcje.

*W celu zapewnienia inwestorom pełnej informacji o oferowanych akcjach w okresie po zatwierdzeniu i opublikowaniu prospektu emisyjnego emitent zobowiązany jest w szczególności do informowania o wszelkich znaczących czynnikach mogących wpłynąć na decyzję inwestycyjną. Obowiązek ten realizowany jest poprzez publikację tzw. aneksów aktualizacyjnych, które muszą być uprzednio zatwierdzone przez Komisję Nadzoru Finansowego. Powyższy obowiązek dotyczy informacji o znaczących czynnikach, które mogą wpłynąć na ocenę papierów wartościowych przez inwestorów. Zatem nawet jeśli czynniki te są znaczące, lecz nie wpływają ona na tę ocenę, przekazanie informacji w tym zakresie nie jest konieczne. Informacje o zmianach w treści prospektu emisyjnego w zakresie organizacji lub prowadzenia oferty publicznej powinny być z kolei przekazywane w formie tzw. komunikatów aktualizacyjnych, które w odróżnieniu od aneksów nie podlegają zatwierdzeniu przez KNF.*

**Mateusz Ordyk**

Radca prawny, PwC Legal



**Ogłoszenie zamiaru przeprowadzenia IPO**

Ogłoszenie, że spółka zamierza przeprowadzić ofertę publiczną i podjęcie odpowiednich działań marketingowych (*pre-marketing*)

### Publikacja prospektu emisyjnego

**Budowa księgi popytu**

Cena emisyjna może być określona w prospekcie w momencie jego publikacji; o wiele częściej stosuje się jednak budowanie księgi popytu (*bookbuilding*) – zbieranie od inwestorów instytucjonalnych (czasem również indywidualnych) deklaracji co do liczby i proponowanej ceny akcji

**Ustalenie i ogłoszenie ceny****Zbieranie zapisów na akcje**

Proces zbierania zapisów organizuje dom maklerski, który przygotuje też odpowiednią sieć dystrybucji; w większości ofert można dziś składać zapisy za pośrednictwem internetu; po zakończeniu zapisów zarząd spółki podejmuje decyzję o przydziale akcji poszczególnym inwestorom; w celu zapewnienia powodzenia oferty spółka może skorzystać z subemisji (*patrz str. 21*)

**Przydział akcji****Rejestracja praw do akcji (PDA) w Krajowym Depozycie Papierów Wartościowych (KDPW)**

Jeszcze przed rozpoczęciem oferty publicznej należy zawrzeć z KDPW umowę o rejestrację akcji i PDA w KDPW; rejestracja umożliwia ubieganie się o dopuszczenie do obrotu giełdowego

**Dopuszczenie PDA do obrotu giełdowego**

Do czasu powstania akcji (rejestracja emisji akcji w KRS) do obrotu dopuszczone są prawa do akcji (PDA)

### Pierwsze notowanie – wprowadzenie praw do akcji do obrotu giełdowego

**Rejestracja emisji w KRS**

Rejestracja w KRS podwyższenia kapitału jest niezbędna, by akcje powstały i zostały dopuszczone do obrotu giełdowego. Po rejestracji w KRS środki z emisji przekazywane są przez dom maklerski emitentowi

**Rejestracja akcji w KDPW**

Dopiero po rejestracji podwyższenia kapitału zakładowego w KRS akcje mogą być zarejestrowane w KDPW

**Dopuszczenie akcji do obrotu**

Dotychczas notowane PDA powinny być wycofane z obrotu, a w miejsce nich powinny być wprowadzone do obrotu akcje. Zamiana ta jest czynnością techniczną i nie ma wpływu na możliwość handlu walorami na GPW

Proces budowania księgi popytu (*bookbuilding*) jest zwieńczeniem wielu tygodni intensywnej edukacji inwestorów i działań marketingowych. W zależności od wielkości oferty, może trwać od około 5 dni w przypadku ofert mniejszych do około 15 dni przy dużych ofertach prywatyzacyjnych. W tym czasie przedstawiciele spółki debiutującej, w ramach tzw. roadshow, odbywają spotkania z inwestorami instytucjonalnymi nakierowane na prezentację ich biznesu. Jednocześnie inwestorzy instytucjonalni składają deklaracje nabycia akcji w ramach IPO, na podstawie czego możliwe jest zweryfikowanie wielkości popytu i w rezultacie dostosowanie ceny sprzedaży do warunków rynkowych. Dobór komunikatów przekazywanych rynkowi na tym etapie może mieć kluczowe znaczenie dla powodzenia oferty. Następnie, na podstawie tak zbudowanej księgi popytu, spółka decyduje o przydziale akcji poszczególnym inwestorom.

**Bartosz Margol**

Zespół ds. rynków kapitałowych PwC

# Jakie są obowiązki spółki notowanej na giełdzie?

## Obowiązki informacyjne i sprawozdawczość finansowa

Wejście na giełdę przynosi spółce z reguły liczne korzyści, ale niesie ze sobą również szereg obowiązków, którym spółki publiczne muszą sprostać.

Rynek główny	NewConnect
<b>Informacje poufne</b> Muszą być niezwłocznie ujawniane inwestorom	
<b>Raporty bieżące</b> Muszą być przekazywane każdorazowo w przypadku zaistnienia określonego zdarzenia, nie później niż w ciągu 24 godzin od zaistnienia zdarzenia lub powzięcia o nim informacji przez emitenta	
<b>Raporty roczne/skonsolidowane raporty roczne</b> Muszą być przekazywane do publicznej wiadomości w ciągu 4 miesięcy od zakończenia roku obrotowego; sprawozdania finansowe/skonsolidowane sprawozdania finansowe w nich zawarte podlegają badaniu przez biegłego rewidenta	<b>Raporty roczne/skonsolidowane raporty roczne</b> Muszą być przekazywane do publicznej wiadomości w ciągu 6 miesięcy od zakończenia roku obrotowego; sprawozdania finansowe/skonsolidowane sprawozdania finansowe w nich zawarte podlegają badaniu przez biegłego rewidenta
<b>Raporty półroczne/skonsolidowane raporty półroczne</b> Muszą być przekazywane do publicznej wiadomości w ciągu 2 miesięcy od zakończenia pierwszego półrocza roku obrotowego; sprawozdania finansowe /skonsolidowane sprawozdania finansowe w nich zawarte podlegają obowiązkowemu przeglądowi przez biegłego rewidenta	<b>Raporty półroczne/skonsolidowane raporty półroczne</b> Brak obowiązku
<b>Raporty kwartalne/skonsolidowane raporty kwartalne</b> Muszą być przekazywane do publicznej wiadomości w ciągu 35/45/60 dni (w zależności od rodzaju podmiotu i kwartału, którego dotyczą) od zakończenia danego kwartału roku obrotowego; jeśli raport roczny/skonsolidowany raport roczny zostanie opublikowany w ciągu 80 dni od zakończenia ostatniego kwartału roku obrotowego, nie ma obowiązku publikacji raportu za ten kwartał; sprawozdania finansowe/skonsolidowane sprawozdania finansowe zawarte w raportach kwartalnych nie podlegają obowiązkowi badania ani przeglądu przez biegłego rewidenta	<b>Raporty kwartalne/skonsolidowane raporty kwartalne</b> Muszą być przekazywane do publicznej wiadomości w ciągu 45 dni od zakończenia danego kwartału roku obrotowego; sprawozdania finansowe/skonsolidowane sprawozdania finansowe w nich zawarte nie podlegają obowiązkowi badania ani przeglądu przez biegłego rewidenta; zakres informacji wymaganych w raportach kwartalnych jest nieco mniejszy niż dla spółek notowanych na rynku głównym

# Jak być dobrze postrzeganym emitentem?

Wszystkie spółki notowane na giełdzie obowiązują określone przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie zasady ładu korporacyjnego.

