

# *Droga na giełdę*

*Rynki kapitałowe*





# Spis treści

Wstęp	3
<b>I. Przed decyzją o IPO</b>	<b>5</b>
Gdzie szukać kapitału? Czy IPO to dobry wybór?	6
Spółka niepubliczna czy spółka publiczna?	9
Czy teraz jest dobry moment na IPO?	10
Jaki rynek wybrać?	13
A może debiut za granicą?	14
Czy inwestorzy zainteresują się spółką z mojej branży?	16
Czy moja spółka ma odpowiednią wielkość, aby zadebiutować na giełdzie? Ile środków może pozyskać z oferty?	17
Ile kosztuje IPO?	19
Ile może być warta moja spółka?	20
<b>II. IPO – wejście na giełdę i funkcjonowanie jako spółka publiczna</b>	<b>23</b>
Czy jesteśmy gotowi do debiutu na giełdzie?	24
Ile trwa proces IPO?	25
Jak wyglądają pierwsze kroki formalno-prawne?	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 wyglądają kluczowe etapy oferty publicznej?	33
Jak wygląda debiut na NewConnect?	34
Jakie są obowiązki spółki notowanej na giełdzie?	36
<b>III. Nasze wsparcie</b>	<b>39</b>
Jak PwC może mi pomóc?	40
Dlaczego warto współpracować z PwC?	42
Gdzie mogę dowiedzieć się więcej?	43
Do kogo w PwC mogę się zwrócić?	44

# Wstęp

## Szanowni Państwo,

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

Nasza publikacja podsumowuje również debiuty na warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych w ostatnich latach. W 2007 roku odnotowano rekordową aktywność w zakresie IPO. Jednak światowy kryzys na rynkach finansowych nie ominął Polski, prowadząc do spadku kursów akcji i liczby debiutów na warszawskim parkiecie w latach 2008 i 2009.

Mimo to, nawet w tym trudnym dla rynków kapitałowych okresie, GPW w dalszym ciągu umacniała swoją pozycję wśród rynków europejskich, przyciągając nowe spółki, zarówno na rynek regulowany, jak i na utworzony w 2007 roku NewConnect, który w dość krótkim okresie stał się jednym z najbardziej aktywnych rynków alternatywnych w Europie. Symbolami znaczącej poprawy aktywności w zakresie IPO w Warszawie w 2010 roku były wielkie oferty publiczne PZU, Tauronu Polskiej Energii oraz samej GPW. Potwierdza to tezę, że giełda bardzo dobrze spełnia swoje funkcje, a GPW staje się centrum finansowym Europy Środkowo-Wschodniej, przyciągając coraz więcej podmiotów krajowych i zagranicznych.

Jeżeli mają Państwo pytania dotyczące naszego opracowania, procesu wejścia na giełdę czy funkcjonowania rynków kapitałowych, zapraszamy do kontaktu z naszymi specjalistami do spraw rynków kapitałowych – autorami tej publikacji.



**Jacek Socha**  
Wiceprezes



**Tomasz Konieczny**  
Partner





---

# I.

## *Przed decyzją o IPO*

# Gdzie szukać kapitału? Czy IPO to dobry wybór?

*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.*

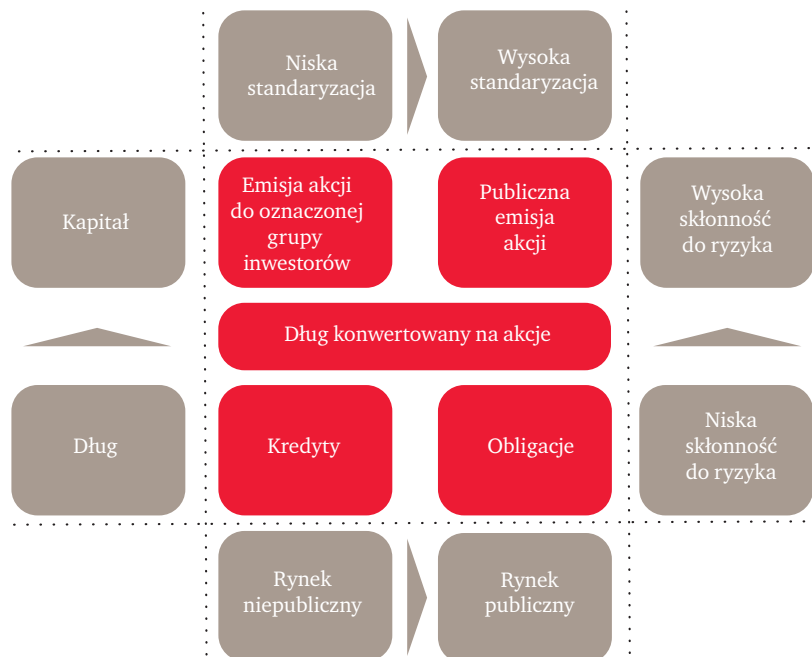
## Czym jest IPO?

IPO (ang. Initial Public Offering) oznacza pierwszą ofertę publiczną, czyli skierowanie po raz pierwszy propozycji nabycia akcji spółki do szerokiego kręgu inwestorów. Decyzja o ewentualnym wejściu na giełdę powinna zostać poprzedzona opracowaniem przejrzystej i dobrze przemyślanej strategii finansowej. Dopiero wówczas można podjąć decyzję co do dalszej drogi rozwoju oraz sposobu jej finansowania. Dokonanie właściwych wyborów w tym zakresie jest niezmiernie ważne dla dalszego rozwoju spółki.

Jedną z podstawowych decyzji jeśli chodzi o opcje finansowania działalności to wybór pomiędzy finansowaniem kapitałem własnym a kapitałem obcym, czyli długiem (możliwe jest również połączenie tych alternatyw).

Kapitał własny co do zasady 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 i łatwiej podlega spłacie, ale 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 finansowanie dłużne znacznie częściej wykorzystywane jest do finansowania określonego celu.

Rysunek 1. Najważniejsze opcje finansowania oraz typy instrumentów finansowych



*Otwarty we wrześniu 2009 roku przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie rynek nieskarbowych instrumentów dłużnych Catalyst przyciągnął w roku 2010 emisje o wartości 21,6 mld zł.*

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 przedmiotem bardziej szczegółowych analiz 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. 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 prywatną. Dużą popularnością cieszą się oferty prywatne, czyli skierowane do określonych adresatów. Sytuacja ta jednak stopniowo zmienia się wraz z rozwojem rynku wtórnego.

W przypadku wyboru rynku prywatnego 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 prywatna 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 rozładniają automatycznie udziałów dotychczasowych akcjonariuszy, a jednocześnie inwestorzy są zazwyczaj skłonni zaakceptować wyższy poziom ryzyka niż w wypadku zwykłych obligacji. Trudność może stanowić jednak m.in. znalezienie nabywców na tego typu instrumenty, gdyż grono potencjalnych inwestorów jest mocno ograniczone.



### **Korzyści z wejścia na giełdę**

W porównaniu do innych, wskazanych wcześniej źródeł finansowania, pozyskanie kapitału w drodze oferty publicznej i wejścia na giełdę niesie ze sobą wiele korzyści dla spółki i jej właścicieli. Obok przedstawiono niektóre z typowych pozytywnych skutków IPO.

### **Obawy i koszty związane z wejściem na giełdę**

Wejście na giełdę przynosi nie tylko korzyści, 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 większego respektowania praw akcjonariuszy mniejszościowych,
- oddanie części przyszłych zysków.

#### **Kapitał**

- Pozyskanie środków na poszerzenie działalności.
- Łatwiejszy i tańszy dostęp do kapitału w przyszłości.
- Zapewnienie właścicielom możliwości szybkiej sprzedaży akcji.

#### **Prestiż i promocja**

- Poprawa wizerunku i wiarygodności spółki.
- Zwiększenie rozpoznawalności spółki oraz jej produktów.

#### **Wycena**

- Uzyskanie rynkowej wyceny spółki.
- Większe możliwości dokonywania przejęć innych spółek.

#### **Motywacja**

- Pozyskanie lub zatrzymanie pracowników.

#### **Uporządkowanie działalności**

- Spójna struktura i przejrzystość działalności.



# Spółka niepubliczna czy spółka publiczna?

*Wejście na giełdę jest kamieniem milowym w rozwoju przedsiębiorstwa i wiąże się nie tylko ze zmianami w różnych obszarach jego działania, lecz wymaga również zmiany sposobu myślenia o biznesie i strategii. Poniżej przedstawiono niektóre z najważniejszych różnic między spółką niepubliczną a spółką 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; długoterminowy lub nastawiony na szybką realizację zysków ze wzrostu cen akcji
Możliwość nabycia/zbycia akcji	Ograniczona	Nieograniczona (w przypadku akcji w wolnym obrocie)
Sposób dokonywania transakcji	Bezpośredni	Anonimowy (zorganizowany system obrotu)
Wycena	Utrudniona	Dostępna na bieżąco
Dostęp do informacji na temat spółki	Ograniczony	Informacja dostępna publicznie
Przejrzystość	Ograniczona	Obowiązek publikacji prospektu emisyjnego, raportów bieżących i okresowych, zgodność z zasadami ładu korporacyjnego
Struktura i sposób zarządzania	Mniej sformalizowane	W pełni sformalizowane
Rozpoznawalność spółki	Odróżnienie od konkurentów 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 bardzo atrakcyjna oferta może nie zakończyć się sukcesem, jeśli zostanie przeprowadzona w okresie złej koniunktury. Aktywność w zakresie IPO jest powiązana bowiem z sytuacją gospodarczą oraz trendami na rynkach kapitałowych. Poniżej przedstawiono, jak kształtowała się ona 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 IPO aż 81 spółek, a kolejne 24 zadebiutowały na utworzonym w sierpniu 2007 roku alternatywnym rynku NewConnect.

