

**AKCJE I OBLIGACJE KORPORACYJNE
- OFERTA PUBLICZNA
I RYNEK REGULOWANY**



**AKCJE I OBLIGACJE KORPORACYJNE
- OFERTA PUBLICZNA
I RYNEK REGULOWANY**

Stan prawny na dzień 1 marca 2006 roku.

Mariusz Poślad
Stanisław Thiel
Tomasz Zwoliński

Publikacja została wydana nakładem
Komisji Papierów Wartościowych i Giełd

© Komisja Papierów Wartościowych i Giełd
Pl. Powstańców Warszawy 1
00-950 Warszawa
fax 0-22 33 26 793
www.kpwig.gov.pl

Warszawa 2006

ISBN 83-86897-31-7
978-83-86897-31-5

Opracowanie graficzne i druk:
Oficyna Drukarska - Jacek Chmielewski
01-142 Warszawa, ul. Sokołowska 12 a

SPIS TREŚCI

1. WSTĘP	9
2. PUBLICZNY RYNEK PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH	11
2.1. Pojęcie publicznego rynku papierów wartościowych	15
2.2. Cechy publicznego rynku papierów wartościowych	17
2.2.1. <i>Dematerializacja obrotu</i>	17
2.2.2. <i>Koncentracja obrotu</i>	18
2.2.3. <i>Równy dostęp do pełnej i rzetelnej informacji</i>	19
2.2.4. <i>Administracyjny nadzór nad rynkiem</i>	20
2.3. Struktura publicznego rynku papierów wartościowych	21
2.4. Definicja oferty publicznej	24
3. EFEKTY PUBLICZNEJ OFERTY PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH I ICH NOTOWANIA NA RYNKU REGULOWANYM	27
3.1. Możliwości i korzyści	27
3.1.1. <i>Łatwiejszy dostęp do nowych źródeł kapitału</i>	27
3.1.2. <i>Niski koszt pozyskania kapitału</i>	28
3.1.3. <i>Wzrost wiarygodności</i>	29
3.1.4. <i>Płynność i rynkowa wycena papierów wartościowych</i>	29
3.1.5. <i>Opcje menedżerskie i pracownicze</i>	30
3.1.6. <i>Efekt marketingowy</i>	31
3.1.7. <i>Ekspansywny rozwój spółki</i>	31
3.1.8. <i>Możliwość pozyskania inwestora strategicznego</i>	32
3.2. Ograniczenia i koszty	32
3.2.1. <i>Obowiązki informacyjne — konieczność odkrycia się przed konkurencją</i>	32
3.2.2. <i>Ryzyko wrogiego przejęcia</i>	33
3.2.3. <i>Zmiana kultury korporacyjnej</i>	33
3.2.4. <i>Koszty wprowadzenia papierów wartościowych na rynek publiczny</i>	34
3.3. Efekty publicznego charakteru papierów wartościowych w przykładach	35
4. WYMAGANIA DOKUMENTOWE PRZY PRZEPROWADZANIU OFERTY PUBLICZNEJ I WPROWADZANIU PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH DO OBROTU NA RYNKU REGULOWANYM	39

4.1. Prospekt emisyjny	39
4.2. Memorandum informacyjne	40
4.3. Inne dokumenty nieokreślone przepisami prawa	43
5. DOKUMENTY INFORMACYJNE	47
5.1. Prospekt emisyjny	48
5.1.1. <i>Co to jest prospekt emisyjny</i>	48
5.1.2. <i>Funkcje prospektu emisyjnego</i>	48
5.1.3. <i>Podstawa prawna prospektu emisyjnego</i>	49
5.1.4. <i>Trzy części prospektu emisyjnego</i>	51
5.1.5. <i>Prospekt emisyjny w formie jednolitego dokumentu i zestawu dokumentów</i>	52
5.1.6. <i>Prospekt podstawowy</i>	53
5.1.7. <i>Kolejność informacji w prospekcie emisyjnym</i>	54
5.1.8. <i>Przykładowy zakres informacji dla emitenta akcji</i>	55
5.1.9. <i>Przykładowy zakres informacji dla emitenta obligacji</i>	57
5.1.10. <i>Włączenia informacji do prospektu przez odesłanie do innych dokumentów</i>	60
5.2. Memorandum informacyjne	61
5.2.1. <i>Co to jest memorandum informacyjne</i>	61
5.2.2. <i>Podstawa prawna memorandum informacyjnego</i>	61
5.2.3. <i>Przykładowy zakres informacji dla spółki emitującej akcje o wartości do 2,5 mln euro</i>	62
6. PRZYGOTOWANIE DO PRZEPROWADZENIA OFERTY PUBLICZNEJ	65
6.1. Doradcy	66
6.1.1. <i>Firma inwestycyjna</i>	67
6.1.2. <i>Biegły rewident</i>	68
6.1.3. <i>Doradca finansowy</i>	69
6.1.4. <i>Doradca prawny</i>	69
6.1.5. <i>Relacje inwestorskie</i>	70
6.1.6. <i>Subemitent usługowy i inwestycyjny</i>	71
6.1.7. <i>Wybór metody finansowania i procedury na publicznym rynku kapitałowym</i>	73
6.2. Cele emisji i oferty	74
6.3. Charakterystyka oferty	75
6.3.1. <i>Wartość pozyskanych środków</i>	75
6.3.1.1. <i>Liczba akcji</i>	76
6.3.1.2. <i>Cena akcji</i>	77
6.3.1.3. <i>Liczba i cena obligacji</i>	78

6.3.2. Termin oferty	78
6.3.3. Adresaci oferty	80
6.4. Strategia marketingowa oferty	82
6.5. Podjęcie formalnej decyzji o emisji papierów wartościowych poprzez ofertę publiczną	82
6.5.1. Uchwała o emisji akcji	82
6.5.2. Uchwała o emisji obligacji	86
6.5.2.1. Emisja obligacji zwykłych	86
6.5.2.2. Emisja obligacji zamiennych na akcje	88
6.5.2.3. Emisja obligacji z prawem pierwszeństwa	89
6.5.2.4. Emisja obligacji przychodowych	89
7. ZATWIERDZENIE PROSPEKTU EMISYJNEGO	91
7.1. Postępowanie administracyjne	91
7.2. Wniosek o zatwierdzenie prospektu	91
7.2.1. Prospekt w formie jednolitego dokumentu	91
7.2.2. Prospekt w formie zestawu dokumentów	92
7.3. Postępowanie przed Komisją Papierów Wartościowych i Giełd	94
7.4. Zatwierdzenie prospektu emisyjnego	94
8. PROCEDURA ZAWIADOMIENIA KPWiG	97
9. FORMA PUBLIKACJI, TERMIN WAŻNOŚCI I ZMIANA TREŚCI DOKUMENTÓW INFORMACYJNYCH	101
9.1. Prospekt emisyjny	101
9.1.1. Forma publikacji	101
9.1.2. Termin ważności	102
9.1.3. Aneksy	103
9.2. Memorandum informacyjne	104
9.2.1. Forma publikacji	104
9.2.2. Termin ważności	106
9.2.3. Zmiana treści	106
10. PRZEPROWADZENIE OFERTY PUBLICZNEJ	107
10.1. Publikacja prospektu emisyjnego i memorandum informacyjnego	107
10.2. Promocja emisji i akcja promocyjna	108
10.2.1. Cel akcji promocyjnej	108
10.2.2. Zasady prowadzenia akcji promocyjnej	109
10.2.3. Nadzór KPWiG nad akcją promocyjną	110
10.3. Ustalenie i publikacja ceny oraz liczby papierów wartościowych ..	111
10.3.1. Publikacja ceny i liczby papierów wartościowych	111

10.3.2. <i>Badanie popytu na oferowane papiery wartościowe</i>	112
10.4. Subemisja usługowa i inwestycyjna	113
10.5. Przeprowadzenie oferty	113
10.6. Przydział akcji i rozliczenie emisji	114
10.7. Prawa do akcji	116
10.8. Rejestracja podwyższenia kapitału zakładowego	116
10.9. Nadzór KPWiG nad ofertą publiczną	116
11. PUBLICZNA EMISJA OBLIGACJI JAKO ALTERNATYWA	
DLA KREDYTU BANKOWEGO	119
11.1. Emisja obligacji jako sposób pozyskania kapitału	119
11.1.1. <i>Dostęp do kapitału</i>	120
11.1.2. <i>Warunki pozyskania kapitału poprzez emisję obligacji</i>	121
11.1.3. <i>Obowiązki kredytodawcy a obowiązki emitenta obligacji</i>	121
11.1.4. <i>Elastyczność zarządzania długiem</i>	122
11.1.5. <i>Koszty finansowania</i>	123
11.2. Rodzaje obligacji i zasady ich emisji	127
11.2.1. <i>Obligacje zamienne</i>	130
11.2.2. <i>Obligacje z prawem pierwszeństwa</i>	131
11.2.3. <i>Obligacje przychodowe</i>	132
11.3. Publiczna emisja obligacji	135
11.4. Program obligacji	139
11.5. Emisja obligacji zamiennych	142
11.6. Emisja obligacji z prawem pierwszeństwa	143
12. WPIS PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH DO EWIDENCJI	145
12.1. Wpis do ewidencji	145
12.2. Opłata ewidencyjna	147
12.3. Udostępnienie danych z ewidencji	147
13. DEMATERIALIZACJA PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH	149
13.1. Zawarcie umowy o dematerializację	149
13.2. Zniesienie dematerializacji akcji	150
14. WPROWADZENIE PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH DO OBROTU	
NA RYNKU REGULOWANYM	153
14.1. Rynki regulowane	153
14.2. Wymagane dokumenty	154
14.3. Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie	155
14.3.1. <i>Dopuszczenie i wprowadzenie papierów wartościowych do obrotu giełdowego</i>	155
14.3.2. <i>Kryteria rynku podstawowego</i>	157

14.3.2.1. Warunki dla akcji	157
14.3.2.2. Warunki dla obligacji	158
14.3.2.3. Segment Plus	158
14.3.3. Kryteria rynku równoległego	159
14.4. MTS-CeTO	160
14.5. Alternatywny system obrotu	160
14.6. Nadzór KPWiG przy wprowadzaniu papierów wartościowych do obrotu na rynku regulowanym	161
15. FUNKCJONOWANIE SPÓŁKI NA RYNKU REGULOWANYM	163
15.1. Obowiązki informacyjne	163
15.1.1. Rynek oficjalnych notowań giełdowych	168
15.1.2. Rynek giełdowy inny niż rynek oficjalnych notowań giełdowych oraz rynek pozagiełdowy	177
15.2. Obowiązki informacyjne emitentów związane z nabywaniem znaczących pakietów akcji spółek publicznych	179
15.3. Zasady dobrej praktyki giełdowej	181
16. JEDNOLITY PASZPORT PROSPEKTU EMISYJNEGO W UE	187
ZAŁĄCZNIKI	
Załącznik nr 1 — Instytucje publicznego rynku papierów wartościowych	191
Załącznik nr 2 — Spółki publiczne oraz emitenci wyłącznie obligacji dopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym	193
Załącznik nr 3 — Domy maklerskie działające na rynku publicznym ..	203
Załącznik nr 4 — Przykładowe koszty publicznej emisji akcji i obligacji	205
Załącznik nr 5 — Przykłady pozyskiwania kapitału na rynku publicznym.....	211
Załącznik nr 6 — Wykaz aktów prawnych	215
Załącznik nr 7 — Publiczne emisje akcji i obligacji oraz pierwsze oferty publiczne w okresie 1.01.1998-31.12.2005	217
Załącznik nr 8 — Zestawienie porównawcze rentowności obligacji i kredytów bankowych	253
Załącznik nr 9 — Zdarzenia wymagające przekazania raportu bieżącego	255

1. Wstęp

Publiczny rynek papierów wartościowych stanowi w rozwiniętych gospodarkach rynkowych najbardziej prestiżowy segment rynku papierów wartościowych, rządzący się swoimi szczególnymi prawami, zasadami i standardami. Jest to rynek, na którym swoje miejsce znajdują zarówno drobni inwestorzy indywidualni, jak i instytucje finansowe o charakterze ponadnarodowym. Jest to przede wszystkim rynek, na którym podmioty potrzebujące kapitału, poszukujące inwestora strategicznego lub pragnące wykreować wśród klientów i kontrahentów atrakcyjny wizerunek, otrzymują nieograniczone możliwości osiągnięcia tych celów — niejednokrotnie wszystkich łącznie. Jest to więc rynek, na którym warto zaistnieć.

Zamysłem niniejszego opracowania jest przekazanie w przystępny sposób podstawowego kompendium wiedzy na temat funkcjonowania najbardziej popularnych instrumentów publicznego rynku papierów wartościowych w Polsce, jakimi są akcje i obligacje przedsiębiorstw (obligacje korporacyjne). Instrumenty te doskonale nadają się do realizacji wspomnianych wyżej celów — z pewnością przyświecających również właścicielom i zarządzającym wielu firm w Polsce. Z myślą o nich powstało niniejsze opracowanie.

Jakkolwiek charakter prawny i funkcje ekonomiczne akcji i obligacji są odmienne, to szereg zagadnień odnoszących się do ich funkcjonowania w ramach publicznego rynku papierów wartościowych, zwłaszcza w odniesieniu do zagadnień proceduralnych ma bardzo zbliżony charakter. W przypadku, gdy rozróżnienie na akcje i obligacje wprowadzałoby zbyt daleko posuniętą szczegółowość opisu, pojawia się zamiennie termin „papiery wartościowe”, wskazujący na oba te instrumenty jako przedmiot danego zagadnienia. Nato-

miast tam, gdzie takie rozróżnienie jest niezbędne dla właściwego rozumienia prezentowanych kwestii, wskazano na rozwiązania specyficzne dla danego rodzaju papierów wartościowych. Szczególną uwagę zwrócono na elementy współtworzące publiczną ofertę akcji, jako najlepiej ilustrującą złożoność czynników decydujących o powodzeniu całego przedsięwzięcia. W ten sposób, przechodząc od zagadnień obejmujących informacje o funkcjonowaniu publicznego rynku papierów wartościowych, przez omówienie dokumentów informacyjnych, poszczególnych etapów proceduralnych związanych z publiczną ofertą i dopuszczaniem do obrotu na rynku regulowanym oraz wskazując status emitenta papierów wartościowych będących przedmiotem publicznej oferty lub ubiegających się o dopuszczenie do obrotu na rynku regulowanym, zaprezentowano podstawowe informacje niezbędne do rzetelnego przygotowania spółki do przedsięwzięcia, jakim jest publiczna emisja papierów wartościowych.

Niniejsze opracowanie ma na celu przedstawienie podstawowych informacji o tym, jakie wymagania są związane z przeprowadzeniem oferty publicznej oraz ubieganiem się o dopuszczenie papierów wartościowych do notowań na rynku regulowanym.

Książka skierowana jest to szerokiego grona czytelników zainteresowanych prezentowaną tematyką, ale w szczególności do akcjonariuszy i kadry zarządzającej przedsiębiorstw rozważających wykorzystanie możliwości, jakie daje publiczny rynek papierów wartościowych.

Ze względu na obszerny zakres regulacji w niniejszym opracowaniu konieczne były pewne uproszczenia. Czytelnicy chcący pogłębić swoją wiedzę w tym zakresie powinni zapoznać się z obowiązującymi przepisami prawa, szczególnie z ustawą o ofercie, rozporządzeniem 809/2004 i rekomendacjami w zakresie jego stosowania oraz regulacjami Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S. A., MTS-CeTO S. A. oraz Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych S. A.

Emitenci i podmioty zamierzające sprzedawać papiery wartościowe w drodze oferty publicznej powinny zasięgnąć także opinii wyspecjalizowanych doradców.

2. Publiczny rynek papierów wartościowych

Rynek papierów wartościowych, obok rynku hipotecznego i rynku długoterminowych pożyczek bankowych jest segmentem rynku finansowego, który obejmuje transakcje zawierane za pomocą długoterminowych instrumentów finansowych. Podstawowym jego celem jest umożliwienie różnym podmiotom — przedsiębiorstwom, bankom, jednostkom samorządu terytorialnego — pozyskania środków finansowych na finansowanie inwestycji w majątek trwały lub obrotowy. Rynek papierów wartościowych spełnia zatem funkcję instrumentu realokującego kapitał, czyli przekształcającego oszczędności w inwestycje. Jest miejscem koncentrującym podaż kapitału (ze strony inwestorów) i popyt na kapitał (ze strony emitentów papierów wartościowych), miejscem, na którym oferowany kapitał konfrontowany jest z popytem na ten kapitał. Rynek papierów wartościowych jest najlepiej rozwiniętym i najdłużej funkcjonującym segmentem rynku kapitałowego. Historia rynku kapitałowego w Polsce jest utożsamiana z historią giełdy papierów wartościowych.

Pierwsza giełda papierów wartościowych w Polsce otwarta została w Warszawie 12 maja 1817 roku. W XIX w. przedmiotem handlu były przede wszystkim weksle i obligacje. Handel akcjami rozwinął się na szerszą skalę w drugiej połowie XIX w. W okresie między I i II wojną światową, oprócz giełdy warszawskiej, istniały także giełdy papierów wartościowych w Katowicach, Krakowie, we Lwowie, w Łodzi, Poznaniu i Wilnie. Podstawowe znaczenie miała jednak giełda w Warszawie, na której koncentrowało się 90% obrotów. W 1938 roku na warszawskiej giełdzie notowano 130 papierów: obligacje (państwowe, bankowe, municypalne), listy zastawne oraz akcje. Z chwilą wybuchu II wojny światowej giełda w Warszawie została zamknięta.

Po 1945 roku podjęto próby reaktywowania działalności giełd w Polsce, jednak ich istnienie nie było możliwe ze względu na system gospodarki centralnie planowanej. Dopiero wraz z przemianą ustrojową w 1989 roku rozpoczął się proces odbudowy i rozwoju rynku kapitałowego.

Rozwój powojennego rynku papierów wartościowych rozpoczął się na przełomie lat 1990 i 1991, kiedy to Skarb Państwa przeprowadził pierwsze oferty publiczne akcji pięciu prywatyzowanych spółek: Tonsil S.A., Kable Śląskie S.A., Exbud S.A., Próchnik S.A. oraz Krosno S.A.

W dniu 12 kwietnia 1991 roku, a więc w niecały miesiąc po uchwaleniu przez Sejm Rzeczypospolitej Polskiej ustawy Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych, minister przekształceń własnościowych i minister finansów reprezentujący Skarb Państwa podpisali akt założycielski Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. (GPW). Cztery dni później, 16 kwietnia, odbyła się pierwsza sesja giełdowa z udziałem 7 domów maklerskich, na której notowano akcje pięciu wymienionych powyżej spółek.

W miarę upływu czasu liczba spółek notowanych na Giełdzie stopniowo się zwiększała. W początkowym okresie dominowały spółki prywatyzowane przez Skarb Państwa. Stopniowo pojawiały się również spółki prywatne, których właściciele i zarządzający dostrzegli szansę osiągnięcia korzyści wynikających z oferty publicznej i wprowadzenia akcji do notowań na rynku giełdowym.

Pod koniec 1991 roku liczba spółek giełdowych wynosiła 9, w 1994 roku było ich już 45, natomiast w 1999 roku przekroczona została liczba 200 spółek. W roku 2005 na giełdzie były notowane akcje 255 spółek, w tym 7 zagranicznych.

W latach 1991-2005 pod rządami Prawa o publicznym obrocie papierami wartościowymi KPWiG wydała łącznie 650 decyzji w sprawie wyrażenia zgody na wprowadzenie papierów wartościowych do publicznego obrotu¹ (nie licząc decyzji dotyczących papierów wartościowych zwanych instrumentami pochodnymi). Jednocześnie zostało złożonych 158 zawiadomień o wprowadzeniu papierów wartościowych do publicznego obrotu (bez uwzględnienia 14 zawiadomień, w stosunku do których KPWiG zgłosiła sprzeciw).

¹ Do dnia 23 października 2005 roku istniał w Polsce tzw. publiczny obrót papierami wartościowymi, tj. określony przez prawo "obszar" funkcjonowania emitentów, inwestorów i różnego rodzaju instytucji pośredniczących i infrastrukturalnych, uregulowany odrębnymi przepisami prawa. W celu podjęcia działalności emisyjnej w publicznym obrocie papierami wartościowymi emitent musiał uprzednio uzyskać ze strony Komisji tzw. dopuszczenie swoich papierów wartościowych do tego obrotu. Możliwe było również wycofanie – na wniosek emitenta lub w drodze sankcji administracyjnej – papierów wartościowych z publicznego obrotu.

Do publicznego obrotu wprowadzone zostały papiery wartościowe 413 emitentów. Papiery wartościowe 100 emitentów zostały wycofane z publicznego obrotu. Przeprowadzone zostały 544 oferty akcji nowych emisji o charakterze gotówkowym (w ramach zwykłego podwyższenia kapitału zakładowego) w publicznym obrocie o łącznej wartości ponad 30 mld zł. Liczba ofert obligacji wyniosła 114, a ich wartość osiągnęła blisko 9 mld zł. Przeprowadzono również 113 pierwszych ofert publicznych na kwotę ponad 24 mld zł.

Wśród spółek publicznych pozycję lidera pod względem liczby przeprowadzonych w publicznym obrocie ofert akcji (podwyższeń kapitału zakładowego) utrzymują dwie spółki: ComputerLand S.A. i Kredyt Bank S.A. Obie przeprowadziły po 14 ofert akcji w publicznym obrocie. Kolejne miejsca zajmują: Softbank S.A. i Fortis Bank S.A. — obie przeprowadziły po 8 publicznych ofert akcji.

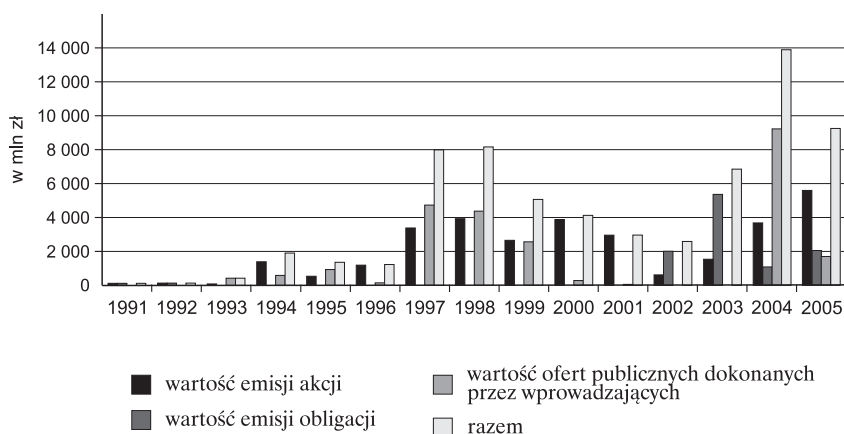
Z kolei 89 podmiotów wprowadziło do publicznego obrotu papiery wartościowe bez przeprowadzenia żadnej oferty (licząc również 7 emitentów obligacji oraz emitentów, którzy do dnia wejścia w życie ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (ustawa o ofercie)² byli przed przeprowadzeniem oferty, w trakcie przeprowadzania oferty lub jej nie przeprowadzili, lub których oferty nie doszły do skutku).

Równolegle do wzrostu liczby emitentów zmieniała się struktura inwestorów. Nastąpił wzrost liczby inwestorów instytucjonalnych, w tym szczególnie funduszy inwestycyjnych i emerytalnych (wartość aktywów zgromadzonych przez otwarte fundusze emerytalne wyniosła w 2005 roku blisko 30% kapitalizacji krajowych spółek na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie). Zróżnicowanie inwestorów oraz wzrost wartości aktywów będących w ich posiadaniu wpłynął na większe możliwości alokacji nowych emisji papierów wartościowych.

Wraz z rozwojem rynku, w zależności od wielu czynników np. koniunktury na giełdach, wzrastało znaczenie ofert publicznych akcji i obligacji jako metod pozyskania kapitału przez przedsiębiorstwa. W 2005 roku łączna wartość przeprowadzonych ofert publicznych wyniosła 8,2 mld zł, w tym wartość nowych emisji akcji wyniosła blisko 5,6 mld zł (66 ofert), pierwszych ofert publicznych — blisko 1,7 mld zł (17), a obligacji — 1 mld zł (16).

² Ustawa z 29 lipca 2005 roku o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz.U. Nr 184, poz. 1539). Ustawa weszła w życie w dniu 24 października 2005 roku.

Rok ten był rekordowy pod względem wartości nowych emisji akcji, co pokazuje rosnącą atrakcyjność tej formy finansowania działalności i rozwoju. W początkowym okresie funkcjonowania publicznego rynku papierów wartościowych przedsiębiorstwa nie decydowały się na publiczne pozyskanie kapitału poprzez emisję obligacji. Sytuacja zmieniła się dopiero w 2002 roku. Od tego czasu także ta forma pozyskiwania kapitału zyskuje na znaczeniu w strukturze rynku ofert publicznych. W minionych latach wartość ofert publicznych dokonanych przez właścicieli papierów wartościowych (tzw. wprowadzających) poddana była większym wahaniom. Wartość tych ofert publicznych zależy przede wszystkim od polityki prywatyzacyjnej prowadzonej przez Skarb Państwa.



Źródło: KPWiG

W 2005 roku nastąpiły istotne zmiany w zakresie organizacji i regulacji polskiego rynku kapitałowego, będące wynikiem zmian zachodzących w całej Unii Europejskiej (UE). W wyniku procesu integracji europejskiego rynku kapitałowego od dnia 1 lipca 2005 roku weszły w życie nowe zasady przeprowadzania publicznych ofert określone w Dyrektywie 2003/71/WE³. W Polsce pełna implementacja przepisów tej dyrektywy została przeprowadzona w drodze przyjęcia ustawy o ofercie.

Nowe formy organizacji i regulacji europejskiego rynku kapitałowego znacznie ułatwiają spółkom przeprowadzenie ofert na wielu rynkach oraz wprowadzanie papierów wartościowych na giełdach wielu państw członkowskich UE. Umiejętne wykorzystanie rodzących się możliwości może stać się szansą dla wielu polskich przedsiębiorstw. Tym bardziej warto zapoznać się z obecnie obowiązującym prawem w tym zakresie.

2.1. Pojęcie publicznego rynku papierów wartościowych

Terminy „rynek publiczny” i „rynek niepubliczny” nie mają charakteru pojęć zdefiniowanych przepisami prawa, lecz są stosowane dla podkreślenia przede wszystkim sposobu zawierania transakcji na rynku, czyli sposobu oferowania instrumentów finansowych przez ich emitentów i dokonywania obrotu nimi przez inwestorów, oraz praw i obowiązków stron takich transakcji.

Rynek niepubliczny, określane również rynkiem prywatnym, obejmuje transakcje oparte na indywidualnych relacjach emitenta (lub występujących w jego imieniu instytucji finansowych) z potencjalnymi inwestorami i między samymi inwestorami. Informowanie inwestorów, czy to przez emitenta, czy przez innych inwestorów, o możliwości nabycia instrumentów finansowych nie jest prowadzone z wykorzystaniem środków masowego przekazu (telewizji, radia, prasy, sieci Internet). Taki tryb sprawia, że kształt propozycji nabycia (sprzedaży) papierów wartościowych nie jest z góry ustalony, ale jest niejako dostosowywany do oczekiwań inwestorów.

Tak zawierane transakcje mają charakter niewystandaryzowany i zawierane są w oparciu o ogólne przepisy prawa regulujące działalność podmiotów biorących udział w transakcji oraz sposób emitowania i nabywania danych papierów wartościowych.

Rynek publiczny to ta część rynku kapitałowego, na której podmiot składający propozycję nabycia (sprzedaży) instrumentów finansowych, zwraca się do szerokiego grona inwestorów (z reguły nieznanym mu bezpośrednio), zwłaszcza z wykorzystaniem środków masowego przekazu. Taki tryb sprawia, że ze względu na konieczność zapewnienia efektywności i bezpieczeństwa obrotu ogólne przepisy prawa muszą zawierać dodatkowe uregulowania.

³ Dyrektywa 2003/71/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 4 listopada 2003 roku w sprawie prospektu emisyjnego publikowanego w związku z publiczną ofertą lub dopuszczeniem papierów wartościowych do obrotu i zmieniającą dyrektywę 2001/34/WE.

Konieczne są dodatkowe regulacje nakładające na emitentów, podmioty pośredniczące w zawieraniu transakcji, podmioty tworzące infrastrukturę obrotu i samych inwestorów obowiązków sformalizowanego prowadzenia czynności związanych z tym obrotem. Są to przede wszystkim obowiązki polegające na ujawnieniu informacji o sytuacji finansowej i prawnej emitenta, oraz przestrzeganiu określonych prawem jednolitych procedur postępowania przy kierowaniu oferty. Potencjalny nabywca papierów wartościowych powinien bowiem mieć możliwość zapoznania się z tymi informacjami w celu oszacowania potencjalnego zysku oraz ryzyka towarzyszącego danym papierom, czy też ryzyka związane go bezpośrednio z emitentem i prowadzoną przez niego działalnością.

Ponadto, fakt posiadania papierów wartościowych jednego emitenta przez dużą grupę „anonimowych” inwestorów sprawia, że indywidualnie mają oni bardzo ograniczony wpływ na emitenta, jak również mogliby mieć bardzo ograniczony dostęp do informacji o nim, gdyby stosować wyłącznie ogólne przepisy prawa. Dlatego również funkcjonowanie emitenta, który pozyskał kapitał w ramach rynku publicznego, jest dodatkowo regulowane, aby ograniczyć możliwość naruszania interesów inwestorów.

Podstawowymi aktami prawnymi regulującymi zasady dokonywania publicznej oferty papierów wartościowych oraz obowiązki informacyjne związane z taką ofertą i wprowadzaniem papierów wartościowych do obrotu na rynku regulowanym są:

- wspomniana już ustawa o ofercie oraz
- ustawa o obrocie instrumentami finansowymi⁴ (ustawa o obrocie).

Trzecią ustawą dotyczącą funkcjonowania publicznego rynku papierów wartościowych jest ustawa o nadzorze nad rynkiem kapitałowym⁵ (ustawa o nadzorze), której przedmiot znajduje się poza zakresem merytorycznym niniejszego opracowania.

W ustawie o obrocie zdefiniowane zostało pojęcie papieru wartościowego. Są to m. in. akcje i obligacje oraz szczególne instrumenty finansowe, jak: warrant, certyfikaty inwestycyjne, listy zastawne, kwity depozytowe, prawa do akcji, prawa poboru. Papierami wartościowymi w rozumieniu tej ustawy nie są udziały w spółce z ograniczoną odpowiedzialnością.

Natomiast w ustawie o ofercie została scharakteryzowana oferta publiczna i związane z nią pojęcie publicznego proponowania nabycia papierów wartościowych, których szersze omówienie zostało zamieszczone w dalszej części opracowania.

⁴ Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. Nr 183, poz. 1538).

⁵ Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (Dz.U. Nr 183, poz. 1537).

Kolejnym istotnym pojęciem, z którym mamy do czynienia w ramach publicznego rynku papierów wartościowych to **rynek regulowany**, a więc zorganizowane miejsce obrotu wtórnego papierami wartościowymi na znaczną skalę. Rynkiem regulowanym, w rozumieniu ustawy o obrocie, jest działający w sposób stały system obrotu instrumentami finansowymi dopuszczonymi do tego obrotu, zapewniający inwestorom powszechny i równy dostęp do informacji rynkowej w tym samym czasie przy kojarzeniu ofert nabycia i zbycia instrumentów finansowych, oraz jednakowe warunki nabywania i zbywania tych instrumentów, zorganizowany i podlegający nadzorowi właściwego organu na zasadach określonych w przepisach ustawy o obrocie, jak również uznany przez państwo członkowskie za spełniający te warunki, i wskazany Komisji Europejskiej jako rynek regulowany.

2.2. Cechy publicznego rynku papierów wartościowych

Publiczny rynek papierów wartościowych charakteryzuje się poniżej wymienionymi i opisanymi właściwościami:

2.2.1. Dematerializacja obrotu

Dematerializacja papierów wartościowych oznacza, że nie mają one formy dokumentu, lecz funkcjonują jako zapis w systemie informatycznym (rejestrze) prowadzonym przez Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych S.A. (KDPW) i w systemach informatycznych prowadzonych przez podmioty prowadzące działalność maklerską (na tzw. rachunkach papierów wartościowych). KDPW jest instytucją zajmującą się przede wszystkim organizacją, prowadzeniem i nadzorowaniem systemu depozytowo-rozliczeniowego zapewniającego prowadzenie depozytu papierów wartościowych, rozliczanie transakcji zawieranych w obrocie papierami wartościowymi i realizację zobowiązań emitentów wobec właścicieli papierów wartościowych.

Dzięki niematerialnej formie papierów wartościowych nie podlegają one fizycznej wymianie podczas zawierania i rozliczania transakcji, a dokonywane są jedynie operacje na rachunkach odzwierciedlające zmiany stanu posiadania papierów wartościowych. Pozwala to na usprawnienie i obniżenie kosztów transakcji.

Dematerializacja papierów wartościowych i obrotu nimi zapewnia jego uczestnikom bezpieczeństwo, gdyż papiery wartościowe są zarejestrowane w jednym miejscu, sprawowany jest nad nimi stały nadzór, co uniemożliwia ich kradzież, czy też fałszowanie. Zabezpieczenia techniczne systemów informatycznych przechowujących dane o właścicielach papierów wartościowych uniemożliwiają także utratę tych danych.

Dematerializacja papierów wartościowych i obrotu nimi nie jest jedyną dopuszczalną formą organizacji publicznego rynku papierów wartościowych. Jest obowiązkowa w zasadzie wyłącznie w przypadku, gdy papiery wartościowe mają być przedmiotem obrotu na rynku regulowanym. Wówczas, papiery wartościowe istniejące już w formie dokumentu, przed ich dopuszczeniem do obrotu na danym rynku regulowanym, muszą być złożone do właściwego depozytu i w wyniku ich rejestracji w KDPW tracą one moc prawną jako dokumenty, natomiast prawa z tych papierów powstają z chwilą ich zapisania na rachunkach papierów wartościowych.

Emitenci decydujący się na dematerializację akcji uzyskują status „spółki publicznej”, co wiąże się z koniecznością podlegania dodatkowym obowiązkom.

W przypadku dokonywania wyłącznie publicznej oferty papierów wartościowych lub też ich wprowadzania do alternatywnego systemu obrotu (zorganizowany obrót poza rynkiem regulowanym), dopuszczalna jest forma materialna tych papierów.

2.2.2. Koncentracja obrotu

Cechą charakterystyczną publicznego rynku papierów wartościowych jest koncentracja podaży papierów wartościowych oraz popytu na nie. Nie trzeba samodzielnie poszukiwać potencjalnych nabywców, jak i zbywców papierów wartościowych, gdyż znajdują się oni właśnie na rynku regulowanym. Konsekwencją koncentracji jest płynność, której zalety można rozpatrywać w trzech wymiarach. Po pierwsze, umożliwia szybką zamianę papierów wartościowych na gotówkę. Po drugie, umożliwia inwestorom zakup większej liczby papierów wartościowych od kilku zbywców lub też sprzedaż znacznego pakietu szerszemu gronu nabywców, bez konieczności samodzielnego poszukiwania i dopasowywania stron transakcji. Po trzecie, ma ona istotne znaczenie z punktu widzenia emitentów. Dzięki koncentracji podaży kapitału łatwiej jest bowiem pozyskać nowy kapitał na prowadzenie działalności, zaś przed emitentem nie stoi konieczność kosztownego indywidualnego poszukiwania potencjalnych kapitałodawców. Kapitałodawcy mogą natomiast ocenić atrakcyjność planowanej oferty i rozważyć możliwość nabycia akcji nowej emisji na podstawie jednolitej informacji o ofercie, przedstawionej w formie prospektu emisyjnego lub memorandum informacyjnego, w którym spółka przedstawia planowane inwestycje.

Nie istnieje ustawowy wymóg, aby obrót papierami wartościowymi, które były przedmiotem publicznej oferty, był dokonywany wyłącznie na rynku regulowanym. Mogą one być przedmiotem obrotu w ramach alternatywnego systemu obrotu lub też być przedmiotem transakcji zawieranych bezpośrednio między inwestorami.

2.2.3. *Równy dostęp do pełnej i rzetelnej informacji*

Emitenci, których papiery znajdują się w obrocie na rynku regulowanym, podlegają obowiązkowi przekazywania określonych informacji do publicznej wiadomości. Wypełnianie tego obowiązku zapewnione jest przez:

- wymogi informacyjne początkowe — na tym etapie informacje przekazywane są w ramach prospektu emisyjnego (w niektórych przypadkach memorandum informacyjnego), który jest wymagany zarówno wówczas, gdy przeprowadzana jest wyłącznie publiczna oferta papierów wartościowych, jak i wówczas, gdy w jej następstwie papiery te trafiają do obrotu na rynku regulowanym, albo gdy ma miejsce wyłącznie wprowadzenie istniejących papierów wartościowych do obrotu na rynku regulowanym,
- wymogi informacyjne ciągłe — którym emitent podlega od momentu, kiedy złożył wniosek o dopuszczenie papierów wartościowych do obrotu na rynku regulowanym, a w ramach których informacje przekazywane są w formie raportów bieżących i okresowych.

W obu przypadkach zarówno zakres, jak i forma prezentacji, informacji podlegają standaryzacji tak, aby inwestorzy byli w stanie dokonać porównania informacji przekazywanych przez różnych emitentów.

Prawidłowe i rzetelne wypełnianie obowiązków informacyjnych czyni emitenta spółką przejrzystą, przyjazną inwestorom i akcjonariuszom, dzięki czemu taka spółka i jej ewentualna kolejna oferta papierów wartościowych cieszyć się może relatywnie większym zainteresowaniem potencjalnych inwestorów.

Równy dostęp do pełnej i rzetelnej informacji, to elementy szerszego pojęcia, jakim jest równe traktowanie wszystkich uczestników obrotu, także tzw. drobnych inwestorów (akcjonariuszy mniejszościowych). Poruszając to zagadnienie nie sposób nie wspomnieć o szczególnych instrumentach tej ochrony, jakimi są obowiązki związane z informowaniem o **nabywaniu znacznych pakietów akcji**, instytucja **rewidenta do spraw szczególnych** oraz **prawo przymusowego odkupu** (tzw. *sell out*). Najmniejszym znacznym pakietem jest liczba akcji reprezentujących co najmniej 5% ogólnej liczby głosów. Przekroczenie tego progu rodzi po stronie spółki obowiązek przekazania do publicznej wiadomości informacji o tym fakcie, na podstawie informacji uzyskanych od podmiotu nabywającego lub zbywającego akcje (na którym ciąży ustawowy obowiązek dokonania takiego zawiadomienia spółki). Bardziej rozbudowane obowiązki powstają po przekroczeniu progu 10% ogólnej liczby głosów, zaś najbardziej restrykcyjne obowiązki związane są z przekroczeniem progu 33% ogólnej liczby głosów. Ze znacznymi pakietami akcji ściśle związane jest **wzwanie do sprzedaży** akcji mające na celu, z jednej strony, ochronę kursu ak-

cji przed nieuzasadnionym nadmiernym jego wahaniem (dotyczy to nabywania większej liczby akcji w krótkim okresie czasu), z drugiej zaś ochronę małych akcjonariuszy w przypadku przekraczania przez inwestora progu 33% lub 66% ogólnej liczby głosów. Ogłaszanie wezwania służy jednakowemu traktowaniu wszystkich akcjonariuszy oraz stworzeniu im jednakowych warunków wyjścia z inwestycji w akcje spółki w postaci jednolitej ceny akcji i terminu na podjęcie przedmiotowej decyzji. Instytucja rewidenta do spraw szczególnych umożliwia akcjonariuszom mniejszościowym, posiadającym co najmniej 5% głosów na walnym zgromadzeniu spółki, złożenie wniosku o zbadanie przez wybrany do tego podmiot⁶ określonego zagadnienia związanego z utworzeniem spółki lub prowadzeniem jej spraw. Po przeprowadzeniu badania rewident przedstawia zarządowi i radzie nadzorczej spółki pisemne sprawozdanie z wyników badania, które następnie przekazywane jest przez spółkę do publicznej wiadomości. Natomiast dzięki prawu przymusowego odkupu akcjonariusz mniejszościowy może żądać wykupienia posiadanych przez niego akcji, po określonej minimalnej cenie, przez akcjonariusza dominującego, posiadającego ponad 90% ogólnej liczby głosów.

2.2.4. Administracyjny nadzór nad rynkiem

Zarówno oferta publiczna papierów wartościowych, jak i obrót nimi na rynku regulowanym dokonywane są za pośrednictwem podmiotów prowadzących działalność maklerską (firm inwestycyjnych), które to podmioty podlegają licencjonowaniu — podobnie jak inni uczestnicy obrotu, jak firmy zarządzające aktywami klientów na zlecenie, fundusze inwestycyjne, podmioty organizujące rynki regulowane, jak również osoby fizyczne wykonujące określone czynności związane z obrotem papierami wartościowymi (maklerzy papierów wartościowych oraz doradcy inwestyjni). Udzielaniem licencji i zezwoleń na prowadzenie działalności na rynku publicznym zajmuje się Komisja Papierów Wartościowych i Giełd (Komisja, KPWiG). Komisja jest centralnym organem administracji rządowej w sprawach nadzoru nad rynkiem kapitałowym, do którego zadań należy zarówno sprawowanie nadzoru nad przestrzeganiem reguł

⁶ Rewidentem do spraw szczególnych może być wyłącznie podmiot posiadający wiedzę fachową i kwalifikacje niezbędne do zbadania sprawy, które zapewnią sporządzenie rzetelnego i obiektywnego sprawozdania z badania. Rewidentem do spraw szczególnych nie może być podmiot świadczący w okresie objętym badaniem, usługi na rzecz spółki publicznej podlegającej badaniu, jej podmiotu dominującego lub zależnego.

uczciwego obrotu oraz nad zapewnieniem powszechnego dostępu do rzetelnych informacji, jak również podejmowanie działań zapewniających sprawne funkcjonowanie rynku papierów wartościowych oraz ochronę inwestorów. Działalność Komisji nie ogranicza się jedynie do jednorazowego udzielenia licencji, lecz rozciąga się na sprawowanie nadzoru nad tymi podmiotami i nad prawidłowością prowadzonej przez nie działalności. Firmy inwestycyjne, jak i fundusze inwestycyjne, obowiązane są do okresowego przekazywania informacji o swojej działalności i sytuacji finansowej. W stosunku do podmiotów organizujących rynki regulowane uprawnienia Komisji w zakresie nadzoru są równie szerokie i obejmują m. in. konieczność uzyskania zgody Komisji na dokonanie zmian w statutach i regulaminach tych podmiotów, w tym regulaminach obrotu papierami wartościowymi. W ramach sprawowanego nadzoru urząd Komisji może przeprowadzać kontrole tych instytucji oraz wydawać zalecenia usunięcia stwierdzonych nieprawidłowości. Innym instrumentem nadzoru jest tzw. postępowanie wyjaśniające, prowadzone w celu ustalenia, czy istnieją podstawy do złożenia zawiadomienia o podejrzeniu popełnienia przestępstwa określonego w przepisach prawa lub do wszczęcia postępowania administracyjnego w sprawie naruszenia przepisów prawa, w zakresie podlegającym nadzorowi Komisji. W stosunku do emitentów papierów wartościowych Komisja sprawuje nadzór w zakresie wykonywania obowiązków informacyjnych. W ramach swych uprawnień Komisja może żądać od emitenta wyjaśnień w zakresie nadzoru nad sposobem wykonywania obowiązków informacyjnych, ujawniania i przeciwdziałania manipulacji na rynku papierów wartościowych, czy ujawniania i przeciwdziałania ujawnieniu lub wykorzystaniu informacji poufnej. W tym zakresie Komisja odgrywa wobec emitentów rolę reprezentanta inwestorów.

Dzięki powyższym rozwiązaniom obrót papierami wartościowymi jest przejrzysty, bezpieczny oraz zapewnione są jednolite dla wszystkich uczestników obrotu zasady funkcjonowania rynku, a nad ich przestrzeganiem czuwa Komisja.

2.3. Struktura publicznego rynku papierów wartościowych

Transakcje zawierane na publicznym rynku papierów wartościowych można podzielić biorąc pod uwagę rodzaj uczestniczących podmiotów oraz miejsce ich zawierania.

Z rynkiem pierwotnym mamy do czynienia wówczas, gdy nabycie papierów wartościowych nowej emisji proponuje ich emitent. Na rynku pierwotnym ma zatem miejsce pozyskanie kapitału przez emitenta. Z rynkiem pierwotnym mamy po raz pierwszy do czynienia w momencie zakładania spółki

akcyjnej, kiedy to jej założyciele deklarują objęcie lub proponują innym osobom objęcie określonej liczby akcji. W celu finansowania dalszego rozwoju spółka może dokonywać kolejnych emisji akcji lub obligacji.

Transakcje są zawierane **na rynku wtórnym** wówczas, gdy ich stronami są inwestorzy. Emitent jest wówczas przedmiotem, a nie podmiotem zawieranych umów sprzedaży papierów wartościowych. Mimo pominięcia w niniejszym opracowaniu, poza najważniejszymi aspektami, dokładnej charakterystyki wtórnego rynku papierów wartościowych, należy podkreślić, że jest on bardzo istotnym segmentem rynku papierów wartościowych, gdyż to na tym rynku kształtuje się wartość (cena) papierów wartościowych i to na tym rynku właściciel papierów może je sprzedać.

Na publicznym rynku papierów wartościowych może również mieć miejsce tzw. **pierwsza oferta publiczna**. Jest to oferta danych papierów wartościowych, dokonywana przez ich emitenta lub właściciela, która po raz pierwszy ma charakter oferty publicznej.

Wtórny rynek papierów wartościowych dzieli się, zgodnie z ustawą o obrocie, na **rynek giełdowy** oraz **rynek pozagiełdowy**. Dodatkowo regulacje zezwalają na tworzenie w ramach rynku giełdowego tzw. rynku oficjalnych notowań giełdowych, na którym są dodatkowe wymogi dla emitentów i ich papierów wartościowych.

Rynek pozagiełdowy podobnie jak rynek giełdowy, umożliwia w sposób uregulowany kupno i sprzedaż instrumentów rynku kapitałowego i również stanowi zespół osób, regulacji oraz urządzeń i środków technicznych służących gromadzeniu, przedstawianiu i udostępnianiu informacji o ofertach kupna i sprzedaży papierów wartościowych, zawartych transakcjach oraz innych informacji związanych z obrotem. Nie ma jednak określonej lokalizacji fizycznej, więc nie można w jego przypadku mówić o „parkiecie”, jaki jest na giełdzie. Zasadnicza różnica polega na sposobie zawierania transakcji (najczęściej w efekcie bezpośredniego kontaktu między maklerami) jak i dopuszczalności zawierania transakcji bezpośrednio między inwestorami.

Na rynku pozagiełdowym obowiązują znacznie mniejsze wymagania wobec emitentów niż ma to miejsce w przypadku rynku giełdowego.

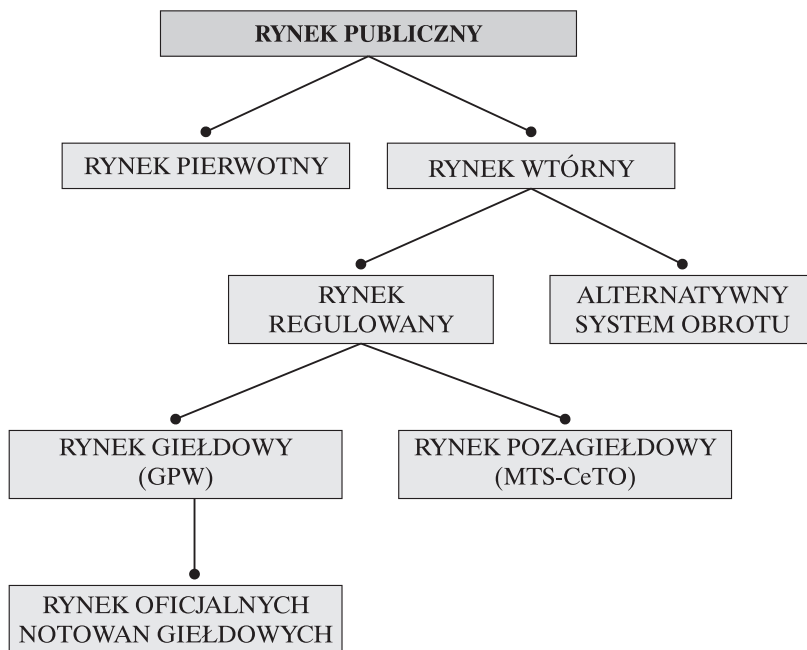
To wszystko sprawia, że rynki pozagiełdowe są przeznaczone w szczególności dla małej i średniej wielkości emitentów, których historia jest często bardzo krótka, mających jednak dobre perspektywy rozwoju, poszukujących środków na rozszerzenie skali działalności i wzmocnienie pozycji. Charakteryzują się one w sposób naturalny znacznie mniejszą płynnością obrotu i większym ryzykiem, ale zarazem relatywnie dużą dynamiką wzrostu wartości rynkowej.