## Ład korporacyjny na GPW

Celem ustalonych reguł jest umacnianie przejrzystości spółek giełdowych, poprawa jakości komunikacji z inwestorami oraz wzmocnienie ochrony praw akcjonariuszy mniejszościowych.

Aby zwiększać swoją atrakcyjność dla inwestorów oraz dbać o dobry wizerunek, spółki notowane na rynku głównym GPW oraz na NewConnect powinny dążyć do spełnienia zasad dobrych praktyk ustalonych przez GPW. Dla części tych zasad stosuje się regułę *comply or explain*, tj. mechanizm przekazywania przez spółkę rynkowi jednoznacznej informacji w przypadku niestosowania którejkolwiek z reguł. Inne z kolei mają bardziej charakter zaleceń.

Niektóre z głównych zasad ładu korporacyjnego dla spółek notowanych na rynku głównym przedstawione zostały obok.

## Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW (przykłady)

- Spółka powinna prowadzić przejrzystą i efektywną politykę informacyjną, z wykorzystaniem zarówno tradycyjnych metod, jak i nowoczesnych technologii
- Spółka prowadzi korporacyjną stronę internetową i zapewnia jej funkcjonowanie w języku angielskim
- Żaden akcjonariusz nie powinien być uprzywilejowany w stosunku do pozostałych w zakresie transakcji i umów zawieranych przez spółkę z akcjonariuszami lub podmiotami z nimi powiązanymi
- GPW rekomenduje spółkom publicznym, by zapewniały zrównoważony udział kobiet i mężczyzn w wykonywaniu funkcji zarządu i nadzoru w przedsiębiorstwach, wzmacniając w ten sposób kreatywność i innowacyjność w prowadzonej przez spółki działalności gospodarczej
- Przynajmniej dwóch członków rady nadzorczej powinno spełniać kryteria niezależności od spółki i podmiotów pozostających w istotnym powiązaniu ze spółką
- Spółka powinna prezentować roczne sprawozdania z działalności swojej rady nadzorczej i jej komitetów, wraz z przekazaną przez nią oceną systemów zarządzania ryzykiem oraz kontroli wewnętrznej
- Przedstawicielom mediów powinno się umożliwiać obecność na walnych zgromadzeniach
- Spółka powinna zapewnić akcjonariuszom możliwość udziału w walnym zgromadzeniu przy wykorzystaniu środków komunikacji elektronicznej
- W przypadku przekazania do informacji publicznej nieprawdziwych wiadomości na temat spółki przez jej przedstawiciela bądź inną opiniotwórczą osobę, spółka powinna zamieścić na swojej stronie internetowej komunikat prezentujący jej stanowisko w danej sprawie



# Jak wygląda debiut na NewConnect?

NewConnect jest alternatywnym systemem obrotu (ASO) i w przeciwieństwie do rynku głównego GPW nie jest rynkiem regulowanym w rozumieniu Ustawy o obrocie instrumentami finansowymi. Ze względu na swoją charakterystykę i uproszczone procedury dopuszczenia papierów wartościowych do obrotu, NewConnect jest przeznaczony dla inwestorów zainteresowanych lokowaniem kapitału w przedsięwzięciach o podwyższonym poziomie ryzyka, dających jednocześnie nadzieję na uzyskanie wyższej stopy zwrotu z inwestycji.

Od momentu uruchomienia w sierpniu 2007 roku NewConnect jest najdynamiczniej rozwijającym się alternatywnym rynkiem w UE pod względem liczby debiutujących podmiotów – od początku istnienia do końca 2013 roku odnotowano 499 debiutów o łącznej wartości ponad 1 485 mln zł. Szczyt aktywności na tym rynku przypadł na rok 2011, w którym zadebiutowały aż 172 spółki.

Istotny wpływ na tak szybki rozwój NewConnect miały mniej restrykcyjne regulacje związane z dopuszczeniem akcji do obrotu, krótszy czas przygotowania do debiutu i niższe związane z tym koszty, czy wreszcie mniej restrykcyjne obowiązki informacyjne w porównaniu do rynku głównego GPW.

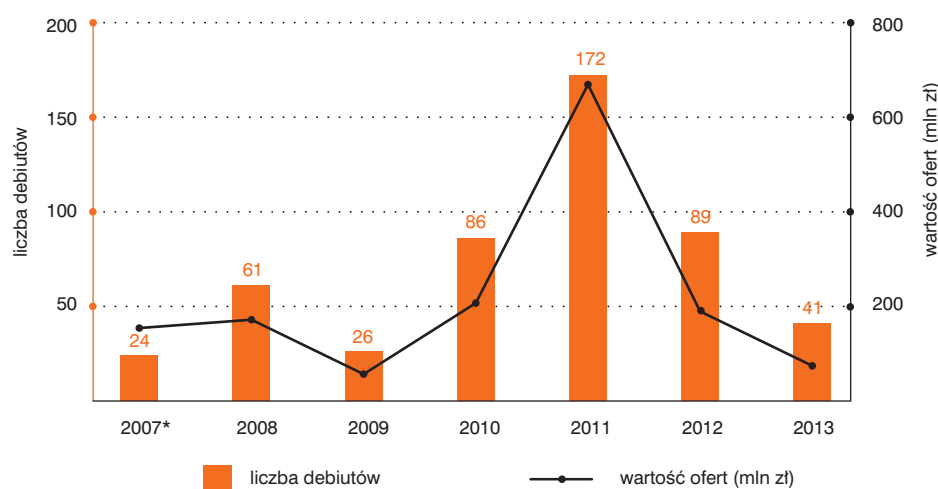
W kolejnych latach nastąpił stopniowy spadek liczby debiutów, do którego przyczyniło się też podniesienie poprzeczki jeśli chodzi o wymogi wobec spółek debiutujących i już notowanych (zmiany dotyczyły m.in. warunków dopuszczenia do obrotu, raportowania, współpracy z autoryzowanymi doradcami i egzekwowania obietnic złożonych przez emitentów przed IPO). Miało to na celu poprawę jakości i w efekcie przywrócenie zaufania inwestorów do rynku alternatywnego, nadszarpniętego w wyniku nieprawidłowości obserwowanych w odniesieniu do sporej grupy notowanych na nim spółek.

*Dotychczasowa historia funkcjonowania NewConnect dowodzi, że rynek ten okrzepł w świadomości inwestorów oraz spółek i stał się dla wielu podmiotów bardzo interesującą propozycją. Dzięki dużej aktywności na NewConnect polska giełda lokowała się w ostatnich latach w czołówce europejskich rynków pod względem liczby debiutów. Rośnie również grono spółek, dla których debiut na alternatywnym rynku jest tylko etapem w drodze do notowania na rynku głównym. Poza możliwością pozyskania kapitału, NewConnect daje takim podmiotom szansę zmierzenia się z wymogami, przed jakimi staje spółka publiczna w wersji nieco łagodniejszej niż w przypadku rynku głównego.*

## Filip Gorczyca

Zespół ds. rynków kapitałowych PwC

Liczba debiutów i wartość ofert na NewConnect w latach 2007-2013



Źródło: PwC na podstawie dokumentów informacyjnych

\* od sierpnia 2007 roku



Spółki rozważające debiut na NewConnect mogą przeprowadzić ofertę publiczną podlegającą takim samym zasadom jak spółki debiutujące na rynku głównym GPW (łącznie z przygotowaniem i zatwierdzeniem prospektu emisyjnego). Zdecydowana większość emitentów na rynku alternatywnym decyduje się jednak na przeprowadzenie oferty niepublicznej skierowanej do mniejszej grupy inwestorów (mniej niż 150). W przypadku takiego rozwiązania nie ma konieczności przygotowania prospektu emisyjnego. Z kolei do dopuszczenia akcji do obrotu wystarcza dokument informacyjny (znacznie mniej złożony niż prospekt emisyjny), za którego przygotowanie odpowiada Autoryzowany Doradca – instytucja charakterystyczna dla NewConnect.