Szczyt liczby debiutów przypadł na czas hossy zakończonej na przełomie lat 2007 i 2008. Pogorszenie nastrojów na giełdzie, które nastąpiło w pierwszych miesiącach 2008 roku, a także globalny kryzys finansowy i gospodarczy wyraźnie odbiły się na liczbie IPO na wszystkich światowych rynkach. Na warszawskiej GPW aktywność w tym zakresie IPO znacząco spadła w trzecim kwartale 2008 roku – dotyczyło to przede wszystkim rynku głównego (łącznie 32 debiuty w całym 2008 roku). Z kolei liczba debiutów na NewConnect utrzymywała się we wszystkich kwartałach na wysokim poziomie.

W 2009 roku aktywność w zakresie IPO była bardzo niska w porównaniu do poprzednich lat – odnotowano zaledwie 38 IPO, w tym jedynie 12 na rynku głównym. Należy jednak podkreślić, że w okresie kryzysu warszawska giełda wyróżniała się na tle innych europejskich rynków i plasowała się w czołówce pod względem wartości przeprowadzanych pierwszych ofert publicznych. W 2009 roku pod względem liczby debiutów stała się europejskim liderem, a IPO spółki PGE Polska Grupa Energetyczna było największą pierwszą ofertą publiczną w Europie, co umocniło pozycję GPW wśród innych rynków.

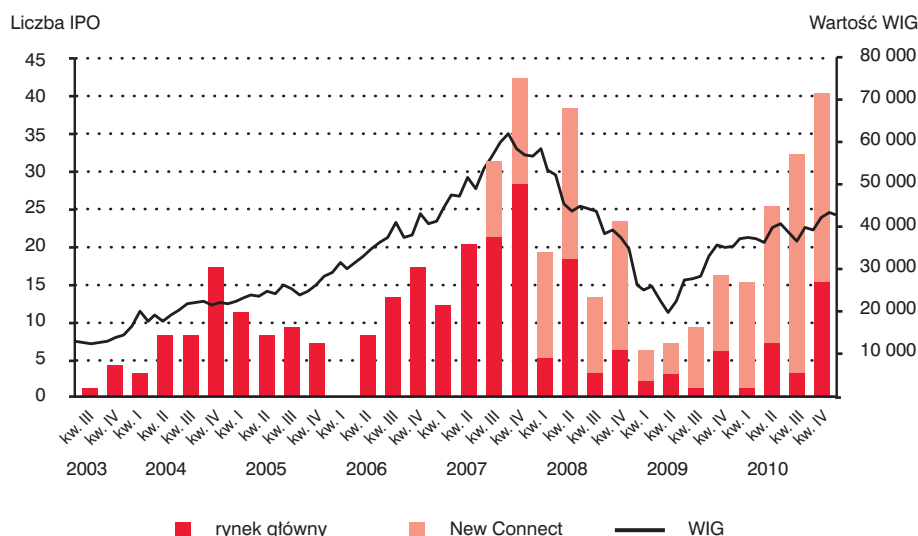
Wraz ze stopniową poprawą sytuacji gospodarczej i koniunktury na rynku kapitałowym liczba debiutów na warszawskiej GPW wzrosła w 2010 roku do 112, z czego 86 miało miejsce na NewConnect.

*Optymalny moment na przeprowadzenie oferty publicznej to okres wzrostu rynku. Należy jednak pamiętać, że okres przygotowania do debiutu 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.*

**Tomasz Konieczny**

Partner w zespole ds. rynków kapitałowych PwC

Wykres 1. Liczba IPO na rynku głównym i NewConnect w latach 2003-2010 na tle indeksu WIG



Źródło: PwC

*Po okresie silnych spadków na giełdach i mniejszej aktywności w zakresie IPO w latach 2008-2009, od początku 2010 r. obserwowane są oznaki ożywienia. Inwestorzy w dalszym ciągu zachowują ostrożność, co odbija się m.in. na wycenie spółek. Jednocześnie przeprowadzone z sukcesem oferty dowodzą, iż spółki o stabilnych fundamentach mogą liczyć na pozyskanie środków od inwestorów.*

**Jacek Socha**

Wiceprezes PwC w Polsce

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 odpowiadała dużej liczbie IPO. Działo się tak głównie za sprawą pojedynczych ofert o dużej wartości, w tym szczególnie ofert prywatyzacyjnych Skarbu Państwa. Bardzo wysoka wartość krajowych ofert w 2004 roku (10 741 mln zł) związana była przede wszystkim z ofertą prywatyzacyjną PKO BP (7 601 mln zł). W 2007 roku łączna wartość krajowych IPO wyniosła 5 346 mln zł (przy 93 debiutach), podczas gdy w „kryzysowym” 2009 roku (37 krajowych IPO) rodzimi debiutanci pozyskali łącznie 6 800 mln zł, na co największy wpływ miała oferta spółki PGE Polska Grupa Energetyczna (5 969 mln zł).

W okresie 2003-2010 oferty o największej łącznej wartości (14 426 mln zł) odnotowano w 2010 roku – należały do nich IPO m.in. takich spółek, jak PZU (8 069 mln zł), Tauron Polska Energia (4 212 mln zł) czy wreszcie samej GPW (1 208 mln zł). Jednak warszawski rynek charakteryzuje się przede wszystkim ofertami małej i średniej wielkości. Stąd na zmiany łącznej wartości krajowych IPO bardzo istotnie wpływa polityka prywatyzacyjna rządu. Oferty Skarbu Państwa niewątpliwie zwiększają zainteresowanie giełdą zarówno inwestorów w kraju, jak i za granicą, mają także duży wpływ na wzrost kapitalizacji rynku.

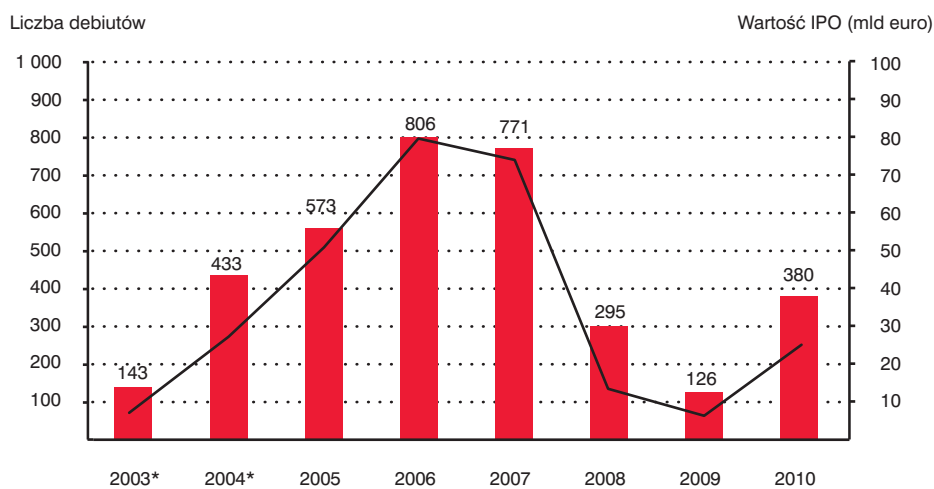
Wykres 2. Wartość krajowych IPO na rynku głównym GPW i NewConnect w latach 2003-2010 (w mln zł)



Źródło: PwC

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 skłonności do lokowania kapitału w akcje są zazwyczaj zbieżne.

Wykres 3. Liczba i wartość IPO na najważniejszych rynkach europejskich w latach 2003-2010