Rynek pozagiełdowy stanowi także alternatywę dla tych emitentów, którzy z różnych powodów nie spełniają (jeszcze) lub nie chcą spełniać wysokich wymagań stawianych przez giełdę. Dodatkowo koszty obrotu papierami wartościowymi na rynku pozagiełdowym są dla emitenta niższe niż w przypadku giełdy.

Rynek giełdowy jest obecnie w Polsce organizowany przez GPW, natomiast rynek pozagiełdowy prowadzi MTS-CeTO S.A. (MTS-CeTO).

Ustawa o obrocie przewiduje również możliwość tworzenia tzw. alternatywnych systemów obrotu, czyli różnego rodzaju zautomatyzowanych platform obrotu, nie mieszczących się w kategorii tradycyjnych giełd papierów wartościowych. W Polsce tego typu rynki mogą się rozwinąć w przyszłości, jeśli emitenci i inwestorzy uznają je za atrakcyjną alternatywę wobec rynku regulowanego. Natomiast w krajach europejskich przybierają one bardzo różne formy funkcjonowania — od prostych, kojarzących zlecenia po z góry ustaloną cenę, do bardziej skomplikowanych, działających w oparciu o reguły zbliżone do zasad funkcjonowania giełd.

Struktura rynku publicznego w Polsce została przedstawiona na poniższym schemacie.



2.4. Definicja oferty publicznej

Pojęcie oferty publicznej oraz wynikające z niej obowiązki i konsekwencje określa ustawa o ofercie.

Ofertą publiczną jest udostępnianie w Polsce, co najmniej 100 osobom lub nieoznaczonemu adresatowi, w dowolnej formie i w dowolny sposób, informacji o papierach wartościowych i warunkach dotyczących ich nabycia, stanowiących dostateczną podstawę do podjęcia decyzji o odpłatnym nabyciu tych papierów wartościowych.

W formie oferty publicznej musi odbywać się jakiegokolwiek publiczne proponowanie nabycia papierów wartościowych, jeśli propozycja skierowana jest do co najmniej 100 osób lub nieoznaczonego adresata. Tak więc nie jest dopuszczalne publiczne przekazywanie informacji odnośnie zamiaru zbycia lub wyemitowania papierów wartościowych, które nie zawiera pełnej i rzetelnej informacji pozwalającej racjonalnie działającemu inwestorowi podjąć decyzję inwestycyjną. Niepełny charakter informacji przekazywanej w ramach proponowania nabycia mógłby skłonić mniej wprawnych inwestorów do zainteresowania się taką propozycją.

Przepisy dotyczące ofert publicznych nie mają zastosowania w przypadku:

- weksli i czeków w rozumieniu przepisów prawa wekslowego⁷ i czekowego⁸,
- bankowych papierów wartościowych w rozumieniu Prawa bankowego⁹ oraz innych papierów wartościowych o charakterze nieudziałowym, stanowiących potwierdzenie przyjęcia środków pieniężnych do depozytu i objętych systemem gwarantowania depozytów, emitowanych w sposób ciągły lub powtarzający się przez instytucję kredytową z siedzibą w państwie członkowskim UE, które nie są podporządkowane, zamienne lub wymienne, nie inkorporują prawa do subskrybowania lub nabycia innego rodzaju papierów wartościowych oraz nie stanowią podstawy dla papierów wartościowych mających charakter praw pochodnych¹⁰,
- papierów wartościowych będących instrumentami rynku pieniężnego¹¹.

⁷ Ustawa z dnia 28 kwietnia 1936 r. Prawo wekslowe (Dz. U. z 1936 r. Nr 37, poz. 282, z późn. zm.).

⁸ Ustawa z dnia 28 kwietnia 1936 r. Prawo czekowe (Dz. U. z 1936 r. Nr 37, poz. 283, z późn. zm.).

⁹ Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. Prawo bankowe (Dz. U. z 2002 r. Nr 72, poz. 665, z późn. zm.).

¹⁰ Prawa pochodne, to zgodnie z ustawą o obrocie zbywalne prawa majątkowe, które powstają w wyniku emisji, inkorporujące uprawnienie do nabycia lub objęcia „klasycznych” papierów wartościowych jak np. akcje i obligacje, lub wykonywane poprzez dokonanie rozliczenia pieniężnego.

¹¹ Dotyczy to papierów wartościowych opiewających wyłącznie na wierzytelności pieniężne, o terminie realizacji praw, liczonym od dnia ich wystawienia albo nabycia w obrocie pierwotnym, nie dłuższym niż rok.

Ustawa o ofercie szczegółowo reguluje zagadnienia związane z oferowaniem różnego rodzaju papierów wartościowych. Niniejsze opracowanie koncentrować się będzie wyłącznie na tych przypadkach, w których podmioty prowadzące działalność komercyjną pozyskują kapitał na jej finansowanie poprzez emisję akcji lub obligacji. Pominięte zostaną zatem na przykład wymagania związane z oferowaniem papierów wartościowych przez Skarb Państwa, Narodowy Bank Polski i inne banki centralne państw członkowskich UE, państwa oraz jednostki samorządu terytorialnego.

Sprzedającym papiery wartościowe w ofercie publicznej może być także ich właściciel. Wówczas środki ze sprzedaży papierów wartościowych stanowią dochód sprzedającego (nazywanego wprowadzającym), a nie stanowią zasilenia kapitałowego emitenta. Taka oferta publiczna może być przeprowadzona razem z ofertą nowej emisji akcji lub też oddzielnie. Zasady sprzedaży papierów wartościowych przez wprowadzającego są analogiczne do tych, które dotyczą nowych emisji. Biorąc to pod uwagę, w niniejszym opracowaniu oferty te nie są omawiane oddzielnie, a wybrane istotne kwestie przedstawione są w następujących rozdziałach poświęconych przygotowaniu i przeprowadzeniu oferty.

3. Efekty publicznej oferty papierów wartościowych i ich notowania na rynku regulowanym

Przeprowadzenie publicznej oferty papierów wartościowych lub ich notowanie na rynku regulowanym niesie ze sobą szereg bardziej lub mniej wymiernych korzyści zarówno dla spółki, jak i jej właścicieli, które stwarzają większe potencjalne możliwości oraz szansę osiągnięcia przez spółkę sukcesu rynkowego. Niesie ze sobą również koszty i obowiązki. Niektóre z nich można zminimalizować, niektóre, jak w każdej inwestycji — a podjęcie się przeprowadzenia publicznej oferty papierów wartościowych lub ich wprowadzenia do obrotu na rynku regulowanym z całą pewnością należy traktować jako inwestycję w przyszłość — trzeba, a nawet warto ponieść, jeśli tę formę pozyskania kapitału uzasadnia analiza ekonomiczna.

3.1. Możliwości i korzyści

3.1.1. Łatwiejszy dostęp do nowych źródeł kapitału

Zwiększenie kapitału obrotowego, sfinansowanie przedsięwzięcia inwestycyjnego, spłata dotychczasowego zadłużenia lub jego restrukturyzacja, to główne cele poszukiwania przez spółki najefektywniejszych źródeł finansowania. Spółka znajduje znacznie łatwiejszy dostęp do kapitału, emitując papiery wartościowe w ramach rynku publicznego. Mogą to być papiery wartościowe o charakterze udziałowym (akcje) lub papiery wartościowe o charakterze dłużnym (obligacje). Łatwiejszy dostęp do kapitału wynika

z bardzo ważnej właściwości publicznego rynku kapitałowego, a mianowicie koncentracji kapitału. Dzięki temu publiczny rynek kapitałowy umożliwia dotarcie do znacznej liczby indywidualnych i instytucjonalnych kapitałodawców, takich jak:

- gospodarstwa domowe — które na koniec 2005 roku dysponowały oszczędnościami zgromadzonymi w bankach o wartości ponad 220 mld zł,
- fundusze inwestycyjne — które na koniec 2005 roku dysponowały aktywami netto o wartości ponad 61 mld zł,
- zakłady ubezpieczeń — które na koniec 2005 roku ulokowały w różnego rodzaju papiery wartościowe ponad 56 mld zł,
- banki — które na koniec 2005 roku ulokowały w różnego rodzaju papiery wartościowe blisko 133 mld zł,
- fundusze emerytalne — które na koniec 2005 roku dysponowały aktywami netto o wartości ponad 86 mld zł¹².

Publiczny rynek kapitałowy jest zatem oceanem możliwości praktycznie dla każdej spółki i dla każdego przedsięwzięcia, pod warunkiem, że emitent przedstawi realny plan wykorzystania pozyskanego kapitału zapewniający inwestorom osiągnięcie zysku z akcji lub terminową płatność odsetek i wykup obligacji.

Pozyskanie kapitału na rynku nie musi oczywiście mieć charakteru jednorazowego. W przypadku, gdy spółka będzie osiągała dobre wyniki finansowe, a jej notowania będą zapewniały korzystne stopy zwrotu, podmiotowi takiemu znacznie łatwiej będzie pozyskać kapitał w drodze kolejnych emisji papierów wartościowych.

3.1.2. Niski koszt pozyskania kapitału

Na etapie opracowywania strategii finansowania spółka powinna przeprowadzić kalkulację kosztu wykorzystywanego kapitału. Wówczas może się okazać, że koszt pozyskania finansowania na rynku publicznym jest niejednokrotnie niższy niż koszt na rynku niepublicznym. Dotyczy to zarówno akcji jak i obligacji (w tym przypadku także w porównaniu z kredytem bankowym). Podstawowym kosztem wyemitowanych obligacji, jak i zaciągniętego kredytu, są odsetki, których wysokość w przypadku obligacji można ustalić na stosunkowo atrakcyjnym poziomie, zachęcającym posiadaczy kapitału do jego

¹² Dane na podstawie informacji zamieszczonych na stronach internetowych Komisji Papierów Wartościowych i Giełd, Komisji Nadzoru Ubezpieczeń i Funduszy Emerytalnych oraz Narodowego Banku Polskiego.

ulokowania w obligacjach (z uwzględnieniem premii za ponoszone ryzyko w związku z taką inwestycją), aczkolwiek niższym niż oprocentowanie kredytu bankowego. Przy zaciąganiu kredytu nie należy również zapominać o marży zysku banku za przejęcie ryzyka finansowania, często wyższej od premii za ryzyko płaconej przy emisji obligacji, oraz o różnego rodzaju prowizjach pobieranych przez bank w związku z udzielonym kredytem, które mogą dodatkowo znacznie podnosić jego koszt.

3.1.3. *Wzrost wiarygodności*

Fakt posiadania statusu spółki publicznej, a tym bardziej spółki notowanej na rynku regulowanym, sprawia, iż firma zyskuje prestiż, zwiększa swoją wiarygodność, co umacnia jej pozycję rynkową. Prowadzenie przejrzystej polityki informacyjnej buduje zaufanie inwestorów, ułatwia pozytywne kształtowanie wizerunku firmy w oczach kontrahentów, partnerów handlowych, banków i innych instytucji finansowych. Niezależnie bowiem od możliwości łatwiejszego pozyskania kapitału na rynku publicznym, nieodłącznym elementem finansowania działalności gospodarczej jest kredyt bankowy. Emisja akcji powodująca zwiększenie (niejednokrotnie znaczne) kapitałów własnych, a więc wartości księgowej spółki, umożliwia jej pozyskanie nowych kredytów i innych form finansowania zewnętrznego. Związany z notowaniem na rynku regulowanym obowiązek przekazywania raportów finansowych i informowania o wszelkich istotnych zdarzeniach dotyczących spółki sprawia, że cieszy się ona większym zaufaniem publicznym, jest bardziej przejrzysta — można pełniej prześledzić historię jej działalności, strukturę własnościową, sytuację finansową. Nie zastąpi to oczywiście procesu badania przez bank zdolności kredytowej, może jednak ułatwić współpracę, jak również może pozwolić na oszacowanie niższego ryzyka związanego z finansowaniem spółki, co może przełożyć się na stosowanie preferencyjnych prowizji, czy wręcz niższego oprocentowania. Spółka notowana na rynku regulowanym ma również większą szansę na uzyskanie tzw. ratingu inwestycyjnego nadawanego przez wyspecjalizowane instytucje, którym kieruje się wielu inwestorów przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych, co nie pozostaje bez wpływu przy kolejnych emisjach papierów wartościowych.

3.1.4. *Płynność i rynkowa wycena papierów wartościowych*

Ścisły związek z obrotem papierami wartościowymi na rynku regulowanym ma kwestia rynkowej wyceny akcji i obligacji. Koncentracja popytu i po-

daży pozwala na obiektywną wycenę wartości papierów wartościowych, a tym samym wartości samej spółki. Rynekowa wycena umożliwia podjęcie przez dotychczasowych właścicieli decyzji o ewentualnej sprzedaży przy odpowiednio atrakcyjnym poziomie cenowym posiadanych akcji, które często były obemnowane w początkowej fazie rozwoju spółki po cenach znacznie niższych. Sprzedaż większych pakietów akcji przez założycieli lub pracowników jest możliwa dzięki płynności, jaką oferuje rynek publiczny, czyli możliwości niemalże nieograniczonego zbywania papierów wartościowych. W przypadku, gdy akcje spółki funkcjonują wyłącznie na rynku niepublicznym, ich sprzedaż jest znacznie trudniejsza i wiąże się z koniecznością samodzielnego poszukiwania potencjalnych nabywców, przeprowadzania wyceny papierów wartościowych oraz negocjowania warunków transakcji.

Rynekowa wycena stwarza dla emitenta bazę odniesienia przy ustalaniu ceny emisyjnej kolejnych emisji. Natomiast posiadacze papierów wartościowych mają możliwość dokładniejszego oszacowania ich wartości w celu np. ustanowienia zabezpieczenia kredytu zaciąganego pod ich zastaw.

Notowanie akcji na publicznym rynku wtórnym ma też niewymierny, ale istotny, efekt psychologiczny — akcjonariusze widzą bieżącą wartość akcji, a zarząd może obserwować jak ta wartość zmienia się pod wpływem podejmowanych decyzji.

3.1.5. Opcje menedżerskie i pracownicze

Notowanie papierów wartościowych na rynku giełdowym lub pozagiełdowym umożliwia wprowadzenie systemu motywacyjnego zarówno dla kadry menedżerskiej, jak i dla pracowników spółki. Polega on na ustanowieniu tzw. opcji dla osób objętych programem motywacyjnym, a więc prawa do objęcia w określonej przyszłości akcji lub obligacji emitenta na preferencyjnych warunkach (np. po atrakcyjnej cenie w stosunku do ich ceny rynkowej), pod warunkiem osiągnięcia przez spółkę w danym okresie określonych wcześniej parametrów ekonomicznych, np. poziomu zysku netto, zysku operacyjnego, rentowności operacyjnej, rentowności kapitału własnego lub rentowności aktywów. System ten pozwala osobom uprawnionym do nabycia papierów uzyskać znaczący dochód z ich sprzedaży lub dodatkowy zarobek w postaci dywidendy z akcji wypłacanej z zysku netto. Jest to więc forma nagrody motywującej osoby zarządzające i pracowników do zwiększenia zaangażowania w poprawę efektywności zarządzania jej majątkiem i zasobami ludzkimi. Jest to jednocześnie sposób związania profesjonalnej kadry ze spółką na dłuższy okres.

Przyznanie akcji pracownikom na preferencyjnych warunkach może być formą dodatkowego wynagrodzenia. Agora S.A. jest przykładem spółki, która wyemitowała i zaoferowała akcje swoim pracownikom w ramach programu rozszerzenia własności pracowniczej. Akcje spółki mogli objąć wszyscy jej pracownicy oraz pracownicy podmiotów powiązanych ze spółką, o stażu pracy wynoszącym co najmniej 2 lata. Akcje obejmowane były przez te osoby po cenie emisyjnej 1 zł, podczas gdy w przeprowadzanej równolegle ofercie skierowanej do ogółu inwestorów cena emisyjna wynosiła 36 zł. Natomiast cena, przy której akcje spółki zadebiutowały na giełdzie, wyniosła 49,9 zł.

3.1.6. *Efekt marketingowy*

Z dokonywaniem publicznej oferty papierów wartościowych, a szczególnie z obecnością spółki w obrocie na rynku regulowanym wiąże się również bezpłatna promocja spółki w środkach masowego przekazu. Media codziennie informują o sytuacji takich spółek, podają informacje dotyczące ich sytuacji finansowej oraz dane o najważniejszych wydarzeniach mających w nich miejsce. Pozwala to na stałą obecność nazw tych spółek w świadomości odbiorców tych informacji i w ten sposób korzystanie z reklamy, na którą wiele spółek nie mogłoby sobie w innej sytuacji pozwolić. Spółka nienotowana na rynku regulowanym ma pod tym względem znacznie mniejsze możliwości i skazana jest często na prowadzenie kampanii promocyjnych, których koszt jest znacznie wyższy w porównaniu z kosztem wejścia na rynek, a efekt nie tak długotrwały, jak efekt zapewniony dzięki obecności na rynku publicznym. Niejednokrotnie zdarza się, że wejście spółki na giełdę lub rynek pozagiełdowy powoduje, że potencjalni kontrahenci, partnerzy, czy wręcz sami inwestorzy, po raz pierwszy dopiero spotykają się z nazwą danej spółki. Pod tym względem spółka notowana na rynku regulowanym jest w większym zakresie spółką medialną, co z kolei zwiększa jej szansę przy różnego rodzaju przetargach, daje jej mocniejszą pozycję podczas negocjacji, ułatwia zawieranie nowych kontraktów i powiększanie rynków zbytu.

Warto pamiętać, że negatywne zdarzenia związane ze spółką są również publikowane przez prasę, co ma z kolei negatywny wpływ na budowany wizerunek.

3.1.7. *Ekspansywny rozwój spółki*

Status spółki publicznej, notowanej na rynku regulowanym, ułatwia jej rozwój poprzez budowanie grupy kapitałowej w drodze przejmowania in-

nych spółek. Proces przejścia może polegać na wydaniu akcji spółki przejmującej akcjonariuszom spółki przejmowanej. Zaoferowanie akcjonariuszom spółki przejmowanej akcji, które znajdują się w obrocie na rynku regulowanym, a więc które łatwo jest sprzedać i które posiadają określoną wycenę rynkową, może być atrakcyjnym argumentem przemawiającym za wyborem tej oferty. Spółka przejmująca z rynku regulowanego jest z reguły spółką o większym doświadczeniu rynkowym, a więc i potencjalnie atrakcyjniejszym inwestorem strategicznym, dysponującym nowocześniejszymi technologiami i odpowiednim *know-how*, które z powodzeniem może być wdrożone w spółce przejmowanej.

3.1.8. *Możliwość pozyskania inwestora strategicznego*

Obecność spółki w obrocie na rynku regulowanym zwiększa jej szansę nie tylko na przejmowanie innych podmiotów, ale i na pozyskanie inwestora strategicznego, jeżeli spółka poszukuje wsparcia finansowego, technologicznego, lub też, gdy główni akcjonariusze chcą sprzedać posiadane akcje, a jednocześnie związać działalność spółki z innym podmiotem. Takim spółkom łatwiej jest pozyskać takiego inwestora, gdyż są bardziej przejrzyste, a zatem poddające się efektywniejszej analizie. Inwestorzy branżowi chcący zdobyć udział w rynku wolą pozyskać przedsiębiorstwo już funkcjonujące, z udziałem w rynku, rozbudowaną infrastrukturą, znanym znakiem towarowym i tradycjami, niż budować swój oddział lub filię od podstaw, i w tym celu najłatwiej i najszybciej jest im dotrzeć do spółki notowanej na rynku publicznym niż samodzielnie szukać interesujących przedsiębiorstw.

3.2. *Ograniczenia i koszty*

3.2.1. *Obowiązki informacyjne — konieczność odkrycia się przed konkurencją*

Bezpieczeństwo publicznego rynku papierów wartościowych wymusza na jego uczestnikach pewien zakres obowiązków informacyjnych. Wynika to z konieczności zapewnienia wszystkim inwestorom jednakowego dostępu do rzetelnej i prawdziwej informacji o spółce. Należyte wypełnianie obowiązków informacyjnych z jednej strony czyni spółkę bardziej otwartą i przejrzystą, ale z drugiej powoduje konieczność otwarcia się przed konkurencją, doprowadzając w skrajnym przypadku do zmniejszenia przewagi rynkowej. Przepisy określające wymogi informacyjne są jednak w tym zakresie tak skonstruowa-

ne, aby nie stwarzały konieczności ujawniania tajemnicy handlowej, a tym samym ograniczały możliwość naruszenia interesów gospodarczych emitenta.

3.2.2. Ryzyko wrogiego przejęcia

Okolicznością, którą należy wziąć pod uwagę przy wprowadzeniu akcji do obrotu na publicznym rynku wtórnym, jest możliwość wrogiego przejęcia spółki. Notowanie akcji w obrocie na rynku regulowanym oznacza, iż nie jest możliwe kontrolowanie na bieżąco struktury akcjonariatu. Wrogiego przejęcia dokonują z reguły konkurenci spółki, a ich głównym celem jest likwidacja spółki, przejęcie jej rynków zbytu, pozyskanie nowych, unikalnych technologii. Niebezpieczeństwo wynikające z wrogiego przejęcia można jednak istotnie ograniczyć, na przykład:

- wprowadzając do statutu spółki odpowiednie zapisy chroniące dotychczasowych właścicieli (np. ograniczające wykonywanie prawa głosu z posiadanych akcji),
- konstruując publiczną ofertę nabycia akcji nowej emisji w taki sposób, aby nie doprowadzić do nadmiernego rozwodnienia kapitału i zapewnić zachowanie kontroli nad spółką,
- pozyskując stabilnego i przyjaznego inwestora strategicznego.

Pomocne w tym względzie są również, wspomniane już, obowiązki informacyjne dotyczące nabywania i posiadania znacznych pakietów akcji, umożliwiające śledzenie struktury akcjonariatu spółki i podejmowanie z odpowiednim wyprzedzeniem czynności obronnych przed wrogim inwestorem.

3.2.3. Zmiana kultury korporacyjnej

Publiczny charakter spółki powoduje pojawienie się w niej nowych inwestorów oczekujących uczestnictwa w podejmowaniu decyzji na zgromadzeniu akcjonariuszy i wprowadzenia własnych przedstawicieli do jej organów wykonawczych i nadzorczych. Oznacza również konieczność uwzględniania zdania akcjonariuszy przy podejmowaniu decyzji biznesowych. Takie konsekwencje bywają trudne do zaakceptowania przez dotychczasowych właścicieli będących często także zarządzającymi spółką. Praktyka rozwiniętych rynków kapitałowych wskazuje natomiast jednoznacznie, że tylko maksymalizacja przejrzystości „współlistnienia” różnych grup akcjonariuszy (zwłaszcza relacji akcjonariusz dominujący-akcjonariusze mniejszościowi), jak również relacji między poszczególnymi organami spółki, określanych mianem ładu korporacyjnego (*corporate governance*), może stanowić trwałą podstawę dla rozwoju

spółki. Tak więc to, co dla wielu właścicieli prywatnych firm oznacza dodatkowy koszt publicznego charakteru spółki, może *de facto* przynosić wymierne korzyści, o których wspomniano powyżej.

3.2.4. Koszty wprowadzenia papierów wartościowych na rynek publiczny

Z procesem publicznej oferty papierów wartościowych i ich wprowadzeniem do obrotu na rynku regulowanym wiążą się również określone wydatki, z których część związana jest z działaniami wymaganymi przez przepisy prawa, a część dotyczy dodatkowych działań i usług, które mogą przyczynić się do usprawnienia tego procesu i uatrakcyjnienia publicznej oferty. Do tych pierwszych zaliczyć należy koszty:

- przygotowania prospektu emisyjnego (memorandum informacyjnego),
- badania sprawozdań finansowych przez biegłego rewidenta,
- wynagrodzenia firmy inwestycyjnej oferującej papiery wartościowe w publicznej ofercie,
- opłaty ewidencyjnej z tytułu wpisu do ewidencji papierów wartościowych prowadzonej przez KPWiG oraz opłat na rzecz KDPW, GPW lub MTS-CeTO w zależności od tego, na którym rynku będą notowane papiery wartościowe emitenta.

Natomiast charakter fakultatywny mają koszty:

- obsługi prawnej,
- wynagrodzenia subemitenta inwestycyjnego lub usługowego,
- marketingu, reklamy, spotkań z analitykami, inwestorami, przedstawicielami mediów.

Wysokość tych kosztów w stosunku do wartości całej emisji bywa różna i zależy od wielu czynników, takich jak: renoma podmiotu planującego publiczną emisję, jego wielkość, sytuacja gospodarcza, a także wielkość planowanej emisji. Im większa jej wartość, tym udział kosztów, które w dużej mierze mają charakter stały, jest niższy. Przy emisjach akcji o wartości od kilkunastu do kilkudziesięciu milionów złotych udział kosztów w wartości emisji jest rzędu kilku procent (2-8%), przy znacznych emisjach, rzędu kilkuset milionów złotych udział kosztów może nie przekroczyć 1%. W przypadku emisji obligacji proporcje te są jeszcze bardziej atrakcyjne — koszty mogą stanowić 0,2-0,9% wartości emisji. Należy jednak zaznaczyć, że w przypadku kolejnych emisji papierów wartościowych przez spółkę publiczną (zwłaszcza notowaną na rynku regulowanym) możliwe jest obniżenie niektórych kosztów, np. związanych ze sporządzeniem prospektu i oferowaniem papierów wartościowych. Przykładowe zestawienia kosztów związanych z przeprowa-

dzaniem publicznej oferty i wprowadzeniem papierów wartościowych do obrotu na rynku regulowanym (wprowadzenia do publicznego obrotu) przedstawione zostały w Załączniku nr 4.

3.3. Efekty publicznego charakteru papierów wartościowych w przykładach

Poniżej przedstawione zostały przykłady pięciu spółek, których historia potwierdza szerokie możliwości, jakie daje publiczny rynek papierów wartościowych w zakresie łatwiejszego i bardziej elastycznego pozyskania kapitału, pozyskania inwestora strategicznego, związania kadry menedżerskiej ze spółką poprzez wprowadzenie programu motywacyjnego oraz ekspansywnego rozwoju poprzez przejmowanie innych podmiotów.

Domplast S.A.

Domplast S.A. to modelowy przykład spółki, która umiejętnie wykorzystała szanse, jakie stwarza rynek publiczny. Domplast S.A. był spółką produkującą różnego rodzaju wyroby z tworzyw sztucznych. Spółka została założona na początku lat 80. przez pana Andrzeja Dębowskiego. Początkowo zarządzany jednoosobowo zakład mieszczący się w przydomowym warsztacie, specjalizował się w produkcji okuć do mebli z wyrobów sztucznych. Nawiazanie współpracy z zagranicznymi i krajowymi partnerami zaowocowało stopniowym poszerzeniem oferty asortymentowej oraz zwiększeniem mocy produkcyjnych, dzięki czemu w ciągu kilku lat z małego zakładu wyrosła jedna z większych firm prywatnych w Polsce. Spółka doszła jednak do istotnej bariery, jaką był brak odpowiedniego finansowania dalszego rozwoju produkcji. W tym też czasie zrodził się pomysł pozyskania brakującego kapitału poprzez ofertę publiczną. W 1994 roku została przeprowadzona publiczna subskrypcja akcji, które oferowane były po cenie 14 zł. W jej wyniku spółka pozyskała z rynku blisko 10 mln zł. Akcje spółki zadebiutowały na Giełdzie 4 sierpnia 1994 roku po cenie 50 zł. Przy takiej cenie debiutu kapitalizacja rynkowa Domplast S.A. wynosiła 150 mln zł. W związku z rozwojem rynku i nasilającą się konkurencją główny akcjonariusz Domplast S.A. postanowił rozpocząć poszukiwania inwestora strategicznego, który zapewniłby przedsiębiorstwu nowoczesne technologie. W 1996 roku wybrano jako inwestora koncern Rubbermaid Inc., który w wyniku ogłoszonego wezwania skupił po cenie 15,36 zł akcje zapewniające 90% ogólnej liczby głosów na walnym zgromadzeniu. Kolejne wezwanie na pozostałe akcje spółki zostało ogłoszo-

ne w 1999 roku. Zaoferowana cena wyniosła wówczas 25,50 zł, zaś Rubbermaid Inc. osiągnął 97% ogólnej liczby głosów na walnym zgromadzeniu spółki. Ze względu na fakt, iż dalsze utrzymywanie spółki na Giełdzie nie było celowe (spółka posiadała inwestora strategicznego, który zapewniał jej finansowanie oraz wsparcie technologiczne), pod koniec 1999 roku została wycofana z publicznego obrotu. 8 grudnia 1999 roku, w ostatnim dniu notowania akcji Domplast S.A., cena akcji wynosiła 24,50 zł, zaś kapitalizacja spółki sięgała 73,5 mln zł.

Bakoma S.A.

Odmienne przebiegała giełdowa historia innej spółki — Bakoma S.A. Celem wprowadzenia akcji spółki do obrotu giełdowego było uzyskanie rynkowej wyceny spółki oraz pozyskanie atrakcyjnego branżowego inwestora strategicznego. Bakoma S.A. nie miała problemów z pozyskaniem kapitału na rynku niepublicznym. W połowie 1997 roku przeprowadzona została niepubliczna emisja akcji, w wyniku której spółka pozyskała 5,7 mln zł. W grudniu tego samego roku, w wyniku publicznej emisji akcji po cenie emisyjnej 1 zł skierowanej do wybranych inwestorów i pracowników spółki, pozyskała ona kolejne 2,7 mln zł. 26 lutego 1998 roku akcje spółki zadebiutowały na warszawskiej giełdzie przy kursie 45 zł. Kapitalizacja spółki wyniosła 450 mln zł. We wrześniu 1999 roku główni akcjonariusze Bakoma S.A., państwo Komorowscy, sprzedali część swoich akcji inwestorowi branżowemu — koncernowi DANONE, po cenie 71 zł. Jednocześnie przeprowadzona została emisja akcji dla DANONE po cenie 37 zł za akcję, w wyniku której Bakoma S.A. pozyskała 55 mln zł. W związku z pozyskaniem przez spółkę inwestora branżowego, który zapewnił jednocześnie finansowanie spółki, Bakoma S.A. poszła w ślady Domplastu i została wycofana z publicznego obrotu na wniosek jej właścicieli. W ostatnim dniu akcje spółki notowane były przy kursie 28,7 zł, zaś kapitalizacja spółki wynosiła 345 mln zł. W okresie ponad trzyletniej giełdowej historii spółki, pozyskała ona stabilnego inwestora, zaś państwo Komorowscy zachowali kontrolę nad spółką, posiadając w niej 76% udziałów.

Kredyt Bank S.A.

Kredyt Bank S.A. to przykład bardzo ekspansywnego rozwoju i intensywnego pozyskiwania kapitału na rynku publicznym. Od 1994 do połowy 2004 roku spółka przeprowadziła 14 emisji akcji, z czego 4 emisje z wyłączeniem prawa poboru wobec dotychczasowych akcjonariuszy, 4 emisje z zachowaniem prawa

poboru oraz 3 emisje skierowane do wyznaczonego inwestora finansowego. Bank przeprowadził również emisję akcji dla pracowników i kadry zarządzającej (program motywacyjny) oraz jedną emisję akcji dla akcjonariuszy Powszechnego Banku Handlowego Gecobank S.A. (emisja połączeniowa). W wyniku tych emisji bank pozyskał ponad 3 mld zł, z czego z samych emisji z wyłączeniem prawa poboru — blisko 400 mln zł. Kredyt Bank S.A., będąc notowany na Giełdzie, pozyskał również inwestora strategicznego — KBC Bank N. V., który obecnie posiada 85,53% kapitału zakładowego banku.

ComputerLand S.A.

ComputerLand S.A. zadebiutował na Giełdzie w październiku 1995 roku jako druga spółka z sektora informatycznego. Spółka wykorzystała publiczny rynek papierów wartościowych głównie do emisji akcji skierowanych do określonych osób. Jedynie pierwsze wprowadzenie papierów wartościowych do publicznego obrotu połączone było z publiczną subskrypcją, w wyniku której spółka pozyskała blisko 9 mln zł. Spośród 14 emisji przeprowadzonych na rynku publicznym 9 emisji o wartości blisko 110 mln zł przeznaczonych było dla kadry menedżerskiej oraz kluczowych pracowników spółki w celu długoterminowego związania ich ze spółką, a akcje dwóch emisji obejmowane były za wkład niepieniężny. Spółka, podobnie jak Kredyt Bank S.A., wykorzystała emisję akcji w celu dokonania połączenia z inną spółką oraz wyemitowała akcje pod obligacje zamienne oraz obligacje z prawem pierwszeństwa obejmowane na rynku niepublicznym.

Getin Holding S.A.

Getin Service Provider S.A. zadebiutował na Giełdzie w 2001 r. Do obrotu publicznego wprowadził istniejące akcje, przeprowadzając jednocześnie emisję dwóch serii akcji — dla członków kadry zarządzającej spółki oraz w ramach publicznej subskrypcji. Ponadto dotychczasowi akcjonariusze spółki w ramach publicznej oferty sprzedali 613.668 akcji o wartości 2,15 mln zł. Przedmiotem działalności spółki było początkowo świadczenie usług hostingowych i internetowych na rzecz małych i średnich przedsiębiorstw. Niekorzystne wyniki finansowe spółki spowodowały podjęcie szeregu działań restrukturyzacyjnych, których konsekwencją było skoncentrowanie się na prowadzeniu działalności inwestycyjnej, w szczególności w sektorze finansowym. W 2003 r. spółka przeprowadziła kolejną emisję akcji skierowaną do dotychczasowych akcjonariuszy o łącznej wartości 54 mln zł, której przeznac-

czeniu były inwestycje w branżę leasingowej i bankowej na terytorium Rosji, w tym objęcie udziałów w spółce leasingowej Carcade Sp. z o. o. W 2004 roku spółka, już jako Getin Holding S.A., pozyskała kolejne 330,75 mln zł, którymi sfinansowała zakup 71,21% akcji Górnośląskiego Banku Gospodarczego S.A. oraz zapewniła dokapitalizowanie przejętego banku. W następnym roku przeprowadzona została kolejna publiczna emisja akcji skierowana do dotychczasowych akcjonariuszy o wartości 252 mln zł z przeznaczeniem na dokapitalizowanie GETIN Banku S.A. (zmieniona nazwa Górnośląskiego Banku Gospodarczego S.A.). Jednocześnie do spółki wniesione zostały w formie aportu akcje GETIN Bank S.A. o wartości 47,8 mln zł w zamian za akcje nowej emisji. Dodatkowo przeprowadzona została emisja akcji pod obligacje z prawem pierwszeństwa, emitowanych dla kadry kierowniczej spółki oraz spółek z nią powiązanych. W sumie na przestrzeni 5 lat Getin Holding S.A. podwyższył kapitał o 1.004,5 mln zł, z czego 656 mln zł pozyskał w postaci środków pieniężnych.

Szczegółowy wykaz publicznych emisji przeprowadzonych przez Kredyt Bank S.A., ComputerLand S.A. oraz Getin Holding S.A. przedstawiony został w Załączniku nr 5.

4. Wymagania dokumentowe przy przeprowadzaniu oferty publicznej i wprowadzaniu papierów wartościowych do obrotu na rynku regulowanym

Przeprowadzenie oferty publicznej oraz dopuszczenie papierów wartościowych do obrotu na rynku regulowanym wymaga zwykle przygotowania odpowiedniego dokumentu informacyjnego przedstawiającego emitenta i ofertę oraz przeprowadzenia właściwego postępowania przed KPWiG.

W zależności od rodzaju emitenta oraz papierów wartościowych ofertę publiczną można przeprowadzić na podstawie prospektu emisyjnego, memorandum informacyjnego lub też bez obowiązku sporządzania jakiegokolwiek dokumentu informacyjnego.

4.1. Prospekt emisyjny

Prospekt emisyjny jest podstawowym dokumentem, na podstawie którego przeprowadza się ofertę publiczną lub ubiega się o dopuszczenie papierów wartościowych do obrotu na rynku regulowanym. Dokument ten wymaga przedłożenia do KPWiG, która po stwierdzeniu jego prawidłowości i zgodności z wymogami prawa wydaje decyzję o zatwierdzeniu.

Na podstawie prospektu emisyjnego można przeprowadzić ofertę publiczną i wprowadzić papiery wartościowe do obrotu na rynku regulowanym w Polsce, ale także w innych krajach UE bez konieczności powtórnego przeprowadzania weryfikacji tego dokumentu przez organ nadzoru danego państwa (por. pkt. 16).

Prospekt emisyjny jest dokumentem wspólnym dla wszystkich państw wchodzących w skład UE. Procedury związane z jego zatwierdzeniem i publikacją wynikają z dyrektywy 2003/71/WE, natomiast jego zakres i treść z rozporządzenia 809/2004.

Ustawa o ofercie wskazuje przypadki, kiedy nie zachodzi konieczność sporządzenia, zatwierdzenia i publikacji prospektu emisyjnego zgodnego z prawem europejskim. W tych przypadkach zakres, formę i treść dokumentu informacyjnego oraz procedurę jego publikacji określają niezależnie przepisy państwa członkowskiego — w Polsce w przypadku niektórych ofert wymagane jest sporządzenie innego dokumentu informacyjnego. Należy to wziąć pod uwagę, jeżeli emitent rozważa przeprowadzenie oferty w kilku krajach, a jednocześnie podlega wyłączeniu z obowiązku sporządzenia, zatwierdzenia i publikacji prospektu emisyjnego. Emitent zatem powinien przeprowadzić analizę prawną wymogów dokumentowych obowiązujących w poszczególnych państwach.

Niezależnie od przedstawionych poniżej zwolnień z obowiązku sporządzenia prospektu emisyjnego, emitent ma prawo sporządzenia takiego dokumentu. Przesłanką do takiej decyzji może być na przykład sytuacja, gdy prospekt emisyjny nie jest wymagany przy ofercie publicznej, natomiast jest konieczny przy wprowadzaniu papierów wartościowych do obrotu na rynku regulowanym. Emitent może także chcieć podnieść wiarygodność przekazywanego dokumentu informacyjnego i zdecydować się na przeprowadzenie procesu zatwierdzenia prospektu emisyjnego.

4.2. Memorandum informacyjne

Zgodnie z ustawą o ofercie sporządzenie memorandum informacyjnego wymagane jest w przypadku przeprowadzania przez spółkę oferty publicznej obejmującej:

- 1) wydawanie papierów wartościowych akcjonariuszom spółki przejmowanej w związku z przejmowaniem przez emitenta innej spółki,
- 2) wydawanie papierów wartościowych akcjonariuszom spółki łączącej się z emitentem w związku z łączeniem się emitenta z inną spółką,
- 3) proponowanie nabycia lub wydawanie akcji:
 - a) bezpłatnie akcjonariuszom (ze środków spółki), albo
 - b) jako wypłatę dywidendy z akcji, przy czym wydawane akcje muszą być tego samego rodzaju, co akcje, z których wypłacana jest dywidenda,
- 4) proponowanie nabycia lub wydawanie papierów wartościowych emitenta, którego papiery wartościowe są dopuszczone do obrotu na rynku regulo-

wanym, przez emitenta lub przez jednostkę powiązaną w rozumieniu ustawy o rachunkowości¹³, aktualnym lub byłym osobom zarządzającym lub pracownikom tego emitenta lub tej jednostki powiązanej,

- 5) papiery wartościowe, jeżeli łączna wartość ich emisji w okresie kolejnych 12 miesięcy, liczona według ceny emisyjnej, stanowi mniej niż 2,5 mln euro,¹⁴
- 6) papiery wartościowe gwarantowane bezwarunkowo i nieodwołalnie przez Skarb Państwa, państwo członkowskie, jednostki władz regionalnych lub lokalnych państwa członkowskiego, w tym jednostki samorządu terytorialnego,
- 7) papiery wartościowe o charakterze nieudziałowym, emitowane w sposób ciągły lub powtarzający się w cyklach obejmujących co najmniej dwie emisje dokonywane w odstępie nie dłuższym niż 12 miesięcy przez instytucję kredytową z siedzibą w państwie członkowskim, które nie są podporządkowane, zamienne lub wymienne, nie inkorporują prawa do subskrybowania lub nabycia innego rodzaju papierów wartościowych oraz nie stanowią podstawy dla innych zbywalnych praw majątkowych, jeżeli łączna wartość emisji tych papierów, w okresie kolejnych 12 miesięcy, liczona według ceny emisyjnej, stanowi mniej niż 50 mln euro.

Memorandum informacyjne jest dokumentem będącym podstawą do ubiegania się o dopuszczenie do obrotu na rynku regulowanym:

- 1) papierów wartościowych wydanych akcjonariuszom spółki przejmowanej w związku z przejmowaniem przez emitenta innej spółki,
- 2) papierów wartościowych wydanych akcjonariuszom spółki łączącej się z emitentem w związku z łączeniem się emitenta z inną spółką,
- 3) akcji spółki, której inne akcje tego samego rodzaju są dopuszczone do obrotu na tym samym rynku regulowanym, a proponowanie ich nabycia lub wydanie nastąpiło:

¹³ Ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości (Dz. U. z 2002 r. Nr 76, poz. 694, z późn. zm.).

¹⁴ Wyjątkiem tutaj są przypadki, gdzie oferta publiczna obejmuje: a) proponowanie nabycia papierów wartościowych w postępowaniu likwidacyjnym, upadłościowym i egzekucyjnym, b) nieodpłatne udostępnianie w procesie prywatyzacji, przez Skarb Państwa, akcji spółki pracownikom oraz producentom rolnym lub rybakom na trwale związanym z jej przedsiębiorstwem, c) proponowanie przez Skarb Państwa nabycia akcji w procesie prywatyzacji, d) proponowanie nabycia dotychczasowym akcjonariuszom w wykonaniu prawa poboru, e) proponowanie nabycia przez spółkę własnych akcji, w trybie określonym w art. 331 § 3, art. 363 § 3 i 4 i art. 515 ustawy z dnia 15 września 2000 r. - Kodeks spółek handlowych (Dz. U. Nr 94, poz. 1037, z późn. zm.).

- a) bezpłatnie akcjonariuszom (ze środków spółki), albo
 - b) jako wypłata dywidendy z akcji, przy czym wydane akcje są tego samego rodzaju, co akcje, z których wypłacana jest dywidenda,
- 4) papierów wartościowych tego samego rodzaju, co inne papiery tego emitenta dopuszczone do obrotu na tym samym rynku regulowanym, które były przedmiotem propozycji nabycia lub były wydawane przez emitenta lub przez jednostkę powiązaną, aktualnym lub byłym osobom zarządzającym lub pracownikom emitenta lub tej jednostki powiązanej,
- 5) papierów wartościowych gwarantowanych bezwarunkowo i nieodwołalnie przez Skarb Państwa, państwo członkowskie, jednostki władz regionalnych lub lokalnych państwa członkowskiego, w tym jednostki samorządu terytorialnego,
- 6) papierów wartościowych o charakterze nieudziałowym, emitowanych w sposób ciągły lub powtarzający się w cyklach obejmujących co najmniej dwie emisje dokonywane w odstępie nie dłuższym niż 12 miesięcy przez instytucję kredytową z siedzibą w państwie członkowskim, które nie są podporządkowane, zamienne lub wymienne, nie inkorporują prawa do subskrybowania lub nabycia innego rodzaju papierów wartościowych oraz nie stanowią podstawy dla innych zbywalnych praw majątkowych, jeżeli łączna wartość emisji tych papierów, w okresie kolejnych 12 miesięcy, liczona według ceny emisyjnej, stanowi mniej niż 50 mln euro,
- 7) papierów wartościowych dopuszczonych do obrotu na innym rynku regulowanym, jeżeli spełnione są poniższe warunki:
- a) te papiery wartościowe lub tego samego rodzaju inne papiery wartościowe tego emitenta, są od co najmniej 18 miesięcy dopuszczone do obrotu na tym innym rynku regulowanym,
 - b) uzyskanie po raz pierwszy dopuszczenia tych papierów wartościowych lub innych papierów wartościowych tego samego rodzaju do obrotu na tym innym rynku regulowanym, które nastąpiło po dniu 31 grudnia 2003 r., było poprzedzone zatwierdzeniem prospektu emisyjnego i udostępnieniem go do publicznej wiadomości,
 - c) dokument informacyjny, udostępniony do publicznej wiadomości w związku z tym dopuszczeniem, które nastąpiło po dniu 1 lipca 1983 r., a przed dniem 31 grudnia 2003 r., został sporządzony i zatwierdzony zgodnie z postanowieniami obowiązującego w tym okresie prawa UE,
 - d) emitent wypełnia obowiązki związane z dopuszczeniem do obrotu na tym innym rynku regulowanym.

Wszystkie wymienione wyżej wyjątki od obowiązku sporządzenia prospektu dotyczą sytuacji nietypowych, gdy papiery charakteryzują się niskim

ryzykiem inwestycyjnym, ze względu na rodzaj emitenta (banki, instytucje kredytowe), gwarantowany ich wykup przez rządy państw członkowskich UE lub gdy oferta charakteryzuje się restrykcyjnymi parametrami, takimi jak ograniczona wielkość emisji papierów wartościowych, ustalony szczególnie docelowy krąg ich nabywców, lub też gdy mamy do czynienia z realizacją określonego świadczenia w formie wydawanych akcji.

4.3. Inne dokumenty nieokreślone przepisami prawa

W niektórych przypadkach przepisy prawa nie wymagają sporządzenia prospektu emisyjnego i memorandum informacyjnego w związku z przeprowadzaniem oferty publicznej i ubieganiem się o dopuszczenie papierów wartościowych do obrotu na rynku regulowanym. Wówczas zakres i formę informacji przekazywanych zainteresowanym inwestorom określa emitent lub wprowadzający, na podstawie ogólnych przepisów prawa. Jest to możliwe jedynie w przypadkach, kiedy oferta publiczna:

- 1) jest kierowana wyłącznie do inwestorów, z których każdy nabywa papiery wartościowe o wartości, liczonej według ich ceny emisyjnej lub ceny sprzedaży, co najmniej 50 tys. euro lub równowartości tej kwoty w złotych,
- 2) dotyczy papierów wartościowych, których jednostkowa wartość nominalna wynosi nie mniej niż 50 tys. euro lub równowartość tej kwoty w złotych,
- 3) dotyczy papierów wartościowych, których całkowita wartość, liczona według ich ceny emisyjnej lub ceny sprzedaży, nie przekracza w okresie kolejnych 12 miesięcy wartości 100 tys. euro lub równowartości tej kwoty w złotych,
- 4) dotyczy wydawania akcji akcjonariuszom w związku z wymianą akcji istniejących, takiego samego rodzaju, co akcje podlegające wymianie, jeżeli nie powoduje to podwyższenia kapitału zakładowego emitenta,
- 5) jest kierowana wyłącznie do inwestorów kwalifikowanych.

Brak regulacji w zakresie wymogów dokumentu informacyjnego dotyczy przede wszystkim transakcji o znacznej wartości lub przeprowadzanej z podmiotami posiadającymi dostateczną wiedzę, aby samemu zebrać i poddać analizie dokumenty i informacje niezbędne do oceny atrakcyjności oferowanych papierów wartościowych. Limity dla potencjalnej transakcji wskazują w sposób wartościowy pierwsze trzy punkty.