Uczestnictwo Autoryzowanego Doradcy w procesie wejścia spółki na rynek alternatywny jest obowiązkowe. W praktyce często zdarza się, że występuje on nie tylko w charakterze doradcy finansowego, ale pełni również funkcję domu maklerskiego i doradcy prawnego, co znacznie ułatwia realizację procesu związanego z wejściem na NewConnect. Zaletą przeprowadzenia oferty niepublicznej są z pewnością jej niższe koszty oraz znacznie krótszy czas przygotowania i przeprowadzenia.

Podstawowe kroki formalno-prawne w procedurze debiutu na NewConnect są analogiczne do tych, które obowiązują spółki publiczne debiutujące na rynku głównym: niezbędne jest przekształcenie w spółkę akcyjną oraz odpowiednie uchwały organów stanowiących.

Kolejnym krokiem jest przygotowanie dokumentu informacyjnego i zatwierdzenie go przez giełdę. Przed pierwszym notowaniem konieczne będzie złożenie w KDPW wniosku o rejestrację akcji oraz do GPW – o wprowadzenie akcji do obrotu.

Rynek NewConnect od samego początku przewidziany był jako swego rodzaju „poczekalnia” dla mniejszych spółek – podmioty, które wykorzystają szansę na rozwinięcie działalności, jaką daje Alternatywny System Obrotu (ASO), mogą w przyszłości stać się uczestnikami rynku głównego. Taką drogę rozwoju wybiera coraz większe grono spółek notowanych na NewConnect – do końca 2013 roku odnotowano 24 przypadki przeniesienia spółki z ASO na rynek główny, z czego aż 23 w latach 2010-2013.

### Wybrane wymogi dla spółek wchodzących na rynek NewConnect:

*Spółka akcyjna (lub komandytowo-akcyjna)*

*Minimalna wartość kapitału własnego emitenta co najmniej 500.000 zł*

*Minimalna wartość nominalna akcji 0,10 zł*

*Brak ograniczeń w zbywalności instrumentów finansowych*

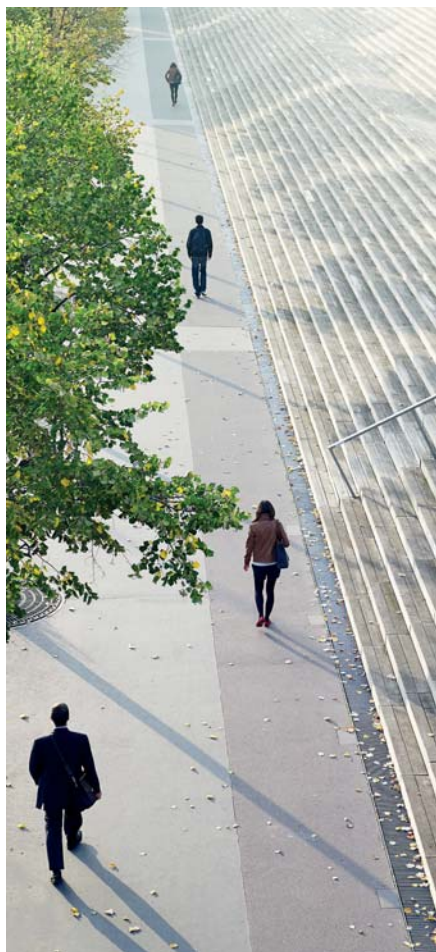
*W stosunku do emitenta nie toczy się postępowanie upadłościowe lub likwidacyjne*

*Posiadanie umowy z Autoryzowanym Doradcą i Animatorem Rynku*

*Posiadanie odpowiedniego dokumentu dopuszczeniowego (dokument informacyjny, memorandum informacyjne, prospekt emisyjny) i zatwierdzonego przez właściwy organ (GPW/KNF) oraz przedstawienie w dokumencie informacyjnym zbadanego sprawozdania finansowego za ostatni rok obrotowy*

*Minimum 15 % akcji znajduje się w posiadaniu co najmniej 10 akcjonariuszy, z których każdy posiada nie więcej niż 5% ogólnej liczby głosów*

# Czy warto rozważyć emisję obligacji?



Obok pozyskania środków w formie kapitału własnego poprzez IPO, realizacja strategii rozwoju może wymagać od spółki pozyskania znacznego finansowania dłużnego. Jednym ze sposobów pozyskania takiego finansowania, zyskującym coraz większą popularność wśród polskich przedsiębiorstw, jest emisja obligacji korporacyjnych. Można na nią patrzeć zarówno jako na doskonałe uzupełnienie pozyskania środków w drodze IPO, jak i czasem nawet na alternatywę dla oferty publicznej akcji. Wiele przedsiębiorstw traktuje emisję obligacji jako pierwszy krok przybliżający je do rynku publicznego, dzięki któremu przeprowadzone w kolejnym kroku IPO powinno być już o wiele prostsze.

Podstawowe różnice pomiędzy finansowaniem w formie obligacji a w formie kredytu bankowego zostały już omówione w pierwszym rozdziale niniejszej publikacji. Dodatkowo warto nadmienić, że dzięki emisji obligacji spółka może odnosić też w pewnym stopniu niektóre z korzyści związanych z IPO, m.in. zwiększenie wiarygodności i rozpoznawalności, a także łatwiejszy dostęp do dalszego finansowania.

Od momentu uruchomienia w Warszawie rynku obligacji Catalyst we wrześniu 2009 roku, rynek papierów dłużnych przeżywa dynamiczny rozwój. Nawet mimo pewnych zawirowań w latach 2012-2013, spowodowanych niewypłacalnością niektórych emitentów, nie odnotowano żadnych istotnych przejawów jego spowolnienia. Również w nadchodzących latach można spodziewać się dalszego dynamicznego rozwoju rynku obligacji, zwłaszcza, że polski rynek długu jest wciąż bardzo słabo rozwinięty na tle innych państw UE.

W praktyce publiczny rynek obligacji w Polsce obejmuje cztery rynki – po dwa (regulowany i alternatywny) rynki detaliczne (prowadzone przez Giełdę) i rynki dla klientów hurtowych (prowadzone przez BondSpot). Każdy z tych rynków dostosowany jest do emisji o różnych wielkościach i o różnej charakterystyce.