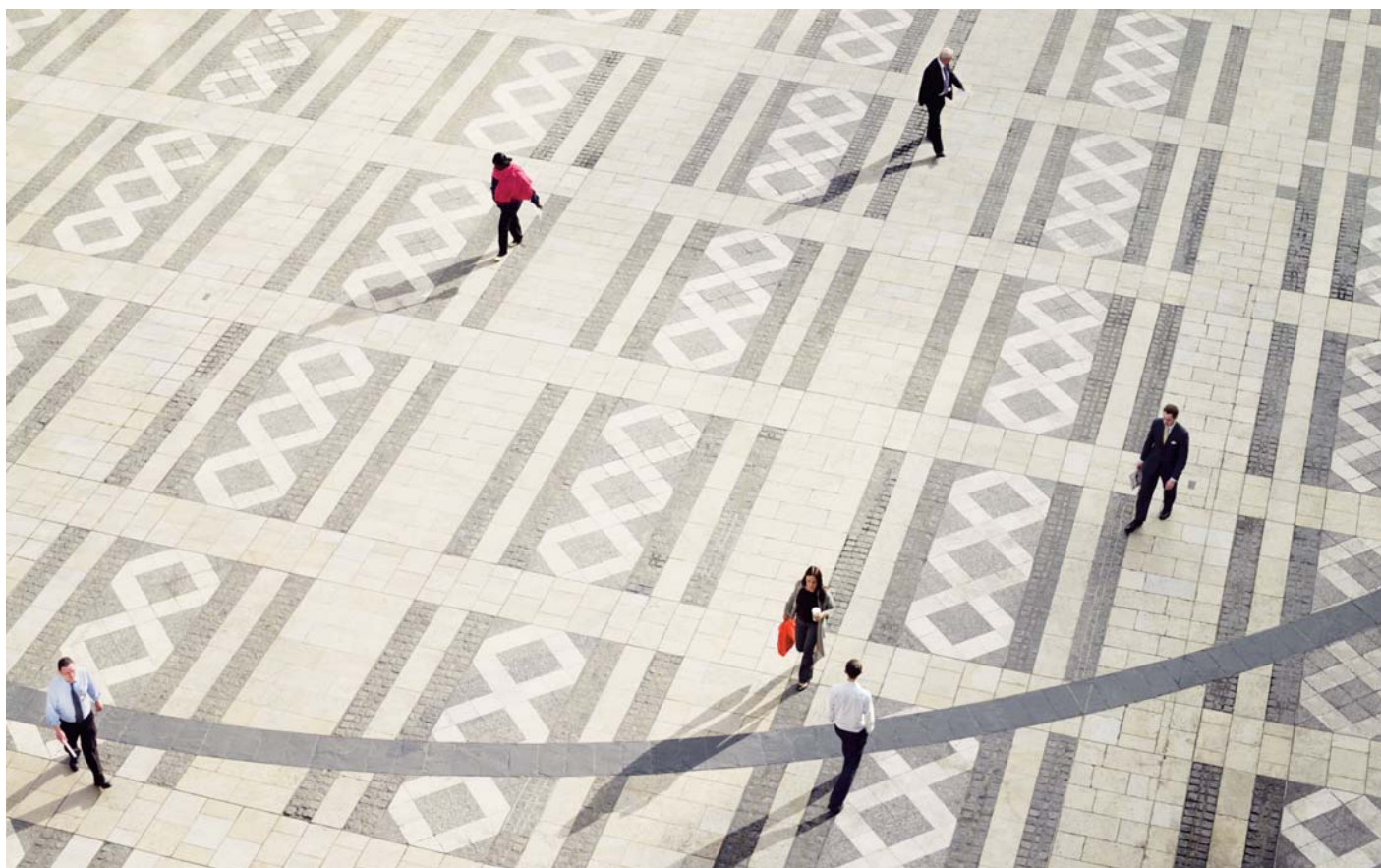


Źródło: PwC – IPO Watch Europe

■ liczba debiutów

— wartość IPO

\* dane za lata 2003-2004 zawierają informacje o debiutach na niektórych rynkach alternatywnych, które nie były uwzględnione w kolejnych latach





# Jaki rynek wybrać?

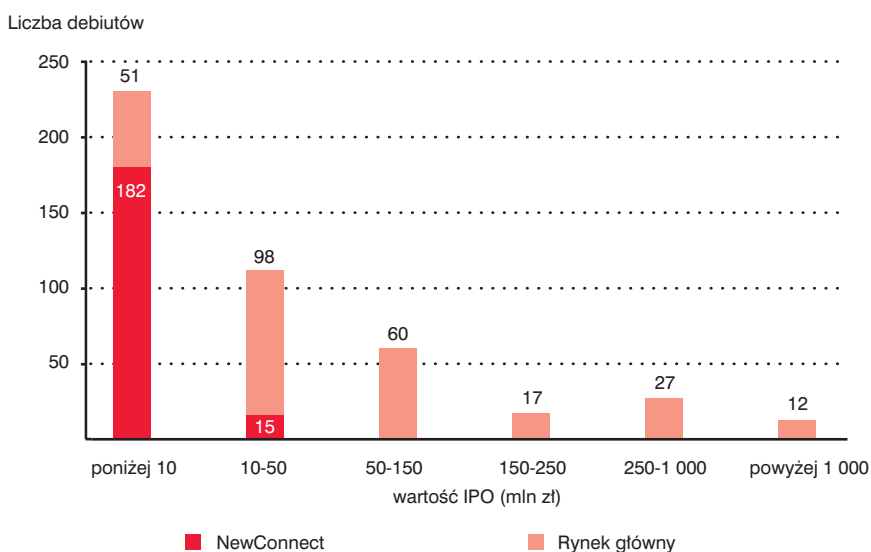
Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie prowadzi dwa rynki giełdowe – rynek główny oraz NewConnect. Rynek główny jest rynkiem regulowanym, którego zasady działania są określane przez powszechnie obowiązujące prawo. Natomiast NewConnect jest alternatywnym systemem obrotu, regulowanym przepisami określonymi 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
szeroka 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

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

Wykres 4. Liczba debiutów na NewConnect i na rynku głównym w zależności od wielkości oferty (w mln zł) w latach 2003-2010



Źródło: PwC

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.

# A może debiut za granicą?

Dzięki członkostwu Polski w Unii Europejskiej polskie spółki mają ułatwiony dostęp do wszystkich europejskich rynków. Prospekt emisyjny zatwierdzony w Polsce przez KNF może być wykorzystany przy debiucie na innych giełdach w Unii Europejskiej. 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, chęć zwiększenia swojego prestiżu lub planowane przejścia innych podmiotów. 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 ostatnich latach praktycznie nie występowały. Podczas gdy polskie podmioty wybierają wyłącznie GPW jako rynek debiutu, warszawska giełda staje się atrakcyjnym rynkiem dla spółek zagranicznych i przyciąga coraz więcej podmiotów spoza Polski, zwłaszcza z krajów Europy Środkowo-Wschodniej.

*Spółki rozważające oferowanie swoich akcji inwestorom zagranicznym nie muszą wcale szukać rynku dla notowania akcji poza Polską. Praktyką w przypadku dużych IPO jest notowanie tylko na jednym rynku i sprzedaż części akcji w ramach prywatnej oferty, 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. Regulą 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

Tabela 1. Liczba debiutów giełdowych i wartość IPO w latach 2008-2010 na wybranych giełdach europejskich (wartość w mln euro)

	2008		2009		2010	
	liczba	wartość	liczba	wartość	liczba	wartość
Londyn <sup>(1,2)</sup>	99	8 884	25	1 660	114	10 519
Warszawa <sup>(1)</sup>	91	2 502	38	1 594	112	3 810
NYSE Euronext	23	2 497	9	1 907	32	417
Luksemburg <sup>(2)</sup>	19	285	22	1 575	36	797
Pozostałe rynki	65	1 193	32	376	86	10 743
<b>Razem</b>	<b>295</b>	<b>13 953</b>	<b>126</b>	<b>7 112</b>	<b>380</b>	<b>26 286</b>

Źródło: PwC – IPO Watch Europe

<sup>(1)</sup> w 2008 roku miał miejsce debiut New World Resources – jednocześnie na giełdzie w Londynie, Warszawie i Pradze; wartość IPO wyniosła 1.390 mln euro

<sup>(2)</sup> w 2008 roku miał miejsce debiut Energy Oil – jednocześnie na giełdzie w Londynie i Luksemburgu; wartość IPO wyniosła 18 mln euro

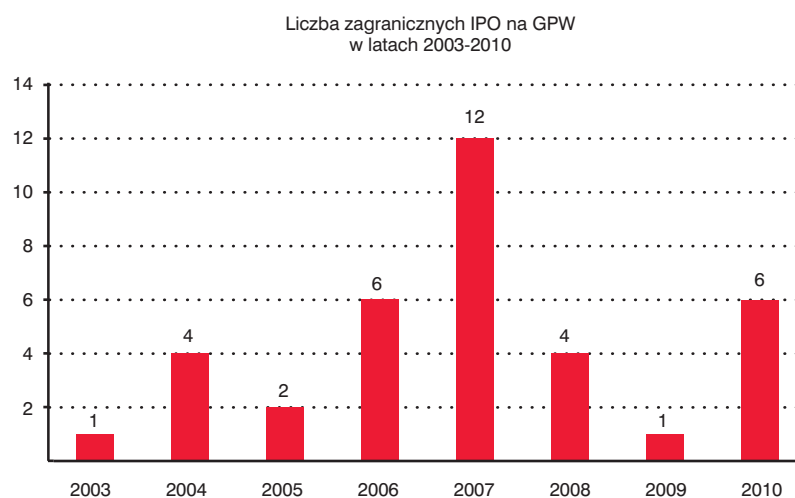
*Od 2003 roku, kiedy to na GPW zadebiutowała pierwsza spółka zagraniczna (BACA), do końca 2010 roku na warszawskiej giełdzie odnotowano łącznie 36 IPO spółek spoza Polski, w tym trzy na rynku NewConnect.*

Wśród zagranicznych debiutantów 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 – węgierski MOL, włoski Unicredit oraz czeski CEZ).

Zagraniczne spółki debiutujące na GPW reprezentują różne branże. Największe grupy reprezentują sektor nieruchomości (osiem debiutów) oraz branżę spożywczą (sześć 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 ich faktyczne pochodzenie – np. w przypadku spółek działających na Ukrainie wszystkie IPO przeprowadzono z wykorzystaniem spółek celowych zarejestrowanych w krajach UE.

Rosnąca liczba zagranicznych emitentów świadczy o tym, że warszawska GPW powoli zaczyna pełnić 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.

Wykres 5. Liczba debiutów zagranicznych spółek na GPW



Źródło: PwC

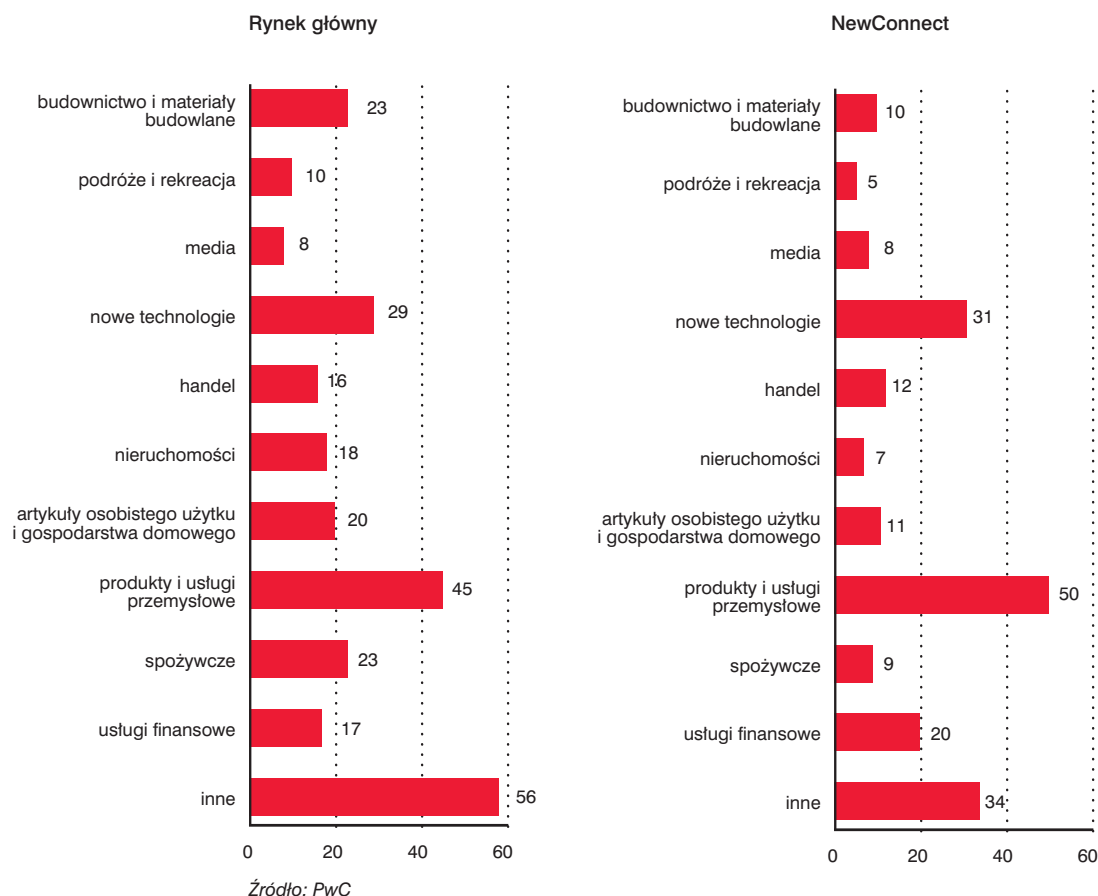
# Czy inwestorzy zainteresują się spółką z mojej branży?