Wyjątek w przypadku czwartym dotyczy wymiany papierów wartościowych przeprowadzonej w taki sposób, że nie zwiększa się kapitał zakładowy spółki. Mimo, że mamy wówczas do czynienia z ofertą publiczną, to w rzeczywistości spółka nie pozyskuje żadnego kapitału.

W piątym przypadku określona jest kategoria **inwestorów kwalifikowanych**. W tym miejscu należy zatem wyjaśnić kim jest ta grupa inwestorów. Do kategorii inwestorów kwalifikowanych zalicza się podmioty, które posiadają wystarczającą zdolność do analizy emitenta i oferowanych przez niego papierów wartościowych. Możemy wyróżnić dwie grupy inwestorów kwalifikowanych.

Do pierwszej należą wymienione przez ustawę podmioty, które uzyskują status inwestora kwalifikowanego ze względu na swój status prawny bądź przedmiot prowadzonej działalności. Do tej grupy zalicza się takie podmioty, jak:

- instytucja finansowa lub inna osoba prawna uprawniona na podstawie właściwych przepisów prawa regulujących jej działalność, do działania na rynkach finansowych, w tym: dom maklerski, bank, zagraniczna firma inwestycyjna, fundusz inwestycyjny, towarzystwo funduszy inwestycyjnych, otwarty fundusz emerytalny, towarzystwo emerytalne, jak również inna instytucja zbiorowego inwestowania lub podmiot nią zarządzający, zakład ubezpieczeń, lub inna osoba prawna, której jedynym przedmiotem działalności statutowej jest inwestowanie w papiery wartościowe,
- państwo, jednostka władz regionalnych lub lokalnych, w tym jednostka samorządu terytorialnego, bank centralny państwa, międzynarodowa instytucja finansowa, w szczególności: Międzynarodowy Fundusz Walutowy, Europejski Bank Centralny, Europejski Bank Inwestycyjny,
- osoba prawna niebędąca małym lub średnim przedsiębiorcą (o którym będzie mowa poniżej).

Drugą grupę stanowią inwestorzy, którzy muszą spełniać warunki określone ustawą oraz złożyć do KPWiG wnioski o wpis do prowadzonego rejestru. Do tej grupy należą osoby fizyczne oraz mali lub średni przedsiębiorcy.

Osoba fizyczna może posiadać status inwestora kwalifikowanego pod warunkiem wpisania do rejestru i spełnienia przez nią co najmniej dwóch z trzech poniższych warunków:

- w okresie 12 kolejnych miesięcy poprzedzających datę złożenia wniosku o wpis do rejestru inwestorów kwalifikowanych zawarła na własny rachunek w obrocie zorganizowanym w rozumieniu przepisów ustawy o obrocie lub w tożsamym z nim obrocie dokonywanym poza Polską, transakcje papierami wartościowymi w liczbie co najmniej 10 transakcji w każdym trzymiesięcznym okresie, każda o wartości co najmniej 50 tys. euro lub równowartości tej kwoty,
- wartość jej portfela papierów wartościowych w dniu poprzedzającym datę złożenia wniosku o wpis do rejestru inwestorów kwalifikowanych wynosi co najmniej 500 tys. euro lub równowartość tej kwoty,

- pracuje lub pracowała w sektorze finansowym przez co najmniej rok na stanowisku wymagającym wiedzy z zakresu inwestycji w papiery wartościowe.

W przypadku osób mających miejsce zamieszkania w państwie członkowskim UE innym niż Polska, status inwestora kwalifikowanego przysługuje jedynie wówczas, jeżeli dana osoba posiada taki status w państwie miejsca zamieszkania.

Małym lub średnim przedsiębiorcą jest spółka handlowa, która zgodnie z ostatnim rocznym sprawozdaniem finansowym lub rocznym skonsolidowanym sprawozdaniem finansowym, spełnia co najmniej dwa z trzech następujących warunków:

- średnioroczne zatrudnienie w przeliczeniu na pełne etaty wynosiło mniej niż 250 osób,
- suma aktywów bilansu nie przekracza równowartości w złotych 43 mln euro,
- przychody netto ze sprzedaży nie przekraczają równowartości w złotych 50 mln euro.

Podobnie jak ma to miejsce w przypadku osób fizycznych, mały i średni przedsiębiorca mający siedzibę w innym państwie członkowskim UE, ma status inwestora kwalifikowanego w Polsce pod warunkiem posiadania go również w państwie swojej siedziby.

Zasady prowadzenia rejestru inwestorów kwalifikowanych są określone przez stosowne rozporządzenie ministra finansów¹⁵. W celu uzyskania wpisu do rejestru inwestor powinien złożyć pisemny wniosek wraz z dokumentami stwierdzającymi spełnianie przedstawionych powyżej warunków.

Spółka rozważająca przeprowadzenie oferty publicznej do tej grupy inwestorów może w KPWiG otrzymać listę podmiotów wpisanych do rejestru inwestorów kwalifikowanych.

Biorąc pod uwagę potencjał inwestorów kwalifikowanych oraz brak formalnego wymogu sporządzenia dokumentu informacyjnego, można uznać, że z punktu widzenia emitenta jest to atrakcyjna forma przeprowadzania oferty publicznej. Należy jednak zwrócić uwagę, że część z wyżej wymienionych inwestorów kwalifikowanych może nie być zainteresowana nabyciem papierów wartościowych, jeśli nie zostały one objęte zatwierdzanym prospek-

¹⁵ Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 11 października 2005 roku w sprawie prowadzenia przez Komisję Papierów Wartościowych i Giełd rejestru inwestorów kwalifikowanych (Dz.U. Nr 205, poz. 1698).

tem emisyjnym. Dotyczy to szczególnie emisji tych spółek, które dotychczas nie publikowały prospektów emisyjnych i których papiery wartościowe nie znajdują się w obrocie na rynku regulowanym.

Sporządzenie prospektu emisyjnego i memorandum informacyjnego nie jest również wymagane, gdy dopuszczenie do obrotu na rynku regulowanym ma dotyczyć:

- 1) akcji, które w okresie kolejnych 12 miesięcy stanowią mniej niż 10% wszystkich akcji emitenta tego samego rodzaju dopuszczonych do obrotu na tym samym rynku regulowanym,
- 2) akcji wydanych w związku z wymianą akcji istniejących, takiego samego rodzaju, co akcje podlegające wymianie dopuszczone do obrotu na tym samym rynku regulowanym, jeżeli nie spowodowało to podwyższenia kapitału zakładowego emitenta,
- 3) akcji spółki, której inne akcje tego samego rodzaju są dopuszczone do obrotu na tym samym rynku regulowanym, jeżeli proponowanie nabycia lub wydanie tych akcji nastąpiło w celu realizacji uprawnień posiadaczy innych papierów wartościowych tej spółki.

5. Dokumenty informacyjne

Z przeprowadzeniem oferty publicznej związany jest zwykle wymóg sporządzenia i opublikowania odpowiedniego dokumentu informacyjnego przedstawiającego spółkę oraz oferowane papiery wartościowe. W tym rozdziale przedstawione zostaną podstawowe informacje o prospekcie emisyjnym oraz o memorandum informacyjnym.

Szczegółowe informacje o formie, zakresie i treści odnośnie poszczególnych dokumentów informacyjnych znajdują się w następujących aktach prawnych:

- wskazanym już Rozporządzeniu Komisji WE nr 809/2004 z dnia 29 kwietnia 2004 roku wdrażającym Dyrektywę 2003/71/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie informacji zawartych w prospektach emisyjnych oraz formy, włączenia przez odesłanie i publikacji takich prospektów emisyjnych oraz upowszechniania reklam — w zakresie prospektu emisyjnego,
- Rozporządzeniu Ministra Finansów z dnia 26 października 2005 roku w sprawie szczegółowych warunków, jakim powinno odpowiadać memorandum informacyjne, o którym mowa w art. 39 ust. 1 oraz art. 42 ust. 1 ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych¹⁶ (rozporządzeniu o memorandum) — w zakresie memorandum informacyjnego.

¹⁶ Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 26 października 2005 roku w sprawie szczegółowych warunków, jakim powinno odpowiadać memorandum informacyjne, o którym mowa w art. 39 ust. 1 oraz art. 42 ust. 1 ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz.U. Nr 218, poz. 1844).

5.1. Prospekt emisyjny

5.1.1. Co to jest prospekt emisyjny

Prospekt emisyjny jest dokumentem sporządzanym przez emitenta w związku z przygotowaniem oferty publicznej lub zamiarem dopuszczenia papierów wartościowych do obrotu na rynku regulowanym.

Prospekt emisyjny jest dokumentem, na podstawie którego można przedstawić inwestorom propozycję nabycia papierów wartościowych oraz na podstawie którego dochodzi do transakcji pomiędzy sprzedającym a kupującym. Jest to podstawowy cel sporządzenia tego dokumentu.

Dla inwestorów prospekt emisyjny stanowi jedno z wielu źródeł informacji, na podstawie którego oceniają atrakcyjność oferty emitenta. Jest to jednak źródło szczególne, gdyż, ze względu na oświadczenia konkretnych osób i firm o prawidłowości i prawdziwości zawartych tam informacji, prospekty emisyjne uznawane są za wiarygodne i pewne. Z tego względu potencjalni nabywcy papierów wartościowych oczekują zamieszczania w prospektach informacji dokładnych i w możliwie szerokim zakresie. Naturalnie emitenci chcąc zachować bezpieczeństwo prowadzonych transakcji i tajemnicę handlową starają się, w granicach prawa, podać informacje w możliwie ograniczonym zakresie. Emitenci mają ponadto prawo ubiegać się o zwolnienie z obowiązku publikacji informacji, jeśli przesłanki do tego zwolnienia spełniają kryteria określone przez ustawę o ofercie (por. pkt 7.2).

5.1.2. Funkcje prospektu emisyjnego

Możemy wyróżnić dwie funkcje, jakie pełni prospekt emisyjny: informacyjną oraz zabezpieczającą. Funkcje te rozumiane są odmiennie przez każdą ze stron transakcji tj. emitentów lub wprowadzających i inwestorów.

Dla emitenta prospekt emisyjny pełni przede wszystkim funkcję informacyjną. Dokument ten służy do zaprezentowania specyfiki i charakterystyki prowadzonej działalności, osiągniętych wyników finansowych, kadry zarządzającej, planów i prognoz przyszłych wyników. Wszelkie wymagane informacje powinny zostać podane w sposób wyczerpujący.

Emitent stara się tak przedstawić swoją działalność i jej perspektywę, aby zachęcić inwestorów do nabywania emitowanych papierów wartościowych. Dlatego też możemy powiedzieć, że w pewnym zakresie prospekt emisyjny pełni także funkcję marketingową dla emitenta.

Prospekt emisyjny powinien zawierać wszystkie informacje wymagane przepisami prawa, a także inne informacje uznane przez emitenta za istotne

do właściwego zaprezentowania swojej działalności oraz objętych prospektem papierów wartościowych. Prospekt zawiera również czynniki ryzyka — informacje o prawdopodobnych zdarzeniach, które mogłyby negatywnie wpłynąć na emitenta lub wartość emitowanych przez niego papierów wartościowych. Emitent przygotowując rzetelnie prospekt emisyjny pokazuje, że zapewnił należyłą informację — wskazując zarówno opis perspektyw rozwoju, jak i realne zagrożenia dla realizacji zaplanowanych działań — ale ostateczne ryzyko związane z nabywanymi papierami wartościowymi ponoszą inwestorzy. Prospekt pełni zatem funkcję zabezpieczającą interesy emitenta wobec pozostałych uczestników rynku.

Inwestorom lektura prospektu emisyjnego ma przede wszystkim zapewnić możliwie szczegółowe informacje na temat spółki i jej oferty. Powinna pozwolić na ocenę potencjalnych zysków z oferowanych papierów wartościowych przy opisanych uwarunkowaniach i czynnikach ryzyka.

W przypadku inwestorów mamy również do czynienia z funkcją zabezpieczającą ich interesy. Prospekt emisyjny zawiera oświadczenia osób odpowiedzialnych za informacje zamieszczane w poszczególnych częściach. W oświadczeniach tych stwierdzają, że zgodnie z ich najlepszą wiedzą i przy dołożeniu należytej staranności, by zapewnić taki stan, informacje zawarte w prospekcie są prawdziwe, rzetelne oraz zgodne ze stanem faktycznym, i nie pominięto żadnych informacji mogących mieć wpływ na jego treść.

Gwarancję prawidłowości sprawozdań finansowych, dających wiedzę o wynikach finansowych, stanie majątku i zobowiązań emitenta, zapewniają opinie podmiotów uprawnionych do badania sprawozdań finansowych. W opinii biegły rewident określa swoje stanowisko, czy sprawozdania finansowe zostały przygotowane przez spółkę zgodnie z prawem i czy prawidłowo oddają rzeczywisty stan majątku i zobowiązań emitenta.

Jeżeli okaże się, że prospekt emisyjny był sporządzony nierzetelnie bądź zawiera informacje niezgodne z prawdą, inwestor ma jasno wskazane, kto ponosi za to odpowiedzialność i do kogo należy kierować ewentualne roszczenia.

5.1.3. Podstawa prawna prospektu emisyjnego

Informacje zawarte w prospekcie emisyjnym sporządzane są według określonych kombinacji schematów i modułów stanowiących załączniki do rozporządzenia 809/2004.

Schematy są to zestawy minimalnych wymogów informacyjnych dostosowanych do poszczególnych rodzajów emitentów i papierów wartościowych. Moduły są to dodatkowe wymogi informacyjne, które należy dołączyć przy niektórych schematach w określonych przypadkach.

W rozporządzeniu 809/2004 zawarty jest wykaz kombinacji schematów i modułów, jakie należy stosować dla danego przypadku. W zależności od rodzaju oferty publikowane prospekty emisyjne mogą różnić się między sobą treścią, zakresem oraz kolejnością zamieszczanych informacji.

Zakres zamieszczanych w prospekcie emisyjnym informacji określony przez rozporządzenie 809/2004 należy uznawać za minimalny. Oznacza to, że emitent może zamieścić dodatkowe informacje, jeśli z jakichkolwiek względów uzna to za stosowne. Z drugiej strony KPWiG nie może żądać zamieszczenia w prospekcie emisyjnym informacji wykraczających poza zakres wymagany przez prawo. Wyjątek od tej zasady stanowi przypadek tzw. emitentów specjalnych, do których rozporządzenie 809/2004 zalicza spółki prowadzące działalność w zakresie nieruchomości, zasobów naturalnych lub żeglugi, inwestycyjną, badawczą, lub krócej niż 3 lata (tzw. *start-up*). Komisja może żądać zamieszczenia w prospekcie emisyjnym takiego emitenta dodatkowych informacji, których zakres został określony w rekomendacji CESR.

Rozporządzenie 809/2004 określa wymogi w zakresie sporządzenia prospektu dla wszystkich państw należących do UE. W celu uniknięcia różnic w interpretacji tego dokumentu na poszczególnych rynkach Komitet Europejskich Regulatorów Rynku Papierów Wartościowych (CESR) wydał w lutym 2005 roku rekomendację w sprawie jego spójnej implementacji. Rekomendacje CESR nie stanowią prawa, jednakże KPWiG zaleciła, aby podmioty sporządzające prospekty emisyjne na podstawie rozporządzenia 809/2004 uwzględniały postanowienia przedmiotowej rekomendacji. KPWiG poinformowała również, że przy ocenie prospektów emisyjnych będzie kierowała się zaleceniami przedmiotowej rekomendacji w zakresie, w jakim jest to uzasadnione charakterem emitenta i papierów wartościowych.¹⁷

Przy sporządzaniu prospektu emisyjnego należy pamiętać, że dokument ten powinien zawierać prawdziwe, rzetelne i kompletne informacje, przy uwzględnieniu rodzaju emitenta i papierów wartościowych mających być przedmiotem oferty publicznej lub dopuszczenia do obrotu na rynku regulowanym, istotne dla oceny sytuacji gospodarczej, finansowej i majątkowej oraz perspektyw rozwoju emitenta oraz podmiotu udzielającego zabezpieczenia wiarygodności wynikających z papieru wartościowego (jeśli taka sytuacja ma

¹⁷ Uchwała Nr 555 /2005 Komisji Papierów Wartościowych i Giełd z dnia 20 września 2005 r. w sprawie Rekomendacji Komitetu Europejskich Regulatorów Rynku Papierów Wartościowych (CESR) w sprawie spójnej implementacji Rozporządzenia Komisji Europejskiej nr 809/2004 o prospekcie.

miejsce) oraz dotyczące praw i obowiązków związanych z tymi papierami wartościowymi.

Istotna jest także forma prezentowania informacji — powinny być one przedstawione językiem zrozumiałym dla inwestorów oraz w sposób umożliwiający im ocenę sytuacji emitenta.

Jeżeli wymóg przedstawienia określonych informacji w prospekcie emisyjnym nie ma zastosowania wprost, ze względu na specyfikę działalności emitenta, jego formy prawnej lub papierów wartościowych, albo inne uzasadnione okoliczności, w treści prospektu emisyjnego zamieszcza się informacje, które swym charakterem odpowiadają informacjom objętym tym wymogiem, o ile nie wprowadzi to w błąd ogółu inwestorów co do faktów i okoliczności, których znajomość jest istotna dla oceny papierów wartościowych lub sytuacji emitenta.

5.1.4. Trzy części prospektu emisyjnego

Niezależnie od wybieranych schematów i modułów oraz formy sporządzenia prospektu możemy wyróżnić trzy integralne części tego dokumentu: rejestracyjną, ofertową oraz podsumowującą. W zależności od formy prospektu emisyjnego mogą to być części jednego dokumentu lub trzy niezależne dokumenty.

Część rejestracyjna koncentruje się na emitencie jako podmiocie prawnym i biznesowym. Zawiera m. in. informacje o działalności i organizacji emitenta, posiadanym majątku, osiągniętych wynikach finansowych, prognozach wyników finansowych na lata następne, o osobach zarządzających, a także o związanych z tymi zagadnieniami czynnikach ryzyka.

Część ofertowa poświęcona jest przedstawieniu papierów wartościowych oferowanych lub wprowadzanych do obrotu regulowanego. Znajdują się tu między innymi dane o warunkach oferty, zasadach dopuszczania papierów wartościowych do obrotu regulowanego, kosztach oferty oraz o właścicielach sprzedających papiery wartościowe.

Część podsumowująca zawiera streszczenie najważniejszych informacji zamieszczonych w poprzednich częściach. Powinna być sporządzona w sposób szczególnie przystępny dla inwestorów, zwięzły, bez sformułowań technicznych i specjalistycznych. Należy przypuszczać, że będzie to część prospektu na początku przeczytana przez inwestorów i nie można wykluczyć, że często jako jedyna w całości. Podsumowanie nie powinno być zbyt długie. Dyrektywa 2003/71/WE zaleca nawet, aby podsumowanie nie przekraczało 2 500 słów, co wymaga dość syntetycznego ujmowania poszczególnych informacji.

W części podsumowującej powinno znaleźć się także zastrzeżenie, że powinna ona być traktowana jedynie jako wprowadzenie do prospektu emisyjnego, a wszelkie decyzje inwestycyjne powinny być podejmowane w oparciu o treść całego prospektu emisyjnego — tj. także wspomnianych wyżej części rejestracyjnej i ofertowej.

5.1.5. *Prospekt emisyjny w formie jednolitego dokumentu i zestawu dokumentów*

Prospekt emisyjny może być sporządzony jako dokument jednolity tj. taki, w którym opisane wcześniej części są ujęte w jeden dokument zatwierdzony w całości.

Inną formą jest prospekt emisyjny składający się z trzech odrębnych dokumentów, każdy obejmujący jedną z opisanych wyżej części — odpowiednio dokument rejestracyjny, dokument ofertowy i dokument podsumowujący. W przypadku takiego prospektu emisyjnego data zatwierdzenia dokumentu rejestracyjnego może być różna od daty zatwierdzenia dokumentu ofertowego i podsumowania. Z wybraną formą sporządzenia prospektu związane są określone konsekwencje i udogodnienia dla emitenta i wprowadzającego.

W pierwszym przypadku emitent lub wprowadzający składa wniosek do KPWiG o zatwierdzenie prospektu emisyjnego przygotowanego w formie jednolitego dokumentu. Prospekt wówczas służy jedynie do przeprowadzenia oferty publicznej lub ubiegania się o dopuszczenie do obrotu na rynku regulowanym papierów wartościowych opisanych w części ofertowej.

Inaczej jest w przypadku składania prospektu w formie zestawu trzech dokumentów. Wówczas zatwierdzony dokument rejestracyjny w okresie swojej ważności jest podstawą do przeprowadzenia wielu operacji np. kilku ofert publicznych lub kilkukrotnego wprowadzania papierów wartościowych do obrotu na rynku regulowanym. W takim przypadku emitent lub wprowadzający składa wniosek o zatwierdzenie odpowiedniego dokumentu ofertowego oraz dokumentu podsumowującego, w oparciu o zatwierdzony już dokument rejestracyjny. Jeżeli dokument ofertowy będzie publikowany po opublikowaniu dokumentu rejestracyjnego, to powinny być w nim zamieszczone również informacje stanowiące zmianę treści dokumentu rejestracyjnego w zakresie zaistniałych zdarzeń, mogących w znaczący sposób wpłynąć na ocenę przedstawianych papierów wartościowych.

Należy pamiętać, że za zatwierdzony prospekt emisyjny sporządzony w formie zestawu dokumentów uważa się formalnie zatwierdzone dokumenty rejestracyjny, ofertowy i podsumowujący.

Istnieją dwie możliwości składania wniosku o zatwierdzenie prospektu emisyjnego w formie zestawu dokumentów. W pierwszym przypadku składane są wszystkie trzy części razem. Wówczas po przeprowadzeniu oferty publicznej lub wprowadzeniu papierów wartościowych do obrotu regulowanego emitent posiada nadal ważny dokument rejestracyjny.

W drugim, wniosek o zatwierdzenie obejmuje jedynie dokument rejestracyjny. W późniejszym terminie, przed planowanym przeprowadzeniem oferty publicznej emitent przekazuje do KPWiG wniosek o zatwierdzenie dokumentu ofertowego oraz dokumentu podsumowującego.

Możliwość sporządzenia prospektu emisyjnego jako zestawu dokumentów służy przede wszystkim ułatwieniu procedury tym emitentom, którzy planują kilkukrotne przeprowadzenie oferty publicznej bądź też sukcesywnie wprowadzają papiery wartościowe do obrotu na rynku regulowanym.

Tryb ten pozwala także przyspieszyć i usprawnić proces w ten sposób, że emitent zatwierdza dokument rejestracyjny już podczas wstępnych prac nad ofertą, kiedy dysponuje wszystkimi informacjami niezbędnymi do jego sporządzenia. Dokument ofertowy jest natomiast zatwierdzany, gdy oferta jest przygotowana, a warunki rynkowe pozwalają ją przeprowadzić. W takim przypadku należy pamiętać o terminie ważności dokumentu rejestracyjnego oraz o konieczności jego aktualizacji.

Dysponowanie zatwierdzonym i ważnym dokumentem rejestracyjnym może pozwolić spółkom na bardziej elastyczną politykę w zakresie przeprowadzania ofert publicznych, lepiej dostosowanych do bieżących potrzeb oraz koniunktury rynkowej.

5.1.6. *Prospekt podstawowy*

W przypadku programu kilku emisji papierów wartościowych możliwe jest sporządzenie i zatwierdzenie prospektu emisyjnego nie zawierającego ostatecznych warunków oferty takich, jak na przykład cena, liczba, terminy zapisów, czyli takich informacji o ofercie, które nie są znane w momencie zatwierdzania prospektu i które mogą zostać ustalone jedynie w momencie danej emisji.

W przypadku spółki akcyjnej tego typu prospekt emisyjny może zostać sporządzony jedynie w przypadku papierów wartościowych o charakterze nieudziałowym lub warrantów subskrypcyjnych, tożsamy co do charakteru inkorporowanych w nich praw, emitowanych w określonym czasie, w sposób ciągły lub powtarzający się w cyklach obejmujących co najmniej dwie emisje dokonywane w odstępie nie dłuższym niż 12 miesięcy. Konstrukcja ta jest nazywana programem emisji.

Ten tryb mogą wykorzystywać także instytucje kredytowe dla papierów wartościowych o charakterze nieudziałowym emitowanych w sposób ciągły lub powtarzający się w cyklach obejmujących co najmniej dwie emisje dokonywane w odstępie nie dłuższym niż 12 miesięcy. Muszą tu być jednak spełnione dwa warunki. Po pierwsze, środki uzyskane z emisji mogą być lokowane w aktywa o wartości odpowiadającej co najmniej wartości zobowiązań wynikających z tych papierów do dnia ich wykupu. Po drugie, w przypadku niewypłacalności emitenta, kwoty sporne mają pierwszeństwo w spłacie kapitału i wymagalnych odsetek.

W prospekcie podstawowym należy zamieścić:

- informacje, które zostaną zawarte w ostatecznych warunkach oferty (np. cena, liczba papierów wartościowych itd.),
- sposób publikacji ostatecznych warunków oferty, lub sposób podania do publicznej wiadomości informacji o sposobie publikacji ostatecznych warunków oferty, jeśli ta informacja nie jest znana w momencie zatwierdzenia prospektu podstawowego,
- ogólny opis programu emisji, będącego przedmiotem oferty.

Warto zaznaczyć, że sposób publikacji ostatecznych warunków oferty nie musi być identyczny ze sposobem publikacji prospektu podstawowego, nie mniej wykorzystane mogą być jedynie sposoby publikacji przeznaczone dla prospektów emisyjnych (por. pkt 9.1.1). Tak więc w przypadku publikacji prospektu emisyjnego podstawowego w formie drukowanej emitent może zdecydować, że ostateczne warunki oferty będą podawane wyłącznie w formie publikacji na stronie internetowej. Musi to być jednak wyraźnie zaznaczone w prospekcie podstawowym.

W publikowanej informacji zawierającej ostateczne warunki oferty należy ponadto zamieścić oświadczenie, że pełne informacje na temat emitenta i oferty można uzyskać wyłącznie na podstawie zestawienia prospektu emisyjnego podstawowego i ostatecznych warunków oferty. Należy także wskazać, jak i gdzie prospekt podstawowy został udostępniony publicznie.

Publikacja ostatecznych warunków oferty nie wymaga wcześniejszego przedłożenia do KPWiG w celu ich zatwierdzenia.

5.1.7. Kolejność informacji w prospekcie emisyjnym

Rozporządzenie 809/2004 wskazuje kolejność, w jakiej powinny być prezentowane informacje w prospekcie emisyjnym. W przypadku prospektu sporządzonego w formie jednolitego dokumentu na początku zamieszcza się spis treści, następnie podsumowanie, w dalszej kolejności czynniki ryzyka

związane z emitentem i papierami wartościowymi, a dalej pozostałe informacje wymagane dla danego przypadku, zgodnie z zakresem wymaganym przez rozporządzenie 809/2004.

Jeżeli prospekt emisyjny sporządza się jako zestaw oddzielnych dokumentów, dla każdego z nich przyjęta jest następująca kolejność: spis treści, czynniki ryzyka a następnie pozostałe informacje.

Podmioty sporządzające prospekt emisyjny mogą samodzielnie określić kolejność prezentowanych informacji, wymaganych przez poszczególne schematy lub moduły. Taka sytuacja może mieć miejsce, jeśli emitent uzna na przykład, że tego wymaga właściwa prezentacja jego działalności.

W przypadku, gdy kolejność przedstawiania informacji nie pokrywa się z kolejnością przewidzianą w schematach i modułach, KPWiG może żądać od emitenta lub wprowadzającego wykazu wskazującego strony prospektu emisyjnego, na których zamieszczono poszczególne informacje przewidziane w schematach i modułach.

5.1.8. Przykładowy zakres informacji dla emitenta akcji

Podstawą do sporządzenia prospektu emisyjnego jest zestaw schematów i modułów stanowiących załączniki do rozporządzenia 809/2004 wybranych w zależności od emitenta oraz rodzaju oferowanych papierów wartościowych. W tym miejscu zostanie wskazany podstawowy zakres informacji dla prospektu emisyjnego nowej emisji akcji oferowanych przez spółkę w drodze oferty publicznej.

Podstawą do sporządzenia dokumentu rejestracyjnego jest załącznik I do rozporządzenia 809/2004, który wymaga przedstawienia między innymi informacji w następujących blokach tematycznych:

- osoby odpowiedzialne za sporządzenie dokumentu rejestracyjnego oraz oświadczenia tych osób,
- informacja o biegłych rewidentach badających historyczne dane finansowe emitenta,
- czynniki ryzyka specyficzne dla emitenta lub jego branży,
- informacje o emitencie takie, jak:
 - historia i rozwój emitenta,
 - przeprowadzone i planowane inwestycje,
- opis działalności:
 - przedstawienie prowadzonej działalności,
 - główne rynki, na których działa emitent,

- struktura organizacyjna zawierająca opis grupy kapitałowej, do której należy emitent,
- informacje o środkach trwałych oraz wymogach związanych z ochroną środowiska,
- przegląd sytuacji operacyjnej i finansowej oraz analiza rozwoju i wyników działalności, stanowiące dla inwestora podstawę oceny wyników emitenta,
- posiadane zasoby kapitałowe, struktura finansowania oraz źródła finansowania krótko- i długoterminowego,
- badania i rozwój, posiadane patenty i licencje,
- informacje o tendencjach w produkcji, sprzedaży, zapasach, kosztach, cenach sprzedaży,
- prognoza wyników lub wyniki szacunkowe dla zakończonych okresów finansowych, jeśli zostały sporządzone,
- informacje o organach administracyjnych, zarządzających, nadzorujących oraz o osobach zarządzających wyższego szczebla, w tym wartość wynagrodzenia i innych świadczeń tych osób, praktyki funkcjonowania tych organów,
- informacje statystyczne o zatrudnieniu,
- informacje o znacznych akcjonariuszach,
- transakcje z podmiotami powiązаныmi,
- dane finansowe, w tym zbadane przez biegłego historyczne dane finansowe za 3 lata obrotowe,
- opis postępowań sądowych i arbitrażowych oraz znaczących zmian w sytuacji finansowej lub handlowej emitenta,
- istotne umowy.

Jeżeli emitent sporządza zarówno jednostkowe, jak i skonsolidowane sprawozdania finansowe, w dokumencie rejestracyjnym należy zamieścić co najmniej sprawozdania skonsolidowane. Jeśli w prospekcie emisyjnym są zamieszczone śródroczne sprawozdania finansowe poddane badaniu przez biegłego rewidenta to dzień bilansowy ostatnich rocznych danych finansowych zbadanych przez biegłego rewidenta nie może być wcześniejszy niż 18 miesięcy od daty zatwierdzenia prospektu emisyjnego (bądź dokumentu rejestracyjnego). Gdy sprawozdania śródroczne nie były badane powyższy okres wynosi 15 miesięcy. Zamieszczenie zaś w prospekcie śródrocznych finansowych informacji za co najmniej 6 miesięcy roku obrotowego wymagane jest w sytuacji, gdy między datą zatwierdzenia prospektu a dniem bilansowym ostatnich rocznych danych finansowych upłynęło 9 miesięcy.

Śródroczne informacje finansowe również powinny zostać włączone do prospektu (dokumentu rejestracyjnego) w przypadku, gdy emitent opublikował kwartalne lub półroczne informacje finansowe po dacie swoich ostatnich sprawozdań finansowych zbadanych przez biegłego rewidenta. Jeżeli kwartalne lub półroczne informacje finansowe zostały poddane przeglądowi lub zbadane przez biegłego rewidenta, należy zamieścić raport z badania lub przeglądu tych informacji.

Dokument ofertowy powinien zostać przygotowany zgodnie z zakresem określonym przez załącznik III do rozporządzenia 809/2004. Wymagane jest przedstawienie następujących informacji:

- informacja o osobach odpowiedzialnych za sporządzenie dokumentu ofertowego oraz oświadczenia tych osób,
- czynniki ryzyka związane z oferowanymi papierami wartościowymi,
- podstawowe informacje o kapitale obrotowym, kapitalizacji i zadłużeniu,
- przesłanki oferty oraz opis wykorzystania pozyskanych wpływów,
- informacje o papierach wartościowych,
- informacje o warunkach oferty,
- informacje o dopuszczeniu papierów wartościowych do obrotu,
- koszty emisji i oferty,
- informacje o rozwodnieniu.

Prospekt emisyjny wymaga zamieszczenia także podsumowania oraz ewentualnych załączników i innych informacji. Powyższy zakres nie uwzględnia przypadku, kiedy to prospekt emisyjny należy uzupełnić na przykład o sprawozdania finansowe pro-forma, czy też inne informacje wynikające ze specyficznego charakteru emitenta.

Przedstawienie danych finansowych pro-forma jest wymagane w przypadku znaczącej zmiany brutto sytuacji emitenta w związku z konkretną transakcją, jak np. zmiany o ponad 25% wskaźników opisujących wielkość przedsiębiorstwa, takich jak aktywa ogółem, przychody, zysk albo strata. Na przykład zamieszczenie sprawozdania pro-forma jest konieczne, jeśli emitent nabył akcje innej spółki, co zwiększyło jego aktywa o ponad 25%.

Informacją specyficzną dla emitenta może być wymóg bardziej szczegółowego opisanie działalności, jeśli spółka zalicza się do grupy emitentów specjalnych (por. pkt 5.1.3).

5.1.9. Przykładowy zakres informacji dla emitenta obligacji

Prospekt emisyjny obligacji ma podobną strukturę do prospektu akcji, jednakże zakres przedstawionych w nim informacji jest relatywnie węższy.

Rozporządzenie 809/2004 rozróżnia zakres informacji w dokumencie rejestracyjnym, jak i ofertowym, w zależności od rodzaju oferowanych obligacji. Podstawowym kryterium jest jednostkowa wartość nominalna obligacji.

Dokument rejestracyjny dla obligacji o jednostkowej wartości nominalnej poniżej 50 tys. euro, zgodnie z załącznikiem IV do rozporządzenia 809/2004 zawiera:

- wskazanie wszystkich osób odpowiedzialnych za informacje zamieszczone w dokumencie rejestracyjnym wraz z oświadczeniami tych osób,
- wskazanie biegłych rewidentów, badających historyczne informacje finansowe, zamieszczone w prospekcie,
- wybrane historyczne informacje finansowe emitenta,
- czynniki ryzyka, które mogą mieć wpływ na zdolność emitenta do wypełnienia na rzecz inwestorów zobowiązań z tytułu papierów wartościowych,
- informacje o emitencie (opis historii i rozwoju emitenta, dokonanych inwestycji),
- ogólny zarys działalności emitenta (działalność podstawowa, rynki zbytu),
- opis struktury organizacyjnej,
- wskazanie prognoz wyników finansowych, jeśli zostały sporządzone,
- wskazanie organów administracyjnych, zarządzających i nadzorujących oraz praktyk funkcjonowania tych organów,
- ujawnienie znaczących akcjonariuszy emitenta,
- zbadane przez biegłego historyczne dane finansowe obejmujące ostatnie 2 lata obrotowe,
- opis postępowań sądowych i arbitrażowych oraz znaczących zmian w sytuacji finansowej lub handlowej emitenta,
- informacje dodatkowe (charakterystyka kapitału zakładowego),
- krótkie podsumowanie wszystkich istotnych umów.

Dokument ofertowy dla obligacji o jednostkowej wartości nominalnej poniżej 50 tys. euro zgodnie z załącznikiem V do rozporządzenia 809/2004 zawiera:

- wskazanie wszystkich osób odpowiedzialnych za informacje zamieszczone w dokumencie ofertowym wraz z oświadczeniami tych osób,
- czynniki ryzyka związane z oferowanymi papierami wartościowymi,
- podstawowe informacje (wskazanie osób fizycznych i prawnych zaangażowanych w ofertę, opis ich interesów, włącznie z konfliktem interesów, o istotnym znaczeniu dla emisji lub oferty, opis celów emisji),
- informacje o papierach wartościowych oferowanych,
- informacje o warunkach oferty,
- informacje o dopuszczeniu papierów do obrotu i ustalenia dotyczące obrotu,
- informacje dodatkowe.

Jeżeli emitent sporządza zarówno jednostkowe, jak i skonsolidowane sprawozdania finansowe, w dokumencie rejestracyjnym należy zamieścić co najmniej sprawozdania skonsolidowane. Ostatnie roczne informacje finansowe zbadane przez biegłego rewidenta nie mogą być starsze niż 18 miesięcy od daty zatwierdzenia prospektu (dokumentu rejestracyjnego). Jeżeli jednak data zatwierdzenia prospektu (dokumentu rejestracyjnego) przypada ponad dziewięć miesięcy po zakończeniu ostatniego roku obrotowego objętego zamieszczonym w prospekcie sprawozdaniem finansowym wówczas w prospekcie (dokumencie rejestracyjnym), podobnie jak w przypadku prospektu akcji, należy zamieścić śródroczne informacje finansowe obejmujące co najmniej sześć pierwszych miesięcy roku obrotowego. Śródroczne informacje finansowe również powinny zostać włączone do prospektu (dokumentu rejestracyjnego) w przypadku, gdy emitent opublikował kwartalne lub półroczne informacje finansowe po dacie swoich ostatnich sprawozdań finansowych zbadanych przez biegłego rewidenta. Jeżeli kwartalne lub półroczne informacje finansowe zostały poddane przeglądowi lub zbadane przez biegłego rewidenta, należy zamieścić raport z badania lub przeglądu tych informacji.

Rozporządzenie 809/2004 przewiduje oddzielny schemat dla emitentów będących bankami, uwzględniający specyfikę ich działalności. W przypadku gwarantowania wykupu obligacji, rozporządzenie 809/2004 zawiera oddzielny schemat, zgodnie z którym należy dodatkowo wskazać charakter i zakres zabezpieczenia papierów wartościowych oraz ujawnić informacje o podmiocie gwarantującym w takim samym zakresie, jak w odniesieniu do emitenta obligacji. Jednak w przypadku gwarantowania obligacji przez państwo będące członkiem Organizacji Współpracy Gospodarczej i Rozwoju (OECD), w prospekcie (dokumencie rejestracyjnym) można zamieścić węższy zakres informacji o samym emitencie, ograniczający się głównie do podstawowych danych o emitencie i organie zarządzającym, opisu źródeł finansowania, zobowiązań, zdarzeń mających wpływ na ocenę wypłacalności emitenta i postępowań sądowych i arbitrażowych oraz zamieszczenia dwóch ostatnio opublikowanych rocznych sprawozdań finansowych.

Wskazany wyżej zakres zawartości prospektu emisyjnego dotyczy najbardziej popularnego rodzaju obligacji, a więc takich, których jednostkowa wartość nominalna jest niższa niż 50 tys. euro.

Dla obligacji o jednostkowej wartości nominalnej co najmniej 50 tys. euro rozporządzenie 809/2004 przewiduje oddzielny schemat zarówno dokumentu rejestracyjnego jak i ofertowego (odpowiednio załącznik IX i XIII do rozporządzenia 809/2004). W porównaniu do prospektu obejmującego obligacje o wartości nominalnej niższej niż 50 tys. euro zakres informacji jest węższy, głównie z uwagi na fakt, iż grono potencjalnych nabywców takich pa-

pierów dysponuje specjalistyczną wiedzą wystarczającą do nabycia papierów wartościowych o tak wysokiej wartości nominalnej. Do najważniejszych różnic należy zaliczyć brak obowiązku ujawniania w prospekcie informacji o dokonanych inwestycjach, opisu praktyki funkcjonowania organów administracyjnych, zarządzających i nadzorujących emitenta, bardziej ogólny opis działalności podstawowej emitenta, brak obowiązku zamieszczania informacji dodatkowych o emitencie, a w zakresie historycznych informacji finansowych brak obowiązku zamieszczania w prospekcie sprawozdań śródrocznych.

5.1.10. Włączenia informacji do prospektu przez odesłanie do innych dokumentów

W celu uniknięcia podawania w prospekcie emisyjnym informacji, które emitent podał już wcześniej do publicznej wiadomości, została stworzona możliwość wskazywania we właściwym miejscu prospektu jedynie, gdzie ta informacja została opublikowana. Na przykład spółka sporządzając kolejny prospekt zamiast ponownie podawać pewne informacje wskaże jedynie, że zostały one już podane do publicznej wiadomości w poprzednim jej prospekcie. Odesłania mogą dotyczyć między innymi następujących dokumentów:

- rocznych i okresowych raportów finansowych,
- dokumentów opracowanych dla celów konkretnej transakcji (np. łączenie się spółek),
- raportów biegłych rewidentów i sprawozdań finansowych,
- statutu spółki,
- zatwierdzonych prospektów emisyjnych,
- informacji objętych obowiązkiem upubliczniania.

W przypadku stosowania odesłań, szczególnie w przypadku, gdy dotyczą dokumentów o większej objętości, należy zaznaczyć, czy odesłania dotyczą całego dokumentu czy tylko wskazanych jego części.

Rozwiązanie to powinno przynieść szereg korzyści zarówno dla emitentów jak i inwestorów ze względu na możliwość uniknięcia kilkukrotnego zamieszczania tych samych informacji, co przede wszystkim pozwoli zmniejszyć objętość prospektów i tym samym obniżyć koszty ich przygotowania. Inwestorzy będą mogli w prostszy sposób zorientować się, które informacje o emitencie uległy zmianie od czasu np. opublikowania poprzedniego prospektu.

Emitent może jednak stosować odesłania w ograniczonym stopniu, jeśli uzna, że zamieszczanie większej ilości informacji bezpośrednio w prospekcie emisyjnym zwiększy jego czytelność lub w sposób bardziej zrozumiały przedstawi dany zakres informacji.

Należy bowiem brać pod uwagę, czy inwestorzy będą mogli bez trudności zapoznać się z danymi informacjami we wskazanych dokumentach. Zbyt duża liczba odesłań może ponadto utrudnić analizę prospektów emisyjnych.

5.2. Memorandum informacyjne

5.2.1. Co to jest memorandum informacyjne

Memorandum informacyjne jest dokumentem zawierającym informacje o emitencie oraz o papierach wartościowych, w przypadku gdy nie jest wymagane sporządzenie prospektu emisyjnego. Należy zatem pamiętać, że na podstawie memorandum informacyjnego można przeprowadzić jedynie określony rodzaj ofert publicznych oraz wprowadzić do obrotu na rynku regulowanym określony rodzaj papierów wartościowych.

Funkcja memorandum informacyjnego jako dokumentu informacyjnego jest analogiczna do funkcji, jakie spełnia prospekt emisyjny — informowanie inwestorów oraz zabezpieczanie interesów stron transakcji — emitenta oraz inwestorów.

5.2.2. Podstawa prawna memorandum informacyjnego

W zależności od przypadku zakres informacji przedstawianych w treści memorandum inwestycyjnego jest zgodny z wymogami dla prospektu emisyjnego określonego przez rozporządzenie 809/2004 bądź też określony przez przepisy krajowe — rozporządzenie o memorandum.

Memorandum informacyjne powinno być sporządzone w oparciu o zakres informacji wymagany przez rozporządzenie 809/2004 w przypadku ofert publicznych lub ubiegania się o dopuszczenie do obrotu regulowanego:

- 1) papierów wartościowych wydawanych akcjonariuszom spółki przejmowanej w związku z przejmowaniem przez emitenta innej spółki,
- 2) papierów wartościowych wydawanych akcjonariuszom spółki łączącej się z emitentem w związku z łączeniem się emitenta z inną spółką.

Podobnie jak ma to miejsce w przypadku prospektu emisyjnego wybiera się właściwe schematy i moduły. W tych przypadkach opis emitenta powinien być sporządzony zgodnie ze schematem będącym załącznikiem I do rozporządzenia 809/2004, a opis papierów wartościowych zgodnie ze schematem będącym załącznikiem III do rozporządzenia 809/2004. Jeśli jest to konieczne, należy także sporządzić sprawozdanie finansowe pro-forma i ewentualnie dodatkowe informacje odnoszące się do emitentów specjalnych.

Natomiast rozporządzenie o memorandum określa formę, zakres i treść memorandum informacyjnego w przypadkach:

- 1) ofert publicznych lub ubiegania się o dopuszczenie do obrotu na rynku regulowanym:
 - a) akcji wydanych bezpłatnie akcjonariuszom (ze środków spółki), albo jako wypłatę dywidendy z akcji,
 - b) papierów wartościowych emitenta, którego papiery wartościowe są dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym, wydawanych przez emitenta lub przez jednostkę powiązaną, aktualnym lub byłym osobom zarządzającym lub pracownikom,
 - c) papierów wartościowych gwarantowanych bezwarunkowo i nieodwołalnie przez Skarb Państwa, państwo członkowskie, jednostki władz regionalnych lub lokalnych państwa członkowskiego, w tym jednostki samorządu terytorialnego,
 - d) papierów wartościowych o charakterze nieudziałowym, emitowanych w sposób ciągły lub powtarzający się w cyklach obejmujących co najmniej dwie emisje dokonywane w odstępie nie dłuższym niż 12 miesięcy przez instytucję kredytową, jeżeli łączna wartość emisji tych papierów, w okresie kolejnych 12 miesięcy, liczona według ceny emisyjnej, stanowi mniej niż 50 mln euro,
- 2) ofert publicznych, jeżeli łączna wartość emisji papierów wartościowych w okresie kolejnych 12 miesięcy, liczona według ceny emisyjnej, stanowi mniej niż 2,5 mln euro,
- 3) ubiegania się o dopuszczenie do obrotu na rynku regulowanym papierów wartościowych dopuszczonych do obrotu na innym rynku regulowanym.

Memorandum informacyjne sporządza się jako dokument jednoczęściowy i wyłącznie w języku polskim.

5.2.3. Przykładowy zakres informacji dla spółki emitującej akcje o wartości do 2,5 mln euro

W przypadku oferty publicznej, gdy łączna wartość emisji w okresie kolejnych 12 miesięcy, liczona według ceny emisyjnej, stanowi mniej niż 2,5 mln euro lub równowartość tej kwoty w złotych, memorandum informacyjne powinno zawierać następujące informacje:

- podsumowanie i czynniki ryzyka,
- wskazanie osób odpowiedzialnych za informacje i ich oświadczenia,
- dane o emitowanych papierach wartościowych oraz warunkach ich oferty,
- dane o emitencie jako podmiocie prawnym i jego działalności gospodarczej,

- dane o osobach zarządzających i osobach nadzorujących oraz głównych akcjonariuszach,
- zbadane przez biegłego rewidenta sprawozdania finansowe za rok obrotowy oraz dane porównywalne za poprzedni rok obrotowy.

6. Przygotowanie do przeprowadzenia oferty publicznej

Podstawą wszelkich prac związanych z przeprowadzeniem oferty publicznej powinna być dokładna i pogłębiona analiza czynników zewnętrznych i wewnętrznych mających wpływ na sukces transakcji oraz na dalsze funkcjonowanie spółki.

Do czynników zewnętrznych należy koniunktura panująca na rynku giełdowym. Ma ona szczególne znaczenie w przypadku sprzedaży akcji, których kursy ulegają większym wahaniom niż ma to miejsce w przypadku papierów dłużnych. Obserwacja rynku pokazuje wyraźnie, że w okresie dobrej koniunktury na giełdzie zwiększają się możliwości w zakresie sprzedaży papierów wartościowych, a także w zakresie uzyskania korzystnej ceny. Wynika to między innymi z większego zainteresowania nabywaniem papierów wartościowych przez różne grupy inwestorów. W okresie hossy zwiększa się wartość środków, które inwestorzy przeznaczają na akcje, licząc, że te papiery wartościowe mogą zyskać na wartości w obliczu ogólnie panującego trendu wzrostowego.

Naturalnie w przypadku bessy, czyli tendencji spadkowej kursów akcji większości notowanych spółek (co skutkuje spadkiem wartości indeksów giełdowych), zwiększa się zainteresowanie inwestorów papierami dłużnymi, ale należy wówczas liczyć się także z ewentualnym zmniejszeniem ogólnej wartości aktywów zaangażowanych na publicznym rynku papierów wartościowych.