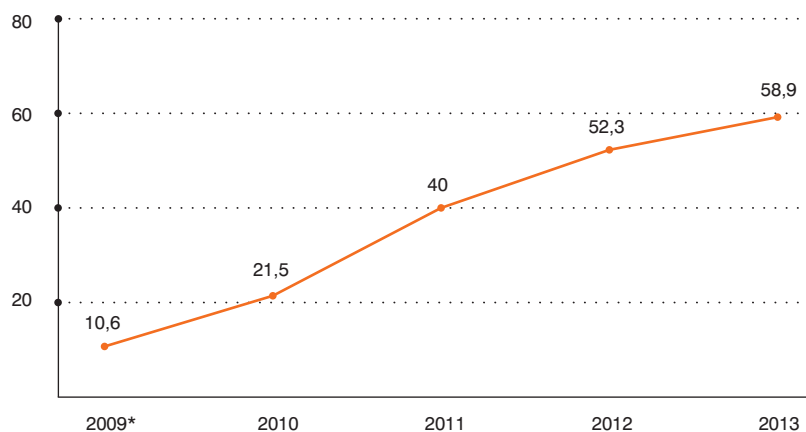
Publiczne rynki obligacji w Polsce według wymogów dopuszczeniowych i informacyjnych



Wśród przedsiębiorstw emitujących obligacje notowane na rynku Catalyst znajdują się zarówno największe działające w Polsce podmioty, takie jak PKN Orlen czy PGNiG, jak również cały szereg małych i średnich przedsiębiorstw, przeprowadzających często emisje w kwotach wynoszących zaledwie kilka czy kilkanaście milionów złotych.

Nabywcami obligacji są zazwyczaj podmioty rynku finansowego, takie jak otwarte fundusze emerytalne, fundusze inwestycyjne, firmy *asset management*, towarzystwa ubezpieczeniowe i banki, czy też coraz częściej inwestorzy indywidualni.

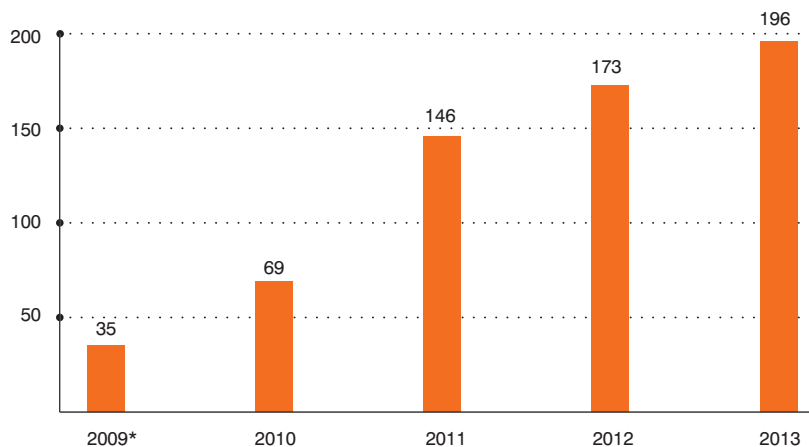
Wartość emisji nieskarbowych papierów dłużnych na rynku Catalyst w latach 2009-2013 (mld zł)



Źródło: Catalyst

\* rynek działa od 30 września 2009 r.

Liczba nowych emisji na rynku Catalyst w latach 2009-2013



Źródło: Catalyst

\* rynek działa od 30 września 2009 r.

*Obligacja jest papierem wartościowym emitowanym w serii, w którym emitent poświadcza, że jest dłużnikiem wobec jej właściciela („obligatariusza”) i zobowiązuje się wobec niego do zwrotu pożyczonej kwoty oraz spełnienia określonego świadczenia, najczęściej wypłaty odsetek (wypłacanych zazwyczaj w okresach rocznych, półrocznych albo kwartalnych). Oprocentowanie obligacji może być stałe lub zmienne i stanowi wynagrodzenie dla obligatariusza za udzieloną pożyczkę. Obligacje o stałym oprocentowaniu pozwalają określić koszt pozyskania kapitału już w dniu emisji. Natomiast w przypadku obligacji o zmiennym oprocentowaniu, jego wysokość jest sumą stopy bazowej (wielkości zmiennej opartej np. o WIBOR) oraz stałej marży (która zależy przede wszystkim od poziomu ryzyka związanego z obligacjami oraz wiarygodności emitenta). Substytutem lub uzupełnieniem oprocentowania może być również ustalone dyskonto przy ich emisji. Emisje obligacji mogą być zabezpieczone (np. hipoteka na nieruchomości, poręczenie, zastaw, gwarancja), częściowo zabezpieczone albo niezabezpieczone.*

**Anna Wójtowicz**

Zespół ds. rynków kapitałowych PwC



---

### *III. Wsparcie PwC*

# Jak PwC może mi pomóc?

## Jeden doradca zamiast wielu

PwC zapewnia pomoc na każdym etapie procesu wejścia na giełdę. Możemy oddać do Państwa dyspozycji jeden zespół składający się z najwyższej klasy specjalistów, który zapewni całościową obsługę przygotowania i realizacji transakcji na każdym etapie. Wsparcie naszego zespołu obejmować może m.in. następujące obszary (w zależności od Państwa potrzeb oraz specyfiki danej transakcji):

- Doradztwo strategiczne i finansowe (w tym opracowanie strategii finansowej i strukturyzacja transakcji);
- Doradztwo prawne (obsługa prawna każdego etapu transakcji);
- Doradztwo podatkowe dotyczące transakcji;
- Badanie *due diligence* nabywanego podmiotu (biznesowe, operacyjne, finansowe, prawne, podatkowe);
- Doradztwo w zakresie rachunkowości oraz przygotowania informacji finansowych na potrzeby transakcji;
- Przygotowanie dokumentacji transakcji (w tym prospektu emisyjnego i dokumentów korporacyjnych);
- Sporządzenie niezbędnych wycen (w tym ustalenie parytetów wymiany);
- Doradztwo w zakresie usprawnienia procesów biznesowych;
- Przygotowanie spółki do wejścia na giełdę, w tym szkolenia i warsztaty;
- Inne rodzaje wsparcia w zależności od potrzeb danej transakcji.

## Taniej i sprawniej

Nasze doświadczenie wskazuje, że złożoność i koszty transakcji są czynnikiem, który zniechęca wiele podmiotów do przeprowadzania operacji na rynku kapitałowym. Współpraca z zespołem doradców reprezentujących jedną organizację, zapewni Państwu znaczne oszczędności kosztowe i czasowe, dzięki czemu transakcja przeprowadzona zostanie taniej i sprawniej niż przy zaangażowaniu kilku różnych, zupełnie niezależnych od siebie, doradców.

## Specjaliści o najwyższych kwalifikacjach i ogromnym doświadczeniu

Jesteśmy największą firmą doradczą w Polsce. Współpracujemy zarówno z małymi przedsiębiorstwami, które po raz pierwszy stykają się z rynkiem kapitałowym, jak i z dużymi firmami, które regularnie korzystają z możliwości finansowania na rynku publicznym.

Nie stosujemy tego samego rozwiązania dla wszystkich, lecz wierzymy w indywidualne podejście do każdego klienta i każdej transakcji.

W ramach realizacji poszczególnych projektów wykorzystujemy wiedzę i doświadczenie naszych specjalistów sektorowych z branży, w której działa dany klient.

Posiadamy bogate doświadczenie w obsłudze transakcji wprowadzania spółek zarówno na GPW, jak również na rynki zagraniczne, a także w innych transakcjach na rynku kapitałowym. Naszym niewątpliwym atutem jest wieloaspektowe zrozumienie uwarunkowań związanych z transakcjami pozyskania finansowania. Potwierdzeniem naszego doświadczenia może być m.in. fakt, iż uzyskaliśmy status Firmy Partnerskiej GPW – Lidera Rynku Pierwotnego.



Lider Rynku Pierwotnego

Na kolejnych stronach zaprezentowano wybrane usługi, które świadczymy dla spółek planujących debiut na giełdzie lub zamierzających przeprowadzić inną transakcję na rynku kapitałowym.