Spółki notowane na GPW reprezentują większość sektorów gospodarki. W latach 2003-2010 największą grupę debiutantów stanowiły spółki z sektora produktów i usług przemysłowych (łącznie 95 debiutów na rynku głównym i NewConnect). Kolejne miejsca przypadły podmiotom z sektora nowych technologii (60) oraz usług finansowych (37). Debiutanci z tych branż silnie zaznaczyli swą obecność zarówno na rynku głównym, jak i na NewConnect, zauważalne są jednak pewne różnice między oboma rynkami. I tak np. podmioty z branży budownictwa i materiałów budowlanych częściej wybierały rynek główny (23) niż alternatywny (10). Podobna sytuacja dotyczy branży spożywczej (23 debiuty na rynku głównym, 9 – na NewConnect). Z kolei wszystkie debiutujące w latach 2003-2010 podmioty krajowe o działalności inwestycyjnej (11) wybrały rynek alternatywny jako miejsce pierwszego notowania akcji.

*Gięda co do zasady 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 nieruchomościowy. Przed wybuchem globalnego kryzysu finansowego spółki z tej 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 danej branży czasach.*

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

Wykres 6. Liczba IPO na rynku głównym i NewConnect według sektora – lata 2003-2010



# Czy moja spółka ma odpowiednią wielkość, aby zadebiutować na giełdzie? Ile środków może pozyskać z oferty?



W latach 2003-2010 wśród giełdowych debiutantów 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, plasujące się często wśród największych ofert 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 2003-2010

	wartość (mln zł)	data debiutu
PZU	8 069	12.11.2010
PKO Bank Polski	7 601	10.11.2004
PGE Polska Grupa Energetyczna	5 969	06.11.2009

Tabela 2. Liczba debiutów spółek krajowych (z ofertą akcji) i średnia wielkość oferty (mln zł) na rynku głównym GPW w zależności od aktywów ogółem oraz przychodów w latach 2003-2010

Aktywa ogółem (mln zł)	liczba debiutów	średnia wielkość oferty (mln zł)	Przychody (mln zł)	liczba debiutów	średnia wielkość oferty (mln zł)
0-50	97	26	0-50	82	39
50-150	54	53	50-150	67	53
150-250	21	90	150-250	19	226
250-1000	26	301	250-1000	26	198
powyżej 1000	16	2 205	powyżej 1000	20	1 711
	<b>214</b>	<b>235</b>		<b>214</b>	<b>235</b>

Źródło: PwC

*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 bardziej wpływają na wybór rynku 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.*

**Dariusz Kaszkur**, Zespół ds. rynków kapitałowych PwC



*Łącznie na rynku głównym GPW i na NewConnect od 2008 do 2010 roku odnotowano 194 debiuty spółek o wartości aktywów poniżej 50 mln zł. Z tej liczby aż 166 debiutujących spółek, czyli 86%, zdecydowało się na NewConnect.*

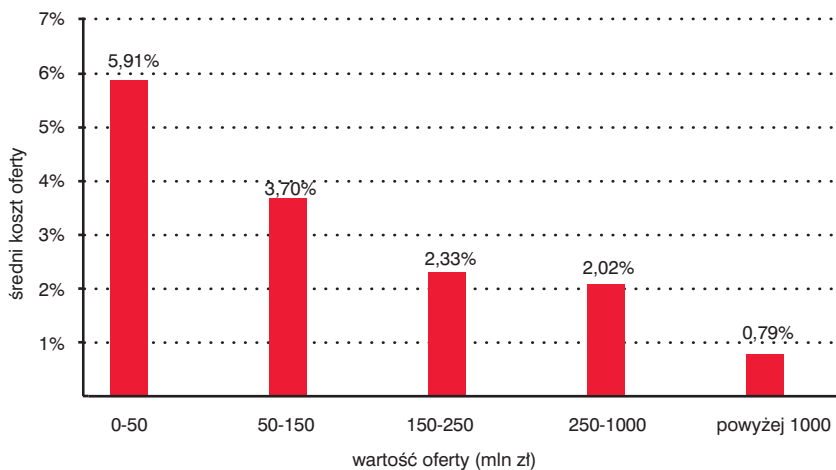
W całym analizowanym okresie (2003-2010) najliczniejszą grupę podmiotów debiutujących na rynku głównym stanowiły spółki małe, których aktywa lub przychody nie przekraczały 50 mln zł. W tej grupie znaczący udział mieli debiutanci o przychodach i sumie aktywów poniżej 10 mln zł. Sytuacja zmieniła się nieco po uruchomieniu rynku NewConnect w sierpniu 2007 roku. O ile w okresie 2003-2007 wartość aktywów poniżej 10 mln zł wykazywało 13% debiutantów na rynku głównym, to w latach 2008-2010 takich spółek było już tylko 6% (podobny trend wystąpił w przypadku przedsiębiorstw o wartości przychodów mniejszej niż 10 mln zł: w latach 2003-2007 było ich 12%, w okresie 2008-2010 – zaledwie 7%).

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 siedmiu spółek spośród 197 debiutujących do końca 2010 roku suma aktywów przekraczała 50 mln zł, a jedenaście podmiotów osiągnęło przychody przekraczające 50 mln zł. W 34 przypadkach inwestorzy kupowali akcje spółek, które spodziewały się pierwszych przychodów dopiero po debiucie.



# Ile kosztuje IPO?

Wykres 7. Średni koszt oferty spółek krajowych na rynku głównym GPW w stosunku do wartości oferty w latach 2003-2010 (bez kosztów subemisji)



Źródło: PwC

*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.*

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 5,91%. Natomiast koszty ofert powyżej miliarda zł osiągały średnio zaledwie 0,79% wysokości pozyskanych środków.

Od ogólnej tendencji bywały także wyjątki, jednak spośród 23 debiutów na rynku głównym, w przypadku których koszty przekroczyły 10% wartości oferty, tylko trzy IPO osiągnęły wartość 50 mln zł lub większą (Petroinvest – 120 mln zł, Grupa Kolastyna – 53 mln zł, NTT System – 50 mln zł).

Z drugiej strony, względny koszt IPO spółki Inter Cars wyniósł jedynie 0,75% oferty wartej 80 mln zł. W wartościach bezwzględnych najmniej – 0,1 mln zł – kosztowały oferty Capital Partners i PC Guard, natomiast oferta o największej wartości – PZU – kosztowała 50 mln zł.

Koszty debiutu w ujęciu bezwzględnym na rynku NewConnect są co do zasady znacząco 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 dwóch przypadkach były wyższe niż 1 mln zł, a w zdecydowanej większości koszty nie przekroczyły 0,5 mln zł. Znaczna ich część ma charakter stały, co powoduje, że dla małych ofert (charakterystycznych dla NewConnect) wysokość kosztów w odniesieniu do środków pozyskanych z oferty przyjmuje bardzo zróżnicowane wartości.

# Ile może być warta moja spółka?

## Jakiej wyceny mogą się spodziewać?

Zarówno inwestorzy instytucjonalni, jak i indywidualni, podejmują decyzję inwestycyjną po analizie spółki, która często obejmuje wycenę. Inwestorzy instytucjonalni zwykle mają długi horyzont inwestycyjny – ich analizy mogą również dotyczyć otoczenia rynkowego, w którym działa spółka, oraz jego perspektyw.

Wśród najbardziej popularnych metod wyceny są metody porównawcze (mnożnikowe) wykorzystujące kursy akcji spółek z porównywalnych sektorów oraz metody dochodowe. Oba podejścia mają swoje zalety, ale również 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 prezentuje tabela 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 sposoby określania wartości spółki.