Koniunktura na danym rynku zależy od wielu czynników, jak na przykład sytuacji na światowych giełdach, wartości wskaźników ilustrujących obecny stan gospodarki i możliwe tendencje jego zmiany, sytuacji politycznej itp.

Nie zawsze czynniki zewnętrzne są najważniejsze. W przypadku ofert uważanych przez inwestorów za atrakcyjne prawdopodobieństwo ich sprze-

daży podczas bessy jest również wysokie. W takim przypadku sprzedający musi liczyć się z tym, że uzyskana cena będzie niższa niż miałyby to miejsce podczas oferty realizowanej w okresie dobrej koniunktury.

O ile czynniki zewnętrzne pozostają poza zasięgiem emitenta, to czynniki związane z jego wewnętrzną sytuacją zawsze należy odpowiednio zbadać i poddać analizie. Właściwe rozeznanie wszystkich możliwych czynników pozwala emitentowi na lepsze rozpoznanie swoich potrzeb kapitałowych oraz właściwe dopasowanie instrumentu, za pomocą którego będzie pozyskiwał finansowanie.

Naturalnie w przypadku papierów wartościowych sprzedawanych przez wprowadzającego nie mamy do czynienia ze wszystkimi elementami związanymi z analizą potrzeb kapitałowych emitenta, gdyż środki pochodzące ze sprzedaży stanowią przychód sprzedającego, a nie są wpływami emitenta. W tym przypadku czynniki wewnętrzne mają wpływ na ocenę emitenta i jego papierów wartościowych, co wpływa bezpośrednio na wysokość ceny sprzedaży, a w konsekwencji dochód wprowadzającego.

Ważne jest, aby decyzja o przeprowadzeniu oferty publicznej była podjęta po rozważnym przeanalizowaniu potrzeb emitenta, jego atrakcyjności oraz możliwości i uwarunkowań, jakie panują na rynku. W celu właściwego rozeznania powyższej sytuacji emitenci korzystają z doświadczenia podmiotów doradczych.

6.1. Doradcy

Ze względu na szeroki zakres czynności, które należy wykonać w trakcie procesu oferty publicznej oraz ubiegania się o dopuszczenie papierów wartościowych do obrotu na rynku regulowanym, a których emitent nie jest w stanie wykonać samodzielnie albo przepisy prawa wręcz wykluczają taką „samodzielność”, bierze w nim udział szereg podmiotów wspomagających.

Część z nich musi być zaangażowana w proces ze względu na wymogi prawa, inne wybierane są w zależności od okoliczności i rodzaju transakcji.

Do podmiotów, których udział jest obowiązkowy, należą firma inwestycyjna oraz biegły rewident dokonujący badania sprawozdań finansowych. Natomiast fakultatywny jest udział doradcy finansowego, doradcy prawnego, firmy *public relations/investor relations* oraz subemitenta inwestycyjnego lub usługowego.

Nie ulega wątpliwości, że emitenci dokonując wyboru kierują się często wysokością kosztów, jakie muszą ponieść z tytułu usług doradztwa. Warto jednak zwrócić uwagę, że równie ważne, a w wielu przypadkach niewątpliwie ważniejsze, są posiadane kwalifikacje oraz doświadczenie. Bez zapewnienia

właściwej pomocy cały proces może skończyć się niepowodzeniem, a emitent uzyskując pewne oszczędności na wynagrodzeniu doradców traci znacznie więcej, gdy oferta nie dochodzi do skutku.

Decyzja w tym zakresie należy do emitenta i na pewno nie można określić tutaj jednego właściwego modelu w zakresie wyboru doradców.

Poniżej została przedstawiona charakterystyka podmiotów, które uczestniczą w pracach analitycznych, przygotowaniu wszystkich aspektów dotyczących oferty oraz przeprowadzeniu transakcji. Na przedstawiony podział należy także patrzeć w sposób przedmiotowy, to znaczy poszczególne usługi będące elementem doradztwa mogą być świadczone przez jedną firmę. Wyjątkiem są tylko te czynności, których wykonywanie ograniczone jest poprzez konieczność posiadania odpowiednich zezwoleń i kwalifikacji (firma inwestycyjna, biegły rewident).

Dokonując wyboru doradców emitent lub wprowadzający powinien przeprowadzić szczegółową analizę, czy współpraca z danym podmiotem może powodować konflikt interesów, a tym samym stanowić zagrożenie dla powodzenia oferty.

6.1.1. Firma inwestycyjna

Uczestnictwo podmiotu prowadzącego działalność maklerską (firmy inwestycyjnej) w procesie złożenia wniosku o zatwierdzenie prospektu emisyjnego i zawiadomienia związanego z memorandum informacyjnym, a także w przeprowadzeniu oferty publicznej jest wymagane przepisami prawa. Podstawowym celem takiego rozwiązania jest wsparcie emitenta w tym procesie tak, aby przebiegał on zgodnie z obowiązującymi przepisami prawa i standardami rynku publicznego. Dotyczy to szczególnie zaangażowania firmy inwestycyjnej w sporządzanie prospektu emisyjnego — dokumentu, którego zakres i forma są dobrze znane tym podmiotom, co pozwala na zachowanie standardów wynikających z przepisów prawa i zwyczajów rynkowych.

Obecność licencjonowanego pośrednika zapewnia także bezpieczeństwo inwestorom, którzy podczas oferty publicznej wpłacają na jego konto należność za nabywane papiery wartościowe i za jego pośrednictwem obejmują nabyte papiery wartościowe.

Firma inwestycyjna, określana w przypadku ofert publicznych mianem „oferującego”, często zarządza całym projektem począwszy od prac wstępnych, poprzez przeprowadzenie procedury administracyjnej w KPWiG, przeprowadzeniu i rozliczeniu oferty oraz wprowadzeniu spółki do obrotu na rynku regulowanym.

Firma inwestycyjna podejmuje się często prac z zakresu doradztwa finansowego i sporządzenia całości lub części prospektu emisyjnego.

Podczas transakcji podstawową rolą firmy inwestycyjnej jest sprzedaż papierów wartościowych. W tym zakresie podejmuje szereg działań takich, jak prowadzenie rozmów z potencjalnymi inwestorami, współdziałanie w promocji oferty w różnych miastach (w przypadku ofert o większej wartości lub ofert międzynarodowych) oraz pełnienie funkcji subemitenta inwestycyjnego lub usługowego.

Firma inwestycyjna pełni także funkcję sponsora emisji. Oznacza to, że w systemie depozytowo-rozliczeniowym prowadzonym przez KDPW, firma inwestycyjna prowadzi rejestr osób, które nabyły dane papiery w obrocie pierwotnym lub w ramach pierwszej oferty publicznej. Po zarejestrowaniu papierów w KDPW i w zależności od tego, czy nabywcy papierów dysponują rachunkami papierów wartościowych, czy też nie, objęte przez nich papiery są odpowiednio zapisywane bądź na ich rachunkach, bądź pozostają na koncie sponsora. W tym ostatnim przypadku nabywcy papierów otrzymują potwierdzenie nabycia papierów wartościowych, a papiery wartościowe zostaną przekazane na rachunek inwestora w późniejszym czasie, po otwarciu przez niego rachunku papierów wartościowych.

Firma inwestycyjna zajmuje się także zwykle przygotowaniem dokumentacji na potrzeby dematerializacji akcji w KDPW.

6.1.2. Biegły rewident

Udział biegłego rewidenta w procesie przygotowania prospektu emisyjnego lub memorandum inwestycyjnego jest konieczny ze względu na wymóg zamieszczenia różnego rodzaju zbadanych danych finansowych (m. in. sprawozdań finansowych).

Jeżeli spółka zdecyduje się na zamieszczenie w prospekcie emisyjnym wyników szacunkowych za minione okresy sprawozdawcze bądź prognozy wyników na przyszłe okresy, zadaniem biegłego rewidenta jest przygotowanie raportu stwierdzającego, że w jego opinii prognozy lub wyniki szacunkowe zostały sporządzone w sposób prawidłowy na podstawie przedstawionych w prospekcie założeń oraz że zastosowane zasady rachunkowości są zgodne z tymi, jakie stosuje emitent przy sporządzaniu sprawozdań finansowych.

Jeżeli w przypadku emitenta istnieje wymóg sporządzenia sprawozdania finansowego pro-forma, to biegły rewident wydaje raport stwierdzający, że jego zdaniem dane finansowe tam zamieszczone zostały opracowane na podstawie wskazanej w prospekcie, a podstawa ta jest spójna z zasadami rachunkowości emitenta.

Praktyka często potwierdza tezę, że korzystanie z usług doświadczonego i posiadającego odpowiednią renomę audytora przez spółkę zamierzającą przeprowadzić ofertę publiczną oraz ubiegającą się o dopuszczenie papierów wartościowych do obrotu na rynku regulowanym jest jednym z warunków zainteresowania się spółką przez inwestorów instytucjonalnych. Wynika to z konieczności zapewnienia, że dane finansowe i inne informacje zamieszczone w poszczególnych sprawozdaniach finansowych i innych dokumentach odpowiadają stanowi rzeczywistości. Wiarygodność biegłego rewidenta zyskuje na znaczeniu, jeśli inwestycja w papiery wartościowe jest związana ze szczególnymi czynnikami ryzyka, gdy wartość oferty jest znaczna lub gdy sprzedaż papierów wartościowych odbywa się na rynkach zagranicznych.

6.1.3. Doradca finansowy

Rolą doradcy finansowego jest przede wszystkim przeprowadzenie analizy finansowej przed rozpoczęciem wszelkich prac związanych z przygotowaniem do oferty. Wynikiem takiej analizy powinna być ocena sytuacji majątkowej emitenta i perspektyw rozwoju. Powinien to być punkt wyjścia do określenia optymalnej struktury finansowania działalności spółki uwzględniającej inwestycje i możliwe źródła pozyskania kapitału. Kolejnymi etapami jest opracowanie szczegółowego modelu finansowego na lata następne, będącego podstawą do przygotowania prognoz finansowych.

Zadania te powierza się najczęściej wyspecjalizowanej firmie doradczej, firmie inwestycyjnej lub bankowi prowadzącemu działalność w tym zakresie.

Doradca dzięki swojemu zaangażowaniu w projekt od strony finansowej, jest doskonale zorientowany w zakresie obecnej i przyszłej sytuacji finansowej emitenta. Z tego powodu wspiera często emitenta lub wprowadzającego we wszelkich rozmowach z inwestorami, prezentując szczegółowe kwestie związane z finansami, programem inwestycyjnym, celami emisji, sposobem wydatkowania pozyskanych środków i prognozami wyników.

6.1.4. Doradca prawny

Doradca prawny odpowiada za przygotowanie dokumentów korporacyjnych oraz części prospektu emisyjnego.

Doradca prawny rozpoczyna pracę od przeprowadzenia analizy prawnej przedsiębiorstwa i prowadzonych przez nie transakcji. Pozwala to uniknąć ryzykownej sytuacji, kiedy wady prawne związane z działalnością spółki ujawniają się dopiero na etapie postępowania przed KPWiG. W takich przypad-

kach proces zatwierdzania prospektu jest zawieszany lub zgłaszany zostaje sprzeciw KPWiG wobec emisji dokonywanej w trybie zawiadomienia. Usunięcie nieprawidłowości może zająć określony okres czasu (np. gdy wymagane jest zwołanie walnego zgromadzenia w celu zmiany treści statutu). Gorsza sytuacja byłaby wtedy, gdyby wady prawne zostały ujawnione po przeprowadzeniu oferty, ponieważ spółka ponosiłaby wszelką odpowiedzialność za szkody powstałe z tego tytułu.

Dodatkowo takie zdarzenie miałyby negatywny wpływ na postrzeganie spółki wśród inwestorów, co mogłoby mieć wpływ na wycenę papierów wartościowych oraz zdolność pozyskiwania kapitału w drodze ofert publicznych w przyszłości.

Kolejnym etapem pracy doradcy prawnego jest przygotowanie walnego zgromadzenia oraz projektów uchwał. Jest to istotne, gdyż przeprowadzenie publicznej oferty wymaga podjęcia szczegółowych uchwał w tym zakresie (por. pkt 6.5).

Innym obszarem działań doradcy prawnego jest pomoc emitentowi lub wprowadzającemu w przygotowaniu umów z innymi doradcami. Doświadczenie transakcyjne doradców prawnych może być w tym zakresie nieocenione i pozwoli uniknąć kłopotów czy negatywnych konsekwencji, jeżeli proces przeprowadzenia oferty się nie powiedzie.

Dopiero na tym etapie możemy mówić o zaangażowaniu tego doradcy w pracę nad prospektem emisyjnym. Może on bezpośrednio sporządzać część prospektu lub też wspomagać inne podmioty (na przykład emitenta, gdy ten decyduje się wziąć odpowiedzialność za całą treść prospektu).

Udział doradcy prawnego może być przydatny podczas rozmów z inwestorami, szczególnie w przypadkach, kiedy działalność emitenta może rodzić istotne pytania prawne.

6.1.5. Relacje inwestorskie

Przed i w trakcie trwania publicznej oferty emitent jest obiektem szczególnego zainteresowania mediów, inwestorów, jak również obecnych i potencjalnych kontrahentów spółki. Z tego powodu szczególnie w tym okresie przekaz emitenta kierowany do mediów i inwestorów powinien być spójny i przemyślany.

W tych zadaniach emitenci wspierani są przez firmy zajmujące się budowaniem i kształtowaniem relacji inwestorskich. Ze względu na specyfikę promowanego dobra, jakim są papiery wartościowe, zasady, metody i narzędzia promocji muszą być odpowiednio dobrane. Nie stosuje się w tym przypadku szeregu technik powszechnie znanych z promocji dóbr konsumpcyjnych.

W zakresie techniki działań tego doradcy jest zwykle przygotowanie i prowadzenie kampanii promocyjnej, organizacja spotkań z dziennikarzami i inwestorami, przygotowanie materiałów prasowych, komunikacja z mediami i wszystkie inne działania, które w oparciu o narzędzia marketingu i promocji mogą pomóc w stworzeniu i utrwaleniu pozytywnego wizerunku firmy i atrakcyjności oferowanych papierów wartościowych.

Przygotowując materiały związane z akcją promocyjną należy pamiętać, że wszelkie informacje udostępniane do publicznej wiadomości przez emitenta, wprowadzającego lub inne podmioty uczestniczące w tej ofercie w imieniu lub na zlecenie emitenta lub wprowadzającego nie mogą być sprzeczne z treścią informacji zawartych w prospekcie emisyjnym.

Część działań w zakresie relacji inwestorskich może spoczywać na firmie inwestycyjnej lub doradcy finansowym, szczególnie w zakresie bezpośrednich kontaktów z inwestorami. Podział kompetencji w tym zakresie powinien być ściśle określony i na bieżąco kontrolowany przez emitenta, który ponosi odpowiedzialność za prowadzoną promocję.

6.1.6. Subemitent usługowy i inwestycyjny

Sprzedaż papierów wartościowych w ofercie publicznej obciążona jest ryzykiem. Niepowodzenie oferty byłoby istotną szkodą dla emitenta, biorąc pod uwagę wszystkie poniesione koszty (finansowe i niefinansowe — np. wielomiesięczne zaangażowanie kierownictwa). Jedną z możliwości ograniczenia tego ryzyka jest zawarcie umowy o subemisję usługową albo inwestycyjną.

Istotą subemisji inwestycyjnej jest zobowiązanie subemitenta do nabycia, na własny rachunek, całości lub części papierów wartościowych oferowanych w obrocie pierwotnym lub w pierwszej ofercie publicznej, na które nie złożono zapisów w terminie ich przyjmowania.

Celem subemitenta jest, aby gwarantowane umową papiery wartościowe zostały sprzedane, a nie stały się inwestycją subemitenta. Dlatego subemitent z reguły aktywnie uczestniczy w sprzedaży oferty na rynku, a zapisy umowy przewidują zwykle zmniejszenie zobowiązania gwarancyjnego o papiery wartościowe, które zostały sprzedane za pośrednictwem danego subemitenta (zapis ten jest szczególnie istotny w przypadku określania zobowiązań przy konsorcjum kilku subemitentów).

Subemitent inwestycyjny z reguły dąży do zapewnienia sobie wpływu na określenie ostatecznej ceny emisyjnej. W przypadku ustalenia ceny powyżej rekomendowanej przez subemitenta, zobowiązanie jego jest nieważne, gdyż wzrost ceny podnosi ryzyko niedojścia oferty do skutku.

Subemitentem inwestycyjnym mogą być wyłącznie: firma inwestycyjna, fundusz inwestycyjny, otwarty fundusz emerytalny, bank, zakład ubezpieczeń, polska lub zagraniczna instytucja finansowa mająca siedzibę w państwie należącym do OECD lub w państwie członkowskim lub konsorcjum tych podmiotów. W przypadku konsorcjum, za subemitenta inwestycyjnego uważa się również każdy podmiot wchodzący w skład konsorcjum.

Emitent, zawierający umowę o subemisję inwestycyjną, ma obowiązek uzyskania stosownego upoważnienia w uchwale podjętej przez właściwy organ stanowiący emitenta, a w przypadku subemisji dotyczącej akcji — w uchwale walnego zgromadzenia spółki.

Subemisja usługowa jest zobowiązaniem subemitenta do nabycia na własny rachunek, całości lub części papierów wartościowych danej emisji, oferowanych wyłącznie temu podmiotowi, w celu dalszego ich zbywania w obrocie pierwotnym lub w pierwszej ofercie publicznej. W tym przypadku ryzyko sprzedaży jest praktycznie przeniesione na subemitenta. Ponadto subemitent ponosi koszty związane z zaangażowaniem swoich aktywów. Te czynniki sprawiają, że koszty tego typu subemisji są znaczące. O ile na rozwiniętych rynkach kapitałowych tego typu transakcje są popularne, to na naszym rynku w ten sposób sprzedaje się przede wszystkim akcje oferowane kadrze zarządzającej i pracownikom w ramach programu motywacyjnego. Wówczas subemitent nabywa cały pakiet akcji, a następnie na zasadach i w terminach określonych w regulaminie programu motywacyjnego i w prospekcie odsprzedaje akcje osobom do tego uprawnionym. Na przykład spółka ustala, że zarząd ma prawo do corocznego nabycia określonego pakietu akcji po cenie niższej od ceny rynkowej, jednakże pod warunkiem osiągnięcia przez spółkę wcześniej określonych wyników finansowych. W takim przypadku program menedżerski staje się wynagradzaniem kierownictwa, a subemisja usługowa sprawnym sposobem jego realizacji.

Rozważając tego typu transakcję należy przewidzieć sytuację, kiedy nie wszystkie akcje zostaną przydzielone, gdyż nie zostały spełnione właściwe kryteria. W takim przypadku akcje pozostają własnością subemitenta albo emitent odkupuje je i dokonuje ich umorzenia.

Subemitentem usługowym mogą być wyłącznie: bank, firma inwestycyjna lub zagraniczna firma inwestycyjna lub konsorcjum tych podmiotów. W przypadku konsorcjum, za subemitenta usługowego uważa się również każdy podmiot wchodzący w skład konsorcjum.

Podobnie jak ma to miejsce w przypadku oferty publicznej — zbywanie papierów wartościowych przez subemitenta usługowego wymaga pośrednictwa firmy inwestycyjnej.

Emitent, zawierający umowę o subemisję usługową, ma obowiązek uzyskania stosownego upoważnienia w uchwale podjętej przez właściwy organ stanowiący emitenta, a w przypadku subemisji dotyczącej akcji — w uchwale walnego zgromadzenia spółki.

Wsparcie przeprowadzenia oferty publicznej przez podmioty posiadające doświadczenie w tym zakresie znakomicie usprawnia cały proces. Zawierając umowy z doradcami należy pamiętać, że łączą one w sobie zarówno umowę o dzieło (efekt w postaci zrealizowania poszczególnych etapów oferty publicznej), jak i umowę o świadczenie usług (szereg czynności pośrednich, jak np. organizacja spotkań z inwestorami). Dlatego właściwe sformułowanie w umowach zakresu odpowiedzialności za wykonanie poszczególnych czynności przez doradców, jak również ewentualnego niedołożenia przez nich należytej staranności przy ich wykonywaniu, pozwoli spółce uniknąć przykrych konsekwencji w przypadku opóźnień lub nawet niepowodzenia całego procesu oferty papierów wartościowych. W tym kontekście szczególną uwagę należy zwrócić na precyzyjne zapisanie warunków finansowych tych umów. Wynagrodzenia te składają się najczęściej z dwóch części — stałej, za wykonanie poszczególnych czynności związanych z emisją, oraz zmiennej, w formie prowizji od wartości emisji, wypłacanej w przypadku dojścia emisji do skutku. Wynagrodzenie subemitenta (koszt subemisji), które stanowi często znaczącą pozycję kosztów oferty publicznej, zależy od szeregu czynników, w tym m.in.: od wiarygodności emitenta, atrakcyjności biznesowej prowadzonej przez niego działalności, wielkości i struktury emisji, koniunktury na rynku pierwotnym i wtórnym, a także wysokości ceny emisyjnej.

6.1.7. Wybór metody finansowania i procedury na publicznym rynku kapitałowym

Wynikiem prac analitycznych doradców powinna być rekomendacja w zakresie pozyskania kapitału. Obecnie rynki finansowe zapewniają przedsiębiorstwom szereg metod pozyskania kapitału zarówno na potrzeby finansowania bieżącego jak i na prowadzenie wieloletnich inwestycji.

Wybór publicznego rynku papierów wartościowych jako miejsca pozyskania kapitału powinien być zatem uzasadniony płynącymi z tego korzyściami. Publiczny rynek papierów wartościowych oferuje szereg możliwości pozyskania kapitału. Spółka może emitować akcje albo obligacje, ofertę może prowadzić na rynku polskim lub na wielu rynkach europejskich, może określić rodzaj preferowanych inwestorów, a także, czy będzie odbywał się wtórny ob-

rót oferowanymi papierami wartościowymi, a jeśli tak to, czy to będzie jeden czy kilka rynków regulowanych, czy też alternatywny system obrotu.

Każda z tych możliwości wpływa na konieczność podjęcia innych uchwał walnego zgromadzenia, przygotowania różnych dokumentów informacyjnych (prospekt emisyjny lub memorandum informacyjne) oraz przeprowadzenia stosownej procedury administracyjnej przed KPWiG.

Inne prace muszą być podjęte w przypadku oferty obligacji skierowanej do inwestorów kwalifikowanych, a inne w przypadku emisji akcji na wielu rynkach europejskich czy pozaeuropejskich.

Zmiana wybranej metody pozyskania finansowania już po rozpoczęciu procesu przygotowania i realizacji oferty publicznej jest możliwa, ale im bardziej są zaawansowane prace, tym jest to bardziej pracochłonne i kosztowne.

Powyższe rozważania dotyczą oferty akcji nowych emisji, gdzie ma miejsce pozyskiwanie kapitału dla spółki. Nie dotyczą natomiast ofert sprzedaży papierów wartościowych prowadzonych przez wprowadzających.

6.2. Cele emisji i oferty

Określenie strategii spółki oraz wynikającej z niej metody finansowania jest fundamentem do określenia celów emisji i celów oferty.

W najprostszym rozumieniu cele emisji traktowane są jako wskazanie inwestorom, kiedy, jak i gdzie zostaną wydatkowane środki pozyskane podczas oferty publicznej. Jest to oczywiście niezwykle ważny element. Szczególnie inwestorzy decydujący się na długoterminowy zakup papierów wartościowych chcą mieć pewność, że realizacja celów emisji wpłynie na zwiększenie wartości akcji w większym stopniu niż w przypadku możliwych do nabycia akcji innych spółek. W przypadku obligacji inwestorzy wymagają od spółki wystarczającej rentowności i przepływów finansowych, aby w terminie płacić należne odsetki oraz wykupić obligacje.

Poprzez ofertę publiczną emitent może mieć na celu jedynie pozyskanie kapitału na konkretną transakcję, bez dalszego ubiegania się o dopuszczenie papierów wartościowych do obrotu na rynku regulowanym. Biorąc pod uwagę ograniczone możliwości sprzedaży akcji w przyszłości inwestorzy będą odmiennie oceniali atrakcyjność i ryzyka oferty.

Jeszcze innym celem emitenta może być zaistnienie na publicznym rynku papierów wartościowych, w tym wzrost wiarygodności wśród inwestorów i instytucji finansowych, aby w przyszłości zwiększyć możliwości pozyskiwania kapitału tak poprzez publiczne oferty, jak i inne formy finansowania.

Celem oferty publicznej akcji może być także forma wynagradzania kierownictwa lub pracowników poprzez umożliwienie im zakupu akcji po

cenie niższej od rynkowej. W takim przypadku celem oferty zwykle nie jest pozyskanie środków, gdyż z reguły wartość tego typu ofert jest stosunkowo niska.

W przypadku oferty prowadzonej przez wprowadzającego głównym celem jest sprzedaż po możliwie wysokiej cenie, a tym samym maksymalizacja przychodu wprowadzającego. W licznych przypadkach, a szczególnie przy ofertach Skarbu Państwa, istotny jest także wybór inwestorów zapewniających stabilny rozwój spółki.

6.3. Charakterystyka oferty

Określenie parametrów emisji papierów wartościowych jest jednym z zasadniczych elementów działań poprzedzających ofertę publiczną. Odmienne problemy są związane z akcjami i obligacjami.

W przypadku akcji kluczowe znaczenie ma cena w porównaniu z ceną akcji spółek o podobnych charakterze już notowanych na rynku regulowanym, termin oferty publicznej — zależny od koniunktury na rynku pierwotnym i wtórnym, adresaci oferty, którzy w przyszłości jako akcjonariusze będą mieli wpływ na decyzje podejmowane przez walne zgromadzenie.

W przypadku obligacji istotne jest natomiast określenie samej struktury tego papieru wartościowego, tj. ceny sprzedaży (może się różnić od wartości nominalnej), terminu wykupu, warunków kuponu (wyplata odsetek od obligacji) oraz algorytmu określającego wysokość należnych odsetek.

W dalszej części opracowania poddano analizie najważniejsze kwestie związane z wartością pozyskanych wpływów, terminem oferty oraz adresatami oferty.

6.3.1. Wartość pozyskanych środków

Wartość środków pozyskanych z oferty publicznej jest kluczowym elementem dla emitenta. Wartość kapitału pozyskiwanego na rynku powinna być uzasadniona potrzebami spółki wynikającymi z przyjętego planu rozwoju. Możliwe jest pozyskanie środków o wartości przekraczającej bieżące potrzeby, ale emitent powinien wówczas mieć jasno określony plan, jak będzie wykorzystywał pozyskane fundusze (np. czasowe zmniejszenie zadłużenia).

Zarówno w przypadku emisji akcji i obligacji wartość pozyskanych środków można opisać następującym wzorem:

Wartość pozyskanych środków = (liczba papierów wartościowych × cena) - koszty oferty

Głównymi elementami kształtującymi wartość pozyskanych środków jest liczba oferowanych papierów wartościowych, uzyskana cena emisyjna oraz poniesione koszty.

Koszty oferty zmniejszają uzyskane wpływy, ale nie jest możliwe przeprowadzenie oferty publicznej bez ich ponoszenia. Ważne jest, aby emitenci byli świadomi, że wysokość ponoszonych kosztów oferty jest także elementem analizy przez inwestorów. Podanie do publicznej wiadomości komunikatu o kosztach w wysokości odbiegającej od przyjętych aktualnie na rynku może stanowić dla inwestorów sygnał, że jest to oferta pod jakimś względem niestandardowa, co już samo w sobie stanowi potencjalny czynnik ryzyka.

Głównymi czynnikami kształtującymi wartość pozyskanych kapitałów są liczba papierów wartościowych i cena.

W przypadku emisji papierów wartościowych zarówno liczba jak i cena są czynnikami ograniczonymi w dość istotny sposób — w pierwszym przypadku poprzez decyzje właściwych organów, a w drugim poprzez warunki rynkowe.

6.3.1.1. Liczba akcji

Nowa emisja akcji zmienia strukturę akcjonariatu. Im większa jest liczba nowo emitowanych akcji tym mniejszy będzie udział dotychczasowych akcjonariuszy w liczbie głosów na walnym zgromadzeniu.

Liczba akcji nowej emisji powinna być tak określona, aby optymalnie pogodzić interesy samej spółki (wpływy z emisji), jej dotychczasowych akcjonariuszy (zachowanie wymaganego wpływu na sytuację w spółce) i przyszłych akcjonariuszy, którzy obejmą akcje nowej emisji (zapewnienie im wpływu na decyzje podejmowane przez spółkę).

Należy przy tym pamiętać, że zgodnie z kodeksem spółek handlowych¹⁸, nieobjęcie przez inwestorów akcji w liczbie wskazanej w uchwale właściwego organu emitenta jako wielkość emisji oznacza niedojście emisji do skutku. Można jednak ograniczyć to ryzyko. Jednym z najpopularniejszych rozwiązań ułatwiających uplasowanie emisji w sytuacji, gdy koniunktura na rynku pierwotnym jest niepewna i trudno jest jednoznacznie określić wiel-

¹⁸ Ustawa z dnia 15 września 2000 r. – Kodeks spółek handlowych (Dz. U. Nr 94, poz. 1037, z późn. zm.).

kość emisji, jaką inwestorzy będą skłonni kupić, jest tzw. widełkowa emisja akcji. Spółka wskazuje minimalną liczbę akcji, jaka musi być objęta, żeby emisja doszła do skutku i liczbę maksymalną, wynikającą z zapotrzebowania spółki na kapitał.

Warto jednak pamiętać, że tego typu rozwiązanie wprawdzie częściowo łagodzi skutki niepowodzenia oferty publicznej, ale nie rozwiązuje kwestii związanych z pozyskaniem finansowania. Jeżeli wartość nowej emisji akcji była ściśle związana z określonym planem wydatkowania pozyskanych środków, emitent stanie przed koniecznością poszukiwania innych źródeł finansowania. Taka forma oferty powinna być uzasadniona inwestorom, którzy mogą odnosić wrażenie, że spółka nie wie dokładnie, jaka wartość środków jest jej potrzebna.

6.3.1.2. Cena akcji

Właściwe wyznaczenie ceny emisyjnej jest kluczowe dla powodzenia emisji. Ustalenie ceny zbyt wysokiej powoduje ryzyko braku zainteresowania ze strony inwestorów i w konsekwencji niedojście emisji do skutku. Cena emisyjna ustalona na zbyt niskim poziomie skutkuje tym, że spółka nie pozyskuje środków w takiej wysokości, jaka byłaby możliwa. Zbyt niska cena emisyjna wskazuje ponadto, że emitent i jego doradcy sami nisko oceniają wartość oferowanych akcji. Takie sygnały mogą być interpretowane przez inwestorów jako dodatkowe czynniki ryzyka.

Określenie właściwego poziomu ceny jest zatem podstawowym zadaniem na etapie przygotowań do oferty. W celu ustalenia ceny doradcy finansowi wykorzystują szereg technik wyceny. Nieocenione jest tutaj również doświadczenie doradców przy sprzedaży papierów wartościowych i bieżąca analiza zachowań inwestorów na rynku.

Wycenę spółki opiera się zarówno na czynnikach wewnętrznych jak i zewnętrznych. Należy wziąć pod uwagę wskaźniki ekonomiczne obecne oraz uwzględniające prognozy na najbliższe lata, a także porównać, jak wycenione są spółki o podobnym profilu działalności. Często akcje oferowane w ofercie publicznej w swojej wycenie uwzględniają dyskonto wobec wyceny rynkowej, w celu dodatkowego zainteresowania inwestorów oferowanymi papierami wartościowymi.

Dodatkowe dyskonto jest często zachętą dla inwestorów krótkoterminowych, zainteresowanych przede wszystkim zakupem akcji w ofercie i realizacją zysku poprzez ich sprzedaż podczas pierwszych sesji notowań, o ile oczywiście debiut giełdowy nastąpiłby na poziomie wyższym od ceny emisyjnej.

Ostatnim etapem wyceny są rozmowy z inwestorami pozwalające oszacować popyt na dane papiery wartościowe przy różnym poziomie cen.

Innym spotykanym sposobem określania ceny jest oferta z ceną minimalną. Inwestorzy składając zapis określają liczbę akcji oraz najwyższą cenę, jaką są skłonni zaakceptować. Na podstawie zebranych zapisów emitent dokonuje ustalenia ostatecznej ceny emisyjnej. Inwestorzy proponujący cenę niższą nie otrzymują akcji, pozostali otrzymują akcje po cenie emisyjnej niezależnie od proponowanego własnego limitu.

6.3.1.3. Liczba i cena obligacji

W przypadku obligacji liczba emitowanych papierów wartościowych może być kształtowana bardziej swobodnie, ale cena obligacji podlega mniejszym wahaniom niż może to mieć miejsce w przypadku emisji akcji.

Rentowność obligacji jest ściśle związana z potencjalnym ryzykiem, według zasady — im wyższa niepewność tym inwestor oczekuje wyższej rentowności. Rynek dla poszczególnych grup emitentów i rodzajów papierów dłużnych kształtuje określony poziom rentowności. Graniczną wartością rentowności jest zwykle oprocentowanie bezpiecznych papierów rządowych, gdzie pewność realizacji zobowiązań jest wysoka. Wraz ze wzrostem ryzyka inwestorzy oczekują dodatkowego wynagrodzenia

Powyższe rozważanie jest naturalnie bardzo ogólne i ma na celu jedynie wskazać wagę tego problemu na etapie określania konstrukcji oferty.

Należy mieć na uwadze, że wartość emisji wpływa na kształtowanie się wskaźników opisujących zadłużenie. Przekroczenie pewnego poziomu wskaźników może być niewskazane po pierwsze ze względu na płynność i wiarygodność emitenta, a po drugie ze względu na wartość parametrów, jakich na przykład wymaga bank udzielający kredytu.

6.3.2. Termin oferty

Wybór właściwego terminu na przeprowadzenie oferty publicznej ma duże znaczenie dla jej sukcesu. Termin powinien być dostosowany do czynników wewnętrznych i zewnętrznych oraz właściwych przepisów prawa.

Po pierwsze, termin oferty publicznej powinien uwzględniać bieżące i prognozowane wyniki finansowe. W przypadku nagłego znacznego pogorszenia się osiąganych wyników oferta publiczna może nie cieszyć się zainteresowaniem inwestorów. Inwestorzy kierują się tutaj regułą, że na zakup papierów wartościowych zawsze jest czas i nie należy spieszyć się z inwestycją, jeżeli pojawiają się nowe, istotne czynniki ryzyka.

Po drugie, istotnym elementem jest aktualna koniunktura na rynku wtórnym i pierwotnym. W wielu przypadkach ten element może być ważniejszy od wewnętrznej oceny spółki. W przypadku wzrostu na giełdzie akcje nowych emisji sprzedają się zwykle dobrze. Inwestorzy oczekują zarówno udanego debiutu akcji na rynku wtórnym, a także wzrostu ich wartości zgodnie z panującym trendem. W okresie złej koniunktury sprzedać można jedynie atrakcyjne oferty akcji, ale po cenie znacznie niższej niż byłoby to możliwe podczas hossy.

W przypadku obligacji mamy sytuację odwrotną. Okresem bardziej sprzyjającym do ich zakupu jest bessy, czyli trend spadkowy na rynkach wtórnych, kiedy inwestorzy zmniejszają zaangażowanie w akcje oraz poszukują bezpiecznych papierów wartościowych w celu ulokowania swoich aktywów.

Nie można także pominąć analizy koniunktury na rynku pierwotnym, czyli jakie inne oferty będą przeprowadzane na rynku. Co prawda na atrakcyjne papiery wartościowe z reguły znajdują się zainteresowani inwestorzy, ale warto się zastanowić, czy ewentualne oferty konkurencyjne nie są atrakcyjniejsze lub czy nie są skierowane do tej samej grupy inwestorów. Nawet, jeśli dany inwestor posiada wolne środki przeznaczone na nowe emisje akcji, to może mieć trudności organizacyjne, aby przeprowadzić proces analityczny dla wszystkich spółek przeprowadzających oferty w jednym okresie.

Ze względów praktycznych oferta publiczna powinna odbyć się możliwie szybko po zatwierdzeniu i opublikowaniu prospektu emisyjnego albo opublikowaniu memorandum informacyjnego. Wynika to z konieczności bieżącej aktualizacji tych dokumentów o aneksy, które w przypadku prospektów emisyjnych muszą być zatwierdzone przez KPWiG, o czym będzie mowa w dalszej części opracowania. Naturalnie oferta może być przeprowadzona tylko i wyłącznie w okresie ważności prospektu emisyjnego albo memorandum informacyjnego.

Ustalając termin oferty publicznej należy zwrócić uwagę na ograniczenia, jakie nakłada kodeks spółek handlowych. Zgodnie z nim uchwała o podwyższeniu kapitału zakładowego nie może być zgłoszona do sądu rejestrowego po upływie sześciu miesięcy od dnia zatwierdzenia prospektu albo złożenia zawiadomienia, przy czym wniosek o zatwierdzenie prospektu albo zawiadomienie nie mogą zostać złożone po upływie czterech miesięcy od dnia powzięcia uchwały o podwyższeniu kapitału zakładowego. Oferta zatem musi być przeprowadzona w tych terminach, a sam okres subskrypcji nie może przekraczać 3 miesięcy.

6.3.3. *Adresaci oferty*

Emitent musi przeprowadzić analizę, komu zostaną zaoferowane papiery wartościowe. Istota publicznego rynku papierów wartościowych wskazuje, że oferta jest skierowana do ogółu inwestorów. W praktyce plasowanie emisji powinno być usystematyzowane, a emitent powinien mieć określoną strategię w zakresie doboru inwestorów będących adresatami oferty.

Po pierwsze należy ustalić, czy oferta będzie sprzedawana na rynku krajowym, czy także za granicą. W przypadku małych i średnich ofert aktywa posiadane przez krajowych inwestorów są zwykle wystarczające i nie ma konieczności ponoszenia dodatkowych nakładów na oferty międzynarodowe. Inaczej jest w przypadku ofert o znacznej wartości (np. oferty prywatyzacyjne), gdzie plasowanie oferty odbywa się zarówno na rynku krajowym, jak i w głównych centrach finansowych Europy, a czasem także świata.

Naturalnie przeprowadzenie ofert na kilku rynkach może wynikać także z innych przesłanek np. umożliwienie zakupu akcji pracownikom spółki prowadzącej działalność na wielu rynkach.

Po drugie, emitent wspólnie z doradcami powinien określić, do jakiej grupy inwestorów skierowana będzie oferta, a jeśli wybiera się kilka grup to, jaka część ofert powinna przypaść każdej z nich.

W uproszczeniu możemy przyjąć podział inwestorów przedstawiony w tabeli 1. Każda z grup jest naturalnie wewnętrznie zróżnicowana. Przytoczone charakterystyki są zatem w dużej mierze uproszczone.

Tabela 1 Kategorie i charakterystyka inwestorów

<i>Rodzaj</i>	<i>Typ</i>	<i>Charakterystyka</i>
Instytucjonalni		Stąły, niespekulacyjny akcjonariat, zapewniający spółce stabilność ceny podczas notowań giełdowych, duże doświadczenie analityczne
	Banki	Znaczne aktywa, zróżnicowana polityka inwestycyjna
	Firmy inwestycyjne Zarządzający aktywami	Doświadczenie w analizowaniu ofert publicznych Polityka inwestycyjna uzgodniona z właścicielem portfela
	Fundusze inwestycyjne — akcyjne	Znaczne aktywa, duże doświadczenie analityczne Podejmują ryzyko zakupu akcji z oczekiwaną wysoką stopą zwrotu
	— mieszane — bezpieczne	Zrównoważony udział akcji i obligacji Unikają ryzyka inwestując w bezpieczne dłużne papiery wartościowe
	Fundusze emerytalne	Obecnie największe znaczenie pod względem wartości zarządzanych aktywów i ich systematycznego wzrostu. Możliwości inwestycyjne ograniczone przez limity określone przez prawo i wewnętrzne regulacje
Indywidualni		Drobni inwestorzy, głównie osoby fizyczne. Inwestorzy drobni zapewniają rozproszenie akcji, warunkujące prawidłową płynność na rynku wtórnym. Decydują się na zakup akcji zwykle po pozytywnym przyjęciu oferty w środowisku inwestorów instytucjonalnych
	Aktywni	Na bieżąco obserwują rynek, posiadają doświadczenie w zakresie analizy rynku
	Pasywni	Duża liczba inwestorów o ograniczonych środkach na zakup akcji. Kupują akcje ofert publicznych nagłośnionych w mediach, zwłaszcza ofert prywatyzacyjnych, a także obligacje
Wewnętrzni	Zarząd i osoby kluczowe	Najlepiej znają rzeczywistą sytuację emitenta, choć mogą mieć subiektywną ocenę, posiadają możliwości zakupu większych pakietów
	Pracownicy	Zróżnicowane podejście w ocenie atrakcyjności emitenta ze względu na subiektywne spojrzenie, ograniczone zdolności w zakresie zakupu akcji

Źródło: Opracowanie własne

6.4. Strategia marketingowa oferty

Mając określony przedmiot oferty publicznej oraz określoną grupę docelową emitent lub wprowadzający powinien opracować strategię marketingową oferty. Strategia ta powinna obejmować precyzyjnie zdefiniowane działania, jakie emitent z doradcami podejmą w celu przedstawienia oferty inwestorom oraz w celu uzyskania możliwie najlepszej ceny emisyjnej, albo ceny sprzedaży, zakończenia oferty sukcesem oraz uzyskania dobrej wyceny akcji podczas pierwszego i kolejnych notowań na rynku wtórnym.

6.5. Podjęcie formalnej decyzji o emisji papierów wartościowych poprzez ofertę publiczną

Uchwała o nowej emisji akcji oraz uchwały związane z przeprowadzeniem oferty publicznej i ubieganiem się o dopuszczenie papierów wartościowych do obrotu na rynku regulowanym powinny być podjęte przez właściwe organy emitenta. Spółka wraz z doradcami powinna dołożyć należytych starań, aby procedura podjęcia uchwał była przeprowadzona bez błędów formalnoprawnych. Różnego rodzaju błędy mogą spowodować problemy na różnych etapach procesu. Ich naprawa wymaga podjęcia często czasochłonnych działań, a niekiedy może spowodować, że zakładany proces może nie zostać zrealizowany.

Przygotowując oferty publiczne należy zapoznać się z wymogami kodeksu spółek handlowych i ustawy o obligacjach¹⁹.

6.5.1. Uchwała o emisji akcji

W przypadku emisji akcji spółka powinna podjąć uchwałę o podwyższeniu kapitału oraz uchwały związane z przeprowadzeniem oferty publicznej i ubieganiem się o dopuszczenie papierów wartościowych do obrotu na rynku wtórnym.

W przypadku podwyższania kapitału jej akcjonariusze mają prawo pierwszeństwa objęcia nowych akcji w stosunku do liczby posiadanych akcji (prawo poboru). Jednak w interesie spółki walne zgromadzenie może pozbawić akcjonariuszy prawa poboru akcji w całości lub w części. Wówczas spółka może zaoferować akcje innym inwestorom.

¹⁹ Ustawa z dnia 29 czerwca 1995 r. o obligacjach (Dz. U. z 2001 r. Nr 120, poz. 1300, z późn. zm.).

Uchwała walnego zgromadzenia wyłączająca prawo dotychczasowych akcjonariuszy do objęcia nowej emisji w ramach prawa poboru wymaga podjęcia jej większością co najmniej czterech piątych głosów. Ponadto można ją podjąć tylko wówczas, gdy zostało to zapowiedziane w porządku obrad walnego zgromadzenia. Zarząd zobowiązany jest do przedstawienia walnemu zgromadzeniu pisemnej opinii uzasadniającej powody pozbawienia prawa poboru oraz proponowaną cenę emisyjną akcji bądź sposób jej ustalenia.

Powyższych ograniczeń nie stosuje się jedynie, gdy uchwała o podwyższeniu kapitału stanowi, że nowe akcje mają być objęte w całości przez instytucję finansową (subemitenta), z obowiązkiem oferowania ich następnie akcjonariuszom celem umożliwienia im wykonania prawa poboru na warunkach określonych w uchwale albo uchwała stanowi, że nowe akcje mają być objęte przez subemitenta w przypadku, gdy akcjonariusze, którym służy prawo poboru, nie obejmą części lub wszystkich oferowanych im akcji. W obu przypadkach objęcie akcji przez subemitenta może nastąpić tylko za wkłady pieniężne. Zawarcie z subemitentem umowy wymaga stosownej zgody walnego zgromadzenia. Walne zgromadzenie podejmuje uchwałę na wniosek zarządu zaopiniowany przez radę nadzorczą. Statut lub uchwała walnego zgromadzenia może przewidywać przekazanie tej kompetencji radzie nadzorczej.

Uchwała walnego zgromadzenia akcjonariuszy o podwyższeniu kapitału zakładowego powinna zawierać:

- sumę, o jaką kapitał zakładowy ma być podwyższony,
- oznaczenie, czy akcje nowej emisji są na okaziciela, czy imienne,
- szczególne uprawnienia, jeżeli uchwała przewiduje przyznanie takich uprawnień akcjom nowej emisji,
- cenę emisyjną nowych akcji lub upoważnienie zarządu albo rady nadzorczej do oznaczenia ceny emisyjnej,
- datę, od której nowe akcje mają uczestniczyć w dywidendzie,
- terminy otwarcia i zamknięcia subskrypcji albo upoważnienie udzielone zarządowi lub radzie nadzorczej do określenia tych terminów albo termin zawarcia przez spółkę umowy o objęciu akcji przez oznaczonego adresata,
- przedmiot wkładów niepieniężnych i ich wycenę oraz osoby, które mają objąć akcje za takie wkłady, łącznie z podaniem liczby akcji, które mają przyjąć każdej z nich, jeżeli akcje mają być objęte za wkłady niepieniężne.

W przypadku emisji z prawem poboru uchwała o podwyższeniu kapitału zakładowego powinna wskazywać także dzień, według którego określa się akcjonariuszy, którym przysługuje prawo poboru nowych akcji (dzień prawa poboru), jeżeli nie zostali oni tego prawa pozbawieni w całości. Dzień prawa poboru nie może być ustalony później niż z upływem trzech miesięcy, licząc od dnia powzięcia uchwały.

Oprócz uchwały walnego zgromadzenia o emisji akcji spółka powinna podjąć inne niezbędne uchwały, które są wymagane przy składaniu wniosku o zatwierdzenie prospektu emisyjnego lub przy składaniu zawiadomienia tj. uchwałę, że emisja papierów wartościowych będzie realizowana w drodze oferty publicznej lub uchwałę o ubieganiu się o dopuszczenie papierów wartościowych do obrotu na rynku regulowanym oraz uchwałę zawierającą upoważnienie zarządu do zawarcia umowy o rejestrację papierów wartościowych w KDPW (dematerializacja). Uchwała powinna przewidywać także stosowne zapisy odnośnie prawa poboru akcji i prawa do akcji, jeśli oferta publiczna przewiduje ich zastosowanie.

Jeżeli spółka zamierza przeprowadzić ofertę publiczną z wykorzystaniem subemitenta usługowego lub inwestycyjnego, to walne zgromadzenie musi podjąć uchwałę upoważniającą zarząd do zawarcia stosownej umowy.

Podwyższenie kapitału zakładowego spółki może być również dokonane z wykorzystaniem dwóch bardziej złożonych konstrukcji — kapitału docelowego i warunkowego podwyższenia kapitału. Wykorzystanie tych form podwyższenia kapitału zakładowego jest ograniczone szeregiem warunków, ale doświadczenie wielu spółek pokazuje, że jest to wygodna i elastyczna procedura pozwalająca pozyskiwać kapitał w zależności od bieżących potrzeb.

Konstrukcja kapitału docelowego polega na upoważnieniu zarządu spółki, poprzez odpowiedni zapis w jej statucie, do dokonania jednorazowego lub kilkukrotnego podwyższenia kapitału zakładowego o kwotę nie przekraczającą kwoty wskazanej w statucie jako maksymalna (kapitał docelowy).