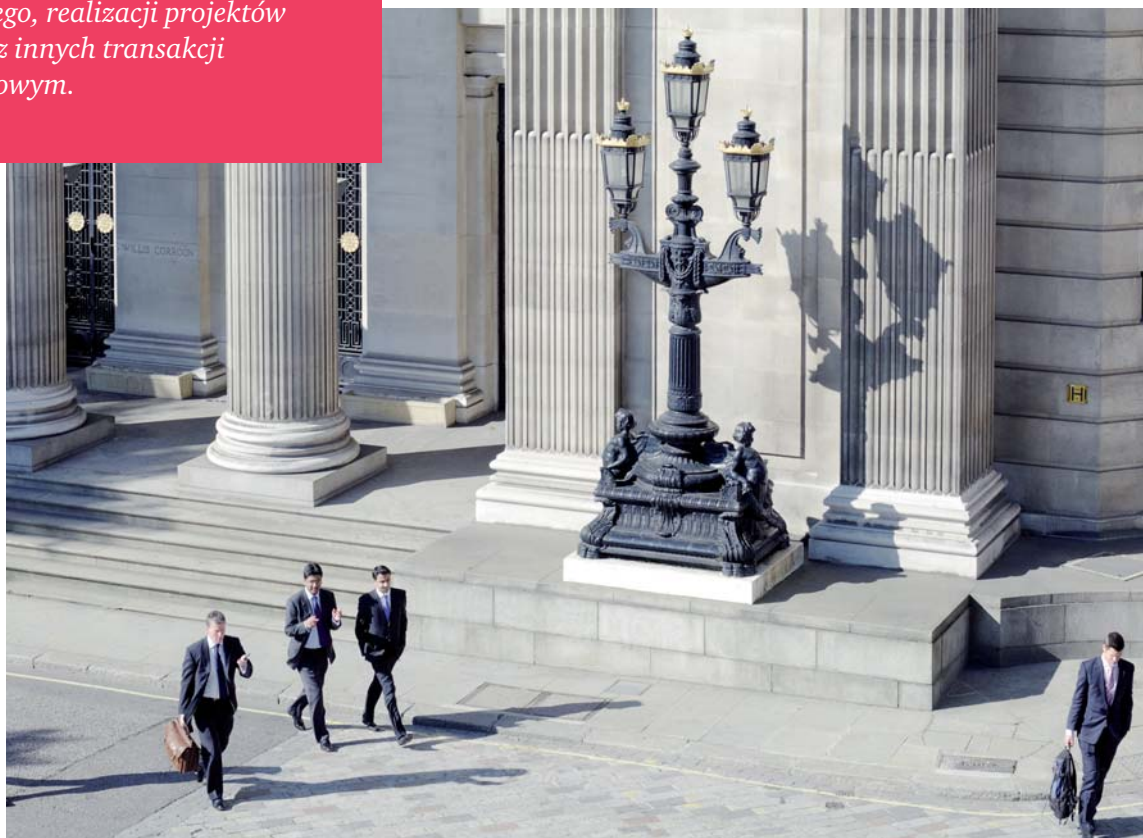
## **Dom Maklerski PwC Securities**

Dom Maklerski PricewaterhouseCoopers Securities S.A. („PwC Securities”) uzupełnia ofertę usług sieci PwC o działalność maklerską w zakresie oferowania instrumentów finansowych. Prezesem PwC Securities jest Jacek Socha – wiceprezes PwC w Polsce, Minister Skarbu Państwa w latach 2004-2005 oraz Przewodniczący Komisji Papierów Wartościowych i Giełd w latach 1994-2004. Jeżeli rozważają Państwo przeprowadzenie takiej transakcji jak:

- Pozyskanie środków finansowych poprzez emisję akcji lub obligacji;
- Realizacja strategii „wyjścia” z inwestycji;
- Wprowadzenie akcji na giełdę lub dopuszczenie akcji do równoległego obrotu na innym rynku (*dual listing*);
- Przejście z NewConnect na rynek główny GPW;
- Fuzje i przejęcia spółek publicznych;
- Podział spółki publicznej przez wydzielenie części działalności;
- Przejęcia innych podmiotów przez spółkę publiczną w zamian za nowo wyemitowane akcje (w tym „przejęcia odwrotne”);
- Pozyskiwanie finansowania w oparciu o bardziej złożone strategie finansowania, w tym emisje instrumentów hybrydowych (np. obligacji zamiennych);
- Programy opcji menedżerskich oraz inne programy motywacyjne z wykorzystaniem instrumentów finansowych (warranty subskrypcyjne, akcje „akcje fantomowe”);
- Sekurytyzacja aktywów;
- Inne transakcje na rynku kapitałowym;

zapewnimy Państwu całościową obsługę transakcji oraz zespół o najlepszych światowych kwalifikacjach i doświadczeniu.

*Świadczymy usługi w zakresie: pozyskania finansowania z wykorzystaniem instrumentów rynku kapitałowego, realizacji projektów fuzji i przejęć oraz innych transakcji na rynku kapitałowym.*



## **Droga na Giełdę – szkolenia**

### **Jak przygotować się do wejścia na rynek publiczny?**

Szkolenie jest skierowane do spółek rozważających lub przygotowujących się do wejścia na giełdę. Uczestnicy szkolenia zapoznają się m.in. z procesem przygotowania oferty publicznej i prospektu emisyjnego, rolą doradców w tym procesie, a także obszarami, na które należy zwrócić szczególną uwagę, aby zwiększyć szanse powodzenia IPO. Zwrócimy uwagę na wyzwania, z jakimi mogą się Państwo zetknąć, wskażemy możliwe rozwiązania i wspólnie określimy możliwy harmonogram całego procesu. Nasi specjaliści, wykorzystując przykłady innych transakcji, zaprezentują również najczęściej popełniane błędy w trakcie przeprowadzania oferty publicznej oraz wskażą, co zrobić, aby ich uniknąć.

Szkolenie ma charakter warsztatów dostosowanych do indywidualnych potrzeb danej Spółki.

## **Przykładowy plan warsztatów**

### **1. Wprowadzenie do tematyki rynków kapitałowych**

- Rynek kapitałowy w Polsce i Europie
- Przegląd aktywności na rynku IPO w ostatnich latach
- Koszty ofert publicznych papierów wartościowych oraz „dyskonto IPO”
- Porównanie potencjalnej oferty Państwa Spółki do innych podobnych ofert

### **2. Przygotowanie do oferty publicznej**

- Kluczowe czynniki sukcesu oferty publicznej
- Co emitować: dług czy akcje?
- Jaką giełdę i jaki rynek wybrać?
- Kiedy warto kierować ofertę do inwestorów zagranicznych?
- Jak wygląda proces i harmonogram oferty publicznej?
- Współpraca z doradcami
- Equity story – jak zbudować odpowiedni przekaz dla inwestorów?
- Due diligence – jakie są cele i zakres?

### **3. Prospekt emisyjny i informacje finansowe**

- Wymogi odnośnie do zawartości prospektu emisyjnego
- Jakie informacje finansowe emitent powinien przedstawić w prospekcie emisyjnym?
- Złożona historia finansowa
- Pozostałe wymogi dotyczące ofert publicznych i prospektów emisyjnych

### **4. Oferta publiczna... i co dalej?**

- Corporate governance – zasady ładu korporacyjnego
- Bieżące obowiązki informacyjne spółki po wejściu na giełdę
- Co to jest informacja poufna?
- Raportowanie okresowe spółki publicznej
- Jak budować relacje inwestorskie?
- Jak, będąc spółką publiczną, przeprowadzić kolejną emisję papierów wartościowych?