Tabela 3. Zmiany wartości wskaźników C/WK oraz C/Z dla wybranych sektorów na rynku głównym GPW

	Wartość wskaźnika C/WK (P/BV)*			
	31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010
Przemysł spożywczy	3,57	1,56	2,51	3,31
Budownictwo	4,37	1,72	1,77	1,79
Przemysł motoryzacyjny	bd.	0,61	1,21	1,27
Banki	2,48	0,84	0,94	0,86
Deweloperzy	2,62	0,22	0,74	0,94
Handel detaliczny	5,97	1,81	2,34	3,14
Informatyka	2,36	1,06	1,19	1,08

	Wartość wskaźnika C/Z (P/E)**			
	31.12.2007	31.12.2008	31.12.2009	31.12.2010
Przemysł spożywczy	18	10,7	26,6	47,1
Budownictwo	39,6	14,4	13,4	20
Przemysł motoryzacyjny	bd.	5,3	34	16,7
Banki	12,7	7,8	18,4	19,5
Deweloperzy	11,7	2,2	bd.	15,6
Handel detaliczny	35,8	16	190,4	32,3
Informatyka	22,2	9,5	18,2	15,5

Źródło: Ceduła GPW

\* 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 zysków spółki, sprzedaży i wartości księgowej na jedną akcję. Spółka, której wskaźniki kształtują się poniżej mediany w danej branży, uważana jest co do zasady za niedowartościowaną, a spółka o wskaźnikach wyższych niż przeciętne dla sektora – za przewartościowaną. Z drugiej jednak strony wielu inwestorów giełdowych wybiera spółki radzące sobie lepiej niż konkurencja, licząc, że trend ten będzie się utrzymywał. Druga połowa roku 2007 pokazała, że rynkowe wyceny spółek praktycznie ze wszystkich branż były zbyt optymistyczne. Aktualnie emitenci mogą liczyć na wyższe wyceny niż w okresie kryzysu, jednak najatrakcyjniejsze sektory podczas hossy z lat 2003-2007, czyli technologie, finanse, budownictwo i deweloperzy, ustąpiły miejsca nowym, takim jak surowce naturalne i rolne, motoryzacja, handel detaliczny. Na koniec 2010 roku spółki działające w tych sektorach były postrzegane jako najbardziej atrakcyjne na warszawskiej giełdzie. Należy zaznaczyć, że wskaźniki rynkowe są bardzo podatne na zawirowania na rynkach kapitałowych i potrafią się znacząco zmieniać nawet w krótkich odstępach czasu, dlatego istotne jest, by analizę wskaźnikową wspierała także inna, niezależna wycena – na przykład metodą dochodową.

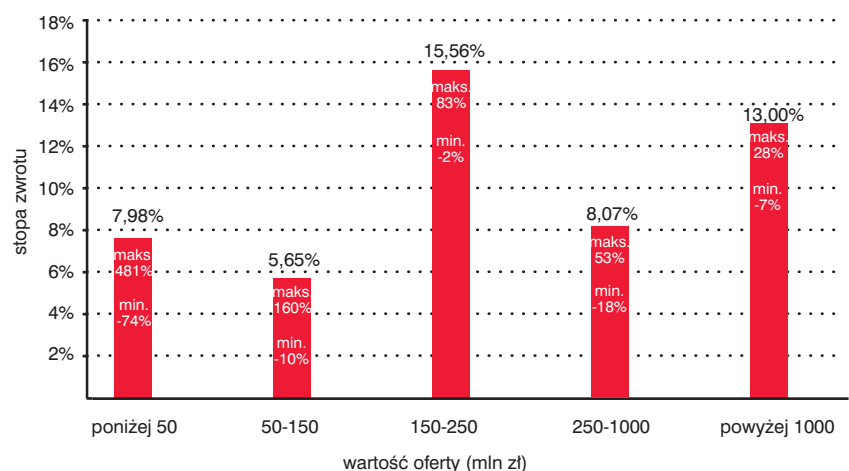
Jarosław Palejko, Zespół ds. rynków kapitałowych PwC

### 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 nieco ryzyko związane z zakupem akcji oraz koszty wynikające np. z finansowania tego zakupu kredytem. Zjawisko to obrazuje sposób kształtowania się kursu akcji spółki po debiucie.

W przypadku IPO o wartości nieprzekraczającej 50 mln zł niezwykle zyskowne dla inwestorów oferty na rynku głównym dotyczyły m.in. spółek Inwest Consulting (481%), Capital Partners (395%) czy AD.Dragowski (242%). W przypadku ofert większych dla każdego z określonych przedziałów wielkości IPO maleje różnica pomiędzy wartością maksymalną a minimalną stopy zwrotu w dniu debiutu.

Wykres 8. Średnia stopa zwrotu (mediana) z akcji spółek krajowych na zamknięciu w dniu debiutu na rynku głównym GPW w zależności od wartości oferty (2003-2010)



Źródło: PwC

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 136 debiutów (na 197) na NewConnect inwestorzy uzyskiwali w dniu debiutu dodatnie stopy zwrotu.







---

## 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 wymagania związane z procesem wejścia na NewConnect rynkowi alternatywnemu poświęciliśmy oddzielny rozdział niniejszej publikacji – Jak wygląda debiut na NewConnect ?*

# Czy jesteśmy gotowi do debiutu na giełdzie?

## 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. Poniżej zaprezentowano najważniejsze obszary, które decydują o pomyślnym przeprowadzeniu pierwszej oferty publicznej.

### Oferta atrakcyjna dla inwestorów

Umiejętnie zaprezentowana, jednoznacznie wskazująca na obszary, w których spółka się wyróżnia. Powinna wyjaśniać cele, jakim ma służyć oferta oraz 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 wprowadzonego na giełdę biznesu w ostatnich latach, w tym ewentualne implikacje występowania złożonej historii finansowej.

### Systemy raportowania finansowego

Inwestorzy i organ nadzoru wamagają 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 jakością. Powinno się stosować dobre praktyki co najmniej w takim zakresie, jak robią to inne spółki z tej samej branży.

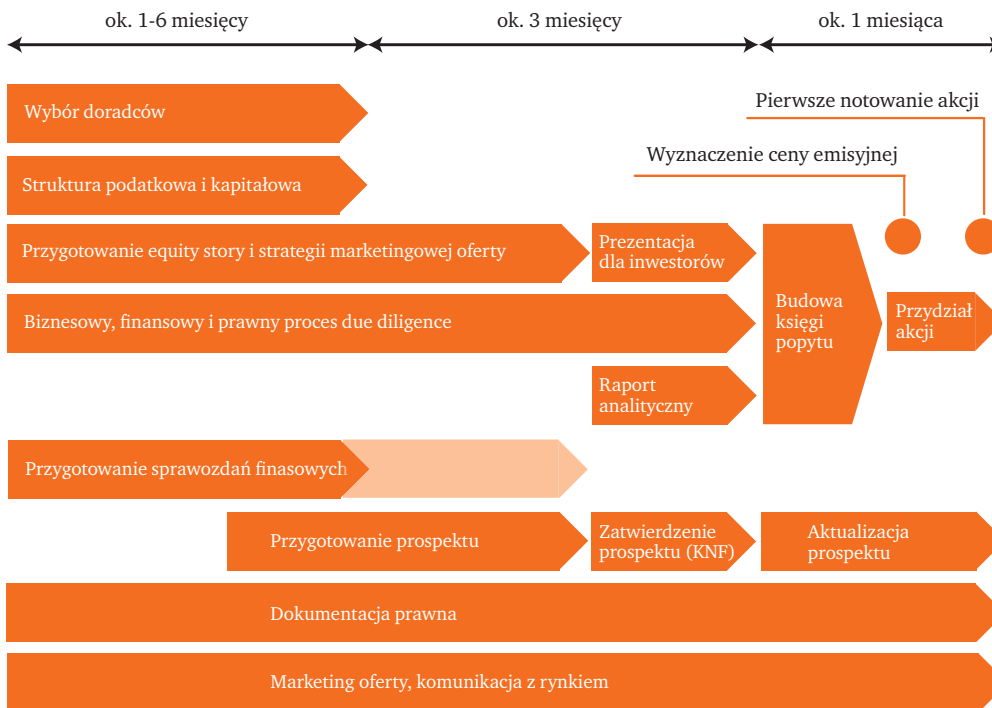
## Co może się nie powieść?

Dla powodzenia pierwszej oferty publicznej niezwykle ważne jest, aby możliwie szybko przewidzieć potencjalne zagrożenia i problemy, by móc przeciwdziałać im z odpowiednim wyprzedzeniem. Inaczej mogą one doprowadzić do rozciągnięcia procesu w czasie lub nawet uniemożliwić wejście na giełdę. Poniżej zaprezentowano niektóre obszary ewentualnych zagrożeń:

- nagłe osłabienie koniunktury na giełdzie;
- mało przekonująca equity story – brak spójnej wizji marketingowej oferty;
- 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;
- struktura grupy kapitałowej – prawna i podatkowa;
- problemy w zakresie ładu korporacyjnego;
- znaczące transakcje z podmiotami powiązanymi;
- 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 trwa proces IPO?

## Przykładowy harmonogram procesu IPO



IPO to proces niezwykle skomplikowany i wywierający istotny wpływ na wszystkie obszary działalności spółki, sposób jej funkcjonowania, zarządzania i komunikacji z rynkiem. Sam debiut giełdowy to dla każdej spółki wydarzenie bez precedensu, będące kamieniem milowym w jej historii.

Można przyjąć, że od momentu podjęcia formalnej decyzji właścicieli spółki do dnia pierwszego notowania akcji na rynku regulowanym mija zwykle nie mniej niż 6-9 miesięcy.



# Jak wyglądają pierwsze kroki formalno-prawne?

Zanim rozpoczną się prace związane z samą ofertą publiczną, niezbędne jest podjęcie szeregu decyzji i działań o charakterze formalno-prawnym, które umożliwią organizację i kontynuację procesu IPO. Obok przedstawiono pierwsze kroki, które muszą podjąć właściciele i zarząd spółki.