Uchwała zarządu o emisji akcji podjęta w granicach statutowego upoważnienia zastępuje wówczas uchwałę walnego zgromadzenia o podwyższeniu kapitału i wymaga formy aktu notarialnego. Ponadto w przypadku uchwały zarządu w sprawie ustalenia ceny emisyjnej wymagana jest zgoda rady nadzorczej, chyba że statut w tej sprawie stanowi inaczej.

Prawo w pewien sposób ogranicza stosowanie tej formy podwyższenia kapitału zakładowego. Wysokość kapitału docelowego nie może przekraczać wartości trzech czwartych kapitału zakładowego. Jeżeli upoważnienie zarządu do podwyższenia kapitału zakładowego nie przewiduje wyraźnie możliwości obejmowania akcji za wkłady niepieniężne, to zarząd może zaoferować akcje jedynie za wkłady pieniężne. Ponadto w ten sposób nie można wydawać akcji uprzywilejowanych.

Warunkowe podwyższenie kapitału to podwyższenie kapitału zakładowego z zastrzeżeniem, że osoby, którym przyznano prawo do objęcia akcji nowej emisji, wykonają je na warunkach określonych w uchwale walnego zgromadzenia. Uchwała o warunkowym podwyższeniu kapitału zakładowego może zostać powzięta w trzech przypadkach.

Po pierwsze, w celu przyznania praw do objęcia akcji przez właścicieli obligacji zamiennych lub obligacji z prawem pierwszeństwa. Po drugie w celu przyznania praw do objęcia akcji pracownikom, członkom zarządu lub rady nadzorczej w zamian za wkłady niepieniężne, stanowiące wierzytelności, jakie przysługują im z tytułu nabytych uprawnień do udziału w zysku spółki lub spółki zależnej. Po trzecie w przypadku przyznania praw do objęcia akcji przez posiadaczy warrantów subskrypcyjnych.

Warto w tym miejscu wspomnieć o dwóch instrumentach związanych z podwyższaniem kapitału zakładowego i emisją akcji — warrancie subskrypcyjnym i prawie do akcji.

Warrant subskrypcyjny to papier wartościowy opiewający na akcje przyszłej emisji. Jest emitowany na podstawie uchwały walnego zgromadzenia spółki. Może być emitowany zarówno w ramach warunkowego podwyższenia kapitału — uprawnia wówczas do objęcia akcji nowej emisji z pierwszeństwem przed dotychczasowymi akcjonariuszami spółki, jak również w ramach kapitału docelowego — uprawnia wówczas do złożenia zapisu na akcje nowej emisji z pierwszeństwem przed dotychczasowymi akcjonariuszami spółki. Można więc powiedzieć, że warrant subskrypcyjny stanowi swego rodzaju prawo poboru akcji nowej emisji, z tym że przysługujące niekoniecznie dotychczasowym akcjonariuszom.

Prawo do akcji jest to papier wartościowy, z którego wynika uprawnienie do otrzymania, niemających formy dokumentu akcji nowej emisji, powstające z chwilą dokonania przydziału tych akcji i wygasające z chwilą zarejestrowania akcji w depozycie papierów wartościowych albo z dniem uprawomocnienia się postanowienia sądu rejestrowego odmawiającego wpisu podwyższenia kapitału zakładowego do rejestru przedsiębiorców.

Stosowanie praw do akcji wiąże się z koniecznością możliwie szybkiego zapewnienia płynności. Akcje nowej emisji mogą zostać wprowadzone do obrotu wtórnego dopiero po ich zarejestrowaniu w sądzie rejestrowym oraz w KDPW. W praktyce oznacza to, że do momentu rozpoczęcia obrotu akcjami dokonana inwestycja jest niepłynna. W tym celu zaraz po dokonaniu przydziału akcji inwestorom przyznawane są prawa do akcji w liczbie odpowiadającej liczbie przydzielonych akcji. Obrót wtórny tymi walorami dokonywany jest na takich samych zasadach jak obrót akcjami. Z chwilą zarejestrowania podwyższenia kapitału zakładowego przez sąd i zarejestrowania nowej emisji akcji w KDPW, na rachunkach inwestorów posiadających prawa do akcji zapisywane są w ich miejsce akcje spółki.

Należy jednak pamiętać, że prawa do akcji nie są w istocie samymi akcjami. W przypadku niezarejestrowania podwyższenia kapitału posiadacze praw

do akcji otrzymają zwrot kwot równych cenie emisyjnej. Jeżeli inwestor nabył prawa do akcji na rynku wtórnym po cenie wyższej od ceny emisyjnej to w przypadku niedościa emisji do skutku ponosi stratę będącą różnicą między ceną nabycia a ceną emisyjną.

Jak już zostało wskazane, emitent zamierzający wprowadzić do obrotu wtórnego prawa do akcji powinien uwzględnić to w odpowiednich uchwałach zgromadzenia.

6.5.2. Uchwała o emisji obligacji

Obligacja jest dłużnym papierem wartościowym, którego emitent stwierdza zaciągnięcie długu i w zamian zobowiązuje się wobec właściciela obligacji do określonego świadczenia, najczęściej spłaty pożyczonego kapitału wraz z odsetkami. Kompetencje w zakresie decyzji o emisji obligacji przysługują organowi uprawnionemu do tego w statucie spółki. Kodeks spółek handlowych ogranicza wymóg uzyskania uchwały walnego zgromadzenia jedynie w stosunku do emisji obligacji zamiennych na akcje oraz obligacji z prawem pierwszeństwa w przypadku spółki akcyjnej oraz w stosunku do emisji wszelkiego rodzaju obligacji w przypadku spółki komandytowo-akcyjnej.

6.5.2.1. Emisja obligacji zwykłych

Aktem prawnym określającym zasady emisji obligacji jest ustawa o obligacjach. Przepisy prawa nie wymieniają jednak, jakie zapisy powinny składać się na uchwałę o emisji obligacji. Wydaje się jednak uzasadnione, aby taka uchwała powinna zawierać przynajmniej następujące elementy:

- wskazanie podstawy prawnej emisji obligacji,
- określenie rodzaju (imienne, na okaziciela), wartości nominalnej oraz liczby emitowanych obligacji,
- rodzaj świadczenia (pieniężne, niepieniężne) i ewentualną jego charakterystykę,
- określenie formy obligacji (obligacja w formie dokumentu lub zdematerializowana),
- wskazanie zabezpieczenia lub informację o jego braku,
- określenie terminu wykupu obligacji,
- określenie trybu emisji obligacji — poprzez ofertę publiczną lub niepubliczną,
- wskazanie celu emisji, jeśli został przez emitenta określony (określenie celu nie stanowi ustawowego wymogu),

- określenie szczegółowych warunków emisji²⁰ lub też upoważnienie organu spółki do ich ustalenia w drodze odrębnej uchwały, wraz ze wskazaniem, co uchwała ta powinna określać w szczególności,
- w przypadku emisji obligacji w drodze oferty publicznej z jednoczesnym zamiarem ubiegania się o dopuszczenie obligacji do obrotu na rynku regulowanym — wskazanie, że właściwy w sprawie emisji obligacji organ emitenta podejmie czynności niezbędne do przeprowadzenia tych czynności, zaś w przypadku podjęcia decyzji o emisji obligacji przez walne zgromadzenie — upoważnienie i zobowiązanie właściwego organu emitenta do dokonania czynności faktycznych i prawnych w celu wprowadzenia obligacji do obrotu na rynku regulowanym.

Konstrukcja uchwały o emisji obligacji nie ma oczywiście charakteru zamkniętego, a katalog elementów ją tworzących może zostać rozszerzony w zależności od charakteru danej oferty. Analiza uchwał podmiotów przeprowadzających publiczne oferty obligacji pozwala na stwierdzenie, iż uchwały o emisji obligacji mogą dodatkowo zawierać:

- wskazanie osób uprawnionych do nabycia obligacji,
- wskazanie zamiaru lub braku zamiaru zawierania z bankiem umowy o reprezentację — jeśli emitent tak postanowi, a przepisy ustawy o obligacjach nie nakazują zawarcia takiej umowy,
- informację o ewentualnej możliwości nabycia obligacji przez emitenta na rynku wtórnym przed terminem wykupu w celu ich umorzenia,
- wskazanie wielkości minimalnego lub maksymalnego pakietu nabycia obligacji na rynku pierwotnym.

W przypadku podjęcia decyzji o realizacji tzw. **programu emisji** uchwała oprócz wskazanych wyżej elementów określających rodzaj emitowanych obligacji i tryb przeprowadzenia emisji powinna zawierać:

- maksymalną liczbę oraz wartość nominalną obligacji objętych programem,
- charakterystykę programu obligacji i ewentualne określenie liczby serii obligacji objętych programem,
- określenie terminu realizacji programu emisji,
- stwierdzenie, że szczegółowe warunki emisji poszczególnych serii zostaną określone przez upoważniony w statucie organ w drodze odrębnych uchwał.

²⁰ Określenie terminów i zasad przeprowadzenia subskrypcji, terminu przydziału obligacji, ewentualne wskazanie progu emisji, sposobu ustalenia ceny emisyjnej, okresów odsetkowych, zasad ustalania oprocentowania i terminów wypłat odsetek, warunków przedterminowego wykupu, szczegółowych zasad wykupu, świadczeń niepieniężnych i zasad ich spełnienia.

6.5.2.2. *Emisja obligacji zamiennych na akcje*

Obligacja zamienna jest papierem wartościowym, którego posiadacz uprawniony jest do jego zamiany na akcje emitenta obligacji we wskazanym przez emitenta czasie i na ustalonych przez niego warunkach. Obligacje zamienne mogą być emitowane, jeśli przewiduje to statut spółki. Ze względu na fakt, iż są one ściśle powiązane z emisją akcji, na które mogą być zamienione, uchwałę o ich emisji może podjąć wyłącznie walne zgromadzenie. Uchwała o emisji obligacji zamiennych podjęta przez walne zgromadzenie powinna zawierać w szczególności:

- zakres przyznanego prawa do zamiany obligacji oraz warunki jego realizacji, w tym rodzaj akcji wydawanych w zamian za obligacje,
- sposób przeliczenia obligacji na akcje, przy czym na każdy jeden złoty wartości nominalnej obligacji może przypadać najwyżej jeden złoty wartości nominalnej akcji²¹,
- maksymalną wysokość podwyższenia kapitału zakładowego w drodze zamiany obligacji na akcje.

Uchwała o emisji obligacji zamiennych i akcji wydawanych w zamian za te obligacje podlega zgłoszeniu do rejestru, zaś wzmianka o uchwale wskazująca maksymalną wysokość podwyższenia kapitału zakładowego podlega wpisowi do rejestru. Przepisy ustawy o obligacjach określają, że termin zamiany obligacji na akcje nie może być dłuższy niż termin wykupu obligacji. Jednakże uchwała o emisji obligacji zamiennych może określić krótszy termin zamiany na akcje niż termin wykupu obligacji.

W związku z podjęciem uchwały o emisji obligacji zamiennych walne zgromadzenie emitenta powinno uchwalić podwyższenie kapitału zakładowego w trybie warunkowego podwyższenia kapitału zakładowego, które powinno być zgłoszone przez zarząd do sądu rejestrowego. Warunkowe podwyższenie kapitału to podwyższenie kapitału zakładowego z zastrzeżeniem, że osoby, którym przyznano prawo do objęcia akcji nowej emisji, wykonają je na warunkach określonych w uchwale walnego zgromadzenia, przy czym wartość nominalna warunkowego podwyższenia kapitału zakładowego nie może przekraczać dwukrotności kapitału zakładowego w chwili podejmowania uchwały o warunkowym podwyższeniu kapitału. W związku z faktem, iż

²¹ Tak, aby zapewnione było pełne opłacenie kapitału zakładowego przy obejmowaniu akcji powstałych w wyniku zamiany obligacji. W konsekwencji obligacje zamienne nie mogą być emitowane z dyskontem.

dotychczasowi akcjonariusze mają prawo pierwszeństwa do objęcia zarówno obligacji zamiennych jak i akcji nowej emisji, walne zgromadzenie powinno pozbawić akcjonariuszy tego prawa. Wyłączenie akcjonariuszy od poboru nowych akcji i obligacji zamiennych może nastąpić wyłącznie w interesie spółki, co jej zarząd powinien, zgodnie z kodeksem spółek handlowych, uzasadnić w pisemnej opinii przedkładanej walnemu zgromadzeniu przed głosowaniem przedmiotowej uchwały.

Uchwała o warunkowym podwyższeniu kapitału zakładowego musi być umotywowana i powinna określać w szczególności:

- wartość nominalną warunkowego podwyższenia kapitału zakładowego,
- cel warunkowego podwyższenia kapitału zakładowego,
- termin wykonania prawa objęcia akcji,
- określenie grona osób uprawnionych do objęcia akcji.

Nie jest to oczywiście zamknięty katalog wymaganych postanowień uchwały. Ze względu na fakt, iż warunkowe podwyższenie kapitału jest szczególną uchwałą w sprawie podwyższenia kapitału zakładowego, uchwała ta powinna zawierać również postanowienia uchwały w sprawie zwykłego podwyższenia kapitału zakładowego.

6.5.2.3. Emisja obligacji z prawem pierwszeństwa

Obligacje z prawem pierwszeństwa są to obligacje uprawniające obligatariuszy do subskrybowania akcji spółki z pierwszeństwem przed jej akcjonariuszami. Uchwała o emisji tego typu obligacji również powinna być podjęta przez walne zgromadzenie i powinna określać w szczególności:

- liczbę akcji przypadającą na jedną obligację,
- cenę emisyjną akcji lub sposób jej ustalenia,
- termin wygaśnięcia uprawnień obligatariuszy wynikających z przyznanego im prawa.

Podobnie jak w przypadku emisji obligacji zamiennych, wraz z uchwałą o emisji obligacji z prawem pierwszeństwa walne zgromadzenie powinno uchwalić podwyższenie kapitału zakładowego w trybie warunkowego podwyższenia kapitału oraz wyłączyć prawo poboru do tych obligacji oraz do akcji nowej emisji przysługujące dotychczasowym akcjonariuszom.

6.5.2.4. Emisja obligacji przychodowych

Obligacjami przychodowymi są obligacje ograniczające odpowiedzialność ich emitenta za zobowiązania wynikające z tych obligacji do kwoty przycho-

dów lub wartości majątku przedsięwzięcia sfinansowanego środkami z emisji tych obligacji. W przypadku obligacji korporacyjnych emitentami obligacji przychodowych mogą być szczególnego rodzaju podmioty świadczące usługi na rzecz społeczności lokalnych lub wykonujących zadania z zakresu użyteczności publicznej (por. pkt 11.2). Uchwała o emisji obligacji przychodowych powinna określać w szczególności:

- rodzaj i cel tego przedsięwzięcia,
- sposób obliczenia przychodów z przedsięwzięcia,
- wskazanie, do jakiej części przychodów z przedsięwzięcia lub majątku z przedsięwzięcia służy obligatariuszom prawo pierwszeństwa.

Uchwała o emisji obligacji przychodowych może wskazywać na więcej niż jedno przedsięwzięcie jako źródło dochodów, które mają być przeznaczone na obsługę obligacji.

7. Zatwierdzenie prospektu emisyjnego

7.1. Postępowanie administracyjne

Prospekt emisyjny jest zatwierdzany przez KPWiG na wniosek emitenta lub wprowadzającego, złożony za pośrednictwem firmy inwestycyjnej. Zatwierdzenie prospektu emisyjnego jest możliwe pod warunkiem, że wniosek i prospekt spełniają warunki określone przepisami prawa.

Okres, jaki będzie potrzebny na przeprowadzenie procedury przed KPWiG zależy w dużej mierze od zgodności z prawem złożonej dokumentacji. Przed złożeniem dokumentów w KPWiG emitent z doradcami powinien szczegółowo sprawdzić poprawność wniosku, prospektu i wymaganych załączników.

7.2. Wniosek o zatwierdzenie prospektu

7.2.1. Prospekt w formie jednolitego dokumentu

W przypadku wniosku o zatwierdzenie prospektu emisyjnego w formie jednolitego dokumentu składany wniosek powinien zawierać następujące informacje:

- firmę (nazwę) i siedzibę emitenta,
- podstawowe dane o papierach wartościowych, których dotyczy prospekt emisyjny, a w szczególności określenie ich liczby, rodzaju i wartości nominalnej,

- oznaczenie firmy inwestycyjnej, która będzie oferować papiery wartościowe objęte wnioskiem.

Odpowiedni formularz wniosku znajduje się na stronie internetowej KPWiG. Składając wniosek należy pamiętać o konieczności uiszczenia opłaty skarbowej w wysokości 5 zł oraz 50 gr za każdy z załączników.

Do wniosku załącza się:

- prospekt emisyjny,
- statut, umowę spółki, akt założycielski lub inny przewidziany przepisami prawa dokument dotyczący utworzenia, działalności i organizacji emitenta,
- uchwałę w sprawie odpowiednio: emisji papierów wartościowych w drodze oferty publicznej lub ubiegania się o dopuszczenie papierów wartościowych do obrotu na rynku regulowanym oraz dematerializacji papierów wartościowych, podjętą przez właściwy organ stanowiący emitenta, a w przypadku prospektu emisyjnego obejmującego akcje — uchwałę walnego zgromadzenia spółki akcyjnej w tej sprawie,
- wykaz informacji, w odniesieniu do których emitent lub wprowadzający wnosi o zwolnienie z obowiązku zamieszczenia w prospekcie emisyjnym, wraz z uzasadnieniem takiego wniosku,
- wykaz informacji, których przedstawienie w prospekcie emisyjnym nie jest możliwe, ze wskazaniem specyfiki lub okoliczności, które uzasadniają pominięcie ich w treści prospektu.

Prospekt emisyjny powinien być sporządzony w języku polskim, ale w przypadku gdy oferta publiczna lub dopuszczenie do obrotu na rynku regulowanym ma mieć miejsce wyłącznie w państwie członkowskim UE innym niż Polska, prospekt emisyjny może być sporządzony w języku polskim lub angielskim, według wyboru emitenta lub wprowadzającego.

7.2.2. *Prospekt w formie zestawu dokumentów*

Jeżeli emitent lub wprowadzający ubiega się o zatwierdzenie prospektu emisyjnego sporządzonego w formie zestawu dokumentów wówczas składa do KPWiG wnioski o zatwierdzenie łączne dokumentu rejestracyjnego, dokumentu ofertowego i dokumentu podsumowującego lub też wnioski o zatwierdzenie samego dokumentu rejestracyjnego (pozostałe dokumenty są składane wówczas w późniejszym terminie).

W pierwszym przypadku do wniosku muszą być załączone dokumenty analogiczne do składanych razem z wnioskiem o zatwierdzenie prospektu sporządzonego jako dokument jednolity.

W drugim przypadku do wniosku o zatwierdzenie dokumentu rejestracyjnego, oprócz tego dokumentu, załącza się:

- statut, umowę spółki, akt założycielski lub inny przewidziany przepisami prawa dokument dotyczący utworzenia, działalności i organizacji emitenta,
- wykaz informacji, w odniesieniu do których emitent lub wprowadzający wnosi o zwolnienie z obowiązku zamieszczenia w dokumencie rejestracyjnym, wraz z uzasadnieniem takiego wniosku,
- wykaz informacji, których przedstawienie w dokumencie rejestracyjnym nie jest możliwe, ze wskazaniem specyfiki lub okoliczności, które uzasadniają pominięcie ich w treści prospektu.

Po zatwierdzeniu dokumentu rejestracyjnego emitent lub wprowadzający przekazuje niezwłocznie jego ostateczną wersję do KPWiG, a przed rozpoczęciem oferty publicznej lub ubieganiem się o dopuszczenie papierów wartościowych do obrotu na rynku regulowanym, składa do KPWiG dokument ofertowy i dokument podsumowujący dla papierów wartościowych, które będą przedmiotem oferty lub dopuszczenia. Dokumenty te składane są razem z wnioskiem o ich zatwierdzenie. Do dokumentu ofertowego załączanego do wniosku dołącza się również informację stanowiącą zmianę treści dokumentu rejestracyjnego, dotyczącą zdarzeń mogących w sposób znaczący wpłynąć na ocenę papieru wartościowego, zaistniałych po zatwierdzeniu tego dokumentu, zaktualizowanego zgodnie z zasadami aktualizacji prospektu przez aneksy.

Do wniosku o zatwierdzenie dokumentu ofertowego i dokumentu podsumowującego załącza się także:

- uchwałę w sprawie emisji papierów wartościowych w drodze oferty publicznej lub ubiegania się o dopuszczenie papierów wartościowych do obrotu na rynku regulowanym oraz dematerializacji papierów wartościowych, podjętą przez właściwy organ stanowiący emitenta, a w przypadku prospektu emisyjnego obejmującego akcje — uchwałę walnego zgromadzenia spółki akcyjnej w tej sprawie,
- wykaz informacji, w odniesieniu do których emitent lub wprowadzający wnosi o zwolnienie z obowiązku zamieszczenia w prospekcie emisyjnym, wraz z uzasadnieniem takiego wniosku,
- wykaz informacji, których przedstawienie w prospekcie emisyjnym nie jest możliwe, ze wskazaniem specyfiki lub okoliczności, które uzasadniają pominięcie ich w treści prospektu.

Należy pamiętać, że za zatwierdzenie prospektu emisyjnego sporządzonego w formie zestawu dokumentów uważa się zatwierdzenie dokumentu rejestracyjnego oraz dokumentu ofertowego i podsumowującego, dotyczących papierów wartościowych objętych takim prospektem emisyjnym.

7.3. Postępowanie przed Komisją Papierów Wartościowych i Giełd

Złożenie wniosku o zatwierdzenie prospektu lub jednego z dokumentów stanowiących jego część rozpoczyna w KPWiG postępowanie mające na celu weryfikację prawidłowości przedstawionej dokumentacji.

KPWiG weryfikuje wniosek, prospekt emisyjny oraz pozostałe dokumenty pod kątem ich prawidłowości i zgodności z wymogami prawa.

W przypadku, gdy składana dokumentacja jest niekompletna Komisja jest zobowiązana, w terminie nie dłuższym niż 10 dni roboczych od dnia złożenia tej dokumentacji, poinformować wnioskodawcę o konieczności jej uzupełnienia.

Brak odpowiedzi na pytania i uwagi urzędu KPWiG może spowodować pozostawienie wniosku o zatwierdzenie prospektu bez rozpoznania albo wydanie decyzji odmawiającej zatwierdzenia prospektu. W takim przypadku emitent musi rozpocząć postępowanie ponownie, naturalnie po usunięciu wszystkich nieprawidłowości.

7.4. Zatwierdzenie prospektu emisyjnego

Prospekt emisyjny może być udostępniony do publicznej wiadomości dopiero po zatwierdzeniu jego treści przez KPWiG.

KPWiG analizując prospekt emisyjny sprawdza przede wszystkim, czy został on sporządzony zgodnie z prawem i czy znajduje się w nim komentarz do wszystkich przepisów, wymaganych dla danego rodzaju emitenta oraz papierów wartościowych. Rolą Komisji nie jest badanie prawdziwości wszystkich zamieszczonych w nim informacji. KPWiG nie ma bowiem dostępu do wszystkich dokumentów i wewnętrznych informacji emitenta, zatem nie ma możliwości pełnego zweryfikowania, czy wszystkie informacje zostały opisane w prospekcie w sposób pełny i zgodny z prawdą. KPWiG nie ma ponadto prawa żądać od emitentów zamieszczenia w prospekcie innych informacji, niż tych, które są wymagane przepisami prawa.

KPWiG nie jest uprawniona do oceny, czy cena sprzedaży papierów wartościowych jest wysoka czy niska, czy przedstawione prognozy wyników finansowych mają szansę realizacji, czy ryzyko inwestycji jest duże oraz jakie jest prawdopodobieństwo osiągnięcia zysków. To jest zadanie dla analityków, doradców inwestycyjnych i oczywiście dla inwestorów, którzy ostatecznie ponoszą ryzyko. Podobną rolę KPWiG pełni podczas zatwierdzania aneksów zmieniających treść prospektów emisyjnych.

Odpowiedzialność za treść informacji zamieszczonych w prospekcie spoczywa na podmiotach go sporządzających. Ryzyko z inwestycji w papiery wartościowe objęte prospektem ponosi inwestor decydujący się na ich zakup.

Wydając decyzję w sprawie zatwierdzenia prospektu emisyjnego KPWiG może zwolnić emitenta, na jego wniosek, z obowiązku zamieszczenia w prospekcie emisyjnym informacji, których ujawnienie:

- mogłyby być sprzeczne z interesem publicznym,
- mogłyby wyrządzić istotną szkodę emitentowi — o ile nie wprowadzi to w błąd ogółu inwestorów co do faktów i okoliczności, których znajomość jest istotna dla oceny papierów wartościowych lub sytuacji emitenta,
- jest nieistotne z punktu widzenia danej oferty publicznej lub dopuszczenia do obrotu na rynku regulowanym — również o ile nie wprowadzi to w błąd ogółu inwestorów co do faktów i okoliczności, których znajomość jest istotna dla oceny papierów wartościowych lub sytuacji emitenta.

Przedstawione zasady odnoszące się do prospektu emisyjnego obowiązują również w przypadku składania wniosków o zwolnienie z obowiązku zamieszczenia informacji w poszczególnych częściach prospektu składanego w formie zestawu dokumentów.

Decyzję w sprawie zatwierdzenia prospektu emisyjnego (lub dokumentu rejestracyjnego) KPWiG wydaje w terminie 10 dni roboczych od dnia złożenia wniosku. W przypadku prospektu emisyjnego obejmującego papiery wartościowe emitenta, którego żadne papiery wartościowe nie były przedmiotem oferty publicznej, ani nie są dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym, KPWiG ma 20 dni roboczych.

Zgłoszenie uwag przez KPWiG przerywa bieg wyżej wymienionych terminów, a złożenie przez emitenta uzupełnionej dokumentacji, powoduje że liczone są one ponownie od początku. W interesie emitenta jest, aby dokumentacja już podczas jej składania w KPWiG była poprawna i zgodna z wymogami prawa.

KPWiG może odmówić zatwierdzenia prospektu emisyjnego jedynie w przypadku, gdy nie odpowiada on pod względem formy lub treści wymogom określonym w przepisach prawa.

8. Procedura zawiadomienia KPWiG

W przypadku sporządzania memorandum informacyjnego nie istnieje konieczność przedkładania go do zatwierdzenia, jak ma to miejsce w przypadku prospektu emisyjnego. Emitent lub wprowadzający przedkłada jedynie do KPWiG zawiadomienie z właściwie sporządzonym memorandum informacyjnym.

Procedura zawiadomienia przewidziana jest jeśli ma miejsce:

- 1) oferta publiczna lub ubieganie się o dopuszczenie do obrotu na rynku regulowanym:
 - a) papierów wartościowych wydawanych akcjonariuszom spółki przejmowanej w związku z przejmowaniem przez emitenta innej spółki,
 - b) papierów wartościowych wydawanych akcjonariuszom spółki łączącej się z emitentem w związku z łączeniem się emitenta z inną spółką,
 - c) papierów wartościowych gwarantowanych bezwarunkowo i nieodwołalnie przez Skarb Państwa, państwo członkowskie, jednostki władz regionalnych lub lokalnych państwa członkowskiego, w tym jednostki samorządu terytorialnego,
 - d) papierów wartościowych o charakterze nieudziałowym, emitowanych w sposób ciągły lub powtarzający się w cyklach obejmujących co najmniej dwie emisje dokonywane w odstępie nie dłuższym niż 12 miesięcy przez instytucję kredytową, jeżeli łączna wartość emisji tych papierów, w okresie kolejnych 12 miesięcy, liczona według ceny emisyjnej, stanowi mniej niż 50 mln euro,
- 2) oferta publiczna papierów wartościowych, jeżeli łączna wartość ich emisji w okresie kolejnych 12 miesięcy, liczona według ceny emisyjnej, stanowi mniej niż 2,5 mln euro.

KPWiG może zgłosić sprzeciw wobec oferty realizowanej na podstawie zawiadomienia w terminie 20 dni roboczych. Przestanką do sprzeciwu jest stwierdzenie, że memorandum informacyjne nie odpowiada pod względem treści lub formy wymogom określonym w przepisach prawa.

Zawiadomienie powinno zawierać następujące informacje:

- firmę (nazwę) i siedzibę emitenta,
- podstawowe dane o papierach wartościowych, których dotyczy memorandum, a w szczególności określenie ich liczby, rodzaju i wartości nominalnej,
- oznaczenie firmy inwestycyjnej, która będzie oferować papiery wartościowe objęte zawiadomieniem.

Do zawiadomienia oprócz memorandum informacyjnego załącza się takie same dokumenty, jak w przypadku wniosku o zatwierdzenie prospektu emisyjnego.

Emitent lub wprowadzający może wnioskować do KPWiG o zwolnienie z obowiązku publikacji w memorandum informacyjnym określonych informacji. W przypadku ofert wymienionych w przypadku 1a i 1b KPWiG może wyrazić zgodę na niepublikowanie, jeżeli ujawnienie informacji:

- mogłoby być sprzeczne z interesem publicznym,
- mogłoby wyrządzić istotną szkodę emitentowi — o ile nie wprowadzi to w błąd ogółu inwestorów co do faktów i okoliczności, których znajomość jest istotna dla oceny papierów wartościowych lub sytuacji emitenta,
- jest nieistotne z punktu widzenia danej oferty publicznej lub dopuszczenia do obrotu na rynku regulowanym i nie wprowadzi to w błąd ogółu inwestorów co do faktów i okoliczności, których znajomość jest istotna dla oceny papierów wartościowych lub sytuacji emitenta.

W pozostałych przypadkach KPWiG może zwolnić z obowiązku podania do publicznej wiadomości informacji, których ujawnienie naruszyłoby interes gospodarczy emitenta, jego kontrahentów lub interes osób wchodzących w skład organów zarządzających lub nadzorujących emitenta.

Wniosek o zwolnienie z publikacji powinien być przez emitenta lub wprowadzającego odpowiednio uzasadniony, biorąc pod uwagę ograniczony katalog okoliczności, gdy KPWiG może pozytywnie rozpatrzyć tego typu wniosek.

Po złożeniu zawiadomienia dokumentacja jest sprawdzana przez KPWiG. W przypadku błędów urząd wysyła pismo z uwagami do oferującego oraz emitenta lub wprowadzającego. W takim przypadku sporządzający memorandum informacyjne powinien niezwłocznie dokonać niezbędnych korekt przedstawiając do KPWiG ewentualne brakujące dokumenty, protokół zmian w treści memorandum informacyjnego, oraz — jeśli było takie życzenie KPWiG nową — wersję memorandum informacyjnego. Niezłożenie wyjaśnień powoduje, że

może zostać spełniona przesłanka do wyrażenia sprzeciwu wobec oferty publicznej. W takim przypadku konieczne jest ponowne wszczęcie procedury, naturalnie z odpowiednio przygotowaną dokumentacją.

Brak sprzeciwu wobec zawiadomienia pozwala spółce przeprowadzić ofertę publiczną oraz ubiegać się o dopuszczenie papierów wartościowych do obrotu na rynku regulowanym.

9. Forma publikacji, termin ważności i zmiana treści dokumentów informacyjnych

9.1. Prospekt emisyjny

9.1.1. Forma publikacji

Przepisy wskazują, że prospekt emisyjny powinien zostać udostępniony do publicznej wiadomości w terminie umożliwiającym inwestorom zapoznanie się z jego treścią, nie później jednak niż w dniu rozpoczęcia subskrypcji lub sprzedaży, albo w dniu dopuszczenia papierów do obrotu na rynku regulowanym (jeżeli papiery wartościowe objęte prospektem nie były uprzednio przedmiotem oferty publicznej).

Dodatkowo w przypadku pierwszej oferty publicznej akcji, które mają być dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym, jeżeli akcje tego samego rodzaju nie są dotychczas dopuszczone do obrotu, prospekt emisyjny powinien być udostępniony nie później niż 6 dni roboczych przed dniem zakończenia ich subskrypcji lub sprzedaży.

Ostateczna decyzja o terminie publikacji prospektu należy do emitenta. Trudno jest jednoznacznie ocenić, jaki okres jest potrzebny, aby inwestorzy mogli zapoznać się z treścią prospektu, jednak w interesie spółki jest, aby był to czas wystarczający na wnikliwą analizę zawartych w nim informacji.

Możliwe jest wykorzystanie różnych kanałów informacyjnych w celu publikacji prospektu emisyjnego:

- przez zamieszczenie w co najmniej jednej gazecie ogólnopolskiej,

- bezpłatnie w formie drukowanej (dostępnej w siedzibie: emitenta, oferującego, podmiotu prowadzącego rynek regulowany oraz w punktach obsługi klienta podmiotów biorących udział w subskrypcji lub sprzedaży),
- w formie elektronicznej w sieci Internet.

Publikacja elektroniczna w sieci Internet może mieć miejsce na stronie emitenta oraz na stronach podmiotów biorących udział w subskrypcji lub sprzedaży papierów wartościowych lub podmiotu prowadzącego rynek regulowany, na którym papiery wartościowe mają być dopuszczane do obrotu.

W przypadku publikacji elektronicznej wersji prospektu na stronach internetowych przy jednoczesnej rezygnacji z upowszechniania wersji drukowanej, podmiot udostępniający prospekt jest zobowiązany na żądanie inwestora do nieodpłatnego dostarczenia wersji drukowanej.

Prospekt emisyjny musi być łatwo dostępny po wejściu na wskazaną stronę internetową. Format pliku powinien pozwolić na jego przekopiowanie na dysk inwestora oraz wydrukowanie, przy jednoczesnym zablokowaniu możliwości wprowadzania jakichkolwiek zmian.

Należy zwrócić uwagę, że emitent jest zobowiązany do poinformowania KPWiG na 2 dni robocze przed dniem udostępnienia prospektu emisyjnego do publicznej wiadomości o terminie i miejscu tego udostępnienia w sieci Internet. Natomiast nie później niż w następnym dniu roboczym po dniu publikacji prospektu emisyjnego powinien przekazać równocześnie do Komisji i w formie ogłoszenia w gazecie ogólnopolskiej informację o sposobie opublikowania tego prospektu.

Na podstawie tych informacji KPWiG na swojej stronie publikuje rejestr zatwierdzonych prospektów emisyjnych. Rejestr zawiera następujące informacje:

- nazwę emitenta,
- datę zatwierdzenia prospektu emisyjnego,
- określenie papierów wartościowych objętych prospektem emisyjnym,
- sposób udostępnienia prospektu emisyjnego do publicznej wiadomości,
- termin udostępnienia prospektu emisyjnego do publicznej wiadomości,
- informację, czy prospekt emisyjny jest przygotowany w związku z ofertą publiczną,
- informację, czy prospekt emisyjny jest przygotowany w związku z ubieganiem się o dopuszczenie papierów wartościowych do obrotu na rynku regulowanym,
- adres internetowy, gdzie prospekt emisyjny jest udostępniony (jeśli taka forma publikacji była przewidziana).

9.1.2. Termin ważności

Termin ważności prospektu emisyjnego jest to czas, w którym emitent może przeprowadzić ofertę publiczną lub uzyskać dopuszczenie papierów wartościowych do obrotu na rynku regulowanym.

W przypadku prospektu emisyjnego sporządzonego w formie jednolitego dokumentu wynosi on 12 miesięcy od dnia jego udostępnienia po raz pierwszy do publicznej wiadomości.

Termin ważności dokumentu rejestracyjnego wynosi 12 miesięcy od dnia jego zatwierdzenia. Dokument rejestracyjny traci ważność również w przypadku niedokonania jego aktualizacji w terminach wymaganych dla aneksów.

Po zatwierdzeniu dokumentu ofertowego i dokumentu podsumowującego w oparciu o ważny dokument rejestracyjny, dwunastomiesięczny okres ważności całego prospektu liczony jest od dnia publikacji wszystkich dokumentów składających się na prospekt emisyjny.

9.1.3. Aneksy

Od dnia publikacji prospektu emisyjnego do zakończenia oferty²² albo do dnia rozpoczęcia notowań papierów wartościowych na rynku regulowanym emitent lub wprowadzający ma obowiązek aktualizacji prospektu emisyjnego o informacje o wszelkich zdarzeniach lub okolicznościach, które mogłyby w sposób znaczący wpłynąć na ocenę papieru wartościowego, o których emitent lub wprowadzający powziął wiadomość po zatwierdzeniu prospektu emisyjnego.

Aktualizacja prospektu jest dokonywana w formie aneksu, który wraz z wnioskiem o jego zatwierdzenie należy przekazać do Komisji niezwłocznie, jednak nie później niż w terminie 24 godzin od powzięcia informacji o jego przedmiocie.

Zasady weryfikacji przez KPWiG treści informacji zawartych w aneksie są analogiczne do przedstawionych dla prospektu emisyjnego. KPWiG zatwierdza aneks w terminie 7 dni roboczych od dnia jego złożenia.

KPWiG może odmówić zatwierdzenia aneksu w przypadku, gdy nie odpowiada on pod względem formy lub treści wymogom określonym w przepisach prawa. Odmawiając zatwierdzenia aneksu KPWiG nakazuje wstrzymanie rozpoczęcia oferty publicznej, przerwanie jej przebiegu lub wstrzymanie dopuszczenia papierów wartościowych do obrotu na rynku regulowanym na podstawie prospektu emisyjnego dotyczącego papierów wartościowych będących przedmiotem tej oferty lub dopuszczenia do tego obrotu.

Prawo przewiduje pewnego rodzaju ochronę inwestorów, którzy złożyli zapisy na papiery wartościowe i którzy dowiadują się o zmianach treści prospektu emisyjnego.

²² Przez co, zgodnie z ustawą o ofercie, należy rozumieć przydział papierów wartościowych, ogłoszenie o niedośściu subskrypcji lub sprzedaży do skutku, lub ogłoszenie o odstąpieniu przez emitenta od przeprowadzenia subskrypcji lub sprzedaży albo o odwołaniu subskrypcji lub sprzedaży.

W przypadku, gdy po rozpoczęciu subskrypcji lub sprzedaży, do publicznej wiadomości został udostępniony aneks dotyczący zdarzenia lub okoliczności zaistniałych przed dokonaniem przydziału papierów wartościowych, o których emitent lub wprowadzający powziął wiadomość przed tym przydziałem, osoba, która złożyła zapis przed udostępnieniem aneksu może uchylić się od skutków prawnych złożonego zapisu, składając w firmie inwestycyjnej oferującej te papiery wartościowe oświadczenie na piśmie, w terminie 2 dni roboczych od dnia udostępnienia aneksu. Emitent lub wprowadzający jest obowiązany do odpowiedniej zmiany terminu przydziału papierów wartościowych w celu umożliwienia inwestorowi uchylenia się od tych skutków prawnych. Potencjalnie najczęstszym przypadkiem, kiedy z tego uprawnienia inwestorzy będą korzystali, będzie uznanie przez nich, że przedstawione przez spółkę zmiany negatywnie wpływają na wartość papieru lub zmniejszają szanse na realizację przedstawionej w prospekcie emisyjnym strategii rozwoju emitenta. Mając powyższe na uwadze, w interesie emitenta jest, aby harmonogram oferty oraz innych działań związanych z prowadzeniem działalności był tak skonstruowany, aby ograniczyć konieczność sporządzania aneksów do prospektu emisyjnego.

Zatwierdzony przez KPWiG aneks do prospektu emisyjnego udostępnionego do publicznej wiadomości, emitent lub wprowadzający powinien niezwłocznie udostępnić do publicznej wiadomości, w taki sposób, w jaki został udostępniony prospekt emisyjny, nie później niż w terminie 24 godzin od dnia otrzymania decyzji o zatwierdzeniu aneksu.

Faktycznie obowiązek aktualizacji prospektu emisyjnego w trybie aneksów ciąży na emitencie już od momentu zatwierdzenia prospektu. Jednakże do momentu publikacji aneksy są przekazywane wyłącznie do Komisji w celu ich zatwierdzenia, natomiast ich publikacja następuje łącznie z publikacją samego prospektu emisyjnego.

Zasady dotyczące aktualizacji treści prospektu emisyjnego poprzez aneksy stosuje się analogicznie do zatwierdzonych dokumentów rejestracyjnych w okresie ich ważności.

9.2. Memorandum informacyjne

Zasady formy publikacji, termin ważności i zmiany treści memorandum informacyjnego są określone odmiennie dla różnego rodzaju transakcji.

9.2.1. Forma publikacji

W przypadku memorandum informacyjnego w związku z ofertą publiczną oraz ubieganiem się o wprowadzenie do obrotu na rynku regulowanym papie-

rów wartościowych wydawanych akcjonariuszom spółki przejmowanej w związku z przejmowaniem przez emitenta innej spółki oraz wydawanych akcjonariuszom spółki łączącej się z emitentem w związku z łączeniem się emitenta z inną spółką, powinno ono być udostępnione do wiadomości zainteresowanych inwestorów. Nie może być jednak udostępnione przed upływem terminu, w jakim KPWiG może zgłosić sprzeciw tj. 20 dni roboczych od dnia złożenia w KPWiG zawiadomienia wraz z memorandum informacyjnym.

Udostępnienie memorandum informacyjnego wyłącznie zainteresowanym inwestorom możliwe jest ponadto w następujących przypadkach:

- 1) oferty publicznej akcji wydawanych bezpłatnie lub jako wypłata dywidendy z akcji oraz przy ubieganiu się o wprowadzenie do obrotu regulowanego tych akcji,
- 2) oferty publicznej papierów wartościowych emitenta, którego papiery wartościowe są dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym, dokonanej przez emitenta lub przez jednostkę powiązaną w rozumieniu ustawy o rachunkowości, aktualnym lub byłym osobom zarządzającym lub pracownikom oraz przy ubieganiu się o wprowadzenie do obrotu regulowanego tych papierów wartościowych.

Emitent lub wprowadzający sam określa sposób udostępnienia memorandum informacyjnego osobom zainteresowanym. Konieczne jest jednak, aby zapewniona była jego dostępność, sprawne przeprowadzenie oferty publicznej lub dopuszczenie do obrotu na rynku regulowanym oraz należyta ochrona interesów inwestorów.

Formy publikacji memorandum informacyjnego analogiczne do obowiązujących dla prospektów emisyjnych dotyczą memorandum przygotowanego w związku z ubieganiem się o dopuszczenie do obrotu na rynku regulowanym papierów wartościowych dopuszczonych do obrotu na innym rynku regulowanym (por. pkt 4).

Na zasadach analogicznych do obowiązujących dla prospektów emisyjnych publikuje się również memoranda informacyjne przygotowane w związku z ofertą publiczną papierów wartościowych o wartości emisji do 2,5 mln euro w okresie kolejnych 12 miesięcy, a także w związku z ofertą publiczną lub ubieganiem się o dopuszczenie do obrotu na rynku regulowanym: papierów wartościowych gwarantowanych bezwarunkowo i nieodwołalnie przez Skarb Państwa, państwo członkowskie, jednostki władz regionalnych lub lokalnych państwa członkowskiego, w tym jednostki samorządu terytorialnego oraz papierów wartościowych o charakterze nieudziałowym emitowanych w sposób ciągły lub powtarzający się przez instytucję kredytową o wartości emisji nie przekraczającej 50 mln euro, w okresie kolejnych 12 miesięcy.

9.2.2. Termin ważności

Ustawa o ofercie reguluje jedynie termin ważności dla memorandumów informacyjnych przygotowanych w związku z ofertą publiczną papierów wartościowych o wartości do 2,5 mln euro, papierów wartościowych gwarantowanych bezwarunkowo i nieodwołalnie przez Skarb Państwa, państwo członkowskie, jednostki władz regionalnych lub lokalnych państwa członkowskiego, w tym jednostki samorządu terytorialnego, a także papierów wartościowych o charakterze nieudziałowym emitowanych przez instytucję kredytową o wartości nie przekraczającej 50 mln euro. W tych przypadkach termin ważności memorandum informacyjnego jest taki sam, jak w przypadku prospektu emisyjnego i wynosi 12 miesięcy od dnia jego publikacji.

W pozostałych przypadkach, gdzie wymagane jest sporządzenie memorandum informacyjnego, termin ważności ustalany jest przez emitenta lub wprowadzającego. Informacja ta powinna być zamieszczona w treści memorandum.

9.2.3. Zmiana treści

Taki sam podział przypadków dotyczy trybu dokonywania zmian w treści memorandumów informacyjnych. Zmiany w treści memorandumów informacyjnych przygotowanych w związku z ofertą publiczną papierów wartościowych o wartości do 2,5 mln euro, papierów wartościowych gwarantowanych bezwarunkowo i nieodwołalnie przez Skarb Państwa, państwo członkowskie, jednostki władz regionalnych lub lokalnych państwa członkowskiego, w tym jednostki samorządu terytorialnego, a także papierów wartościowych o charakterze nieudziałowym emitowanych przez instytucję kredytową o wartości nie przekraczającej 50 mln euro powinny być przekazywane do KPWiG i publikowane w formie aneksu na zasadach analogicznych do obowiązujących prospekty emisyjne. W tym przypadku aneksy nie podlegają zatwierdzeniu przez KPWiG.

W pozostałych przypadkach ustawa nie określa formy, w jakiej należy dokonywać zmian w treści memorandum informacyjnego. Publikacja takich zmian powinna być przeprowadzona w taki sposób, aby była dostępna inwestorom, do których wcześniej skierowane było memorandum informacyjne.

10. Przeprowadzenie oferty publicznej

Czynności przygotowujące spółkę do publicznej oferty, sporządzenie prospektu emisyjnego albo memorandum informacyjnego, przejście przez właściwą procedurę przed KPWiG są czynnościami, które stanowią podstawę do przeprowadzenia najistotniejszej części całego procesu — subskrypcji lub sprzedaży oferowanych papierów wartościowych.

Zgodnie z wymogami prawa dokonywanie oferty publicznej wymaga pośrednictwa firmy inwestycyjnej. Nie wyklucza to jednak aktywnego uczestnictwa innych podmiotów, w tym doradcy finansowego i medialnego.

O ile przeprowadzenie całej procedury przygotowującej jest niezbędne do rozpoczęcia oferty, to właśnie umiejętne przygotowanie i przeprowadzenie samej oferty jest kluczowe z punktu widzenia pozyskania kapitału przez emitenta.

Techniki sprzedaży papierów wartościowych na rynku są zróżnicowane. Każda z firm inwestycyjnych posiada w tym zakresie własne doświadczenie. W niniejszej części zostaną wskazane najistotniejsze elementy związane z przeprowadzeniem oferty oraz regulacje prawne istotne dla tego etapu procesu.

10.1. Publikacja prospektu emisyjnego i memorandum informacyjnego

Pierwszym krokiem rozpoczynającym faktyczną realizację oferty publicznej jest publikacja odpowiedniego dokumentu informacyjnego — prospektu emisyjnego, memorandum informacyjnego lub innego, jeśli dokument informacyjny dla danej oferty nie jest określony przez prawo. Formy publikacji

prospektu emisyjnego i memorandum informacyjnego zostały omówione w rozdziałach poświęconych tym dokumentom (por. pkt 9.1.1 i 9.2.1).

W zakresie zasad dotyczących publikacji prospektu emisyjnego należy dodać, że po zatwierdzeniu prospektu emisyjnego, emitent lub wprowadzający powinien przekazać jego ostateczną wersję do KPWiG.

Jak już wspomniano, emitent lub wprowadzający jest zobowiązany udostępnić do publicznej wiadomości prospekt emisyjny w terminie umożliwiającym inwestorom zapoznanie się z jego treścią, nie później jednak niż w dniu rozpoczęcia subskrypcji lub sprzedaży papierów wartościowych nim objętych, jeżeli papiery wartościowe są przedmiotem oferty publicznej, albo w dniu dopuszczenia papierów do obrotu na rynku regulowanym, jeżeli papiery wartościowe nie były uprzednio przedmiotem oferty publicznej. Natomiast w przypadku pierwszej oferty publicznej dotyczącej akcji, które mają być następnie dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym, jeżeli tego samego rodzaju akcje tego emitenta nie są jeszcze dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym, prospekt emisyjny powinien być udostępniony do publicznej wiadomości nie później niż na 6 dni roboczych przed dniem zakończenia ich subskrypcji lub sprzedaży.