### **Organizacja szkolenia**

Ze względu na charakter transakcji na rynku kapitałowym, nasze warsztaty mają formę zamkniętą – są skierowane tylko do przedstawicieli Państwa Spółki. Szkolenie jest prowadzone w siedzibie Państwa Spółki lub w innej dogodnej lokalizacji.

### **Szkolenie dotyczące strategii pozyskania kapitału**

Dla klientów rozważających różne sposoby pozyskania kapitału, mamy do zaoferowania specjalne warsztaty na temat różnych opcji finansowania. Ich celem jest określenie podstawowych potrzeb spółki w tej kwestii oraz wskazanie możliwych kierunków ich zaspokojenia.



## Program „Gotowy do IPO” – klucz do pomyślnego debiutu

### Na czym polega program „Gotowy do IPO”?

- Program „Gotowy do IPO” służy przygotowaniu Spółki do debiutu na giełdzie
- Zakres programu jest każdorazowo dostosowany do potrzeb danej Spółki
- Przykładowy zakres programu został przedstawiony poniżej
- Produktem finalnym jest plan działań, które należy podjąć w celu sprawnego przeprowadzenia procesu IPO
- Czas trwania projektu to zazwyczaj około 3 tygodni

### Korzyści

- Wczesne rozpoznanie problemów w celu uniknięcia przykrych niespodzianek na późniejszym etapie
- Daje Zarządowi czas na wprowadzenie niezbędnych zmian
- Zmniejszenie kosztów procesu IPO
- Zmniejszenie obciążeń podatkowych
- Właściwa alokacja zasobów w celu uniknięcia „wąskich gardeł”
- Minimalizacja zakłóceń w normalnej działalności Spółki podczas procesu IPO
- Lepsze rozplanowanie i przyspieszenie procesu, w wyniku czego Spółka ma większe szanse na to, że nie przegapi momentu dobrej koniunktury na giełdzie
- Lepsze zrozumienie czynników wpływających na wartość przedsiębiorstwa z perspektywy inwestorów
- Lepsze przygotowanie merytoryczne Spółki do procesu IPO

- Lepsza pozycja Spółki w negocjacjach z bankami inwestycyjnymi/domami maklerskimi:
  - pozwala pokazać nie tylko gotowość, ale również kroki podjęte w celu wejścia na giełdę i funkcjonowania jako spółka publiczna
  - wspiera i przyspiesza proces *due diligence* ze strony banków inwestycyjnych/domów maklerskich

### Co dalej?

Po programie „Gotowy do IPO” i określeniu kolejnych kroków, z chęcią pomożemy Państwu w sprostaniu towarzyszącym im wyzwaniom.

Jasna strategia i stabilna sytuacja finansowa	Przejrzysta struktura i aspekty podatkowe	Procedury sprawozdawczości finansowej oraz kontrole wewnętrzne	Informacje finansowe dla potrzeb IPO	Ład korporacyjny i zarządzanie zasobami ludzkimi
Strategia i equity story	Struktura prawna (przejrzystość, optymalizacja, udziały)	Wdrożenie i usprawnienie procesów i procedur księgowych	Dostępność i zakres historycznych informacji finansowych	Benchmarking do wzorcowych praktyk w zakresie ładu korporacyjnego, w tym:
Dostępność informacji	Aspekty podatkowe:	Zdolność do terminowego raportowania zgodnie z MSSF	Prezentacja i zakres informacji w przypadku złożonej historii finansowej (m.in. restrukturyzacje, nabycia i zbycia spółek w okresie ostatnich 3 lat)	– Skład i struktura Rady Nadzorczej, procedury raportowania, wynagrodzenia członków Rady
Wczesne rozpoznanie potencjalnych problemów	– Ocena istniejących ryzyk podatkowych	Zdolność do monitorowania i odpowiednio szybkiego raportowania KPI	Ujawnianie i prezentacja zdarzeń jednorazowych	– Skład i struktura komitetów w ramach Rady Nadzorczej
Spójny plan strategiczny i biznesowy, budżetowanie, prognozowanie oraz kontrola budżetu	– Ocena efektywnej stawki podatkowej w obecnej strukturze biznesowej (tj. porównywalnego wskaźnika ogólnych obciążeń podatkowych), porównanie tego wskaźnika z innymi biznesami z tej samej branży (benchmarking efektywnej stawki podatkowej)	Ocena jakościowa istniejących polityk rachunkowości	Raportowanie według segmentów i kluczowe trendy	– Niezależność członków Rady Nadzorczej
Historia kredytowa	– Ocena efektywności strategii podatkowej przy obecnej strukturze	Zarządzanie płynnością, w tym prognozowanie przepływów pieniężnych	Opracowanie realistycznego planu i harmonogramu przygotowania informacji finansowych	Procedury zarządzania ryzykiem w przedsiębiorstwie
Polityka dywidend	– Ocena obecnych programów motywacyjnych (jeżeli istnieją)	Systemy informacyjne:	Przygotowanie do rozmów i korespondencji z KNF na temat informacji finansowych	Audyt wewnętrzny
Wartość spółki na tle porównywalnych podmiotów		– Środowisko oraz bezpieczeństwo IT		Relacje inwestorskie
		– Plany awaryjne dotyczące systemu IT		Reputacja i odpowiedzialność społeczna biznesu
				Plany wynagrodzeń oraz programów motywacyjnych
				Kodeks postępowania

## **Inne usługi, które PwC świadczy dla spółek planujących debiut na giełdzie**

PwC zapewnia pomoc na każdym etapie procesu wejścia na giełdę. Nasze usługi świadczymy występując w charakterze doradcy zarządu oraz właścicieli, doradcy finansowego albo w charakterze niezależnego biegłego rewidenta odpowiedzialnego za badanie, przegląd oraz weryfikację informacji finansowych w prospekcie emisyjnym.

Mamy bogate doświadczenie w pracy przy ofertach zarówno krajowych, jak i międzynarodowych, w ramach zespołów złożonych z domów maklerskich, kancelarii prawnych, biegłych rewidentów, doradców finansowych i innych podmiotów zaangażowanych w proces przygotowania do wejścia na giełdę. Wiemy, na czym polega ścisła współpraca ze spółką i z pozostałymi doradcami, konieczna do pomyślnego przeprowadzenia procesu oferty publicznej.

### **Audyt i usługi atestacyjne**

- Badania i przeglądy sprawozdań finansowych
- Raporty na temat informacji finansowych pro forma
- Raporty na temat prognoz wyników lub wyników szacunkowych
- Listy poświadczające (*comfort letters*)
- Raporty na temat kapitału obrotowego
- Raporty na temat procedur raportowania finansowego

### **Usługi doradcze dotyczące procesu IPO**

- Przygotowanie do wejścia na giełdę
- Zarządzanie procesem IPO
- Strukturyzacja oferty oraz wykorzystania wpływów z emisji
- Wybór rynku
- Wymogi dopuszczeniowe, obowiązki bieżące i okresowe
- Przygotowanie poszczególnych części prospektu emisyjnego

### **Finanse i księgowość**

- Usprawnienie procesu raportowania finansowego
- Usprawnienia w zakresie raportów zarządu oraz procesów budżetowania
- Tworzenie centrów usług wspólnych (*shared service centres*)
- Konwersja na MSSF
- Doradztwo księgowość