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

*Decyzja właścicieli o debiucie giełdowym* – uchwała walnego zgromadzenia (lub innego właściwego organu spółki), na mocy której zapada decyzja o wejściu na giełdę

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

*Zmiany niektórych aktów korporacyjnych* – debiut giełdowy wymaga zmian w statucie oraz innych dokumentach regulujących funkcjonowanie spółki

*Inne decyzje specyficzne dla spółki lub oferty* – np. zmiana sposobu wynagradzania kadry zarządzającej (patrz ramka poniżej)

## **Opcje 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. opcje menedżerskie. Typowy program opcji menedżerskich polega na przyznaniu wybranym pracownikom prawa do kupna akcji spółki po preferencyjnej cenie, zwykle niższej niż cena rynkowa (choć nie jest to bezwzględnie obowiązująca reguła i w niektórych sytuacjach cena może być nawet wyższa niż cena emisyjna). Taki sposób wynagradzania kluczowych dla spółki pracowników jest jednym ze sposobów motywowania kadry zarządzającej i związania jej ze spółką. Wdrożenie programu opcji menedżerskich, zwykle wieloletniego, wymaga podjęcia wielu decyzji i rozważenia różnych istotnych kwestii nie tylko dotyczących m.in. konstrukcji samego programu, jego rozliczenia, osób nim objętych, ale także odpowiedniego ujęcia skutków programu w księgach rachunkowych i wpływu na sprawozdanie finansowe, zwłaszcza że opcje 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.

# Jak zbudować zespół doradców?

Przygotowanie spółki do upublicznienia, sporządzenie prospektu emisyjnego i jego zatwierdzenie przez organ nadzoru, a także przeprowadzenie samej oferty wymagają współpracy z zespołem doświadczonych specjalistów. Najlepiej rozpocząć ją jak najwcześniej, gdy tylko zapadnie decyzja o debiucie giełdowym. Pozwoli to uniknąć problemów, które mogłyby spowodować wydłużenie całego procesu i w efekcie 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.

## Bank oferujący/ 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

## Kancelaria prawna

- prawny *due diligence*
- przygotowanie dokumentów korporacyjnych i niektórych części prospektu emisyjnego
- doradztwo w postępowaniu przed KNF, GPW, KDPW
- doradztwo przy podwyższeniu kapitału zakładowego w procesie emisji akcji
- inne rodzaje wsparcia od strony prawnej transakcji, np. doradztwo przy przekształcaniu w spółkę akcyjną

## Pierwsza oferta publiczna

## Doradca finansowy

- wsparcie w analizach przed rozpoczęciem procesu i w wyborze pozostałych doradców
- wsparcie w opracowaniu strategii finansowej
- opracowanie niektórych części prospektu emisyjnego
- wycena na potrzeby właścicieli
- koordynacja pracy innych doradców
- wsparcie po debiucie (m.in. obowiązki informacyjne)

## Agencja reklamowa/ doradca ds. public relations

- promocja oferty publicznej
- polityka informacyjna
- strategia komunikacji z rynkiem

## Drukarnia

- złożenie i druk prospektu emisyjnego

*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.*

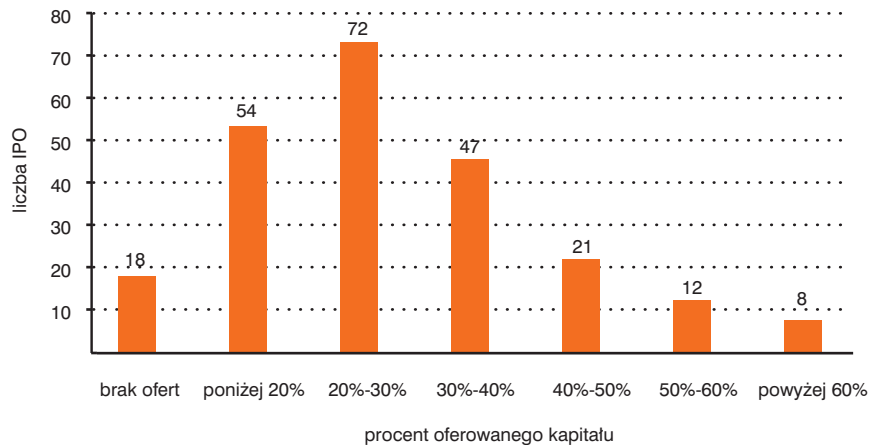


# Jaką część kapitału zaoferować inwestorom?

Wejście na giełdę łączy się z dopuszczeniem do akcjonariatu spółki innych inwestorów, zarówno instytucjonalnych (np. funduszy inwestycyjnych i emerytalnych), jak i indywidualnych. Kapitał zainwestowany przez inwestorów instytucjonalnych stanowi zazwyczaj ok. 80% łącznej wartości ofert przeprowadzanych przez spółki krajowe na rynku głównym GPW. Inwestorzy indywidualni, składając zapisy w ofercie publicznej, obejmują przeważnie 20% oferowanych akcji. Struktura oferty często jest poprzedzona analizą popytu wśród tych grup inwestorów w celu ustalenia optymalnej ceny akcji (tzw. bookbuilding).

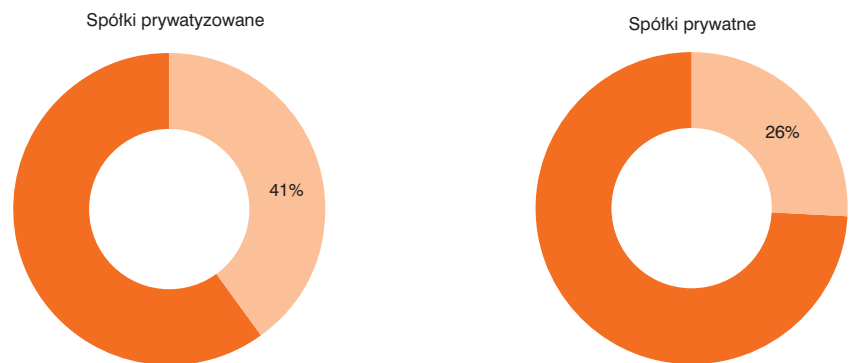
Ogółem w latach 2003-2010 wśród krajowych IPO spółek prywatnych na rynku głównym GPW przeciętny udział oferowanego kapitału wyniósł 26%, podczas gdy dla podmiotów prywatyzowanych udział ten był wyższy i wyniósł 41%. Najwięcej spółek upubliczniło na giełdzie pakiety od 20% do 30% swoich akcji (72 podmioty) oraz do 20% akcji (54 podmioty). W przypadku 18 spółek miało miejsce jedynie dopuszczenie akcji do obrotu (bez przeprowadzenia oferty).

Wykres 9. Liczba IPO spółek krajowych na rynku głównym GPW w zależności od procentu zaoferowanego kapitału (w latach 2003-2010)



Źródło: PwC, Cedula GPW, prospekty emisyjne i raporty bieżące spółek

Wykres 10. Przepiętny udział oferowanego kapitału dla krajowych IPO na rynku głównym z ofertą akcji (w latach 2003-2010)



Źródło: PwC, Cedula GPW, prospekty emisyjne i raporty bieżące spółek

*Analiza debiutów na GPW w latach 2003-2010 wyraźnie pokazuje, iż upublicznienie przez giełdę rzadko wiąże się z zaoferowaniem ponad 50% akcji spółki nowym inwestorom. W latach 2008-2010 tylko dwie spośród 62 spółek krajowych debiutujących na głównym parkiecie zaoferowały co najmniej 50% kapitału. Znamienne jest, że żadna z tych spółek nie była przed IPO spółką prywatną – wspomniane dwa debiuty dotyczą IPO Giełdy Papierów Wartościowych oraz spółki Tauron Polska Energia. Warto jednak zaznaczyć, że nawet w tych przypadkach dotychczasowy właściciel zachował kontrolę nad spółką.*

**Łukasz Koterwa**, Zespół ds. rynków kapitałowych PwC

# 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.

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 od kilku do kilkunastu tygodni, ale w niektórych przypadkach proces ten może okazać się jeszcze dłuższy. Na efektywność prac nad prospektem i na czas jego przygotowania oraz zatwierdzenia istotny wpływ mają m.in. stopień przygotowania spółki do IPO, współpraca z doradcami, ich doświadczenie czy też stopień skomplikowania transakcji. Ważne jest, by na możliwie wczesnym etapie dokonać podziału prac i wyraźnie określić odpowiedzialność poszczególnych doradców za wsparcie spółki w przygotowaniu kolejnych części prospektu.*

**Bartosz Margol**, Zespół ds. rynków kapitałowych PwC

# Jakie informacje finansowe należy zamieścić w prospekcie emisyjnym?

## **Historyczne informacje finansowe**

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

Sprawozdania finansowe za co najmniej dwa 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 sprawozdania 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 sześciu pierwszych miesięcy danego roku finansowego), jeżeli od daty ostatnich zbadanych rocznych sprawozdań finansowych do daty prospektu upłynęło dziewięć 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

Jeżeli od daty ostatnich zbadanych rocznych sprawozdań finansowych emitent opublikował śródroczne informacje finansowe, informacje takie powinny zostać zamieszczone w prospekcie

## **Prognozy wyników i wyniki szacunkowe**

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

Powinny być zamieszczone w prospekcie, jeżeli zostały podane do publicznej wiadomości

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

## **Informacje finansowe pro forma**

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

## **Wybrane dane finansowe**

Prezentowane za każdy rok obrotowy okresu objętego zakresem historycznych informacji finansowych oraz za każdy następujący po nich okres śródroczny

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)

## **Przeгляд sytuacji operacyjnej i finansowej**

Obejmuje 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 który wymagane są historyczne 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