10.2. Promocja emisji i akcja promocyjna

Emitent lub wprowadzający ma możliwość prowadzenia akcji promocyjnej związanej z ofertą publiczną lub ubieganiem się o dopuszczenie do obrotu na rynku regulowanym.

Techniki prowadzenia akcji promocyjnej i działań związanych z budowaniem relacji inwestorskich mogą być różne, w zależności od rodzaju oferty oraz koncepcji doradców. W tej części wskazane zostaną ogólne zasady akcji promocyjnej oraz związane z nią uwarunkowania prawne.

10.2.1. Cel akcji promocyjnej

Określenie strategii marketingowej publicznej emisji papierów wartościowych obejmuje następujące kluczowe elementy:

- określenie marketingowego wizerunku spółki wśród inwestorów,
- identyfikację głównych elementów atrakcyjności papierów dla inwestorów,
- określenie rodzaju pożądanых inwestorów i struktury geograficznej sprzedaży,
- zarządzanie przekazem informacji dostarczanych mediom (media relations),
- określenie kampanii promocyjnej: wybór miast do organizacji prezentacji (road shows), wybór zespołu prezentacyjnego i określenie terminów spotkań.

Promocja zwiększa zainteresowanie ofertą zakupu papierów spółki, ale również jej działalnością i produktami. W rezultacie, kosztem jednej kampanii promocyjnej osiąga się podwójny efekt marketingowy. Dlatego często spotykaną strategią jest dwuetapowe przeprowadzenie takiej kampanii. Pierwszy etap powinien dotyczyć samej spółki oraz jej produktów i usług, a dopiero po publikacji prospektu emisyjnego — samej oferty papierów wartościowych. Dzięki temu szeroka grupa inwestorów może odpowiednio wcześniej zapoznać się ze spółką, jej strategią oraz usługami i produktami.

Akcja promocyjna powinna opierać się na pewnych kanonach „marketingu giełdowego”.

Strategia informacyjna powinna zostać oparta na przekazie opracowanym bezpośrednio przez spółkę i jej doradców. Przekaz włączony będzie we wszystkie kluczowe aspekty atrakcyjności inwestycyjnej spółki. Inwestorzy wówczas koncentrować się będą bezpośrednio na przekazie, co może pomóc w podjęciu decyzji inwestycyjnej.

Działania public relations obejmują m. in.:

- budowanie, umacnianie lub obronę dobrej reputacji spółki,
- rozpowszechnianie informacji o firmie, przy wykorzystaniu różnorodnych mediów,
- podtrzymanie dobrych stosunków z dotychczasowymi akcjonariuszami,
- pozyskanie reputacji wśród inwestorów oraz pozostałych uczestników rynku finansowego (np. analityków, zarządzających funduszami).

Zakres i różnorodność prac, które w ramach tego etapu należy wykonać sprawiają, że można wskazać jedynie bardzo orientacyjny czas potrzebny do ich przeprowadzenia, który może wynosić od kilku tygodni do kilku miesięcy w zależności od organizacji emitenta.

Po publikacji prospektu emisyjnego lub memorandum informacyjnego we współpracy z firmą inwestycyjną oferującą akcje zazwyczaj organizuje się cykl prezentacji spółki dla inwestorów, analityków i dziennikarzy, tzw. road shows. Spotkania tego typu odbywają się najczęściej w głównych miastach Polski — w Warszawie, Poznaniu, Krakowie, Katowicach, Gdańsku, Wrocławiu. Na spotkaniach inwestorzy mają okazję bezpośrednio poznać osoby zarządzające spółką, zapoznać się z jej działalnością dzięki prezentacji multimedialnej oraz otrzymują raport analityczny o spółce i ofercie.

10.2.2. Zasady prowadzenia akcji promocyjnej

W ramach akcji promocyjnej związanej z ofertą publiczną wszelkie informacje mogą być upowszechniane przez zainteresowane podmioty m. in. za

pośrednictwem następujących kanałów informacyjnych:

- listu zwykłego, zaadresowanych lub nieadresowanych materiałów drukowanych,
- wiadomości elektronicznych,
- reklamy prasowej, ogłoszenia i plakatu,
- odtwarzanej automatycznie wiadomości telefonicznej lub telefonu,
- seminariów i prezentacji,
- radia i telewizji,
- wideofonu,
- faksu,
- broszury,
- postów internetowych, w tym banerów.

Informacje przekazywane w ramach akcji promocyjnej nie mogą być sprzeczne z informacjami zamieszczonymi w prospekcie emisyjnym albo memorandum informacyjnym, jak również nie mogą wprowadzać inwestorów w błąd co do sytuacji emitenta i oceny papierów wartościowych.

Ustawa o ofercie wymaga, aby w przypadku prowadzenia akcji promocyjnej, w treści wszystkich materiałów promocyjnych wskazać:

- że mają one wyłącznie charakter promocyjny lub reklamowy,
- że został lub zostanie opublikowany prospekt emisyjny,
- miejsca, w których prospekt emisyjny jest lub będzie dostępny.

W przypadku, gdy zgodnie z ustawą o ofercie nie jest wymagane sporządzenie, zatwierdzenie i udostępnienie prospektu emisyjnego do publicznej wiadomości, wszelkie informacje przekazywane inwestorom w ramach akcji promocyjnej powinny być udostępnione w takim samym zakresie wszystkim podmiotom, do których kierowana jest oferta publiczna lub które będą uczestniczyć w obrocie tymi papierami na rynku regulowanym.

10.2.3. Nadzór KPWiG nad akcją promocyjną

KPWiG sprawuje nadzór nad prowadzoną akcją promocyjną. W przypadku stwierdzenia naruszenia przedstawionych zasad przeprowadzania oferty publicznej KPWiG może nakazać wstrzymanie rozpoczęcia akcji promocyjnej lub przerwanie jej prowadzenia na okres nie dłuższy niż 10 dni roboczych, w celu usunięcia wskazanych nieprawidłowości.

KPWiG może również zakazać prowadzenia akcji promocyjnej, jeżeli:

- emitent lub wprowadzający uchyla się od usunięcia wskazanych przez KPWiG nieprawidłowości w terminie do 10 dni, lub
- treść materiałów promocyjnych lub reklamowych narusza przepisy ustawy o ofercie.

Powyższe nakazy i zakazy mogą być uchylone przez KPWiG pod warunkiem ustania przyczyn ich wydania.

KPWiG uprawniona jest także do opublikowania, na koszt emitenta lub wprowadzającego, informacji o niezgodnym z prawem prowadzeniu akcji promocyjnej, wskazując naruszenia prawa.

W przypadku stwierdzenia naruszenia zasad przeprowadzania akcji promocyjnej kolejną sankcją, jaką dysponuje KPWiG, jest nałożenie na emitenta lub wprowadzającego kary pieniężnej do wysokości 250 tys. zł.

10.3. Ustalenie i publikacja ceny oraz liczby papierów wartościowych

Kluczowym elementem oferty publicznej jest określenie ceny emisyjnej lub ceny sprzedaży. Określenie optymalnej ceny jest trudne. Określenie zbyt niskiej ceny zwiększa prawdopodobieństwo udanej sprzedaży oferty, ale emitent lub wprowadzający musi liczyć się z odpowiednio niższymi wpływami. Natomiast ustalenie zbyt wysokiej ceny może spowodować, że oferta nie spotka się z zainteresowaniem inwestorów i wówczas zaangażowanie w cały proces nie przynosi zamierzonych efektów.

Podobna sytuacja ma miejsce w przypadku liczby papierów wartościowych. W przypadku nowej emisji akcji spółka jest w pewien sposób uzależniona od treści uchwały walnego zgromadzenia, natomiast w przypadku sprzedaży papierów dłużnych lub oferty realizowanej przez wprowadzającego ustalenie liczby oferowanych papierów wartościowych jest zwykle bardziej elastyczne.

Mechanizmem pozwalającym emitentowi lub wprowadzającemu zorientować się, jakie jest potencjalne zainteresowanie jego papierami wartościowymi, jest proces badania popytu. Liczba oferowanych papierów wartościowych oraz cena emisyjna lub sprzedaży powinna zostać zamieszczona w prospekcie emisyjnym, choć pod pewnymi warunkami możliwe jest zwolnienie z tego obowiązku.

10.3.1 Publikacja ceny i liczby papierów wartościowych

Prospekt emisyjny może nie zawierać ceny emisyjnej lub ceny sprzedaży papierów wartościowych lub ostatecznej liczby oferowanych papierów wartościowych pod warunkiem:

- wskazania w prospekcie emisyjnym co najmniej ceny maksymalnej, lub kryteriów i zasad ustalenia ostatecznej ceny emisyjnej lub ceny sprzedaży papierów wartościowych, lub ostatecznej liczby oferowanych papierów wartościowych, lub

- wskazania w prospekcie emisyjnym, że osobie, która złożyła zapis przed przekazaniem do publicznej wiadomości informacji o cenie lub liczbie oferowanych papierów wartościowych, przysługuje uprawnienie do uchylenia się od skutków prawnych złożonego zapisu poprzez złożenie w firmie inwestycyjnej oferującej papiery wartościowe oświadczenia na piśmie, w terminie 2 dni roboczych od dnia przekazania do publicznej wiadomości tej informacji.

W drugim przypadku emitent lub wprowadzający jest zobowiązany do odpowiedniej zmiany terminu przydziału papierów wartościowych w celu umożliwienia inwestorowi uchylenia się od skutków prawnych złożonego zapisu.

Jeżeli emitent lub wprowadzający skorzystał z możliwości niezamieszczenia ostatecznej ceny i liczby papierów wartościowych, jest wówczas zobowiązany do niezwłocznego przekazania informacji o ostatecznie ustalonej cenie emisyjnej lub cenie sprzedaży oraz liczbie oferowanych papierów wartościowych do KPWiG oraz do publicznej wiadomości w sposób, w jaki został udostępniony prospekt emisyjny oraz w trybie przewidzianym na publikację raportów bieżących.

10.3.2. Badanie popytu na oferowane papiery wartościowe

Właściwy wybór adresatów oferty oraz ustalenie ostatecznej ceny emisyjnej akcji poprzedzane są często tzw. budowaniem księgi popytu (book building). Zarówno do osób fizycznych, jak i prawnych, które w ocenie spółki stanowić będą stabilny akcjonariat wspomagający rozwój spółki, kieruje się zaproszenie do złożenia deklaracji zainteresowania nabyciem akcji w trakcie trwania subskrypcji. Osoby biorące udział w procesie budowy księgi popytu wskazują liczbę akcji, którą są skłonni nabyć, uwzględniając różne poziomy ceny. W praktyce spółki badające popyt wskazują przedział cenowy, w ramach którego podmioty biorące udział w budowaniu księgi popytu określają swoje preferencje cenowe. Na tej podstawie spółka może określić zainteresowanie rynku oferowanymi akcjami. Biorąc pod uwagę, iż kryteria doboru uczestników procesu badania popytu ustala sama spółka — ustala ona pośrednio również grupę swoich przyszłych akcjonariuszy. Udział w procesie budowania księgi popytu często wiąże się także z zobowiązaniem jego uczestników do złożenia zapisu na akcje w terminach subskrypcji, pod rygorem odpowiedzialności cywilnej z tytułu szkody poniesionej przez spółkę, w przypadku niezłożenia takiego zapisu.

Zdarza się, że spółki, chcąc zachęcić do aktywnego udziału w procesie budowania księgi popytu, uprzywilejowują jego uczestników szczególnym

traktowaniem przy przydziale akcji. Najczęściej spotykaną formą zachęty jest zagwarantowanie przydzielenia takiej liczby akcji, na jaką złożą zapis, mimo iż ogólne zasady przydziału akcji przewidują proporcjonalną redukcję zapisów w przypadku wystąpienia nadsubskrypcji akcji albo, w skrajnym przypadku, dopuszczenie do zapisów wyłącznie uczestników procesu badania popytu.

10.4. Subemisja usługowa i inwestycyjna

Przed rozpoczęciem oferty publicznej spółka powinna rozważyć zasadność i potrzebę zawarcia umowy o subemisję usługową lub inwestycyjną.

W przypadku umowy o subemisję inwestycyjną istotnym elementem jest wysokość wynagrodzenia płaconego subemitentowi. Ponieważ istotą tej umowy jest objęcie papierów wartościowych, na które nie zostały złożone zapisy podczas oferty publicznej, to wysokość stosownego wynagrodzenia będzie proporcjonalna do ryzyka niepowodzenia oferty. Subemitent inwestycyjny uczestniczy zwykle w sprzedaży papierów wartościowych, aby przez to obniżyć ryzyko konieczności nabywania niesprzedanych papierów wartościowych.

Należy pamiętać, że zawarcie umów o subemisję wymaga odpowiedniej zgody walnego zgromadzenia, a zawarcie umowy o subemisję usługową może nastąpić jedynie przed rozpoczęciem subskrypcji papierów wartościowych.

10.5. Przeprowadzenie oferty

Okres trwania subskrypcji nowej emisji akcji nie może być dłuższy niż 3 miesiące. W okresie tym spółka wyznacza termin zapisów na akcje, który zwykle trwa kilka lub kilkanaście dni.

W praktyce spółki wykorzystują jeden z trzech sposobów prowadzenia subskrypcji, a następnie przydziału akcji.

W pierwszym przypadku oferta następuje po cenie sztywnej, a papiery wartościowe sprzedawane są osobom w kolejności ich zgłoszeń.

W drugim — cena akcji również jest sztywna. Sprzedający zbiera od inwestorów zapisy na akcje, a następnie dokonuje przydziału według określonego algorytmu. Na przykład preferuje inwestorów biorących udział w procesie badania popytu.

W trzecim — metoda sprzedaży jest zbliżona do przetargu. Sprzedający określa cenę minimalną, a zainteresowani inwestorzy składają zapis wskazujący liczbę i maksymalną cenę, jaką są skłonni zapłacić.

Każdy z powyższych sposobów posiada zarówno zalety i wady. Jest to zależne od konkretnej oferty publicznej: rodzaju papierów wartościowych, podmiotu sprzedającego (emitent czy wprowadzający) oraz koniunktury na rynku giełdowym. Doświadczenia ostatnich lat wskazują, że na rynku dominuje sposób drugi. Pozwala on na przeprowadzenie badania popytu przed ofertą i zapewnienia inwestorom w nim uczestniczącym preferencji podczas przydziału akcji. Stosowana proporcjonalna redukcja zapisów w przypadku nadsubskrypcji jest także w poczuciu wielu inwestorów bardziej sprawiedliwą formą sprzedaży niż rywalizacja inwestorów (wynikająca z metody pierwszej), a znana przed zapisami cena ułatwia podjęcie decyzji inwestycyjnej i zmniejsza ryzyko nienabycia akcji w przypadku określenia zbyt niskiego limitu podczas przetargu (metoda trzecia).

10.6. Przydział akcji i rozliczenie emisji

Po zakończeniu subskrypcji akcji, jeżeli co najmniej minimalna liczba akcji przeznaczonych do objęcia została subskrybowana i należycie opłacona, zarząd spółki powinien dokonać, w terminie dwóch tygodni od upływu terminu zamknięcia subskrypcji, przydziału akcji subskrybentom zgodnie z ogłoszonymi zasadami przydziału akcji.

Wykazy subskrybentów ze wskazaniem liczby i rodzaju przyznanych każdemu z nich akcji należy wyłożyć najpóźniej w terminie jednego tygodnia od dnia przydziału akcji i pozostawić do wglądu w ciągu następujących dwóch tygodni w miejscach, gdzie zapisy były przyjmowane.

Natomiast osoby, którym akcji nie przydzielono, należy wezwać do odbioru wpłaconych kwot najpóźniej z upływem dwóch tygodni od dnia zakończenia przydziału akcji.

Jeżeli po ofercie publicznej papiery wartościowe nie będą wprowadzane do obrotu na rynku regulowanym, to po dokonaniu przydziału emitent nie ma już obowiązku aktualizować treści prospektu emisyjnego w trybie zatwierdzanych przez KPWiG aneksów (w przeciwnym razie obowiązek aneksowania wymagany jest do rozpoczęcia notowań).

Jeżeli subskrypcja lub sprzedaż związana była z dopuszczeniem papierów wartościowych emitenta do obrotu na rynku regulowanym, emitent jest zobowiązany do przekazania komunikatu o wynikach oferty publicznej.²³

²³ Zgodnie z § 33 ust. 1 Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie informacji bieżących i okresowych przekazywanych przez emitentów papierów wartościowych (Dz. U. Nr 209, poz. 1744) (rozporządzenie o obowiązkach informacyjnych).

Emitent powinien w terminie dwóch tygodni od dnia zakończenia subskrypcji lub sprzedaży przekazać w formie raportu bieżącego następujące informacje:

- datę rozpoczęcia i zakończenia subskrypcji lub sprzedaży,
- datę przydziału papierów wartościowych,
- liczbę papierów wartościowych objętych subskrypcją lub sprzedażą,
- stopę redukcji w poszczególnych transzach w przypadku, gdy choć w jednej transzy liczba przydzielonych papierów wartościowych była mniejsza od liczby papierów wartościowych, na które złożono zapisy,
- liczbę papierów wartościowych, na które złożono zapisy w ramach subskrypcji lub sprzedaży,
- liczbę papierów wartościowych, które zostały przydzielone w ramach przeprowadzonej subskrypcji lub sprzedaży,
- cenę, po jakiej papiery wartościowe były nabywane (obejmowane),
- liczbę osób, które złożyły zapisy na papiery wartościowe objęte subskrypcją lub sprzedażą w poszczególnych transzach,
- liczbę osób, którym przydzielono papiery wartościowe w ramach przeprowadzonej subskrypcji lub sprzedaży w poszczególnych transzach,
- nazwę (firmy) subemitentów, którzy objęli papiery wartościowe w ramach wykonywania umów o subemisję, z określeniem liczby papierów wartościowych, które objęli, wraz z faktyczną ceną jednostki papieru wartościowego (cena emisyjna lub sprzedaży, po odliczeniu wynagrodzenia za objęcie jednostki papieru wartościowego w wykonaniu umowy subemisji, nabytej przez subemitenta),
- wartości przeprowadzonej subskrypcji lub sprzedaży, rozumianej jako iloczyn liczby papierów wartościowych objętych ofertą i ceny emisyjnej lub ceny sprzedaży,
- łączne określenie wysokości kosztów, które zostały zaliczone do kosztów emisji, ze wskazaniem wysokości kosztów według ich tytułów, w podziale przynajmniej na koszty (wraz z metodami rozliczenia tych kosztów w księgach rachunkowych i sposobem ich ujęcia w sprawozdaniu finansowym emitenta):
 - przygotowania i przeprowadzenia oferty,
 - wynagrodzenia subemitentów, oddzielnie dla każdego z nich,
 - sporządzenia prospektu emisyjnego, z uwzględnieniem kosztu doradztwa,
 - promocji oferty,
- średni koszt przeprowadzenia subskrypcji lub sprzedaży przypadającego na jednostkę papieru wartościowego objętego subskrypcją lub sprzedażą.

10.7. Prawa do akcji

Jeżeli tak stanowią zapisy prospektu, po przydziale akcji nowej emisji inwestorom zapisywane są na rachunku prawa do akcji. Pozwala to uzyskać szybką płynność dla dokonanej inwestycji, niezależnie od okresu czasu oczekiwania na wprowadzenie do obrotu na rynku wtórnym właściwych akcji. Istota oraz ryzyka związane z tym papierem wartościowym zostały omówione w pkt 6.5.1.

Inwestorzy oczekują zapewnienia płynności inwestycji w szybkim czasie, dlatego emitent powinien podjąć wszelkie działania, aby obrót prawami do akcji rozpoczął się w możliwie krótkim terminie po dokonaniu przydziału akcji.

10.8. Rejestracja podwyższenia kapitału zakładowego

Podwyższenie kapitału zakładowego stanowi zmianę statutu spółki, dlatego dla jego skutecznego przeprowadzenia wymagana jest jego sądowa rejestracja. Organem właściwym w sprawie zgłoszenia podwyższenia kapitału zakładowego do rejestracji jest zarząd spółki.

Uchwała o podwyższeniu kapitału zakładowego nie może być zgłoszona do sądu rejestrowego po upływie sześciu miesięcy od dnia odpowiednio zatwierdzenia prospektu albo złożenia zawiadomienia, przy czym wniosek o zatwierdzenie prospektu albo zawiadomienie nie mogą zostać złożone po upływie czterech miesięcy od dnia powzięcia uchwały o podwyższeniu kapitału zakładowego.

10.9. Nadzór KPWiG nad ofertą publiczną

KPWiG pełni nadzór nad prawidłowością i zgodnością z prawem prowadzonej oferty publicznej. W przypadku naruszenia lub uzasadnionego podejrzenia naruszenia przepisów prawa w związku z ofertą publiczną przez emitenta, wprowadzającego lub inne podmioty uczestniczące w tej ofercie w imieniu lub na zlecenie emitenta lub wprowadzającego, albo uzasadnionego podejrzenia, że takie naruszenie może nastąpić, KPWiG może:

- nakazać wstrzymanie rozpoczęcia oferty publicznej lub jej przerwanie, na okres nie dłuższy niż 10 dni roboczych, lub
- zakazać rozpoczęcia oferty publicznej albo dalszego jej prowadzenia, lub
- opublikować, na koszt emitenta lub wprowadzającego, informację o niezgodnym z prawem działaniu w związku z ofertą publiczną.

W przypadku wydania przez KPWiG decyzji zakazującej rozpoczęcia lub kontynuowania oferty, jej uchylenie może nastąpić na wniosek emitenta, naturalnie pod warunkiem, że ustały przyczyny wydania takiej decyzji.

Przedstawione środki KPWiG może zastosować również w przypadku, gdy z treści prospektu emisyjnego, memorandum informacyjnego lub innego dokumentu informacyjnego, składanych do KPWiG lub przekazywanych do wiadomości publicznej, wynika, że:

- oferta publiczna papierów wartościowych w znaczący sposób naruszałaby interesy inwestorów,
- utworzenie emitenta nastąpiło z rażącym naruszeniem prawa, którego skutki pozostają w mocy,
- działalność emitenta była lub jest prowadzona z rażącym naruszeniem przepisów prawa, którego skutki pozostają w mocy,
- status prawny papierów wartościowych jest niezgodny z przepisami prawa.

11. Publiczna emisja obligacji jako alternatywa dla kredytu bankowego

11.1. Emisja obligacji jako sposób pozyskania kapitału

Przedsiębiorstwo, prowadząc działalność gospodarczą, niejednokrotnie staje przed potrzebą przeprowadzenia i finansowania przedsięwzięć inwestycyjnych. Rzadko zdarza się, aby owe przedsięwzięcia sfinansowane były w całości ze środków własnych. Brakujące środki trzeba wówczas pozyskać z zewnątrz, poprzez pozyskanie kapitału od nowych lub dotychczasowych akcjonariuszy lub poprzez zaciągnięcie długu, który może być uzyskany z dwóch zasadniczych źródeł, tj. z emisji papierów dłużnych lub z kredytów bankowych. Zaciągnięcie długu ma tę zaletę, że nie powoduje rozproszenia akcjonariatu, co ma miejsce w przypadku emisji akcji. Zachowana jest zatem dotychczasowa struktura własnościowa. W sytuacji gdyby emitent chciał pozyskać kapitał w drodze emisji akcji i zwiększyć udział kapitału własnego w strukturze finansowej przedsiębiorstwa, a warunki rynkowe nie sprzyjałyby pozyskaniu nowych udziałowców lub uzyskaniu satysfakcjonującej ceny za akcje, wówczas może on dokonać emisji obligacji zamiennych na akcje. Dzięki temu emitent może przesunąć w czasie pozyskanie nowych akcjonariuszy na okres lepszych warunków rynkowych, jednocześnie pozyskując kapitał na korzystnych warunkach. Obligacje zamienne mogą być tańszym źródłem pozyskania kapitału w porównaniu ze zwykłymi obligacjami. Dają bowiem prawo do zamiany obligacji na akcje, co pozwala na zaoferowanie niższego oprocentowania obligacji.

Mimo iż kredyty i pożyczki stanowią w miarę dogodnie źródło finansowania i są nadal najpopularniejszym i najczęściej wykorzystywanym przez

przedsiębiorstwa instrumentem zaspokajającym potrzeby finansowe, to wydaje się, iż warto jest rozważyć alternatywne, zewnętrzne źródło kapitału, jakim jest emisja obligacji. Kryterium, którym należy się kierować przy wyborze sposobu finansowania działalności podmiotu lub planowanej przez niego inwestycji, jest głównie koszt kapitału. Jeżeli więc podmiot ma możliwość korzystania z różnego rodzaju subwencji, funduszy pomocowych, preferencyjnych kredytów lub też innego dotowanego źródła finansowania, to niewątpliwie to źródło będzie przez niego preferowane. Dlatego też bardzo ważne jest przeanalizowanie wszystkich aspektów (finansowych, prawnych, organizacyjnych) związanych z wyborem pomiędzy zaciągnięciem kredytu bankowego a emisją obligacji. Błędne jest niewątpliwie stwierdzenie, że w każdym przypadku emisja obligacji jest bardziej opłacalna. Poniżej zaprezentowane zostały czynniki, które powinny zostać uwzględnione przy podejmowaniu decyzji w tym zakresie.

11.1.1. Dostęp do kapitału

Decydując się na określone zewnętrzne źródło finansowania, przedsiębiorstwo musi rozważyć, jakie zalety i wady, korzyści i koszty związane są z każdym z nich. Otóż w przypadku kredytu udostępnienie środków finansowych następuje z reguły przez jeden bank, a w przypadku bardziej kapitałochłonnych przedsięwzięć udostępnienie środków następuje przez utworzone w tym celu konsorcjum banków. Należy jednak mieć na uwadze, iż zawiązanie konsorcjum bankowego może osłabić pozycję negocjacyjną kredytobiorcy i może skutkować mniej korzystnymi warunkami kredytu.

W przypadku publicznej emisji obligacji grono potencjalnych nabywców może być znacznie szersze, tak więc dostęp do kapitału jest łatwiejszy. W zależności od charakteru emisji obligacji (publiczna, prywatna) grono potencjalnych nabywców może być szersze lub węższe i składać się zarówno z banków, jak i instytucji finansowych, takich jak np. fundusze inwestycyjne, fundusze venture capital, fundusze emerytalne, które w przypadku papierów wartościowych notowanych na rynkach regulowanych mniej restrykcyjne limity inwestycyjne. Nabywcami papierów dłużnych mogą być również osoby fizyczne, które w obliczu niskich stóp procentowych, a co za tym idzie zmniejszającej się rentowności lokat bankowych i obligacji skarbowych, mogą być coraz bardziej zainteresowane alternatywnymi inwestycjami dającymi wyższą stopę zwrotu.

11.1.2. Warunki pozyskania kapitału poprzez emisję obligacji

Bank ma największy wpływ na warunki, na jakich ma być przyznany kredyt. Dużą rolę odgrywają w tym względzie również jego ostrożnościowe regulacje kredytowe, które mogą zmniejszać jego elastyczność negocjacyjną. Podmiot ubiegający się o kredyt może zatem zaproponowane warunki zaakceptować bądź też odrzucić i starać się o kredyt w innym banku lub rozważyć inną formę pozyskania kapitału. Istotną kwestią przy zaciąganiu jakiegokolwiek długu jest zabezpieczenie jego spłaty. Banki, dążąc do maksymalnego zabezpieczenia swojego bezpieczeństwa, wymagają wielorakich rodzajów zabezpieczeń, często kilkukrotnie przekraczających wartość kredytu, co prowadzi do znacznego obciążenia finansowego dla kredytobiorcy oraz ogranicza swobodę prowadzenia działalności, w tym zaciągania kolejnych kredytów. Kolejną bardzo istotną charakterystyką kredytu jest okres, na jaki jest udzielany. Okres ten, w zależności od polityki danego banku oraz w zależności od sytuacji rynkowej, może nie w pełni odpowiadać potrzebom inwestycyjnym oraz możliwościom płatniczym spółki. Pod tym względem emisja obligacji stwarza spółce szersze możliwości. Warunki emisji takie, jak: zabezpieczenie obligacji, okresy odsetkowe czy oprocentowanie obligacji, są ustalone, w ramach obowiązujących przepisów prawa, samodzielnie przez spółkę. Inną korzyścią w przypadku emisji obligacji jest swobodny wybór terminu ich wykupu, przy czym wydaje się zasadne, aby termin zapadalności był nie dłuższy niż okres życia inwestycji sfinansowanej środkami z emisji obligacji. W przypadku emisji obligacji to inwestorzy oceniają zaproponowane przez emitenta warunki emisji i w zależności od ich atrakcyjności udostępniają spółce kapitał lub też nie, co może zmniejszyć wpływ z emisji, a w skrajnym przypadku utrudnić dojście emisji do skutku.

11.1.3. Obowiązki kredytodawcy a obowiązki emitenta obligacji

W czasie obowiązywania umowy kredytowej, kredytobiorca ma określone obowiązki wobec banku — musi przedstawiać informacje niezbędne dla oceny jego sytuacji finansowej i umożliwiające kontrolę wykorzystania i spłaty kredytu. W razie stwierdzenia zagrożenia terminowej spłaty kredytu bank może wypowiedzieć umowę kredytową lub zażądać dodatkowego zabezpieczenia, ewentualnie zażądać przedstawienia programu naprawczego i jego realizacji po zatwierdzeniu przez bank. Może to pogorszyć sytuację finansową kredytobiorcy, zmuszając go do ponoszenia wyższych kosztów, a w skrajnych sytuacjach nawet do wstrzymania czy rezygnacji z realizacji inwestycji.

W przypadku emisji obligacji emitent również nie jest zwolniony z określonych obowiązków wobec nabywców obligacji w zakresie udostępnienia informacji o swojej sytuacji majątkowo-finansowej, wartości zaciągniętych zobowiązań, perspektywach rozwoju, pozwalających na ocenę możliwości wykupu obligacji przez emitenta.

11.1.4. Elastyczność zarządzania długiem

Podmioty korzystające z kredytu w sytuacji nagłej zmiany warunków rynkowych mają możliwość renegotjacji warunków kredytu, co pozwala łagodzić ryzyko związane z kosztem pozyskania kapitału. Ponadto istnieje możliwość zaciągania kredytów w wielu opcjach lub korzystania z różnego rodzaju kredytów, co może wpłynąć na zmniejszenie kosztów obsługi zadłużenia. Należy jednak pamiętać, że zmiana warunków korzystania z kredytu w sytuacji zaburzeń na rynku finansowym lub pogorszenia się sytuacji finansowej kredytobiorcy wymaga prowadzenia z bankiem trudnych negocjacji, które nie zawsze muszą zakończyć się powodzeniem.

Emisja obligacji wydaje się być bardziej elastycznym sposobem zarządzania długiem. Różne techniki emisji obligacji umożliwiają bowiem lepsze dopasowanie terminów pozyskania i wysokości środków finansowych do potrzeb inwestycyjnych, podczas gdy np. kredyt inwestycyjny stawiany jest do dyspozycji w całej kwocie albo w transzach w określonych terminach przewidzianych umową kredytową, co uzależnia kredytobiorcę od terminów, a w przypadku przesunięć czasowych, stwarza konieczność zmiany warunków umowy i zapłaty dodatkowej prowizji. Jednym ze sposobów ułatwiających dopasowanie strumieni pieniężnych jest emisja obligacji w ramach programu emisji, co umożliwia podział całości emisji na transze i serie, które są uruchamiane, gdy powstaje potrzeba sfinansowania kolejnych etapów inwestycji. Taki sposób emisji obligacji umożliwiają również przepisy ustawy o ofercie, dzięki czemu emitent nie ponosi dodatkowych kosztów i nie musi każdorazowo przechodzić przez procedury administracyjne związane z zatwierdzeniem prospektu emisyjnego.

Emitent może również zastrzec w warunkach emisji opcję wcześniejszego wykupu obligacji, co ma istotne znaczenie w warunkach spadających stóp procentowych. Refinansowanie długu, polegające na wcześniejszym wykupie papierów dłużnych i przeprowadzeniu nowej emisji przy niższym kuponie odsetkowym, umożliwia poniesienie niższych kosztów finansowych. Należy jednak zwrócić uwagę, że w przypadku przedterminowego wykupu inwestorzy muszą mieć zagwarantowaną dodatkową premię w celu wynagrodzenia utraconych przez wcześniejszy wykup korzyści.

11.1.5. Koszty finansowania

Podstawowym kosztem obsługi każdego długu, w tym obligacji, jak i kredytu, są odsetki (w przypadku obligacji zerokuponowych kosztem jest dyskonto). Oprocentowanie obligacji i kredytów może być stałe lub zmienne. W przypadku zmiennego oprocentowania jest ono określone jako stopa podstawowa plus tzw. marża zysku. Stopa podstawowa, zwana również bazową, oparta może być na średniej ważonej rentowności bonów skarbowych lub na stopie procentowej rynku międzybankowego tzw. WIBOR (najczęściej dla depozytów 1, 3 lub 6-miesięcznych). Marża zysku jest natomiast wynagrodzeniem dawcy kapitału — banku udzielającego kredytu lub inwestora nabywającego obligacje, za ryzyko ponoszone z tytułu powierzonego kapitału, a które towarzyszy każdemu przedsięwzięciu gospodarczemu. Przeprowadzane w latach 2002-2005 publiczne emisje obligacji o zmiennym oprocentowaniu charakteryzowały się marżami zysku w przedziale 1 – 3 punkty procentowe (pp), aczkolwiek przeprowadzane były z powodzeniem i takie publiczne emisje, gdzie marża zysku wynosiła 0,36 pp (np. Miasto Poznań), 0,20 pp, czy nawet 0,10 pp (np. BZ WBK Leasing S.A.). Ustalenie poziomu marży zysku jest istotne z punktu widzenia opłacalności danego źródła kapitału. Decydując się na emisję obligacji należy zaoferować inwestorom oprocentowanie zachęcające ich do ulokowania kapitału w obligacjach. Nie chcąc jednak ponieść zbyt wysokich kosztów z tytułu odsetek należy je ustalić na poziomie niższym niż oprocentowanie kredytu bankowego. Wymaga to odpowiedniego wyważenia i uwzględnienia szeregu różnych czynników oraz musi być poprzedzone gruntowną analizą ekonomiczno-finansową projektu inwestycyjnego, jego rentownością, generowanymi przepływami pieniężnymi itp.

W niektórych sytuacjach oprocentowanie obligacji może przewyższać oprocentowanie kredytów. Trzeba mieć na uwadze, iż w obliczu dużej naturalnej niechęci sektora bankowego do ryzyka, podmiotowi może być trudno przekonać bank do udzielenia kredytu na finansowanie nietypowej inwestycji mogącej przynieść ponadprzeciętną stopę zwrotu, a postrzeganej przez bank jako bardziej ryzykowna. Można wówczas rozważyć zwrócenie się z propozycją nabycia obligacji do podmiotów skłonnych ponieść to ryzyko. Wiąże się to jednak z koniecznością zaoferowania dawcom kapitału wyższego wynagrodzenia w postaci atrakcyjniejszego oprocentowania. W takim przypadku emisja obligacji może być alternatywnym sposobem finansowania tego typu inwestycji.

Nie należy również zapominać o istotnej kwestii związanej z oprocentowaniem, jaką jest długość okresu odsetkowego. Okresy odsetkowe zaciągniętego kredytu są z reguły krótsze i wynoszą miesiąc lub kwartał. Rzadziej spotykany

jest natomiast roczny okres odsetkowy, który z kolei jest bardziej charakterystyczny przy emisji obligacji, co nie oznacza, że nie zdarzają się krótsze — półroczne czy kwartalne okresy. Przy kalkulacji kosztu pozyskania kapitału trzeba zwrócić uwagę na to, iż w przypadku obniżek stóp procentowych w ciągu roku emitent skorzysta z tych obniżek później w porównaniu z kredytobiorcą. W sytuacji podwyżek stóp procentowych sytuacja oczywiście ulega odwróceniu. Stała stopa procentowa jest wówczas atutem z punktu widzenia emitenta pozwalającym płacić niskie odsetki mimo rosnących stóp procentowych.

Pod względem proceduralnym emisja obligacji jest procesem bardziej złożonym niż uzyskanie kredytu. Jest to spowodowane procedurą formalno-prawną i techniczną związaną z poszczególnymi etapami emisji, z obsługą zobowiązań i wykupem obligacji, które wymagają niejednokrotnie zatrudnienia doradców prawnych, finansowych czy też tzw. organizatora emisji, co pociąga ze sobą określone koszty. W przypadku publicznej emisji obligacji należą do nich koszty przygotowania odpowiedniej dokumentacji, przede wszystkim sporządzenia dokumentu informacyjnego, koszty zatrudnienia podmiotów, które będą wspierać emitenta w przygotowaniach do plasowania emisji obligacji, koszty promocji, przygotowania i przeprowadzenia oferty, a także opłaty administracyjne. Koszty stanowiąc będą również wynagrodzenia ewentualnych subemitentów (gwarantów) zapewniających dojsie emisji do skutku. Wielkość tych kosztów może być różna i zależeć od wielu czynników, np. oceny kondycji finansowej emitenta, oceny atrakcyjności obligacji, jej wielkości, czy sytuacji na rynku kapitałowym. Część kosztów emisji, np. koszty kampanii promocyjnej, ma charakter fakultatywny, a ich wysokość zależy od specyfiki emisji i oczekiwań emitenta. Brak kosztów fakultatywnych może dodatkowo znacząco obniżyć całkowite koszty emisji.

Powyższe wydatki nie występują w takim stopniu w przypadku ubiegania się i korzystania z kredytu. Nie muszą być one jednak wyższe od kosztów, które należy ponieść przy zaciągnięciu kredytu. Wynika to chociażby z faktu, że w przypadku obligacji finansowanie emitenta ma charakter bezpośredni, tzn. ma miejsce bezpośredni przepływ środków finansowych między inwestorami a emitentem. Nie występuje zatem, tak jak w przypadku udzielania kredytu, pośrednik finansowy, którym jest bank pobierający za pośrednictwo między depozytariuszami a kredytobiorcą stosowne wynagrodzenie. Na wysokość tego wynagrodzenia wpływ mają takie czynniki, jak koszty odsetek od depozytów, koszty operacyjne banku, wysokość rezerwy obowiązkowej odprowadzanej do Narodowego Banku Polskiego, koszty Bankowego Funduszu Gwarancyjnego, koszty tworzonych rezerw itp. Powyższe koszty zawarte są najczęściej pod postacią różnego rodzaju prowizji i opłat, takich jak pro-

wizja za rozpatrzenie wniosku kredytowego, prowizja z tytułu udzielenia kredytu (prowizja przygotowawcza), prowizja od zaangażowania kredytowego, prowizja za gotowość, prowizja od niewykorzystanego kredytu, prowizja za zmianę warunków umowy kredytowej, przedłużenia terminu spłaty, przedterminowej spłaty kredytu itp.

Z uwagi na fakt, iż wysokość oprocentowania obligacji i kredytów może być porównywalna, przed dokonaniem wyboru źródła finansowania szczególny nacisk przy analizie opłacalności należy położyć właśnie na koszty organizacyjne i techniczne emisji oraz inne pozaodsetkowe koszty korzystania z kredytu.

Porównanie opłacalności emisji obligacji z zaciągnięciem kredytu może jednakże rodzić trudności. Po pierwsze różnorodność kredytów (kredyty w rachunku bieżącym, odnawialne, płatnicze, kredyty w rachunku kredytowym, kredyty obrotowe, kredyty inwestycyjne, preferencyjne), jak również zróżnicowane warunki udzielania kredytu (oprocentowanie, różnorodność pobieranych prowizji, różne możliwości spłaty kredytu) powodują, że przedsiębiorstwo powinno każdorazowo dokonać indywidualnej analizy porównawczej konkretnego kredytu i emisji obligacji o konkretnych parametrach. Porównanie natomiast każdego rodzaju kredytu ze wszystkimi przeprowadzonymi publicznymi emisjami obligacji byłoby nieuzasadnione. Z tego względu dokonano porównania przykładowych emisji obligacji z kredytem o takim samym okresie odsetkowym i terminie spłaty równym wykupowi obligacji oraz przy założeniu równych rat kapitałowych płatnych w tych okresach odsetkowych.

W przypadku obligacji o zmiennym oprocentowaniu przyjęto założenie, że oprocentowanie w kolejnych okresach odsetkowych jest równe oprocentowaniu w pierwszym okresie.

W celu uproszczenia obliczeń, uwzględniono jedynie wysokość prowizji przygotowawczej. Prowizje te mieszczą się w dość szerokim przedziale. Dla ułatwienia przyjęto wartość tej prowizji w wysokości 1,5% wartości udzielonego kredytu. Marżę zysku dodawaną do bazowej stopy oprocentowania kredytu ustalono w przedziale 1,5 — 4 pp. Należy jednak pamiętać o możliwości negocjowania z bankiem indywidualnej stawki prowizji, szczególnie w przypadku kredytów o dużej wartości.

Analiza porównawcza utrudniona jest również ze względu na fakt, iż większość obligacji w funkcjonującym do 24 października 2005 r. publicznym obrocie emitowanych było w ramach programów emisji. Prospekty programu emisji zawierają wprawdzie szacunkowe koszty emisji, jednakże w odniesieniu do emisji wszystkich obligacji objętych programem, a więc zarówno wyemitowanych jak i jeszcze nie wyemitowanych. Tymczasem nie wszystkie koszty były z reguły ponoszone przy wprowadzaniu do publicznej

go obrotu obligacji w ramach programu emisji, część z nich była ponoszona dopiero przy kolejnych emisjach. Dokładne rozliczenie kosztów emisji jest możliwe zatem po przeprowadzeniu całego programu i z tego względu spółki emitujące obligacje w ramach programu emisji nie podają kosztów emisji poszczególnych serii, co utrudnia analizę i zmusza do przyjęcia określonych założeń. I tak do obliczeń wewnętrznej stopy zwrotu (rentowności) obligacji wyodrębniono dwa skrajne przypadki. W pierwszym przyjęto założenie, że wszystkie szacunkowe koszty podane w prospekcie bazowym zostały poniesione na początku programu — koszt przypadający na wyemitowaną obligację obliczono więc jako iloraz całkowitych szacunkowych kosztów podanych w prospekcie i dotychczas wyemitowanych obligacji. Jest to najbardziej ostrożne podejście, gdyż uwzględnia maksymalny poziom kosztów niezależnie, czy już zostały one poniesione czy jeszcze nie. W drugim przypadku przyjęto natomiast założenie, że koszty dotychczas wyemitowanych obligacji są proporcjonalne do stopnia realizacji programu emisji. Koszty te stanowią iloczyn szacunkowych kosztów emisji podanych w prospekcie bazowym i współczynnika (wyemitowane obligacje/obligacje objęte programem), zaś koszt jednostkowy obligacji jest ilorzem całkowitych szacunkowych kosztów programu i liczby obligacji objętych programem. Jest to więc minimalny poziom poniesionych kosztów (przy założeniu ponoszenia kosztów w sposób proporcjonalny, co nie zawsze musi mieć miejsce w rzeczywistości). Powyższe sytuacje wymagają jeszcze jednego założenia, że faktycznie poniesione koszty całego programu będą równe kosztom szacunkowym podanym w prospekcie.

Porównując opłacalność publicznej emisji obligacji z zaciągnięciem kredytu należy zwrócić uwagę, że zdecydowana większość emisji obligacji dokonywana była przez banki, które starały się pozyskać środki klientów banku, oferując im tzw. obligacje antypodatkowe, o relatywnie niższym kuponie odsetkowym. Mając na uwadze specyfikę działalności banków wydaje się, iż bardziej uzasadnionym jest porównanie warunków emisji obligacji oferowanych przez podmioty inne niż banki. Zestawienie porównawcze zaprezentowano w załączniku nr 8. Dane przedstawione w załączniku pozwalają na wyciągnięcie następujących wniosków:

Po pierwsze, nie każda emisja obligacji jest bardziej opłacalna niż zaciągnięcie kredytu.

Po drugie, z punktu widzenia emitenta, większość emisji była korzystniejsza niż zaciągnięcie kredytu. W czterech przypadkach o atrakcyjności danego źródła finansowania decydował poziom marży zysku banku lub relacja kosztów emisji do wyemitowanych papierów dłużnych.

Po trzecie, poziom kosztów emisji przy rygorystycznym podejściu w pięciu przypadkach przekraczał poziom 1,5%, czyli poziom założonej prowizji z tytułu udzielenia kredytu. Badania przeprowadzone na wszystkich przeprowadzonych emisjach (w tym przypadku program emisji traktowany był jako pojedyncza emisja) pokazują, że przy ostrożnym założeniu poniesienia wszystkich kosztów całego programu, średni udział kosztów emisji w wartości nominalnej emisji nie przekroczył 1,5%, zaś w przypadku połowy emisji nie przekroczył 0,76% (przy założeniu proporcjonalności ponoszenia kosztów programu do stopnia realizacji programu średnia ta wyniosła 1,04%). W przypadku kredytu relacja kosztów do jego wartości na powyższym poziomie jest praktycznie trudna do osiągnięcia. Należy dodatkowo podkreślić, że niektóre koszty emisji mają charakter fakultatywny i ich brak może znacząco obniżyć koszty całkowite oraz że w badaniu uwzględniono jedynie prowizję z tytułu udzielenia kredytu w wysokości 1,5%. Nie uwzględniono natomiast pozostałych wymienionych wcześniej prowizji, które są nieodłącznym elementem kredytu, a które mogą przyjmować wartości od 0,5% do kilku procent, co znacznie podraża koszt zaciągniętego długu.

Reasumując, bez znajomości konkretnego przypadku nie można wskazać, które źródło pozyskania kapitału jest bardziej opłacalne dla podmiotu gospodarczego. Wybór zależy od konkretnych warunków i dostępności danej formy finansowania. Z uwagi na długoterminowy charakter długu związanego z obydwojoma instrumentami, nieodłącznym ich elementem jest ryzyko związane ze zmianami w gospodarce, zmianami polityki pieniężnej państwa, zmianami rynkowych stóp procentowych, poziomu inflacji, deficytu budżetowego, poziomu fiskalizmu itp. Decyzja o sposobie finansowania za każdym razem powinna być zatem poprzedzona indywidualną i wnikliwą analizą.

11.2. Rodzaje obligacji i zasady ich emisji

Obligacja jest dłużnym papierem wartościowym emitowanym w oparciu o ustawę o obligacjach. Zgodnie z definicją zamieszczoną w tej ustawie, obligacja jest papierem wartościowym emitowanym w serii, którego emitent stwierdza, że jest dłużnikiem właściciela obligacji (obligatariusza) i zobowiązuje się wobec niego do spełnienia określonego świadczenia. Świadczenie może mieć charakter pieniężny, niepieniężny lub też mieszany. Oprócz najpopularniejszej formy świadczenia, jaką jest zwrot pożyczonego kapitału w określonym terminie oraz zapłata odsetek zgodnie z zasadami z góry ustalonymi, świadczenie może przybierać też inne formy. Może nim być na przykład prawo do udziału w przyszłych zyskach emitenta, prawo do zamiany ob-

ligacji na akcje emitenta, prawo pierwszeństwa do objęcia emitowanych w przyszłości akcji emitenta, prawo do wskazania kandydata na członka rady nadzorczej emitenta. W konsekwencji, w momencie spłaty długu (spełnienia określonego świadczenia), obligacja podlega umorzeniu.

Obligacje mogą być emitowane przez podmioty prowadzące działalność gospodarczą (posiadające osobowość prawną, a więc spółki akcyjne, spółki z ograniczoną odpowiedzialnością i spółki komandytowo-akcyjne). Wówczas określa się je jako **obligacje korporacyjne**.

Innymi emitentami obligacji mogą być jednostki samorządu terytorialnego (obligacje komunalne lub samorządowe), instytucje finansowe, których członkiem jest Polska lub NBP lub przynajmniej jedno z państw należących do OECD, lub bank centralny takiego państwa, a także inne podmioty upoważnione do tego na podstawie innych ustaw.