### **IT**

- Zarządzanie wewnętrzną strukturą IT
- Wybór systemu planowania zasobów przedsiębiorstwa
- Zarządzanie projektami migracji danych
- Zarządzanie projektami w ramach integracji/separacji
- Bezpieczeństwo danych

### **Nadzór, ryzyko i compliance**

- Projektowanie i usprawnianie systemów kontroli wewnętrznych
- Wymogi w zakresie ładu korporacyjnego
- Wdrożenie zasad ładu korporacyjnego (struktura, polityka i raportowanie)
- Pomoc w tworzeniu rad nadzorczych i komitetów
- Ustanowienie funkcji audytu wewnętrznego
- Ustanowienie funkcji relacji inwestorskich

### **Strategia i działalność operacyjna**

- Struktura biznesowa grupy
- Wsparcie w zakresie zarządzania wartością dla akcjonariuszy

### **Usługi transakcyjne**

- *Due diligence* finansowe, biznesowe i operacyjne

### **Wyceny**

- Modelowanie finansowe
- Wycena przedsiębiorstwa
- Narzędzia prezentacyjne do analizy wrażliwości i scenariuszy

### **Doradztwo w zakresie finansowania dłużnego**

- Wsparcie w zakresie pozyskania finansowania dłużnego
- Restrukturyzacja finansowania
- Negocjacje i restrukturyzacja umów kredytowych z bankami

### **Fuzje i przejęcia**

- Wybór i współpraca z bankami inwestycyjnymi
- Doradztwo w zakresie wyceny akcji na potrzeby transakcji

### **Doradztwo podatkowe**

- Przeglądy podatkowe
- Struktura podatkowa grupy
- Struktura podatkowa pozyskanego kapitału wraz z jego wykorzystaniem
- Ceny transferowe
- Opinie na temat przychodów i kosztów podatkowych
- Opinie na temat źródeł ryzyka podatkowego
- Doradztwo w zakresie efektywnych podatkowo instrumentów finansowych oraz struktur finansowania działalności spółki
- Korespondencja z organami podatkowymi

### **Doradztwo prawne**

- Struktura grupy od strony prawnej z uwzględnieniem jednostek zagranicznych
- Zakładanie spółek celowych lub *joint ventures* w Polsce lub za granicą
- Prawne *due diligence*
- Pisanie umów dotyczących pożyczek i zabezpieczeń
- Struktura fuzji i przejęć, tworzenie i negocjacje dokumentów prawnych
- Korespondencja z organami regulacyjnymi

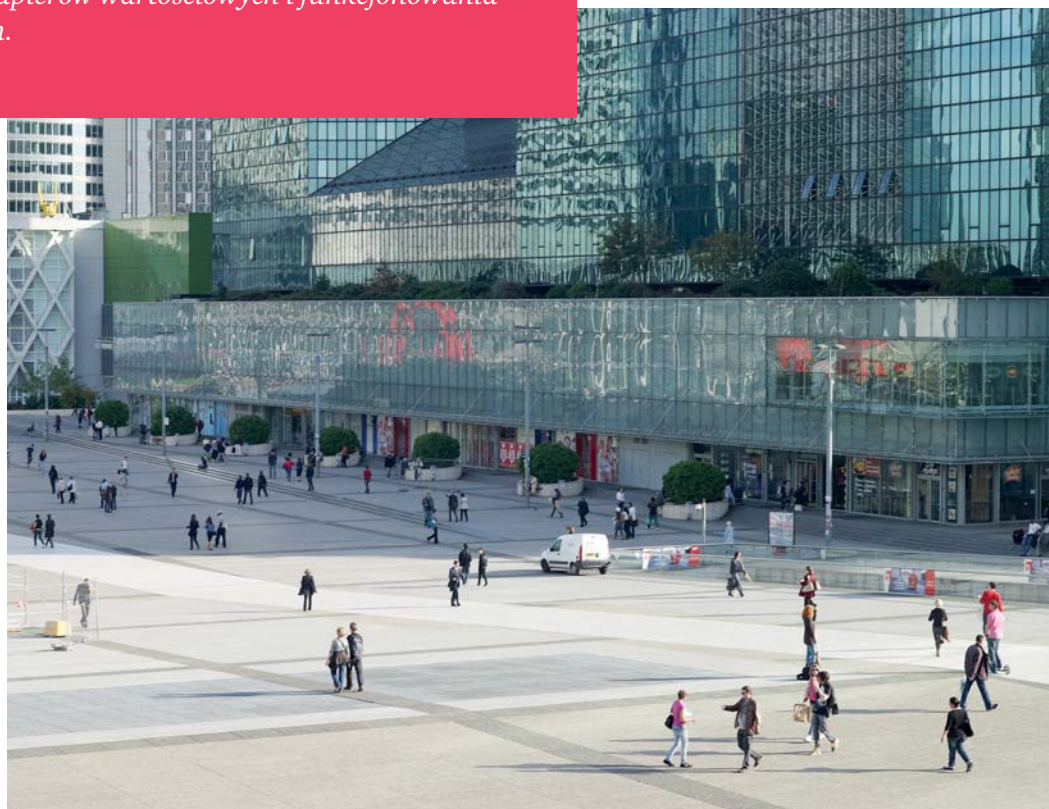
### **Zarządzanie zasobami ludzkimi**

- Modele wynagrodzeń kadry zarządzającej (z uwzględnieniem aspektów podatkowych)
- Plany opcyjne
- Ujawnianie zasad wynagradzania kadry zarządzającej w raportach rocznych

### **Szkolenia, warsztaty i seminaria**

- Szkolenia i warsztaty na temat sposobów finansowania oraz IPO
- Warsztaty z kadrą zarządzającą (strategia, zarządzanie, finanse, logistyka, zarządzanie projektami)
- Szkolenia z zakresu MSSF i innych zasad rachunkowości
- Szkolenia z zakresu zarządzania relacjami inwestorskimi

*Posiadamy szeroką wiedzę na temat najlepszych rozwiązań w zakresie przeprowadzania ofert papierów wartościowych i funkcjonowania na rynkach kapitałowych.*



## Nasze doświadczenie

W ostatnich latach członkowie naszego zespołu uczestniczyli w kilkudziesięciu transakcjach na rynkach kapitałowych. Poniżej przedstawiono wybrane projekty z naszym udziałem.