## **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**

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

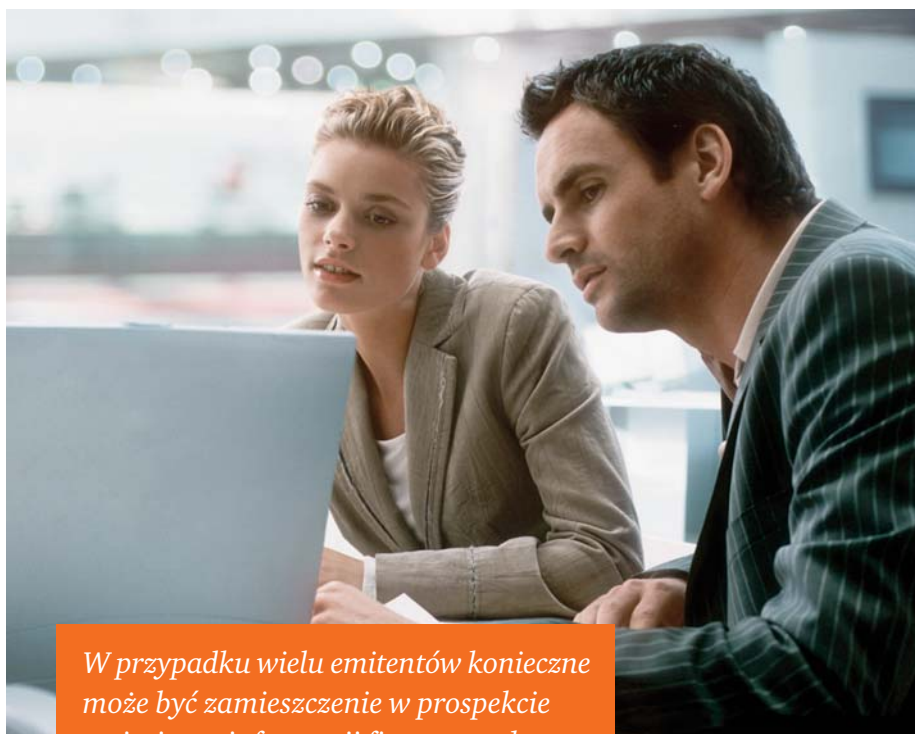
Wymaga przygotowania przez zarząd odpowiedniej dokumentacji (np. szczegółowe budżety), która nie jest jednak publikowana

## **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

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 będzie 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 są w tabeli na poprzedniej stronie.



*W przypadku wielu emitentów konieczne może być zamieszczenie w prospekcie emisyjnym informacji finansowych pro forma. Często okazuje się również, że spółka charakteryzuje się złożoną historią finansową, co pociąga za sobą konieczność przygotowania dodatkowych informacji finansowych.*

### **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 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.

## Kiedy mamy do czynienia ze złożoną historią finansową?

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. Co do zasady 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 2012 roku. Zgodnie z Rozporządzeniem 809/2004 zamierza zaprezentować trzy lata historycznych informacji finansowych (2009, 2010, 2011). Ponadto emitent w ciągu ostatnich trzech lat nabył inne podmioty – w połowie 2010 roku kupił spółkę A, a w połowie 2011 roku – spółkę B. Emitent poczynił również znaczące zobowiązanie finansowe – w przypadku powodzenia oferty zakupiona zostanie spółka C. Każda ze spółek A, B, C jest znacząca w stosunku do rozmiarów emitenta. Jakie 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 2009-2011, gdyż nie przedstawiają one w sposób kompletny historii finansowej jego zorganizowanej działalności za ten okres. W modelowym rozwiązaniu emitent powinien dodatkowo zamieścić:

- informacje finansowe spółki A za okres od 1 stycznia 2009 roku do daty nabycia;
- informacje finansowe spółki B za okres od 1 stycznia 2009 roku do daty nabycia;
- informacje finansowe spółki C za lata 2009-2011.

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

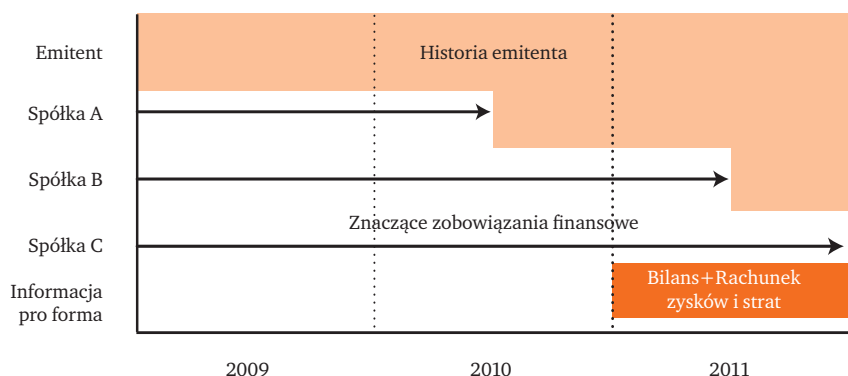
Emitent powinien także zaprezentować wpływ transakcji poczynionych w roku 2011 oraz planowanych przejęć poprzez sporządzenie:

- rachunku zysków i strat pro forma za rok 2011 (bez danych porównawczych) zakładającego, że nabycie spółek B i C nastąpiło na początku 2011 roku;
- bilansu pro forma na 31 grudnia 2011 roku zakładającego przeprowadzenie oferty oraz nabycie spółki C na tę datę.

## 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 okazują się zazwyczaj krótsze ze względu na oczekiwania inwestorów i związaną z tym konieczność zaprezentowania możliwie jak najbardziej aktualnych danych finansowych.

\* 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





# 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 public relations, którzy pomogą w komunikacji z rynkiem i inwestorami.

## Publikacja prospektu emisyjnego

Roadshow, działania promocyjne	<b>Budowa księgi popytu</b>	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
	<b>Ustalenie i ogłoszenie ceny</b>	
	<b>Zbieranie zapisów na akcje</b>	Proces składania zapisów organizuje zwykle dom maklerski, który przygotowuje też odpowiednią sieć dystrybucji; w większości ofert można dziś składać zapisy za pośrednictwem internetu; po zakończeniu składania zapisów zarząd spółki podejmuje decyzję o przydziale akcji poszczególnym inwestorom; w celu zapewnienia powodzenia oferty spółka może skorzystać z subemisji*
	<b>Przydział akcji</b>	
Komunikacja z rynkiem	<b>Rejestracja emisji w sądzie rejestrowym</b>	Rejestracja w sądzie podwyższenia kapitału (o ile miało miejsce) jest niezbędna, by akcje zostały dopuszczone do obrotu giełdowego – do tego czasu na giełdzie notowane są prawa do akcji (PDA)
	<b>Rejestracja akcji i praw do akcji w Krajowym Depozycie Papierów Wartościowych (KDPW)</b>	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; decyzję o dopuszczeniu do obrotu giełdowego oraz kolejną – o wprowadzeniu akcji do obrotu giełdowego (wyznaczając też datę pierwszego notowania) podejmuje Zarząd GPW
	<b>Dopuszczenie do obrotu</b>	

## Pierwsze notowanie – wprowadzenie akcji do obrotu giełdowego

\* Subemisja 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 stosunkowo rzadko stosowanym na polskim rynku 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.

# Jak wygląda debiut na NewConnect?

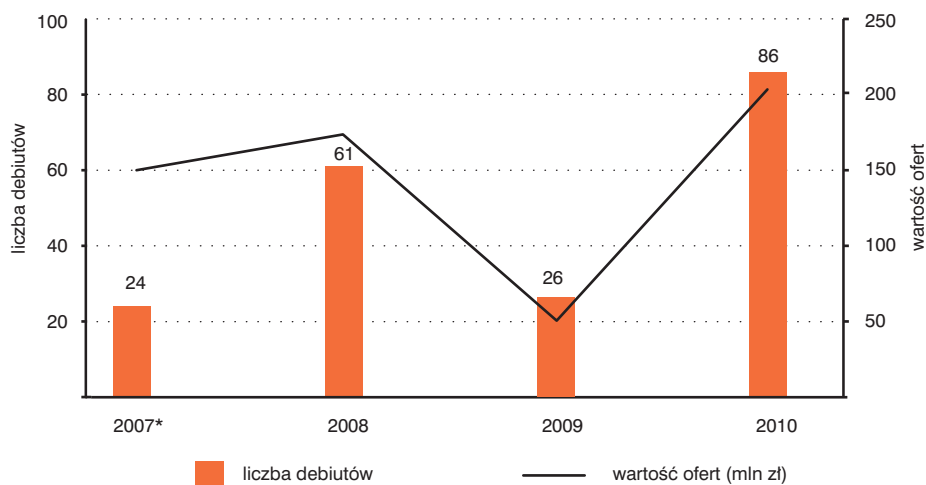
NewConnect jest alternatywnym systemem obrotu (ASO) i w przeciwieństwie do rynku głównego GPW nie jest rynkiem regulowanym w rozumieniu Ustawy o obrocie instrumentami finansowymi. Ze względu na swoją charakterystykę i uproszczone procedury dopuszczenia papierów wartościowych do obrotu NewConnect jest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

Od uruchomienia w sierpniu 2007 roku NewConnect jest najdynamiczniej rozwijającym się alternatywnym rynkiem w UE, zwłaszcza pod względem liczby debiutujących podmiotów – od początku istnienia do końca 2010 roku odnotowano 197 debiutów o łącznej wartości ofert blisko 573 mln zł.

*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 czołówce europejskich rynków pod względem aktywności w zakresie IPO, zarówno w okresie kryzysu, jak i po powrocie koniunktury. 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.*

**Jacek Socha**  
Wiceprezes PwC

Wykres 11. Liczba debiutów i wartość ofert na NewConnect w latach 2007-2010



Źródło: PwC  
\* od sierpnia 2007 roku

Istotny wpływ na szybki rozwój NewConnect miały z pewnością 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.

Spółki rozważające debiut na NewConnect mogą przeprowadzić ofertę publiczną, podlegając 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 prywatnej skierowanej do mniejszej grupy inwestorów (mniej niż 100). 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 kluczowe. 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 prywatnej są z pewnością jej niższe koszty oraz znacznie krótszy niż w przypadku oferty publicznej 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 Autoryzowanego Doradcę. 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 ASO, mogą w przyszłości stać się uczestnikami rynku głównego. Taką drogę rozwoju wybiera coraz większe grono spółek notowanych na NewConnect – do końca 2010 roku odnotowano 10 przypadków przeniesienia spółki z ASO na rynek główny, z czego aż osiem miało miejsce w 2010 roku.