Przy obligacjach mamy do czynienia z:

- wartością nominalną obligacji, a więc wartością długu, jaką emitent zobowiązuje się zwrócić po określonym terminie,
- ceną emisyjną obligacji tj. ceną, jaką musi zapłacić pierwszy nabywca obligacji. Cena emisyjna może być równa wartości nominalnej, może być też od niej wyższa (cena z premią) lub niższa (cena z dyskontem),
- ceną rynkową obligacji tj. ceną, jaka występuje w transakcjach kupna i sprzedaży obligacji na giełdzie,
- stopą procentową, według której oblicza się odsetki tj. dochód nabywcy. Stopa procentowa może być stała dla całego okresu istnienia obligacji lub zmienna (np. jej wysokość może zależeć od stóp ustalanych przez NBP lub stopy ustalonej na rynku międzybankowym np. WIBOR,
- sposobem i terminem spłaty, który określa warunki, na jakich wierzyciel (nabywca obligacji) otrzymuje zainwestowany kapitał.

Istnieje wiele kryteriów, na podstawie których można klasyfikować obligacje. Niektóre wynikają wprost z ustawy o obligacjach, inne zaś mają charakter umowny. W zależności od miejsca emisji obligacji wyróżniamy obligacje emitowane w kraju siedziby emitenta i obligacje zagraniczne. W zależności od koncepcji emisji obligacje mogą być imienne lub na okaziciela. Ze względu na przedmiot praw inkorporowanych w obligacjach obligacje dzielimy na ucieleśniające wierzytelności pieniężne, niepieniężne, czy mieszane, ze względu na termin wykupu — na krótkoterminowe (termin wykupu krótszy niż rok), średnioterminowe (termin wykupu powyżej roku, a poniżej 5 lat), długoterminowe (termin wykupu powyżej 5 lat), zaś ze względu na sposób oprocentowania wyróżniamy obligacje o oprocentowaniu stałym, obligacje o oprocentowaniu zmiennym, czy też obligacje o zerowym

kuponie (tzw. zerokuponowe — sprzedawane z dyskontem w stosunku do jej wartości nominalnej). Obligacje można również klasyfikować ze względu na sposób ich zaferowania potencjalnym nabywcom — mamy wówczas do czynienia z obligacjami oferowanymi w ramach oferty publicznej oraz obligacje oferowane w ofercie prywatnej (niepublicznej). Dość istotnym podziałem obligacji jest podział w zależności od źródła regulacji prawnej, na podstawie której są emitowane. Obligacje mogą być emitowane na podstawie ustawy o obligacjach lub na podstawie przepisów szczególnych (przykładowo obligacjami wyłączonymi spod działania przepisów ustawy o obligacjach są obligacje emitowane przez NBP i Skarb Państwa).

Obligacje mogą być sprzedawane po wartości nominalnej, z dyskontem, tj. poniżej wartości nominalnej, lub z premią, tj. powyżej wartości nominalnej. Obligacje mogą być również emitowane z tzw. opcją *call*, która daje emitentowi prawo do wcześniejszego wykupu określonej liczby obligacji danej serii w celu ich umorzenia, lub też z opcją *put*, umożliwiającą obligatariuszowi przedstawienie emitentowi obligacji do wykupu przed ustalonym przez emitenta terminem wykupu. Umorzenie jest jedynym celem, dla którego emitent może nabyć swoje obligacje. Nabycie własnych obligacji nie może nastąpić po terminie wyznaczonym do spełnienia wszystkich zobowiązań wynikających z obligacji. W razie likwidacji emitenta obligacji podlegają one natychmiastowemu wykupowi z dniem otwarcia likwidacji, chociażby nie nastąpił jeszcze termin ich wykupu. Ustawa o obligacjach dopuszcza emitowanie obligacji niezabezpieczonych lub zabezpieczonych. Celem zabezpieczenia jest ochrona interesów nabywców obligacji w zakresie terminowej płatności odsetek i kapitału. Formą zabezpieczenia może być np. hipoteka, zastaw, poręczenie lub gwarancja innego podmiotu.

Obligacje mogą mieć formę dokumentu. Dokument obligacji powinien zawierać w szczególności:

- powołanie podstawy prawnej emisji,
- nazwę (firmę) i siedzibę emitenta, miejsce i numer wpisu do właściwego rejestru,
- nazwę obligacji i cel jej wyemitowania, jeżeli jest określony,
- wartość nominalną i numer kolejny obligacji,
- opis świadczeń emitenta, ze wskazaniem w szczególności wysokości tych świadczeń lub sposobu ich ustalania, terminów, sposobów i miejsc ich spełniania,
- oznaczenie obligatariusza — przy obligacji imiennej,
- ewentualny zakaz lub ograniczenie zbywania obligacji imiennej,
- datę, od której nalicza się oprocentowanie, wysokość oprocentowania, terminy jego wypłaty i miejsce płatności — jeżeli warunki emisji przewidują oprocentowanie, oraz warunki wykupu,

- zakres i formę zabezpieczenia albo informację o jego braku,
- miejsce i datę wystawienia obligacji,
- podpisy osób uprawnionych do zaciągania zobowiązań w imieniu emitenta.

Obligacje mogą być emitowane w formie zdematerializowanej, a więc mieć postać zapisu elektronicznego w ewidencji prowadzonej przez bank, dom maklerski lub Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych (por. pkt 13), natomiast obligacje notowane na rynku regulowanym mogą mieć wyłącznie postać elektronicznego zapisu. Wynika to z obowiązku dematerializacji papierów wartościowych, które są przedmiotem obrotu na rynku regulowanym. W takim przypadku wymienione wyżej elementy, które powinna zawierać obligacja, zamieszczone są w dokumencie zwanym warunkami emisji. W przypadku, gdy emitent oferuje obligacje w ramach oferty publicznej bez zamiaru ich notowania na rynku regulowanym, wówczas ma swobodę wyboru odnośnie formy obligacji.

Oprócz obligacji zwykłych będących poświadczeniem długu (obligacje o stałym oprocentowaniu, o zmiennej stopie procentowej, zerokuponowe), ustawa o obligacjach przewiduje możliwość emitowania bardziej złożonych instrumentów — obligacji uprawniających do udziału w zysku, obligacji przychodowych, czy też powiązanych z innymi papierami wartościowymi, np. akcjami — obligacji zamiennych, obligacji z prawem pierwszeństwa.

11.2.1. Obligacje zamienne

Obligacje zamienne są to obligacje uprawniające obligatariusza do objęcia akcji emitowanych przez spółkę w zamian wierzytelności wynikające z obligacji. Oprócz świadczenia uprawniającego ich posiadacza do zamiany na akcje, obligacje zamienne mogą być również oprocentowane (świadczenie o charakterze pieniężnym). Inwestor, nabywając wraz z obligacjami prawo do ich zamiany, może skorzystać z tego prawa lub nie, w zależności od tego, czy cena rynkowa akcji emitenta kształtuje się odpowiednio wyżej lub poniżej tzw. ceny zamiany obligacji (czyli ceny akcji, po której obligatariusz będzie mógł objąć akcje w wyniku zamiany obligacji). Jeśli obligatariusz nie skorzysta z tego prawa, wówczas emitent będzie musiał dokonać wykupu obligacji oraz wypłacić należne odsetki. Oprocentowanie obligacji zamiennych jest jednak z reguły niższe od oprocentowania obligacji zwykłych. Wynika to z konieczności zapłaty przez nabywców obligacji za przysługujące im prawo do ich zamiany na akcje w postaci rezygnacji z części oprocentowania. Pozysskanie kapitału w drodze emisji obligacji zamiennych może być zatem tańsze w porównaniu z emisją zwykłych obligacji. Emisja obligacji zamiennych do-

konywana jest najczęściej w okresie gdy przedsiębiorstwo chce pozyskać kapitał w drodze emisji akcji, a jednocześnie niska cena rynkowa akcji może doprowadzić do nadmiernego rozwodnienia kapitału. Emisja obligacji zamiennych może rozwiązać ten problem, gdyż zapewnia emitentowi nowy kapitał, a po drugie odsuwa emisję akcji w czasie. Dokonanie zamiany w okresie korzystniejszych warunków rynkowych pozwala na uzyskanie wyższej ceny za akcje.

Obligacje zamienne nie mogą być emitowane poniżej ich wartości nominalnej oraz nie mogą być wydawane przed pełną wpłatą.

Emitent obligacji zamiennych obowiązany jest w warunkach emisji określić szczegółowo:

- termin, w jakim zamiana będzie dopuszczalna (termin zamiany obligacji na akcje nie może być dłuższy niż termin wykupu obligacji, jednakże uchwała o emisji obligacji zamiennych może określić krótszy termin zamiany na akcje niż termin wykupu obligacji),
- sposób przeliczenia obligacji na akcje,
- sposób postępowania w przypadku przekształcenia lub likwidacji emitenta lub zmiany wartości nominalnej akcji przed dniem, gdy roszczenie do zamiany stanie się wymagalne,
- informację o obowiązku zgłoszenia przez obligatariuszy Prezesowi Urzędu Ochrony Konkurencji i Konsumentów oraz innym właściwym organom zamiaru nabycia akcji w drodze zamiany obligacji na akcje oraz o skutkach jego niedopełnienia, wynikających z właściwych przepisów prawa.

Zamiana obligacji na akcje następuje poprzez złożenie przez obligatariusza oświadczenia o zamianie. Oświadczenie wymaga formy pisemnej i powinno być złożone spółce. Wraz z wydaniem dokumentów akcji lub wraz z dokonaniem zapisu na rachunku papierów wartościowych w przypadku akcji zdematerializowanych, następuje nabycie praw z tych akcji i podwyższenie kapitału zakładowego spółki o sumę równą wartości nominalnej akcji objętych w drodze zamiany obligacji.

11.2.2. Obligacje z prawem pierwszeństwa

Obligacje z prawem pierwszeństwa są drugim rodzajem obligacji powiązanych z akcjami, ale w odróżnieniu od obligacji zamiennych nie można ich zamienić na akcje. Dają one natomiast ich posiadaczowi prawo do objęcia akcji nowej emisji spółki z pierwszeństwem przed innymi inwestorami.

Jak wcześniej wspomniano, emisja obligacji zamiennych i obligacji z prawem pierwszeństwa wymaga podjęcia stosownej uchwały przez walne zgro-

madzenie, podwyższenia kapitału zakładowego w trybie warunkowego podwyższenia kapitału oraz wyłączenia prawa poboru do obligacji zamiennych lub obligacji z prawem pierwszeństwa oraz akcji nowej emisji. A ze względu na fakt, iż uchwała walnego zgromadzenia o warunkowym podwyższeniu kapitału zakładowego oznacza zmianę statutu, powinna ona zostać zgłoszona przez zarząd spółki do sądu rejestrowego. Objęcie akcji przez posiadaczy obligacji z prawem pierwszeństwa następuje w drodze złożenia zapisu na akcje, określanego przez kodeks spółek handlowych jako pisemne oświadczenie, nie później niż w określonym w uchwale terminie wygaśnięcia uprawnień obligatariuszy (prawa do objęcia akcji).

11.2.3. Obligacje przychodowe

Bardzo ciekawym pod względem konstrukcji papierem dłużnym są obligacje przychodowe. Tak jak w przypadku wymienionych wyżej obligacji emitent odpowiada całym swoim majątkiem za zobowiązania z nich wynikające, tak obligacje przychodowe stanowią w tym względzie wyjątek. Istotą obligacji przychodowych jest bowiem możliwość ograniczenia odpowiedzialności emitenta za zobowiązania wynikające z tych obligacji do kwoty przychodów lub wartości majątku przedsięwzięcia sfinansowanego środkami z ich emisji. Obligacje przychodowe mogą przyznać obligatariuszowi prawo do zaspokojenia swoich roszczeń przed innymi wierzycielami emitenta z całości albo z części:

- przychodów lub majątku przedsięwzięć sfinansowanych ze środków uzyskanych z emisji obligacji, lub
- innych przedsięwzięć określonych przez emitenta.

Ustawa ogranicza jednak krąg podmiotów uprawnionych do emisji obligacji przychodowych, wskazując, że mogą nimi być:

- spółki akcyjne lub z ograniczoną odpowiedzialnością, w których jednostka samorządu terytorialnego, związek jednostek samorządu terytorialnego lub miasto stołeczne Warszawa posiada taką liczbę akcji, jaka zapewnia więcej niż 50% ogólnej liczby głosów na walnym zgromadzeniu lub zgromadzeniu wspólników, o ile jedynym przedmiotem działalności spółki jest zaspokajanie potrzeb społeczności lokalnych lub wykonywanie zadań z zakresu użyteczności publicznej,
- spółki akcyjne lub z ograniczoną odpowiedzialnością, których jedynym przedmiotem działalności jest wykonywanie zadań z zakresu użyteczności publicznej na podstawie umowy zawartej z jednostką samorządu terytorialnego, związkiem jednostek samorządu terytorialnego lub miastem

stołecznym Warszawa i które zadania te będą wykonywać co najmniej przez okres równy okresowi zapadalności obligacji,

- spółki akcyjne, które na podstawie upoważnienia ustawowego lub na podstawie koncesji albo zezwolenia wykonywać będą zadania z zakresu użyteczności publicznej albo świadczyć usługi w zakresie transportu lub komunikacji oraz utrzymania i rozwoju infrastruktury komunikacyjnej lub transportowej co najmniej przez okres równy okresowi zapadalności obligacji,
- podmiot posiadający koncesję na budowę i eksploatację autostrady, przy czym środki pochodzące z emisji obligacji może przeznaczyć wyłącznie na finansowanie budowy autostrady lub drogi ekspresowej.

W celu zabezpieczenia interesów obligatariuszy w przypadku emisji obligacji przychodowych, w związku z możliwością ograniczenia przez emitenta odpowiedzialności za zobowiązania z tytułu tych obligacji, ustawa o obligacjach nałożyła na emitenta zakaz zbywania i obciążania składników majątkowych przedsięwzięcia, chyba że zbycie następuje w ramach prawidłowej gospodarki, nie powodując istotnego zmniejszenia wartości tego przedsięwzięcia. Instrumentem zabezpieczającym interesy obligatariuszy jest również ustanowienie zasady, że wierzytelności tworzące przychody, do których pierwszeństwo przysługuje obligatariuszom obligacji przychodowych, nie mogą być przedmiotem zabezpieczenia zastawem ani też przedmiotem cesji.

Przychody z przedsięwzięcia, które mają zaspokajać roszczenia obligatariuszy wynikające z obligacji, powinny wpływać na rachunek bankowy, przeznaczony wyłącznie do gromadzenia tych przychodów i dokonywania wypłat. Należy podkreślić, że środki finansowe gromadzone na wspomnianym wyżej rachunku bankowym podlegają szczególnej ochronie. Emitent nie może, co do zasady, dokonywać wypłat środków z tego rachunku dla celów innych niż zaspokojenie roszczeń obligatariuszy. Środki te nie podlegają egzekucji do wysokości kwoty zobowiązania emitenta wobec obligatariuszy oraz są wyłączone z masy upadłości emitenta. Z chwilą otwarcia postępowania upadłościowego lub likwidacyjnego podmiotu będącego emitentem obligacji przychodowych zobowiązania z tytułu obligacji przychodowych stają się natychmiast wymagalne. Dodatkowo emitent obligacji przychodowych, poza sprawozdaniami finansowymi, powinien udostępnić co najmniej na 2 tygodnie przed każdym terminem wypłaty świadczeń z obligacji, jednakże nie rzadziej niż raz w roku, sprawozdanie zawierające dane o sumie przychodów z przedsięwzięcia, które wpłynęły na wspomniany wyżej rachunek bankowy, oraz o kwotach wypłaconych obligatariuszom oraz emitentowi z tego rachunku w okresie od poprzedniej wypłaty świadczeń, a także omówienie struktury przychodów z przedsięwzięcia oraz struktury kosztów po-

noszonych przez emitenta na utrzymanie przedsięwzięcia w tym okresie. Po wyemitowaniu obligacji przychodowych emitent obowiązany jest ogłosić w dwóch dziennikach, w tym co najmniej jednym ogólnopolskim, łączną wysokość zadłużenia z tytułu tych obligacji oraz wskazać przedsięwzięcie, z którego przychodów obligatariuszowi będzie przysługiwało prawo do zaspokojenia swoich roszczeń.

Wskazany w ustawie o obligacjach katalog obligacji nie ma oczywiście charakteru zamkniętego, mogą być bowiem emitowane inne ich rodzaje, uprawniające do różnych innych świadczeń lub łączące te świadczenia. Pod tym względem obligacje są więc bardzo elastycznym instrumentem finansowym.

Przepisy kodeksu spółek handlowych oraz dokonane zmiany ustawy o obligacjach znacznie uprościły proces emisji obligacji. Kodeks spółek handlowych zniósł obowiązek podjęcia decyzji o ich emisji w formie uchwały walnego zgromadzenia i przesunął kompetencje decyzyjne na organ uprawniony do tego w statucie, np. zarząd. Usprawnienie polega na wyeliminowaniu konieczności zwołania walnego zgromadzenia, a tym samym na ograniczeniu kosztów spółki i przyspieszeniu procesu podejmowania decyzji. Jedynie w odniesieniu do emisji obligacji zamiennych na akcje lub obligacji z prawem pierwszeństwa w przypadku spółki akcyjnej oraz w odniesieniu do emisji obligacji przez spółkę komandytowo-akcyjną zachowana została konieczność podjęcia uchwały przez walne zgromadzenie.

Ustawa o obligacjach nie wymaga wyznaczenia w uchwale celów emisji obligacji korporacyjnych, jednakże w przypadku wyznaczenia już takiego celu środki pozyskane z emisji nie mogą być przeznaczone na inne cele. Zniesiony został również, odnoszący się do obligacji niezabezpieczonych całkowicie, warunek subskrybowania co najmniej 80% emisji obligacji jako konieczny, aby emisja mogła dojść do skutku. Obecnie emitent obligacji może ustalić tzw. próg emisji, a więc minimalną liczbę obligacji, której subskrybowanie jest wymagane dla dojścia emisji do skutku. Dzięki zniesieniu tego sztywnego wymogu znacznemu zmniejszeniu uległo ryzyko niepowodzenia emisji i nieefektywnego poniesienia kosztów jej przygotowania i przeprowadzenia.

Istotna konsekwencja wynika również z listy podmiotów uprawnionych do emitowania obligacji. Wynika z niej, że przedsiębiorstwo nie musi być spółką akcyjną, a więc najwyższą formą zorganizowania podmiotu gospodarczego, wymagającego najwyższego kapitału zakładowego, aby móc emitować obligacje. Emisję obligacji mogą przeprowadzić także inne podmioty np. spółki z ograniczoną odpowiedzialnością i spółki komandytowo-akcyjne.

11.3. Publiczna emisja obligacji

Przepisy ustawy o obligacjach przewidują trzy sposoby ich emisji. Pierwszy sposób to emisja w drodze oferty publicznej, a więc spełniająca przesłanki określone w ustawie o ofercie. Sposób drugi to emisja w drodze oferty publicznej, do której jednakże nie stosuje się powyższych przepisów o ofercie publicznej — odnosi się to do obligacji o terminie realizacji praw nie dłuższym niż rok, opiewających wyłącznie na wierzytelności pieniężne. Trzeci sposób to niepubliczna emisja obligacji.

Przeprowadzenie emisji obligacji zgodnie z pierwszym sposobem może być dokonane, co do zasady, dopiero po zatwierdzeniu przez Komisję prospektu emisyjnego. Taka zgoda powoduje nałożenie na ich emitenta określonych obowiązków — ujawnienie w formie prospektu emisyjnego informacji o jego sytuacji finansowej i prawnej, oraz przestrzeganie określonych procedur postępowania przy kierowaniu propozycji nabycia. Potencjalny nabywca papierów wartościowych powinien bowiem móc zapoznać się z tymi informacjami w celu oszacowania ryzyka towarzyszącego danym papierom, jak również ryzyka związanego bezpośrednio z emitentem i prowadzoną przez niego działalnością. Nałożone na emitenta obowiązki mają zatem na celu przede wszystkim ochronę interesów inwestorów i ich środków finansowych.

W przypadku niepublicznej emisji obligacji nie mają wprawdzie zastosowania przepisy ustawy o ofercie (nie ma tutaj rygorów formalnoprawnych przeprowadzenia samej emisji), jednakże emitent również jest obowiązany wypełniać wobec inwestorów obowiązki informacyjne określone w przepisach ustawy o obligacjach. W szczególności jest on obowiązany udostępnić potencjalnym nabywcom informacje charakteryzujące emisję obligacji (warunki emisji), takie jak: wielkość emisji, wartość nominalną i cenę emisyjną obligacji, warunki wykupu i wypłaty oprocentowania, informacje o ewentualnym zabezpieczeniu obligacji lub o podmiocie udzielającym takiego zabezpieczenia. Powinien również ujawnić informacje o swojej sytuacji majątkowo-finansowej, w szczególności dotyczące wartości zaciągniętych zobowiązań, jak również dane umożliwiające potencjalnym inwestorom orientację w efektach inwestycji, która ma być sfinansowana z emisji obligacji, jeżeli jest ona określona, oraz zdolności emitenta do wywiązania się z zobowiązań wynikających z obligacji. Dodatkowo, emitent obligacji obowiązany jest udostępnić sprawozdanie finansowe, sporządzone na dzień bilansowy przypadający nie wcześniej niż 15 miesięcy przed datą publikacji warunków emisji, wraz z opinią biegłego rewidenta. Do momentu wykupu obligacji emitent zobowiązany jest także do udostępniania obligatariuszom rocznych sprawozdań finansowych wraz z opinią biegłego rewidenta.

Taki sam zakres informacji powinien być przedstawiony w przypadku emisji w sposób publiczny obligacji o terminie realizacji praw krótszym niż rok (drugi sposób emisji), z tą jednak różnicą, że informacje te powinny zostać dodatkowo opublikowane w dzienniku ogólnopolskim.

Wprawdzie emisja obligacji w trybie oferty publicznej oznacza dla ich emitenta większe obowiązki informacyjne niż w przypadku emisji niepublicznej, to jednak fakt publicznego oferowania, jak już wskazano w punkcie 3 opracowania, niesie ze sobą szereg korzyści. Są nimi przede wszystkim: możliwość dostępu do kapitału o dużej wartości, przejrzystość rynku publicznego zwiększająca wiarygodność emitenta i zapewniająca mu efekt marketingowy, czy też płynność rynku. Z punktu widzenia inwestora obejmującego obligacje mniej ważną kwestią może być, czy obejmuje on obligacje oferowane w ramach oferty publicznej czy niepublicznej. Istotne jest przede wszystkim, czy obligacje będą notowane na rynku regulowanym, czy też nie. Przeprowadzenie, przykładowo, emisji obligacji długoterminowych, bez wprowadzenia ich do notowań może wiązać się z pewnymi niedogodnościami. Podstawową trudnością w tym względzie może być znalezienie chętnych do objęcia papierów wartościowych i zamrożenia środków finansowych na długi okres, z ograniczonymi możliwościami szybkiego i sprawnego sposobu ich sprzedaży na rynku wtórnym w przypadku zajścia takiej potrzeby. Znacznie łatwiej jest znaleźć inwestorów skłonnych do objęcia obligacji, które emitent planuje wprowadzić do obrotu na rynku regulowanym. Powyższy scenariusz można zrealizować na dwa sposoby: albo w drodze emisji obligacji w ramach oferty niepublicznej, a następnie poprzez wprowadzenie wyemitowanych papierów do zorganizowanego obrotu, albo w drodze publicznej oferty obligacji wraz z jednoczesnym wprowadzeniem ich na rynek regulowany. Ze względów finansowych wybór drugiego wariantu wydaje się bardziej racjonalny, z tego chociażby powodu, iż zarówno w przypadku oferty niepublicznej, jak i publicznej, emitent powinien sporządzić propozycję nabycia obligacji. W ofercie niepublicznej będzie ona miała formę nieokreślonego przepisami prawa dokumentu informacyjnego, w ofercie publicznej — formę prospektu emisyjnego (z pewnymi wyjątkami). Niepubliczna emisja obligacji wymaga więc będzie sporządzenia dokumentu informacyjnego dla potencjalnych nabywców, a następnie sporządzenia prospektu emisyjnego w związku z wprowadzeniem obligacji do zorganizowanego obrotu. Mimo że obydwa dokumenty mogą różnić się w niewielkim stopniu, to jednak dostosowanie dokumentu stosowanego na rynku niepublicznym do wymogów, jakim powinien odpowiadać prospekt emisyjny, wymaga poniesienia dodatkowych kosztów. W przypadku publicznej subskrypcji jedynym dokumentem, jaki należy

sporządzić w tym zakresie, będzie prospekt emisyjny. Przeprowadzając od razu publiczną emisję obligacji można w znacznym stopniu ograniczyć koszty wprowadzenia papierów wartościowych do obrotu na rynku regulowanym.

Pierwszym krokiem w celu przeprowadzenia emisji obligacji w ramach oferty publicznej z zamiarem wprowadzenia ich do obrotu na rynku regulowanym powinien być wybór podmiotów wspomagających ten proces. Spółka nie ma wyboru jeśli chodzi o uczestnictwo firmy inwestycyjnej oraz biegłego rewidenta — ich udział jest obowiązkowy. Natomiast fakultatywny jest udział doradcy finansowego, doradcy prawnego, agencji public relations, subemitenta inwestycyjnego lub usługowego. Tak samo jak w przypadku akcji, emitent powinien zawrzeć umowę z firmą inwestycyjną o przeprowadzenie publicznej subskrypcji. W celu obniżenia kosztów umowa taka może przewidywać kompleksową obsługę spółki, w ramach której mieścić się będzie opracowanie koncepcji emisji, przygotowanie dokumentu informacyjnego, przeprowadzenie publicznej subskrypcji, obsługa rejestracji emisji w KDPW, administracyjna obsługa emisji i podejmowanie czynności pomocniczych związanych np. z naliczaniem odsetek i przekazywaniem środków finansowych do KDPW celem realizacji zobowiązań emitenta wobec obligatariuszy.

Specyficznym podmiotem występującym przy emisji obligacji jest tzw. bank-reprezentant, który pełni funkcję przedstawiciela ustawowego obligatariuszy. Jego uczestnictwo może być obligatoryjne lub fakultatywne w zależności od charakteru emitowanych obligacji. Jeżeli obligacje są zabezpieczone poręczeniem lub gwarancją Skarbu Państwa, a jednocześnie liczba nabywców obligacji jest większa niż 15, wówczas emitent przed rozpoczęciem emisji powinien zawrzeć z bankiem-reprezentantem umowę o reprezentację obligatariuszy wobec emitenta. Umowa ta powinna określać szczegółowo uprawnienia i obowiązki banku-reprezentanta wobec emitenta oraz obowiązki wobec obligatariuszy, jak również obowiązki emitenta wobec banku reprezentanta. W pozostałych przypadkach zawarcie umowy z bankiem reprezentantem leży w gestii emitenta.

Na mocy ustawy o obligacjach emitent zobowiązany jest do przekazywania bankowi-reprezentantowi informacji przekazywanych w formie raportów bieżących i okresowych, składania bankowi-reprezentantowi, w odstępach czasu nie dłuższych niż 3 miesiące, okresowego sprawozdania z wypełnienia obowiązków wynikających z warunków emisji oraz zawiadamiania banku-reprezentanta o wszelkich zmianach dotyczących ustanowionych zabezpieczeń.

Do obowiązków banku-reprezentanta wobec obligatariuszy należy z kolei m. in. okresowa analiza sytuacji finansowej emitenta z punktu widzenia jego zdolności do wykonywania obowiązków wynikających z warunków emisji

oraz niezwłoczne zawiadamianie obligatariuszy o sytuacji finansowej emitenta, jeżeli w jego opinii sytuacja ta stwarza realne zagrożenie dla jego zdolności do wykonywania tych obowiązków. W przypadku stwierdzenia naruszenia przez emitenta obowiązków wynikających z warunków emisji, bank-reprezentant powinien niezwłocznie zawiadomić o tym obligatariuszy i zastosować środki mające na celu ochronę ich praw, polegające na podjęciu działań dla ustanowienia przez emitenta dodatkowych zabezpieczeń, na zawiadomieniu go o wymagalności całego długu głównego, wystąpieniu z właściwym powodztwem przeciwko emitentowi albo zgłoszeniu wniosku o ogłoszenie jego upadłości. Funkcja banku-reprezentanta wynika z faktu, iż indywidualny inwestor nie dysponuje stosownymi środkami lub czasem w celu kontrolowania wywiązywania się emitenta z zobowiązań wynikających z emisji obligacji.

Zasadniczym elementem działań poprzedzających oferowanie papierów wartościowych jest określenie parametrów emisji, takich jak: wielkość potrzebnego kapitału, okres zapotrzebowania na nowy kapitał, okres, w którym emitent będzie w stanie go zwrócić, a także przewidywany koszt jego pozyskania. Ponadto istotne jest ustalenie struktury emisji, a więc podział na transe np. instytucjonalną, i detaliczną (dla inwestorów indywidualnych). Nie istnieją również żadne przeszkody, aby emisja obligacji skierowana była do określonego grona inwestorów (wskazanych przez emitenta lub spełniających określone kryteria) lub zastosowane zostały preferencje przy przydziale obligacji wybranym inwestorom.

Kolejnym ważnym etapem jest podjęcie formalnej decyzji w sprawie emisji obligacji (por. pkt 6.5.2).

Po ustaleniu koncepcji emisji i podjęciu formalnej decyzji w tej sprawie należy przygotować prospekt emisyjny, który będzie obejmować warunki emisji oraz informację o propozycji nabycia obligacji. Prospekt emisyjny może być przygotowany przez samego emitenta bądź też przez dom maklerski lub inny podmiot, np. firmę doradcą. Prospekt emisyjny, na podstawie którego oferowane są obligacje, zawiera wszystkie wymagane przepisami prawa informacje o sytuacji finansowej, gospodarczej i majątkowej emitenta obligacji oraz informacje o emitowanych papierach. Zakres informacji, jakie powinien zawierać prospekt emisyjny obejmujący obligacje, został omówiony w punkcie 5.1.9. Należy podkreślić, że konstrukcja i forma prospektu emisyjnego w przypadku emisji obligacji jest zbliżona do prospektu emisyjnego akcji, z tym zastrzeżeniem, że prospekt zawiera relatywnie mniej danych. Zasadnicze różnice wynikają przede wszystkim z charakteru obligacji jako papieru wartościowego. Tak więc w prospekcie należy zamieścić, zgodnie z rozporządzeniem 809/2004, szereg informacji uwzględniających specyfikę

i warunki, na jakich mogą być emitowane obligacje. Dodatkową kwestią ujmowaną w prospekcie obligacji jest przypadek występowania w procesie emisji podmiotu udzielającego zabezpieczenia obligacji. Rozporządzenie 809/2004 przewiduje tutaj dodatkowe obowiązki informacyjne w stosunku do tego podmiotu, polegające na ujawnieniu o nim takiego samego zakresu informacji, jak o emitencie. Procedura zatwierdzenia prospektu przez Komisję jest analogiczna jak w przypadku zatwierdzania prospektu obejmującego akcje. Podobnie jest z terminem publikacji prospektu, sposobem jego udostępnienia i aktualizacji, a także terminem jego ważności.

W niektórych przypadkach możliwe jest przeprowadzenie oferty publicznej obligacji na podstawie memorandum informacyjnego (por. pkt 4).

W przypadku publicznej emisji obligacji lub emisji obligacji opiewających na wierzycelności pieniężne o terminie wykupu nie dłuższym niż rok, termin do zapisywania się na obligacje nie może być dłuższy niż 3 miesiące od dnia rozpoczęcia emisji. W terminie 2 tygodni od dnia zamknięcia publicznej subskrypcji emitent powinien dokonać przydziału obligacji zgodnie z warunkami określonymi w warunkach emisji oraz przekazać do publicznej wiadomości informację o wynikach zakończonej publicznej subskrypcji lub sprzedaży. Podobnie rzecz się ma w przypadku niedojścia emisji do skutku. Emitent powinien poinformować o tym fakcie subskrybentów w terminie 2 tygodni od ustalonej daty przydziału, wzywając ich jednocześnie do odbioru wpłaconych środków finansowych.

11.4. Program obligacji

Przepisy regulujące przeprowadzanie ofert publicznych stwarzają dosyć elastyczne warunki w stosunku do dłużnych papierów wartościowych. Jednym z przejawów tej elastyczności jest możliwość zastosowania praktyki często stosowanej w ofertach niepublicznych, a mianowicie emisji obligacji w ramach tzw. programu emisji. Ze względu na procedury, czas oraz koszty oferowania papierów wartościowych pojedyncze emisje obligacji w trybie publicznej subskrypcji byłyby opłacalne w przypadku emisji o znacznej wartości. Niejednokrotnie przedsiębiorstwo nie potrzebuje tak znacznego i jednorazowego wpływu środków finansowych, lecz preferuje otrzymywanie mniejszych kwot dostosowanych wartościowo i czasowo do jego indywidualnych potrzeb finansowych. W związku z tym, aby koszt emisji w zestawieniu z ewentualnymi korzyściami nie powodował nieopłacalności publicznej subskrypcji, ustawa o ofercie przewiduje wygodne rozwiązania w zakresie przeprowadzania publicznych ofert obligacji w ramach programów emisji. Zgodnie z tą ustawą

przez emitowanie w ramach programu emisji należy rozumieć emitowanie papierów wartościowych w określonym czasie, w sposób ciągły lub powtarzający się w cyklach obejmujących co najmniej dwie emisje dokonywane w odstępie nie dłuższym niż 12 miesięcy.

Należy zaznaczyć, iż możliwe jest również dokonywanie emisji w sposób ciągły lub powtarzający się, lecz nie w ramach programu emisji. Taki sposób emitowania zastrzeżony jest jednak jedynie dla instytucji kredytowych (banków) i przewidziany jest dla emisji określonego rodzaju dłużnych papierów wartościowych, z których środki finansowe są lokowane w aktywa o wartości odpowiadającej co najmniej wartości zobowiązań z tych papierów do dnia wykupu oraz pod warunkiem, iż w przypadku niewypłacalności takiego emitenta, zobowiązania wynikające z tych papierów mają pierwszeństwo przed innymi zobowiązaniami.

Różnica między tymi dwoma sposobami emitowania polega na tym, iż program emisji jest sposobem emitowania w ściśle określonym okresie czasu np. 6 miesięcy, roku, pięciu lat, jednakże po jego upływie program ulega zakończeniu. W sytuacji emitowania w sposób ciągły lub powtarzający się, nie mamy do czynienia z ograniczeniem czasowym. Kryterium decydujące o zakończeniu emitowania w ten sposób nie ma charakteru czasowego lecz ilościowe. Oznacza to, że emitowanie papierów może trwać tak długo, aż np. wszystkie papiery objęte uchwałą o emisji zostaną wyemitowane.

Proces przeprowadzenia emisji w ramach programu emisji (jak i emitowania w sposób ciągły lub powtarzający się nie w ramach programu emisji) można sprowadzić do dwóch następujących etapów:

- podanie do publicznej wiadomości informacji o całym programie emisji na podstawie jednego prospektu emisyjnego — tzw. prospektu emisyjnego podstawowego. Prospekt taki określa podstawowe zasady i warunki programu obligacji, natomiast spółka nie ma obowiązku przeprowadzania na podstawie tego prospektu oferty obligacji,
- spółka emituje poszczególne emisje obligacji, w ramach programu, na podstawie szczegółowych warunków oferty, zawartych w kolejnych odrębnych dokumentach lub ewentualnie załączonych do opublikowanego prospektu podstawowego.

Takie rozwiązanie pozwala objąć cały program emisji jednym prospektem emisyjnym (podstawowym), natomiast poszczególne emisje obligacji w ramach tego programu mogą być przeprowadzane na podstawie krótkich dokumentów, zawierających tylko informacje na temat konkretnej emisji w ramach takiego programu.

Prospekt emisyjny podstawowy ma analogiczny zakres i strukturę informacji oraz jest udostępniany do publicznej wiadomości na takich samych za-

sadach, jak prospekt pojedynczej emisji obligacji, oczywiście z uwzględnieniem rodzaju emitenta. Dodatkowo prospekt powinien określać podstawowe zasady i warunki programu emisji, natomiast spółka nie ma obowiązku zamieszczania konkretnych informacji, które nie są znane w momencie zatwierdzenia prospektu emisyjnego podstawowego i które mogą zostać ustalone jedynie w momencie danej emisji (np. cena, liczba papierów). Jednakże prospekt podstawowy powinien dokładnie wskazywać informacje, które zostaną zawarte w ostatecznych warunkach emisji oraz sposób publikacji ostatecznych warunków. Jeżeli emitent, w momencie zatwierdzenia prospektu emisyjnego, nie jest w stanie określić sposobu publikacji ostatecznych warunków, wówczas powinien wskazać sposób podania do publicznej wiadomości informacji o sposobie publikacji ostatecznych warunków. Sposób aktualizacji prospektu podstawowego jest taki sam jak zwykłego prospektu.

Dokument zawierający ostateczne warunki oferty może również zawierać informacje już ujawnione w zatwierdzonym prospekcie podstawowym. W takim wypadku ostateczne warunki muszą być przedstawione w sposób umożliwiający ich łatwą identyfikację. Należy również wskazać w nich miejsce udostępnienia prospektu podstawowego oraz zamieścić w oświadczenie wskazujące, że pełne informacje na temat emitenta i oferty można uzyskać wyłącznie na podstawie zestawienia prospektu emisyjnego podstawowego i ostatecznych warunków oferty. Publikacja ostatecznych warunków oferty nie wymaga ich uprzedniego zatwierdzenia przez Komisję — są one udostępniane do publicznej wiadomości przed każdą kolejną emisją obligacji, przy czym sposób ich udostępnienia nie musi być identyczny ze sposobem publikacji prospektu podstawowego.

Należy dodatkowo zwrócić uwagę, że pomimo faktu, iż emitowanie papierów wartościowych w ramach programu emisji może być przeprowadzane w kilkuletnim okresie czasu (ważne jest, aby uchwała ustanawiająca program emisji dokładnie precyzowała ten okres), z uwzględnieniem wymogu przeprowadzenia w okresie 12 miesięcy przynajmniej dwóch emisji, to termin ważności prospektu emisyjnego podstawowego, który jest podstawą dokonywania takich emisji, wynosi, tak jak każdego prospektu, 12 miesięcy od dnia udostępnienia go po raz pierwszy do publicznej wiadomości. Oznacza to, iż chcąc przeprowadzać kolejne emisje w ramach programu po upływie terminu ważności prospektu podstawowego, emitent będzie obowiązany do sporządzenia kolejnego prospektu podstawowego, na podstawie którego będzie można w ciągu następnych 12 miesięcy emitować kolejne serie obligacji.

Inaczej jest w przypadku prospektu podstawowego dla emisji dokonywanych w sposób ciągły lub powtarzający się, ale nie w ramach programu — je-

go ważność upływa dopiero z momentem, kiedy wszystkie papiery wartościowe objęte tym prospektem zostaną wyemitowane.

11.5. Emisja obligacji zamiennych

Spółki, których akcje są dopuszczone do obrotu na rynku giełdowym, mają obowiązek wprowadzania do tego obrotu akcje tego samego rodzaju nowej emisji, nie później niż w terminie 12 miesięcy od dnia zakończenia ich subskrypcji. Te rozwiązania mają również wpływ na sposób emitowania obligacji zamiennych, czy obligacji z prawem pierwszeństwa, ze względu na ich połączone z akcjami konstrukcję.

Niepubliczna oferta obligacji zamiennych oraz w niektórych przypadkach publiczna oferta nie powodują po stronie emitenta żadnych obowiązków związanych z zatwierdzaniem prospektu emisyjnego. Dodatkowo, na mocy przepisów ustawy o ofercie, akcje powstałe z zamiany obligacji zamiennych mogą zostać dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym bez konieczności sporządzenia prospektu emisyjnego, ani innego dokumentu, pod warunkiem jednak, że tego samego rodzaju akcje emitenta są dopuszczone do obrotu na tym samym rynku regulowanym (por. pkt 4.3).

Przeprowadzenie oferty publicznej obligacji zamiennych lub też ubieganie się o dopuszczenie obligacji zamiennych do obrotu na rynku regulowanym wymagać będzie sporządzenia prospektu emisyjnego oraz jego zatwierdzenia przez Komisję. O tym, co powinien zawierać taki prospekt emisyjny, decyduje fakt, czy akcje emitenta są notowane na rynku regulowanym, czy też nie. W sytuacji, gdy akcje są notowane, prospekt, w zależności od wysokości jednostkowej wartości nominalnej obligacji zamiennej, powinien zawierać informacje wskazane w schemacie dokumentu rejestracyjnego i ofertowego dla dłużnych papierów wartościowych o jednostkowej wartości nominalnej poniżej 50 tys. euro (załącznik IV i V do rozporządzenia 809/2004) albo, odpowiednio, dokumentu rejestracyjnego i ofertowego dla dłużnych papierów wartościowych o jednostkowej wartości nominalnej co najmniej 50 tys. euro (załącznik IX i XIII do rozporządzenia 809/2004), przy czym dokument ofertowy powinien zostać uzupełniony o informację ze schematu dla pochodnych papierów wartościowych (załącznik XII do rozporządzenia 809/2004) dotyczącą określenia instrumentu bazowego (w tym przypadku akcji, na które będzie można zamienić obligacje) oraz miejsca, w którym można uzyskać informacje na temat kształtowania się w przeszłości kursu akcji oraz zmienności tego kursu. W przypadku, gdy akcje emitenta nie są notowane na rynku, wówczas dokument rejestracyjny powinien zostać sporządzony zgodnie ze sche-

matem dokumentu rejestracyjnego dla akcji (z ewentualnym uwzględnieniem modułu informacji finansowych pro-forma), a dokument ofertowy w zakresie dotyczącym papierów dłużnych, uzupełniony o informacje określone w module informacji dodatkowych dotyczących akcji bazowych (załącznik XIV do rozporządzenia 809/2004). Innymi słowy w prospekcie powinna być zamieszczona charakterystyka akcji, na które posiadacze obligacji będą mogli je zamienić (typ, rodzaj, wskazanie, czy akcje są imienne, czy na okaziciela, podstawa prawna ich emisji, opis praw i ograniczeń z nimi związanych oraz ograniczeń w przenoszeniu prawa własności do nich).

11.6. Emisja obligacji z prawem pierwszeństwa

Podobnie jak w przypadku obligacji zamiennych, niepubliczna oferta obligacji z prawem pierwszeństwa nie powoduje po stronie emitenta żadnych obowiązków związanych z zatwierdzeniem prospektu emisyjnego. Również akcje subskrybowane w wyniku skorzystania z prawa pierwszeństwa do ich objęcia przez posiadaczy obligacji, mogą zostać dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym bez konieczności sporządzenia prospektu emisyjnego, ani innego dokumentu, pod warunkiem, że inne akcje emitenta, tego samego rodzaju, są dopuszczone do obrotu na tym samym rynku regulowanym (por. pkt 4.3). Natomiast przeprowadzenie publicznej oferty obligacji tego typu lub ubieganie się o dopuszczenie ich do notowań rodzi obowiązek prospektowy, a jego zakres uzależniony jest od tego, czy tego samego rodzaju akcje emitenta są już notowane na rynku. Jeżeli akcje nie są notowane, wówczas dokument rejestracyjny powinien zostać sporządzony zgodnie ze schematem tego dokumentu dla akcji (załącznik I do rozporządzenia 809/2004, z ewentualnym uwzględnieniem modułu informacji finansowych pro-forma — załącznik II do rozporządzenia 809/2004). Dokument ofertowy natomiast powinien zostać sporządzony w zależności od jednostkowej wartości nominalnej — albo zgodnie ze schematem dokumentu ofertowego dla papierów wartościowych o charakterze nieudziałowym o jednostkowej wartości nominalnej poniżej 50 tys. euro albo dokumentu ofertowego dla dłużnych papierów wartościowych o jednostkowej wartości nominalnej co najmniej 50 tys. euro, a także powinien dodatkowo zawierać informacje zawarte w schemacie dla pochodnych papierów wartościowych (załącznik XII do rozporządzenia 809/2004). Przymus ten wynika z faktu, iż obligacje tego typu zawierają w swojej konstrukcji prawo pierwszeństwa do objęcia akcji nowej emisji przez posiadaczy obligacji, zwane również warrantem subskrypcyjnym, które jako instrument pochodny powinno zostać scharakteryzowane w prospekcie.

Najważniejsze informacje o warrantach powinny obejmować:

- czynniki ryzyka związane z warrantami,
- cel emisji warrantów,
- charakterystykę warrantów (typ, rodzaj, wskazanie, czy papiery wartościowe są imienne, czy na okaziciela, podstawę prawną emisji, datę emisji, datę wygaśnięcia praw),
- wyjaśnienie pomocne inwestorom w zrozumieniu wpływu wartości instrumentu bazowego (akcji) na wartość inwestycji,
- wskazanie ceny wykonania prawa do objęcia akcji,
- opis praw i ograniczeń związanych z warrantami oraz ograniczeń w przenoszeniu prawa własności do nich.

Nie jest to jednak pełny zakres informacji, jaki powinien zostać zawarty w dokumencie ofertowym. Tak jak przy ofercie obligacji zamiennych dokument ten powinien dodatkowo zostać uzupełniony o informacje określone w module informacji dodatkowych dotyczących akcji bazowych (załącznik XIV do rozporządzenia 809/2004).

Rozporządzenie 809/2004 nie przewiduje w zestawieniu schematów przypadku, gdy w związku z ofertą obligacji z prawem pierwszeństwa, tego samego rodzaju akcje emitenta są notowane na tym samym rynku regulowanym, jednakże wskazuje, iż dla nieuwzględnionych przypadków mogą być wykorzystywane dodatkowe zestawienia schematów. W takim przypadku wydaje się, iż dokument ofertowy powinien mieć konstrukcję jak przy emisji obligacji zamiennych na akcje, których inne akcje emitenta są już notowane na rynku. Oznaczać to będzie uzupełnienie dokumentu ofertowego o informację ze schematu dla pochodnych papierów wartościowych dotyczącą określenia instrumentu bazowego — w tym przypadku akcji, a w odniesieniu do dokumentu rejestracyjnego sporządzenia dokumentu opisującego emitentów oferujących obligacje (załącznik IV lub IX do rozporządzenia 809/2004).

12. Wpis papierów wartościowych do ewidencji

KPWiG prowadzi ewidencję papierów wartościowych będących przedmiotem oferty publicznej oraz dopuszczonych do obrotu na regulowanym lub wprowadzonych do alternatywnego systemu obrotu. Dzięki jej publicznemu charakterowi uczestnicy rynku kapitałowego posiadają dostęp do wiedzy o wszystkich papierach wartościowych funkcjonujących na publicznym rynku papierów wartościowych oraz o ich emitentach.²⁴

12.1. Wpis do ewidencji

Emitent lub wprowadzający jest zobowiązany do przekazania do KPWiG informacji, które podlegają rejestracji w prowadzonej ewidencji w terminie 14 dni od dnia:

- zakończenia subskrypcji lub sprzedaży papierów wartościowych będących przedmiotem oferty publicznej,
- dopuszczenia papierów wartościowych do obrotu na rynku regulowanym lub ich wprowadzenia do alternatywnego systemu obrotu.

²⁴Techniczne aspekty związane z ewidencją regulują: Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 17 października 2005 roku w sprawie sposobu prowadzenia przez Komisję Papierów Wartościowych Giełd ewidencji instrumentów finansowych (Dz.U. Nr 206, poz. 1714) oraz Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 18 października 2005 roku w sprawie opłat wnoszonych na rzecz Komisji Papierów Wartościowych Giełd przez podmioty nadzorowane (Dz.U. Nr 207, poz. 1725).