		<p><b>2013</b> IPO AviaAM Leasing na GPW w Warszawie <b>112 mln zł</b></p>	<p><b>2013</b> IPO Polskiego Holdingu Nieruchomości na GPW w Warszawie <b>239 mln zł</b></p>	<p><b>2013</b> Oferta obligacji TVN w Luksemburgu <b>430 mln euro</b></p>
		<p><b>2013</b> Oferta obligacji Grupy ITI w Luksemburgu <b>300 mln euro</b></p>	<p><b>2012</b> Oferta obligacji BRE Banku w Luksemburgu <b>500 mln euro</b></p>	<p><b>2010-2013</b> Program emisji obligacji PKO BP w Luksemburgu <b>3 mld euro</b></p>
<p><b>2007-2013</b> Program emisji listów zastawnych BRE Bank Hipoteczny na GPW <b>6 mld zł</b></p>	<p><b>2012</b> Oferta obligacji GPW na rynku Catalyst <b>170 mln zł</b></p>	<p><b>2012</b> Oferta obligacji PKO BP w Luksemburgu <b>1 mld dolarów</b></p>	<p><b>2012</b> Program emisji obligacji BRE Banku w Luksemburgu <b>2 mld euro</b></p>	<p><b>2011-2012</b> Oferta obligacji PKO BP na giełdzie w Luksemburgu <b>750 mln CHF</b></p>
<p><b>2011</b> IPO Agrowill Group na GPW w Warszawie <b>15 mln zł</b></p>	<p><b>2011</b> IPO Avia Solutions Group na GPW w Warszawie <b>77 mln zł</b></p>	<p><b>2011</b> IPO Jastrzębskiej Spółki Węglowej na GPW w Warszawie <b>5,4 mld zł</b></p>	<p><b>2011</b> IPO Toya S.A. na GPW w Warszawie <b>25,9 mln zł</b></p>	<p><b>2010</b> IPO Celtic Property Developments na GPW w Warszawie <b>Dopuszczenie akcji do obrotu</b></p>
<p><b>2010</b> IPO Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie <b>1,2 mld zł</b></p>	<p><b>2010</b> Oferta wtórna akcji AmRest na GPW w Warszawie <b>100 mln \$</b></p>	<p><b>2010</b> Oferta wtórna akcji BRE Banku na GPW w Warszawie <b>2 mld zł</b></p>	<p><b>2010</b> Oferta wtórna akcji Sfinks Polska na GPW w Warszawie <b>36 mln zł</b></p>	<p><b>2010</b> Oferta obligacji TVN w Luksemburgu <b>111 mln euro</b></p>
<p><b>2010</b> Oferta obligacji PKO BP na Giełdzie Papierów Wartościowych w Luksemburgu <b>2 mld zł</b></p>	<p><b>2010</b> Połączenie spółek z Grupy Polimex-Mostostal <b>Dopuszczenie do notowań akcji połączonego podmiotu</b></p>	<p><b>2010</b> Oferta obligacji zamiennych CEDC na rynku NASDAQ w Nowym Jorku <b>310 mln \$</b></p>	<p><b>2010</b> Oferta obligacji TVN w Luksemburgu <b>175 mln euro</b></p>	<p><b>2010</b> Oferta obligacji Grupy ITI w Luksemburgu <b>260 mln euro</b></p>
<p><b>2009</b> Oferta obligacji TVN w Luksemburgu <b>405 mln euro</b></p>	<p><b>2009</b> IPO Lubelskiego Węgla „Bogdanka” na GPW w Warszawie <b>528 mln zł</b></p>	<p><b>2009</b> Oferta wtórna akcji PKO BP na GPW w Warszawie <b>5 mld zł</b></p>	<p><b>2008</b> Oferta wtórna akcji CEDC na NASDAQ w Nowym Jorku i GPW w Warszawie <b>230 mln \$</b></p>	<p><b>2008</b> IPO Atlas Estates na GPW w Warszawie <b>Dopuszczenie akcji do obrotu</b></p>

# Gdzie mogę dowiedzieć się więcej?

Zapraszamy do skorzystania z innych naszych publikacji poświęconych tematyce rynków kapitałowych. Elektroniczne wersje publikacji dostępne są na naszej stronie internetowej: [www.pwc.pl/rynkikapitalowe](http://www.pwc.pl/rynkikapitalowe)



## **IPO Watch Europe**

Omówienie debiutów i pierwszych ofert publicznych na największych giełdach w Europie publikowane co kwartał oraz w formie rocznego podsumowania



## **Executing a successful listing – London**

W tej publikacji ukazane jest podsumowanie informacji o poszczególnych rynkach giełdy w Londynie, zasadach notowania dla każdego z nich, a także opis procesu dopuszczenia papierów wartościowych do obrotu na tych rynkach oraz regulacji z tym związanych. Publikacja dostępna jest na stronie: [www.pwc.co.uk](http://www.pwc.co.uk). (ang. wer. językowa)



## **Złożona historia finansowa w europejskich prospektach emisyjnych – przykłady prezentacji**

Przygotowaliśmy tę broszurę, by pomóc spółkom i ich doradcom w określeniu, jakie historyczne informacje finansowe należy zamieścić w prospekcie emisyjnym w przypadku złożonej historii finansowej. Zostały w niej przedstawione przykłady zastosowania obowiązujących zasad w wielu przypadkach, z którymi spotkaliśmy się we współpracy z naszymi klientami przygotowującymi prospekty emisyjne



## **Skuteczność rad nadzorczych w spółkach publicznych notowanych na GPW**

Raport ma na celu zidentyfikowanie kluczowych czynników decydujących o skuteczności rady nadzorczej oraz wskazanie pożądanych działań w celu poprawy tej skuteczności. Nasze obserwacje wynikają z szeregu wywiadów przeprowadzonych z członkami rad nadzorczych, prezesami zarządów i akcjonariuszami oraz porównania przedstawionego przez nich obrazu z bardziej dojrzałym rynkiem kapitałowym – spółkami notowanymi na giełdzie w Londynie.



## **Complex Financial Histories**

Opracowanie to jest przewodnikiem po regulacjach oraz praktyce rynkowej w zakresie historycznych informacji finansowych, które należy zamieścić w prospekcie emisyjnym. W publikacji omówiono w szczególności zmiany w zapisach Rozporządzenia o Prospekcie, które uściśliły, kiedy zachodzi konieczność zamieszczenia dodatkowych informacji finansowych w prospekcie emisyjnym w związku ze złożoną historią finansową lub znaczącym zobowiązaniem finansowym emitenta (ang. wer. językowa)



## **Wynagrodzenia zarządów największych spółek giełdowych**

Raport stanowi podsumowanie badania przeprowadzonego przez PwC. Główne wnioski dotyczą trendów w wynagrodzeniach członków zarządów spółek giełdowych, a także zmian w strukturze pakietu wynagrodzeń oraz w poziomach wynagrodzeń, jakie zaszły w ostatnim okresie.

# Do kogo w PwC mogę się zwrócić?

## Rynki kapitałowe



### **Tomasz Konieczny**

Partner

tel. +48 22 746 4285

tomasz.konieczny@pl.pwc.com



### **Filip Gorczyca**

tel. +48 22 746 4172

filip.gorczyca@pl.pwc.com



### **Anna Wójtowicz**

tel. +48 22 746 4447

anna.wojtowicz@pl.pwc.com



### **Bartosz Margol**

tel: +48 22 746 4646

bartosz.margol@pl.pwc.com



### **Bartosz Strąkowski**

tel. +48 22 746 6672

bartosz.strakowski@pl.pwc.com



### **Piotr Krzemiński**

tel. +48 519 507 462

piotr.krzeminski@pl.pwc.com

## Doradztwo prawne



### **Mateusz Ordyk**

tel. +48 22 746 6284

mateusz.ordyk@pl.pwc.com



Niniejsza publikacja została przygotowana wyłącznie w celach ogólnoinformacyjnych i nie stanowi porady w rozumieniu polskich przepisów. Nie powinni Państwo opierać swoich działań/decyzji na treści informacji zawartych w tej publikacji bez uprzedniego uzyskania profesjonalnej porady. Nie gwarantujemy (w sposób wyraźny, ani dorozumiany) prawidłowości, ani dokładności informacji zawartych w naszej publikacji. Ponadto, w zakresie przewidzianym przez prawo polskie, PricewaterhouseCoopers Sp. z o.o., jej partnerzy, pracownicy, ani przedstawiciele nie podejmują wobec Państwa żadnych zobowiązań oraz nie przyjmują na siebie żadnej odpowiedzialności – ani umownej, ani z żadnego innego tytułu – za jakiegokolwiek straty, szkody ani wydatki, które mogą być pośrednim lub bezpośrednim skutkiem działania podjętego na podstawie informacji zawartych w niniejszej publikacji lub decyzji podjętych na jej podstawie.