# 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

#### Informacje poufne

Muszą być niezwłocznie ujawniane inwestorom

#### Raporty bieżące

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

#### Raporty roczne/skonsolidowane raporty roczne

Muszą być przekazywane do publicznej wiadomości w ciągu czterech miesięcy od zakończenia roku obrotowego; sprawozdania finansowe/skonsolidowane sprawozdania finansowe w nich zawarte podlegają badaniu przez biegłego rewidenta

#### Raporty półroczne/skonsolidowane raporty półroczne

Muszą być przekazywane do publicznej wiadomości w ciągu dwóch miesięcy od zakończenia pierwszego półrocza roku obrotowego; sprawozdania finansowe/skonsolidowane sprawozdania finansowe w nich zawarte podlegają obowiązkowi przeglądu przez biegłego rewidenta

#### Raporty kwartalne/skonsolidowane raporty kwartalne

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

### NewConnect

#### Informacje poufne

Muszą być niezwłocznie ujawniane inwestorom

#### Raporty bieżące

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

#### Raporty roczne/skonsolidowane raporty roczne

Muszą być przekazywane do publicznej wiadomości w ciągu sześciu miesięcy od zakończenia roku obrotowego; sprawozdania finansowe/skonsolidowane sprawozdania finansowe w nich zawarte podlegają badaniu przez biegłego rewidenta

#### Raporty kwartalne/skonsolidowane raporty kwartalne

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 mniejszy niż dla spółek notowanych na rynku głównym

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 i konkurencyjność, spółki notowane na rynku głównym GPW oraz na NewConnect powinny dążyć do spełnienia zasad dobrych praktyk ustalonych przez GPW. Dla zasad tych stosuje się regułę *comply or explain*, tj. mechanizm przekazywania przez spółkę rynkowi jednoznacznej informacji o niestosowaniu którejkolwiek z reguł. Niektóre z głównych zasad ładu korporacyjnego dla spółek notowanych na rynku głównym zostały przedstawione poniżej.

### 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
- Przedstawicielom mediów powinno się umożliwić obecność na walnych zgromadzeniach
- Spółka powinna zapewnić akcjonariuszom możliwość udziału w walnym zgromadzeniu przy wykorzystaniu środków komunikacji elektronicznej.\*



\* Zasada ta powinna być stosowana najpóźniej począwszy od dnia 1 stycznia 2012 roku





---

### III.

## *Nasze wsparcie*

# Jak PwC może mi pomóc?

## 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 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
- Doradztwo księgowe
- Konwersja na MSSF
- Projektowanie i usprawnianie systemów kontroli wewnętrznych

### Rynki kapitałowe

- Analiza przygotowania do wejścia na giełdę
- Zarządzanie procesem IPO
- Strukturyzacja oferty oraz wykorzystania wpływów z emisji
- Wybór rynku
- Wymogi dopuszczeniowe, obowiązki bieżące i okresowe
- Raporty na temat informacji finansowych
- Raporty na temat prognoz finansowych lub wyników szacunkowych
- Listy poświadczające (comfort letters)
- Raporty na temat kapitału obrotowego
- Raporty na temat procedur raportowania finansowego
- Przygotowanie części prospektu emisyjnego

### Finanse i księgowość

- Sprawne zamknięcie miesiąca/roku i przygotowanie sprawozdań finansowych
- Usprawnienia w zakresie raportów zarządu oraz procesów budżetowania
- Tworzenie centrów usług wspólnych (shared service centres)

### 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 zgodność

- 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

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

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

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

- Negocjacje i restrukturyzacja umów kredytowych z bankami

### **Fuzje i przejęcia**

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

### **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 IPO
- Warsztaty z kadrami zarządzającą (strategia, zarządzanie, finanse, logistyka, zarządzanie projektami)
- Szkolenia z zakresu MSSF i innych zasad rachunkowości
- Szkolenia z zakresu zarządzania relacjami inwestorskimi



# Dlaczego warto współpracować z PwC?

*Jesteśmy pierwszą w Polsce firmą doradcą, w ramach której funkcjonuje wyspecjalizowany zespół do spraw rynków kapitałowych.*

Dzięki wiedzy i doświadczeniu naszych specjalistów jesteśmy w stanie sprawnie przeprowadzić każdą transakcję na rynku kapitałowym, dostosowując nasze usługi do potrzeb spółki oraz wielkości i poziomu skomplikowania transakcji.

Zdobyliśmy bogate doświadczenie w wielu transakcjach na GPW w Warszawie, świadcząc usługi doradcze w procesie przygotowania ofert publicznych albo występując w charakterze biegłego rewidenta poświadczającego informacje finansowe.

W ostatnich latach członkowie naszego zespołu uczestniczyli w blisko 100 transakcjach na rynkach kapitałowych.

Dla naszych klientów świadczyliśmy również kompleksowe usługi doradztwa finansowego w zakresie restrukturyzacji operacyjnej i restrukturyzacji zadłużenia oraz usługi doradcze związane z procesem przygotowania do IPO i funkcjonowaniem jako spółka publiczna.

<b>2011</b> IPO Jastrzębskiej Spółki Węglowej na GPW w Warszawie <b>5,4 mld zł</b>	<b>2011</b> IPO Agrowill Group na GPW w Warszawie <b>15 mln zł</b>	<b>2011</b> IPO Avia Solutions Group na GPW w Warszawie <b>25 mln euro</b>
<b>2010</b> IPO Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie <b>1,2 mld zł</b>	<b>2010</b> Oferta wtórna akcji BRE Banku na GPW w Warszawie <b>2 mld zł</b>	<b>2010</b> Program emisji obligacji PKO BP na Giełdzie Papierów Wartościowych w Luksemburgu <b>3 mld euro</b>
<b>2010</b> IPO Celtic Property Developments na GPW w Warszawie	<b>2010</b> Polimex-Mostostal połączenie spółek notowanych na GPW w Warszawie	<b>2010</b> Oferta wtórna akcji AmRest na GPW w Warszawie <b>100 mln \$</b>
<b>2010</b> Dolnośląskie Surowce Skalne IPO na GPW w Warszawie <b>40 mln zł</b>	<b>2010</b> Oferta wtórna akcji Sfinks Polska na GPW w Warszawie <b>36 mln zł</b>	<b>2009</b> Oferta wtórna akcji PKO BP na GPW w Warszawie <b>5 mld zł</b>
<b>2009</b> IPO Lubelskiego Węgla „Bogdanka” na GPW w Warszawie <b>528 mln zł</b>	<b>2008</b> Oferta wtórna akcji CEDC na NASDAQ w Nowym Jorku i GPW w Warszawie <b>230 mln \$</b>	<b>2008</b> Oferta obligacji zamiennych CEDC na rynku NASDAQ w Nowym Jorku <b>310 mln \$</b>
<b>2007</b> IPO Orco Property Group na GPW w Warszawie <b>653 mln zł</b>	<b>2007</b> IPO Krakchemia na GPW w Warszawie <b>35 mln zł</b>	<b>2007</b> Oferta obligacji hipotecznych BRE Bank Hipoteczny <b>500 mln euro</b>
<b>2004</b> IPO TVN na GPW w Warszawie <b>509 mln zł</b>	<b>2004</b> IPO CEDC na GPW w Warszawie <b>220 mln zł</b>	<b>2004</b> Emisja akcji NFI Hetman na rzecz Grupy Eastbridge Transakcja przejęcia odwrotnego



# 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.com/pl/rynkikapitalowe](http://www.pwc.com/pl/rynkikapitalowe)



## **IPO Watch Europe**

Publikacja dotycząca debiutów i pierwotnych ofert publicznych (Initial Public Offering – IPO) na największych giełdach w Europie oraz podsumowania kwartalne



## **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



## **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)



## **Listing in London.**

### **A guide to a primary listing on the Main Market**

W publikacji zwracamy uwagę na najważniejsze kwestie związane z wprowadzeniem i funkcjonowaniem spółki publicznej na London Stock Exchange – jednej z największych giełd na świecie (ang. wer. językowa)



## **Roadmap for an IPO. A Guide to Going Public**

Publikacja przedstawia szczegółowe wskazówki dotyczące podjęcia decyzji o wejściu na giełdę, prezentacji informacji, przeprowadzenia udanej oferty papierów wartościowych, wyboru banku inwestycyjnego, procesu wejścia na giełdę oraz funkcjonowania spółki publicznej na amerykańskim rynku papierów wartościowych (ang. wer. językowa)



## **Entering the United States Securities Markets. A Guide for non-U.S. Companies**

Publikacja jest przewodnikiem po amerykańskim rynku papierów wartościowych. Nasi eksperci odnoszą się do najważniejszych kwestii związanych z funkcjonowaniem na tym rynku (ang. wer. językowa)

## Do kogo w PwC mogę się zwrócić?

*Wszystkie transakcje na rynku kapitałowym, w których uczestniczy PwC, wspiera i nadzoruje Zespół ds. rynków kapitałowych – grupa specjalistów świadczących usługi doradcze dla spółek pozyskujących kapitał z rynków kapitałowych bądź wprowadzających swoje papiery wartościowe na regulowane rynki giełdowe.*

Naszą praktyką, wypracowaną w czasie kontaktów z klientami na całym świecie, jest bliska współpraca ze spółką w celu wyboru najlepszych możliwych rozwiązań oraz sprawnego przeprowadzenia jej przez proces oferty publicznej.



### **Jacek Socha**

Wiceprezes

tel. +48 22 523 4335

jacek.socha@pl.pwc.com



### **Tomasz Konieczny**

Partner

tel. +48 22 523 4285

tomasz.konieczny@pl.pwc.com



### **Filip Gorczyca**

tel. +48 22 523 4172

filip.gorczyca@pl.pwc.com



### **Dariusz Kaszukur**

tel. +48 22 746 6983

dariusz.kaszukur@pl.pwc.com



### **Łukasz Koterwa**

tel. +48 22 523 4239

lukasz.koterwa@pl.pwc.com



### **Bartosz Margol**

tel: +48 22 523 4646

bartosz.margol@pl.pwc.com



### **Jarosław Palejko**

tel. +48 22 746 7170

jaroslaw.palejko@pl.pwc.com