W przypadku papierów wartościowych będących przedmiotem oferty publicznej wpis do ewidencji powinien zawierać następujące informacje:

- firma (nazwa), skrót firmy, siedziba i adres emitenta, numer właściwego rejestru, branża, w której działa emitent,
- rodzaj papierów wartościowych, a w przypadku akcji wskazanie liczby głosów wykonywanych z jednej akcji (jeśli akcje są uprzywilejowane co do głosu),
- oznaczenie emisji papierów wartościowych,
- jednostkowa wartość nominalna papierów wartościowych,
- data podjęcia przez właściwy organ emitenta decyzji o emisji papierów wartościowych,
- w zależności od przypadku:
 - data zatwierdzenia przez KPWiG prospektu emisyjnego na podstawie którego została przeprowadzona oferta publiczna,
 - data złożenia zawiadomienia,
 - wskazanie podstawy prawnej braku obowiązku sporządzenia, zatwierdzenia i publikacji prospektu emisyjnego,
- liczba papierów wartościowych będących przedmiotem oferty oraz ostatecznie sprzedanych,
- cena emisyjna lub cena sprzedaży papierów wartościowych,
- data rozpoczęcia i zakończenia subskrypcji lub sprzedaży papierów wartościowych,
- informacja o dojściu oferty do skutku.

Dla papierów wartościowych dopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym lub ich wprowadzenia do alternatywnego systemu obrotu informacja będąca podstawą do wpisu do ewidencji powinna zawierać następujące informacje:

- firma (nazwa), skrót firmy, siedziba i adres emitenta, numer właściwego rejestru, branża, w której działa emitent,
- rodzaj papierów wartościowych, a w przypadku akcji wskazanie liczby głosów wykonywanych z jednej akcji (jeśli akcje są uprzywilejowane co do głosu),
- oznaczenie emisji papierów wartościowych,
- jednostkowa wartość nominalna papierów wartościowych,
- data podjęcia przez właściwy organ emitenta decyzji o emisji papierów wartościowych,
- w zależności od przypadku:
 - data zatwierdzenia przez KPWiG prospektu emisyjnego,
 - data złożenia zawiadomienia,
 - wskazanie podstawy prawnej braku obowiązku sporządzenia, zatwierdzenia i publikacji prospektu emisyjnego,
- nazwa rynku regulowanego lub alternatywnego systemu obrotu,

- liczba papierów wartościowych dopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym lub do alternatywnego systemu obrotu,
- data dopuszczenia papierów wartościowych do obrotu na rynku regulowanym lub do alternatywnego systemu obrotu.

Naturalnie, jeżeli w danym przypadku jedna z powyższych informacji nie ma zastosowania, to nie zamieszcza się jej w informacji przekazywanej do KPWiG.

12.2. Opłata ewidencyjna

Przekazując powyższe informacje należy załączyć dowód uiszczenia opłaty ewidencyjnej. Wysokość opłaty wynosi 0,03% wartości dla papierów udziałowych oraz 0,06% dla pozostałych instrumentów finansowych.

Wartość opłaty obliczana jest odrębnie dla każdej emisji (serii) papierów wartościowych i nie może w przypadku jednej emisji (serii) przekroczyć równowartości w złotych 25 tys. euro.

W przypadku papierów wartościowych będących przedmiotem oferty publicznej wysokość opłaty kalkuluje się na podstawie liczby sprzedanych papierów wartościowych oraz odpowiednio ceny emisyjnej lub ceny sprzedaży.

Dla papierów wartościowych, które nie były przedmiotem oferty publicznej, a które zostały dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym lub wprowadzone do alternatywnego systemu obrotu, a które objęte są zgłoszeniem do ewidencji razem z papierami wartościowymi będącymi przedmiotem oferty, opłatę kalkuluje się na podstawie liczby tych papierów oraz najwyższej ceny sprzedaży lub ceny emisyjnej papierów oferowanych.

W przypadku braku możliwości obliczenia opłaty ewidencyjnej dla akcji — na przykład w sytuacji wprowadzania papierów wartościowych do obrotu bez przeprowadzania oferty publicznej — na podstawie przedstawionych powyżej metod, za jej wartość przyjmuje się:

- dla akcji wyemitowanych do dnia bilansowego, na który sporządzono ostatnie sprawozdanie finansowe, zbadane przez podmiot uprawniony do badania — wartość księgową spółki pomniejszoną odpowiednio o wartość kapitału rezerwowego z aktualizacji wyceny, przypadającą na jedną akcję, ustaloną na podstawie tego sprawozdania,
- dla akcji wyemitowanych po dniu bilansowym, o którym mowa powyżej, iloczyn liczby akcji i najwyższej ceny po jakiej zostały one objęte.

12.3. Udostępnienie danych z ewidencji

Prowadzona ewidencja papierów wartościowych jest jawna. KPWiG dokonuje wpisu do prowadzonej ewidencji w terminie pięciu dni roboczych od

otrzymania stosownych informacji od emitenta lub wprowadzającego, a następnie w terminie jednego dnia roboczego uaktualnia ewidencję publikowaną na swojej stronie internetowej. Ponadto KPWiG udostępnia dane z ewidencji w swojej siedzibie — na wniosek zainteresowanej osoby.

13. Dematerializacja papierów wartościowych

Dematerializacja papierów wartościowych jest jedną z cech publicznego rynku papierów wartościowych. Dzięki zniesieniu materialnej formy papierów wartościowych — tam gdzie ma to miejsce — możliwa jest sprawna organizacja obrotu i rozliczeń transakcji papierami wartościowymi.

13.1. Zawarcie umowy o dematerializację

Dematerializacja dotyczy papierów wartościowych będących przedmiotem oferty publicznej i dopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym.

Jeżeli papiery wartościowe mają być sprzedawane w ofercie publicznej, ale emitent nie będzie ubiegał się o ich dopuszczenie do obrotu na rynku regulowanym lub obrót odbywał się będzie wyłącznie w systemie alternatywnym dematerializacja nie jest konieczna. Decyzja, czy dokonać dematerializacji należy wówczas do emitenta.

Dematerializacja odbywa się poprzez zawarcie odpowiedniej umowy z KDPW.

Emitent jest zobowiązany do zawarcia umowy dotyczącej sprzedawanych papierów wartościowych przed rozpoczęciem oferty publicznej.

Jeżeli papiery wartościowe podlegające dematerializacji nie będą przedmiotem oferty publicznej to zawarcie stosowanej umowy powinno nastąpić przed złożeniem wniosku o dopuszczenie papierów wartościowych do obrotu albo o wprowadzenie do alternatywnego systemu obrotu.

Uzyskanie przez spółkę statusu uczestnika systemu depozytowo-rozliczeniowego prowadzonego przez KDPW oraz rejestracja papierów wartościowych

wych następuje na wniosek emitenta. Do wniosku przedstawia się odpowiednie dokumenty potwierdzające stan prawny danych papierów wartościowych.

Szczegółowe zasady uzyskania statusu uczestnictwa oraz rejestracji papierów wartościowych określone są w „Regulaminie Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych” oraz „Szczegółowych zasadach działania Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych” dostępnych na stronie internetowej KDPW. W praktyce, przygotowanie dokumentacji na potrzeby KDPW emitenci często powierzają firmom inwestycyjnym ze względu na ich doświadczenie w tym zakresie.

Zawarcie umowy o dematerializację wymaga upoważnienia zawartego w uchwale organu stanowiącego emitenta, a w przypadku spółki akcyjnej — walnego zgromadzenia.

Jeżeli papiery wartościowe miały pierwotnie formę dokumentu, przed zawarciem umowy o dematerializację emitent jest zobowiązany do ich złożenia do depozytu prowadzonego przez firmę inwestycyjną lub KDPW. Podmiot przyjmujący papiery wartościowe do depozytu prowadzi wówczas rejestr osób uprawnionych z tych papierów. Zapisy w rejestrze zyskują znaczenie mocy prawnej jak zapisy na rachunkach papierów wartościowych. Dokumenty złożone do depozytu zostają pozbawione mocy prawnej z chwilą zarejestrowania papierów w KDPW.

Jeżeli co najmniej jedna akcja spółki jest zdematerializowana to emitent uzyskuje status **spółki publicznej**.

13.2. Zniesienie dematerializacji akcji

Zniesienie dematerializacji akcji i przywrócenie im formy dokumentu możliwe jest po uzyskaniu zgody KPWiG i spełnieniu określonych warunków.

Udzielenie zezwolenia wywołuje skutek prawny zaprzestania podlegania obowiązkom wynikającym z ustawy o ofercie, powstałym w związku z ofertą publiczną akcji lub dopuszczeniem ich do obrotu na rynku regulowanym na terytorium Polski (np. obowiązek przekazywania raportów bieżących i okresowych).

W decyzji udzielającej zezwolenia KPWiG określa termin, po upływie którego skutek ten następuje. Termin ten nie może być dłuższy niż jeden miesiąc.

Złożenie przez emitenta wniosku o zniesienie dematerializacji jest dopuszczalne, jeżeli walne zgromadzenie spółki podjęło uchwałę w tym zakresie. Uchwała musi zostać podjęta większością 4/5 głosów oddanych w obecności akcjonariuszy reprezentujących przynajmniej połowę kapitału zakładowego. Odpis uchwały załącza się do wniosku składanego w KPWiG.

Umieszczenie w porządku obrad walnego zgromadzenia sprawy podjęcia uchwały o zniesieniu dematerializacji akcji może być dokonane wyłącznie w trybie określonym w kodeksie spółek handlowych (art. 400 § 1), stanowiącym, iż umieszczenie w porządku obrad walnego zgromadzenia akcjonariuszy uchwały następuje na żądanie akcjonariuszy reprezentujących co najmniej jedną dziesiątą kapitału zakładowego. W tym przypadku nie ma możliwości przyznania powyższych uprawnień akcjonariuszom reprezentującym mniej niż jedną dziesiątą kapitału zakładowego emitenta.

Ponadto akcjonariusze żądający umieszczenia w porządku obrad walnego zgromadzenia sprawy podjęcia uchwały o zniesienie dematerializacji są zobowiązani do uprzedniego ogłoszenia wezwania do zapisywania się na sprzedaż akcji tej spółki przez wszystkich pozostałych akcjonariuszy. Obowiązek ogłoszenia wezwania nie powstaje jedynie w przypadku, gdy z wnioskiem o umieszczenie w porządku obrad walnego zgromadzenia sprawy podjęcia uchwały o dematerializację występują wszyscy akcjonariusze spółki.

Szczególne warunki zniesienia dematerializacji dotyczą spółek postawionych w stan upadłości. W takim przypadku spółka przestaje podlegać obowiązkowi powstałemu w związku z ofertą publiczną akcji lub dopuszczeniem ich do obrotu na rynku regulowanym na terytorium Polski z mocy prawa bez spełnienia opisanych powyżej warunków, po upływie 6 miesięcy od dnia uprawomocnienia się postanowienia o ogłoszeniu upadłości tej spółki, obejmującej likwidację jej majątku, lub postanowienia o oddaleniu wniosku o ogłoszenie tej upadłości ze względu na to, że majątek spółki nie wystarcza na zaspokojenie kosztów postępowania. Zniesienie dematerializacji akcji następuje nie wcześniej niż z dniem upływu tego terminu.

W przypadku udzielenia przez KPWiG zezwolenia na zniesienie dematerializacji akcji lub uprawomocnienia się postanowienia o ogłoszeniu upadłości, uczestnicy KDPW prowadzący rachunki papierów wartościowych są zobowiązani przekazać spółce dane osobowe akcjonariuszy, ze wskazaniem liczby posiadanych akcji. Dane te stanowią podstawę do wydania akcjonariuszom akcji w formie dokumentu.

Zniesienie dematerializacji akcji wymagane jest ponadto, jeżeli zachodzi następujące zdarzenie:

- przekształcenie spółki z siedzibą na terytorium Polski, której akcje były przedmiotem oferty publicznej lub są dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym, w inną spółkę niż akcyjna,
- połączenie spółki z siedzibą na terytorium Polski, której akcje były przedmiotem oferty publicznej lub są dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym, z inną spółką, lub podział takiej spółki — naturalnie jedynie

w przypadku gdy akcje spółki lub spółek nowo zawiązanych lub przejmujących nie są zdematerializowane,

- wycofanie z obrotu na rynku regulowanym na terytorium Polski akcji spółki publicznej dopuszczonych do tego obrotu, które są jednocześnie przedmiotem obrotu na rynku regulowanym w innym państwie, z tym że obowiązek ogłoszenia wezwania dotyczy akcji tej spółki, które zostały nabyte w wyniku transakcji zawartych w obrocie na rynku regulowanym na terytorium Polski, i są zapisane na rachunkach papierów wartościowych prowadzonych na tym terytorium według stanu na koniec trzeciego dnia od dnia ogłoszenia tego wezwania.

Udzielenie zezwolenia na przywrócenie akcjom formy dokumentu — czyli zniesienie ich dematerializacji — podlega konieczności uiszczenia opłaty w wysokości równowartości 4 tys. euro.

14. Wprowadzenie papierów wartościowych do obrotu na rynku regulowanym

Inwestorzy nabywający papiery wartościowe w ofercie publicznej zwykle oczekują, że będą mogli je sprzedać w dogodnym dla siebie czasie i po cenie ustalonej przez rynek. Zapewnienie płynności papierów wartościowych na rynku wtórnym jest w wielu przypadkach warunkiem podjęcia przez inwestora decyzji o zakupie papierów wartościowych. Dlatego po ofercie publicznej emitenci z reguły starają się wprowadzić papiery wartościowe do obrotu na zorganizowanym rynku wtórnym, gdzie inwestorzy mogą swobodnie kupować i sprzedawać papiery wartościowe.

Umowa sprzedaży zawarta między dwoma inwestorami jest transakcją rynku wtórnego, ale w dalszym toku rozważań mowa będzie o rynkach zorganizowanych, czyli miejscach, gdzie większa liczba inwestorów poprzez oferty kupna i sprzedaży kształtuje aktualną cenę danego papieru wartościowego.

Zorganizowane rynki wtórne możemy podzielić na rynki regulowane i alternatywne systemy obrotu.

Spółka zamierzająca ubiegać się o dopuszczenie swoich papierów wartościowych do obrotu na rynku regulowanym powinna już na etapie przygotowań oferty sprawdzić, czy spełnia kryteria dla poszczególnych rynków. Pozwala to podjąć odpowiednie kroki w celu dostosowania na przykład struktury akcjonariatu i rozproszenia akcji do stawianych wymagań.

14.1. Rynki regulowane

Rynkiem regulowanym, jak już była o tym mowa, jest działający w sposób stały system obrotu instrumentami finansowymi dopuszczonymi do tego ob-

rotu, zapewniający inwestorom powszechny i równy dostęp do informacji rynkowej w tym samym czasie przy kojarzeniu ofert nabycia i zbycia instrumentów finansowych, oraz jednakowe warunki nabywania i zbywania tych instrumentów, zorganizowany i podlegający nadzorowi właściwego organu na zasadach określonych w przepisach ustawy o obrocie, jak również uznany przez państwo członkowskie za spełniający te warunki, i wskazany Komisji Europejskiej jako rynek regulowany.

Warunki, jakie musi spełniać rynek regulowany określa rozporządzenie ministra finansów.²⁵ Określone są tam podstawowe wymogi i zasady dotyczące zapewnienia sprawnego i bezpiecznego obrotu i upowszechniania informacji.

Spółka prowadząca giełdę może, w ramach organizowania rynku giełdowego, wyodrębnić rynek oficjalnych notowań giełdowych, spełniający dodatkowo, w stosunku do minimalnych wymogów określonych dla rynku regulowanego, wymogi dotyczące emitentów papierów wartościowych oraz papierów wartościowych będących przedmiotem obrotu na tym rynku. Warunki, jakie musi spełniać oficjalny rynek notowań i emitenci dopuszczanych na nim papierów wartościowych określone są przez rozporządzenie ministra finansów.²⁶

W Polsce rynek regulowany dzieli się na rynek giełdowy oraz rynek pozagiełdowy. Pierwszy prowadzony jest przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie S.A., a drugi przez MTS-CeTO S.A.

14.2. Wymagane dokumenty

Do wprowadzenia papierów wartościowych do obrotu regulowanego wymagane jest sporządzenie, w zależności od przypadku, prospektu emisyjnego, memorandum informacyjnego albo też nie jest wymagana określona forma dokumentu informacyjnego. Zakres wyłączeń z obowiązku sporządzania prospektu został przedstawiony w pkt. 4.

Warto podkreślić, że zwolnienie z obowiązku sporządzenia prospektu w przypadku ofert publicznych nie powoduje, że nie ma konieczności sporządzenia tego dokumentu na potrzeby wprowadzania papierów wartościowych do obrotu regulowanego.

²⁵ Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie warunków, jakie musi spełniać rynek regulowany (Dz.U. Nr 207, poz. 1727).

²⁶ Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 14 października 2005 roku w sprawie szczegółowych warunków, jakie musi spełniać rynek oficjalnych notowań giełdowych oraz emitenci papierów wartościowych dopuszczonych do obrotu na tym rynku (Dz.U. Nr 206, poz. 1712).

14.3. Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie

Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. jest największym rynkiem w Polsce. Na koniec 2005 roku notowanych było 255 spółek, kapitalizacja ogółem wyniosła 425 mld zł (kapitalizacja spółek krajowych — 308 mld zł). Oprócz akcji na Giełdzie obraca się także obligacjami, warrantami, jednostkami indeksowymi, certyfikatami inwestycyjnymi, kontraktami terminowymi i opcjami, prawami poboru oraz prawami do akcji.

Giełda wyodrębnia rynki pod względem rodzaju papierów wartościowych i rodzaju emitentów. Akcje mogą być notowane na jednym z dwóch rynków: podstawowym i równoległym. Rynek podstawowy spełnia kryteria rynku oficjalnych notowań giełdowych, czyli rynku, na którym papiery wartościowe i emitenci podlegają szczególnym wymogom.

Szczegółowe warunki oraz procedury dopuszczenia papierów wartościowych do obrotu określa „Regulamin Giełdy” dostępny na stronie internetowej Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A.

14.3.1. Dopuszczenie i wprowadzenie papierów wartościowych do obrotu giełdowego

Rozpoczęcie notowań papierów wartościowych na giełdzie wymaga przeprowadzenia procedury dopuszczenia, a następnie wprowadzenia akcji na określony rynek notowań.

Dopuszczenie papierów wartościowych do obrotu giełdowego odbywa się na wniosek emitenta. Warunkiem formalnym jest spełnienie trzech podstawowych kryteriów. Po pierwsze, w związku z tymi papierami wartościowymi został sporządzony i opublikowany odpowiedni dokument informacyjny tzn. prospekt emisyjny lub memorandum informacyjne. Wymóg ten nie dotyczy przypadków, kiedy to emitent jest zwolniony z obowiązku sporządzenia dokumentu informacyjnego. Po drugie, zbywalność papierów wartościowych nie może być ograniczona. Po trzecie, w stosunku do emitenta nie toczy się postępowanie upadłościowe lub likwidacyjne.

Decyzję o dopuszczeniu papierów wartościowych podejmuje Zarząd Giełdy. Rozpatrując wniosek bierze pod uwagę także czynniki i uwarunkowania charakteryzujące emitenta, takie jak:

- sytuacja finansowa i prognoza wyników, ze szczególnym uwzględnieniem rentowności, płynności, zdolności obsługi zadłużenia,
- czynniki mające wpływ na wyniki finansowe,

- perspektywy rozwoju emitenta, a zwłaszcza ocenę możliwości realizacji zamierzeń inwestycyjnych z uwzględnieniem źródeł ich finansowania,
- doświadczenie oraz kwalifikacje członków organów zarządzających i nadzorujących emitenta,
- bezpieczeństwo obrotu giełdowego i interes jego uczestników,
- spełnianie przez spółkę zasad przyjętych przez Giełdę.

Jeśli akcje tego samego rodzaju są już notowane na GPW to nie jest konieczne składanie wniosku o dopuszczenie do obrotu kolejnych emisji. Dopuszczenie jest wówczas równoczesne z wprowadzeniem do obrotu na danym rynku.

Szczególne zasady dotyczą dopuszczania do obrotu praw poboru oraz praw do akcji. Jeżeli spółka notowana na giełdzie przeprowadza ofertę publiczną do dotychczasowych akcjonariuszy, prawa poboru do nowej emisji akcji są dopuszczane do obrotu następnego dnia po dniu prawa poboru, pod warunkiem opublikowania wymaganego dokumentu informacyjnego.

Jeżeli spółka giełdowa przeprowadziła nową emisję akcji tego samego rodzaju co już notowane to prawa do akcji dopuszczane są do obrotu giełdowego do dostarczeniu Giełdzie informacji o przydziale akcji. Także w przypadku spółki publicznej, ale nie notowanej, możliwe jest dopuszczenie do obrotu praw do akcji. Wówczas warunkiem jest uznanie przez zarząd Giełdy, że obrót prawami do akcji będzie płynny, interesy uczestników nie są zagrożone i brak jest podstaw do stwierdzenia, że akcje, z którymi są związane prawa do akcji, nie spełnią kryteriów dopuszczeniowych. W obu przypadkach warunkiem jest opublikowanie właściwego dokumentu informacyjnego, jeśli wymagały tego przepisy prawa.

Uchwała zarządu Giełdy o dopuszczeniu papierów wartościowych powinna być podjęta w ciągu 14 dni od złożenia stosowanego wniosku.

Po dopuszczeniu akcji do obrotu giełdowego następuje etap ich wprowadzenia na jeden z rynków notowań. W tym celu emitent przekazuje na Giełdę wniosek, w którym wskazuje między innymi kod papierów wartościowych nadany przez KDPW oraz informację, czy ubiega się o obrót na, omówionych szczegółowo dalej, wydzielonych segmentach Plus albo Prim. Po rozpatrzeniu wniosku zarząd Giełdy określa sesję giełdową, na której odbędzie się pierwsze notowanie papierów wartościowych.

Spółka, której akcje są przedmiotem obrotu giełdowego, jest zobowiązana wprowadzić do tego obrotu kolejne emisje akcji tego samego rodzaju. W przypadku nowej emisji akcji wprowadzenie to powinno nastąpić w ciągu roku od dnia zakończenia subskrypcji. Jeśli natomiast akcje nie zostały wprowadzone ze względu na ograniczenie zbywalności, to powinno to nastąpić w ciągu roku od wygaśnięcia takiego ograniczenia.

Przy dopuszczeniu i wprowadzeniu papierów wartościowych na poszczególne rynki i segmenty Giełdy wymaga spełnienia określonych i opisanych poniżej kryteriów.

14.3.2. Kryteria rynku podstawowego

Na rynku podstawowym mogą być notowane akcje i obligacje. Dla każdej z tych grup określone są odrębne kryteria ustalone dla rynku oficjalnych notowań giełdowych.

14.3.2.1. Warunki dla akcji

Akcje dopuszczone do obrotu na rynku podstawowym muszą spełniać poniżej przedstawione warunki.

Po pierwsze, wszystkie wyemitowane akcje danego rodzaju muszą być objęte wnioskiem o dopuszczenie ich do obrotu.

Warunek ten może nie być spełniony jedynie w przypadku, gdy z innych przepisów wynika, że dane akcje, które nie są objęte wnioskiem o dopuszczenie do obrotu na rynku podstawowym, nie mogą być przedmiotem obrotu, a informacja o tym została, wraz z odpowiednim wyjaśnieniem, podana do publicznej wiadomości.

Po drugie, iloczyn liczby i prognozowanej ceny rynkowej akcji objętych wnioskiem, a w przypadku, gdy określenie tej ceny nie jest możliwe — kapitały własne emitenta, powinny wynosić równowartość w złotych co najmniej 1 mln euro.

Warunek ten może nie być spełniony, jeśli wniosek dotyczy akcji tego samego rodzaju co akcje już dopuszczone do obrotu na rynku podstawowym.

Po trzecie, powinno istnieć rozproszenie akcji objętych wnioskiem zapewniające płynność obrotu tymi akcjami. Warunek rozproszenia jest spełniony, jeżeli w posiadaniu akcjonariuszy, z których każdy posiada nie więcej niż 5% ogólnej liczby głosów na walnym zgromadzeniu, znajduje się co najmniej 25% akcji spółki objętych wnioskiem o dopuszczenie lub co najmniej 500.000 akcji spółki o wartości co najmniej 17 mln euro. Wartość akcji liczona jest na podstawie ostatniej ceny emisyjnej lub ceny sprzedaży, a w uzasadnionych przypadkach według prognozowanej ceny rynkowej.

Powyższy warunek dotyczący rozproszenia może nie być spełniony, jeżeli:

- co najmniej 25% akcji objętych wnioskiem o dopuszczenie do obrotu na rynku podstawowym, łącznie z akcjami tego samego emitenta będącymi przedmiotem obrotu na tym rynku, znajduje się w posiadaniu akcjonariu-

szy, z których każdy posiada nie więcej niż 5% ogólnej liczby głosów na walnym zgromadzeniu, lub

- liczba akcji objętych wnioskiem oraz sposób przeprowadzenia ich subskrypcji lub sprzedaży pozwala uznać, że obrót tymi akcjami na rynku podstawowym uzyska wielkość zapewniającą odpowiednią płynność oraz zapewni prawidłowy przebieg transakcji giełdowych lub
- rozproszenie akcji zostało osiągnięte w jednym lub większej liczbie państw członkowskich, w których akcje te są już notowane na rynku oficjalnych notowań.

Dopuszczenie akcji do obrotu na rynku podstawowym może nastąpić, jeżeli spółka ogłaszała sprawozdania finansowe wraz z opinią podmiotu uprawnionego do ich badania przez co najmniej trzy kolejne lata obrotowe poprzedzające złożenie wniosku o to dopuszczenie. Jeśli ten warunek nie jest spełniony to dopuszczenie jest możliwe, jeśli przemawia za tym uzasadniony interes tej spółki lub inwestorów, a spółka podała do publicznej wiadomości informacje umożliwiające inwestorom ocenę jej sytuacji finansowej i gospodarczej oraz ryzyka związanego z nabywaniem akcji objętych wnioskiem o to dopuszczenie.

Spółka, której akcje są dopuszczone do obrotu na danym rynku podstawowym, ma obowiązek złożyć wniosek o dopuszczenie do obrotu na tym rynku akcji tego samego rodzaju nowej emisji nie później niż w terminie 12 miesięcy od dnia zakończenia subskrypcji, albo ustania ograniczenia ich zbywalności — jeżeli takie ograniczenie było ustanowione.

14.3.2.2. Warunki dla obligacji

W przypadku obligacji możliwe jest ich dopuszczenie do obrotu na rynku podstawowym pod następującymi warunkami:

- wnioskiem o dopuszczenie do obrotu na rynku oficjalnych notowań zostały objęte wszystkie obligacje tego samego rodzaju,
- łączna wartość nominalna obligacji objętych wnioskiem wynosi co najmniej równowartość w złotych 200 tys. euro.

W przypadku obligacji zamiennych na akcje i obligacji z prawem pierwszeństwa wymagane jest, aby akcje wyemitowane w celu realizacji uprawnień obligatariuszy były dopuszczone do tego obrotu na rynku podstawowym, albo objęte, łącznie z tymi obligacjami, wnioskiem o dopuszczenie do tego obrotu.

14.3.2.3. Segment Plus

W ramach spółek notowanych na rynku podstawowym został wyodrębniony segment Plus dla spółek spełniających dodatkowe kryteria ustalone przez Giełdę.

W segmencie Plus wartość akcji znajdujących się w obrocie i posiadanych przez akcjonariuszy, z których każdy posiada mniej niż 5% ogólnej liczby głosów na walnym zgromadzeniu powinna wynosić co najmniej 12 mln zł. Akcje te muszą stanowić co najmniej 25% wszystkich akcji spółki albo ich liczba powinna być nie mniejsza niż 500.000, a wartość nie niższa niż 56 mln zł. Ponadto spółka wprowadzająca do obrotu giełdowego swoje akcje po raz pierwszy powinna mieć przynajmniej 300 akcjonariuszy.

Emitent jest zobowiązany przedstawić Giełdzie oświadczenie, w którym zobowiązuje się do:

- podawania do publicznej wiadomości, w języku angielskim, równocześnie z polską wersją językową, skonsolidowanych i jednostkowych raportów rocznych, półrocznych oraz kwartalnych, a także raportów bieżących,
- zorganizowania co najmniej dwa razy w roku otwartych spotkań z inwestorami i analitykami.
- podania do publicznej wiadomości kalendarza wydarzeń korporacyjnych,
- publikowania na stronach internetowych emitenta raportów bieżących i okresowych,
- zawarcia umowy z animatorem rynku — w przypadku, gdy akcje emitenta nie wchodzi w skład indeksu WIG20 i w odniesieniu do nich nie obowiązuje umowa Giełdy z animatorem rynku,
- przestrzegania wszystkich zasad ładu korporacyjnego określonych przez Giełdę.

14.3.3. Kryteria rynku równoległego

Na rynku równoległym notowane są papiery wartościowe dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym, ale nie spełniające kryteriów rynku podstawowego. Również na tym rynku został wydzielony specjalny segment Prim, dla emitentów którzy przedstawią Giełdzie oświadczenie, w którym zobowiążą się do:

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

14.4. MTS-CeTO

MTS-CeTO S.A. jest spółką prowadzącą regulowany rynek pozagiełdowy oraz rynek nieregulowany MTS Poland. MTS-CeTO S.A. w ramach rynku regulowanego prowadzi rynek instrumentów dłużnych, certyfikatów inwestycyjnych, akcji oraz instrumentów pochodnych. W 2005 roku odbywał się obrót papierami wartościowymi 33 emitentów (w tym obligacjami Skarbu Państwa).

Papiery wartościowe mogą zostać dopuszczone do pozagiełdowego obrotu regulowanego jeżeli są spełnione m. in. następujące warunki:

- są zdematerializowane,
- w związku z ofertą publiczną lub ubieganiem się o dopuszczenie do obrotu na rynku regulowanym został opublikowany właściwy dokument informacyjny (jeśli w danym przypadku był wymagany),
- ich zbywalność nie jest ograniczona,
- w stosunku do emitenta nie zostało wydane prawomocne postanowienie o ogłoszeniu upadłości, obejmujące likwidację jego majątku, lub postanowienie o oddaleniu wniosku o ogłoszeniu tej upadłości ze względu na to, że majątek emitenta nie wystarcza na zaspokojenie kosztów postępowania, albo nie została otwarta likwidacja emitenta.

Podejmując decyzję o dopuszczeniu papierów wartościowych do obrotu zarząd MTS -CeTO bierze pod uwagę sytuację finansową emitenta i jej prognozę, zdolność emitenta do spłaty zadłużenia, inne czynniki mające wpływ na jego sytuację finansową, doświadczenie oraz kwalifikacje członków władz emitenta, warunki emisji i inne okoliczności mogące mieć wpływ na bezpieczeństwo obrotu lub interes uczestników obrotu.

Jeśli emitent i papiery wartościowe spełniają przedstawione kryteria to zarząd MTS-CeTO podejmuje uchwałę o ich dopuszczeniu do obrotu w terminie 14 dni od złożenia wniosku. Kolejnym etapem jest wprowadzenie papierów do obrotu, którego dokonuje zarząd MTS-CeTO również na wniosek emitenta.

14.5. Alternatywny system obrotu

Alternatywny system jest to obrót papierami wartościowymi dokonywany poza rynkiem regulowanym. Ten system obrotu może być zorganizowany przez firmę inwestycyjną lub spółkę prowadzącą rynek regulowany.

W przyszłości firmy inwestycyjne oraz spółki prowadzące rynki regulowane mogą stworzyć kolejne alternatywne systemy obrotu, jeśli uczestnicy rynku — emitenci, inwestorzy i pośrednicy — uznają, że byłaby to dla danych papierów wartościowych lepsza forma obrotu niż rynki regulowane.

14.6. Nadzór KPWiG przy wprowadzaniu papierów wartościowych do obrotu na rynku regulowanym

KPWiG prowadzi nadzór nad prawidłowością przebiegu procesu wprowadzania papierów wartościowych do obrotu na rynku regulowanym. W przypadku naruszenia lub uzasadnionego podejrzenia naruszenia przepisów prawa w związku z ubieganiem się o dopuszczenie papierów wartościowych do obrotu na rynku regulowanym w Polsce przez emitenta, wprowadzającego lub inne podmioty występujące w imieniu lub na zlecenie emitenta lub wprowadzającego, albo uzasadnionego podejrzenia, że takie naruszenie może nastąpić, KPWiG może:

- nakazać wstrzymanie dopuszczenia papierów wartościowych do obrotu na rynku regulowanym, na okres nie dłuższy niż 10 dni roboczych,
- zakazać dopuszczenia papierów wartościowych do obrotu na rynku regulowanym,
- opublikować, na koszt emitenta lub wprowadzającego, informację o niezgodnym z prawem działaniu w związku z ubieganiem się o dopuszczenie papierów wartościowych do obrotu na rynku regulowanym.

W przypadku wydania przez KPWiG decyzji zakazującej dopuszczenia papierów wartościowych do obrotu na rynku regulowanym, jej uchylenie może nastąpić na wniosek emitenta, naturalnie pod warunkiem, że ustały przyczyny wydania takiej decyzji.

Przedstawione środki KPWiG może zastosować również w przypadku, gdy z treści prospektu emisyjnego, memorandum informacyjnego lub innego dokumentu informacyjnego, składanych do KPWiG lub przekazywanych do wiadomości publicznej, wynika, że:

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

15. Funkcjonowanie spółki na rynku regulowanym

15.1. Obowiązki informacyjne

Emitenci, których papiery wartościowe znajdują się w obrocie na rynku regulowanym, podlegają obowiązkowi przekazywania określonych informacji do publicznej wiadomości. W przypadku nowego emitenta wypełnianie tego obowiązku zapewnione jest początkowo przez tzw. wymogi informacyjne początkowe, gdzie informacje przekazywane są w ramach prospektu emisyjnego, który po zatwierdzeniu przez Komisję jest udostępniany do publicznej wiadomości. Szczegóły dotyczące formy i terminu publikacji prospektu opisane zostały w pkt 9.1.1 i 10.1.

Od dnia zatwierdzenia prospektu emisyjnego emitent obowiązany jest do jego aktualizacji o wszelkie informacje, o których powziął wiadomość, dotyczące zdarzeń lub okoliczności, które mogłyby w sposób znaczący wpłynąć na ocenę papieru wartościowego. Aktualizacja prospektu dokonywana jest w formie aneksu. Szczegóły dotyczące aktualizacji prospektu omówione zostały w pkt 9.1.3.

Kolejnym instrumentem zapewniającym inwestorom informacje o emittencie są tzw. obowiązki informacyjne ciągłe. Rozpoczęcie podlegania tym obowiązkom nie jest, jak to było po rządami ustawy Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi, związane z faktem publikacji prospektu emisyjnego, lecz ze złożeniem przez emitenta wniosku o dopuszczenie papierów wartościowych do obrotu na danym rynku regulowanym. Dopiero z dniem złożenia wniosku do spółki prowadzącej taki rynek emitent zaczyna podlegać obowiązkowi przekazywania do publicznej wiadomości określonych ustawowo informacji w formie raportów bieżących i okresowych. Obowiązek ten ma

charakter ciągły (stąd nazwa — obowiązki informacyjne ciągłe) i ustaje dopiero z dniem wycofania lub wykluczenia papierów wartościowych emitenta z obrotu na rynku.

Wypełnianie przez emitenta obowiązków informacyjnych ciągłych polega na równoczesnym przekazywaniu określonej informacji do Komisji oraz spółki prowadzącej dany rynek regulowany — rynek giełdowy (GPW) lub rynek pozagiełdowy (MTS-CeTO), w zależności od tego, na którym rynku notowane są lub notowane będą papiery wartościowe emitenta.

Po upływie 20 minut od chwili przekazania informacji wyżej wskazanym podmiotom, emitent przekazuje ją do publicznej wiadomości za pośrednictwem jednej lub więcej agencji informacyjnej, wskazanej w drodze uchwały przez Komisję. Obecnie funkcję agencji informacyjnej pełni jedynie Polska Agencja Prasowa, wskazana przez Komisję jeszcze pod rządami ustawy Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Komisja posiada jednak ustawowe uprawnienie do wskazania w drodze uchwały także innego niż tradycyjna agencja prasowa podmiotu, który będzie upowszechniać przekazywane informacje, co umożliwi zniesienie monopolu jednej agencji informacyjnej zajmującej się ich rozpowszechnianiem. Podmiotem takim może być na przykład spółka prowadząca dany rynek regulowany. Wskazana przez Komisję agencja ma obowiązek zapewnić powszechny dostęp do informacji niezwłocznie po ich otrzymaniu od emitenta.

Przekazywanie informacji do publicznej wiadomości jest dokonywane za pomocą Elektronicznego Systemu Przekazywania Informacji (ESPI), który zastąpił funkcjonujący przez wiele lat system EMITENT. Zadaniem tego systemu jest ułatwienie, za pomocą technik elektronicznych, realizacji wymaganych przez ustawę o ofercie obowiązków informacyjnych przez emitentów papierów wartościowych notowanych na rynku regulowanym. Jego istotą są zintegrowane z pocztą elektroniczną formularze elektroniczne raportów bieżących i okresowych, umożliwiające przygotowanie i prezentację raportu oraz jego udostępnienie. Korzystanie przez emitentów z systemu ESPI poprzedzone jest zawarciem z Komisją odpowiedniej umowy.

Konstrukcja obowiązków informacyjnych opiera się na czterech fundamentach. Są nimi:

- informacje poufne oraz informacje bieżące i okresowe,
- obowiązek ich publikowania w określony sposób i w określonym terminie,
- zakaz ich ujawniania przed publikacją,
- zakaz łączenia przekazywania informacji w ramach wykonywania obowiązków informacyjnych z przekazywaniem informacji w ramach działań marketingowych dotyczących działalności emitenta w sposób mogący po-

wodować wprowadzenie w błąd odbiorców informacji co do charakteru tych informacji.

Emitent, którego papiery wartościowe są przedmiotem ubiegania się o dopuszczenie do obrotu na rynku regulowanym lub są dopuszczone do obrotu na tym rynku, jest obowiązany do publikowania:

- informacji dotyczących papierów wartościowych lub ich emitenta, które mogłyby po przekazaniu do publicznej wiadomości w sposób znaczący wpłynąć na cenę papieru wartościowego (definiowanych przez ustawę o obrocie jako informacje poufne) oraz każdej informacji, która stanowi znaczącą zmianę informacji poufnej. Przepis nie precyzuje, jakiego rodzaju mają to być informacje oraz jakie konkretne wydarzenia mogą w sposób znaczący wpływać na cenę papieru wartościowego. Zapis taki pozostawia zatem emitentowi swobodę oceny, czy dane zdarzenie podlega obowiązkowi publikacji, czy też nie. Niesie to oczywiście ryzyko dla emitenta, który może dokonać błędnej oceny sytuacji i zakwalifikuje dany rodzaj informacji do tych, które nie podlegają obowiązkowi przekazania do publicznej wiadomości, co może skutkować m. in. nałożeniem kary na emitenta. Powyższe informacje powinny zostać przekazane do publicznej wiadomości niezwłocznie po zajściu zdarzeń lub okoliczności lub po powzięciu o nich wiadomości, nie później jednak niż w terminie 24 godzin oraz powinny zostać zamieszczone na stronie internetowej emitenta, z wyłączeniem danych osobowych osób, których te dane dotyczą,
- informacji bieżących i okresowych.

Informacje bieżące dotyczą głównie jednorazowych zdarzeń i powinny być, co do zasady, przekazywane do publicznej wiadomości niezwłocznie, nie później jednak niż w ciągu 24 godzin od zaistnienia zdarzenia lub powzięcia o nim informacji przez emitenta, natomiast informacje okresowe dotyczą działalności emitenta w danym okresie roku obrotowego oraz jego sytuacji finansowej i powinny być ujawniane za wskazane w przepisach prawa okresy roku obrotowego. Zaprezentowany podział nie ma oczywiście charakteru wykluczającego, gdyż informacja bieżąca, ze względu na swój charakter, może być jednocześnie informacją poufną.

Zakres informacji bieżących i okresowych jest zróżnicowany i zależy od:

- rynku regulowanego, na którym notowane są papiery wartościowe emitenta,
- rodzaju papierów wartościowych wprowadzonych przez emitenta do obrotu na rynku regulowanym. Zakres obowiązków informacyjnych w przypadku emitentów obligacji jest inny niż w przypadku emitentów akcji (spółek publicznych).

W pierwszym przypadku rozróżnienie dotyczy rynku giełdowego, będącego rynkiem oficjalnych notowań giełdowych, rynku giełdowego innego niż rynek oficjalnych notowań giełdowych oraz rynku pozagiełdowego. W zależności od rodzaju rynku zakres obowiązków informacyjnych jest oczywiście różny — jest on szerszy na rynku oficjalnych notowań giełdowych niż na innych rynkach. W zależności od rodzaju rynku regulowanego różne jest również źródło prawa regulujące obowiązki informacyjne:

- obowiązki informacyjne na rynku giełdowym, będącym rynkiem oficjalnych notowań giełdowych (np. rynku podstawowym GPW) określone są przez rozporządzenie o obowiązkach informacyjnych, podczas gdy
- obowiązki na innych rynkach normuje regulamin danego rynku.

Niezależnie od rynku, na którym notowane są papiery wartościowe emitenta wypełniającego obowiązki informacyjne, jest on obowiązany do corocznego przekazywania do Komisji oraz do publicznej wiadomości wykazu wszystkich informacji poufnych, bieżących oraz okresowych, przekazanych do publicznej wiadomości, w okresie ostatniego roku kalendarzowego, wraz ze wskazaniem miejsca, gdzie te informacje są dostępne. Obowiązek ten powinien zostać wykonany w terminie 20 dni roboczych od dnia publikacji raportu rocznego emitenta.

Elementem łączącym informacje poufne, bieżące i okresowe jest zakaz ich ujawniania przez emitentów (poza określonymi wyjątkami) przed podaniem ich do publicznej wiadomości. Przed wykonaniem obowiązku informacyjnego emitent może przekazywać informacje wyłącznie osobom lub podmiotom świadczącym na jego rzecz usługi doradztwa finansowego, ekonomicznego, podatkowego lub prawnego, podmiotom, z którymi prowadzone są negocjacje, i innym upoważnionym na podstawie odrębnych przepisów osobom. Podmioty te obowiązane są do zachowania poufności otrzymywanych informacji tak, żeby nie przedostały się one do wiadomości innych uczestników rynku przed przekazaniem ich do publicznej wiadomości, co mogłoby doprowadzić do złamania zasady równego dostępu do informacji. Dodatkowo podmiot dominujący wobec emitenta oraz podmioty z grupy kapitałowej tego podmiotu dominującego, jak również osoby reprezentujące te podmioty, które uzyskały takie informacje, do czasu ich podania przez emitenta do publicznej wiadomości nie mogą nabywać oraz zbywać papierów wartościowych tego emitenta. Ograniczenie w nabywaniu i zbywaniu akcji emitenta odnosi się również do członków zarządu, rady nadzorczej, jego pełnomocników i pracowników, z tym, że dotyczy ono okresu od momentu wejścia w posiadanie informacji poufnej do momentu przekazania jej do publicznej wiadomości. Okres taki definiowany jest jako okres zamknięty. Okresy zamknięte odnoszą się również

do przekazywania raportów okresowych i wynoszą 2 miesiące przed przekazaniem raportu rocznego, miesiąc przed przekazaniem raportu półrocznego i 2 tygodnie dla raportu kwartalnego. Należy również zaznaczyć, iż emitent jest obowiązany do przekazania do publicznej wiadomości w formie raportu bieżącego informacji o wszystkich transakcjach na jego akcjach dokonywanych przez członków organów zarządzających i nadzorczych, prokurentów i osoby pełniące funkcje kierownicze oraz osoby blisko z nimi powiązane.

Z wypełnianiem obowiązków informacyjnych wiąże się jeszcze jedna ważna kwestia, umożliwiająca opóźnienie przekazania do publicznej wiadomości określonych informacji, będących informacją poufną. W sytuacji kiedy emitent ma uzasadnione podstawy do uznania, że opublikowanie danej informacji może naruszyć jego słuszny interes, wówczas może on, na własną odpowiedzialność, opóźnić przekazanie tej informacji, powiadamiając Komisję o opóźnieniu jej przekazania wraz z podaniem przyczyn i wskazaniem terminu, w którym informacja ta zostanie opublikowana. Opóźnienie przekazania informacji może nastąpić pod warunkiem zapewnienia poufności takiej informacji oraz niewprowadzenia w błąd opinii publicznej.

Innym udogodnieniem w zakresie obowiązków informacyjnych jest możliwość niepodania do publicznej wiadomości informacji zawartej w informacjach okresowych, sporządzanych za okres inny niż rok obrotowy, lub w informacjach dotyczących osób wchodzących w skład organów zarządzających lub nadzorujących emitenta, jeśli jej przekazanie byłoby sprzeczne z interesem publicznym lub spowodowałoby istotną szkodę dla interesów emitenta. Informację taką emitent może przekazać wyłącznie Komisji wraz z wnioskiem o zwolnienie z obowiązku publikacji. W celu skrócenia procedury udzielania zwolnienia decyzję w tej sprawie podejmuje Przewodniczący Komisji. W razie nieuwzględnienia wniosku Przewodniczący Komisji, w drodze decyzji, nakazuje emitentowi przekazanie tych informacji do publicznej wiadomości.

Za nieprzestrzeganie określonych ustawą o ofercie obowiązków informacyjnych lub wykonywanie ich w sposób nienależyty emitentowi grożą ze strony Komisji sankcje polegające na nałożeniu kary pieniężnej do wysokości 1 mln zł lub wydaniu decyzji o wykluczeniu, na czas określony lub bezterminowo, papierów wartościowych emitenta z obrotu na rynku regulowanym, ewentualnie na zastosowaniu obydwu tych sankcji łącznie. Komisja może dodatkowo zobowiązać emitenta do niezwłocznego opublikowania w dwóch dziennikach ogólnopolskich wymaganych, a nie przekazanych informacji. W przypadkach rażącego naruszenia obowiązków informacyjnych Komisja może również nałożyć na członków zarządu spółki kary pieniężne do wysokości trzykrotnego miesięcznego wynagrodzenia brutto danej osoby.

15.1.1. Rynek oficjalnych notowań giełdowych

W celu prawidłowego wypełniania obowiązków informacyjnych, w rozporządzeniu o obowiązkach informacyjnych zamieszczono definicje wyjaśniające znaczenia niektórych pojęć występujących w jego treści. Objasniono m. in. takie pojęcia jak: grupa kapitałowa, jednostka stowarzyszona, jednostka dominująca i zależna, osoba zarządzająca, osoba nadzorująca, podmiot powiązany, sprawozdanie finansowe, skonsolidowane sprawozdanie finansowe, przychody ze sprzedaży, nabycie, zbycie, znacząca umowa, aktywa znacznej wartości, rating.

Zgodnie z rozporządzeniem o obowiązkach informacyjnych emitent zobowiązany jest do przekazywania następujących raportów:

- bieżących,
- okresowych, do których zalicza się raporty: kwartalne i skonsolidowane kwartalne, półroczne i skonsolidowane półroczne oraz roczne i skonsolidowane roczne; raporty okresowe przekazywane są w terminach określonych przez emitenta w raporcie bieżącym na zasadach określonych przepisami rozporządzenia o obowiązkach informacyjnych.

Przekazywane przez emitenta raporty bieżące i okresowe powinny być przedstawione w sposób umożliwiający inwestorom ocenę wpływu przekazywanych informacji na sytuację gospodarczą, majątkową i finansową emitenta. Powinny także zawierać podstawę prawną ich przekazywania oraz, w przypadku raportów bieżących, powinny wskazywać rodzaj sytuacji, której dotyczą.

Raporty bieżące

Raportami bieżącymi, które emitent jest obowiązany przekazywać, są raporty zawierające informacje o różnych zdarzeniach dotyczących emitenta lub jego jednostki zależnej, które mogą mieć istotny wpływ na cenę papieru wartościowego emitenta. Rozporządzenie zawiera katalog przypadków dotyczących zdarzeń, których zaistnienie rodzi obowiązek informacyjny, szczegółowo precyzując, jakiego rodzaju dane i informacje dotyczące konkretnych przypadków emitent powinien podać do publicznej wiadomości. Są to zdarzenia dotyczące m. in.:

- nabycia lub zbycia przez emitenta lub jednostkę od niego zależną aktywów o znaczącej wartości, ustanowienia na nich hipoteki, zastawu lub innego ograniczenia — za aktywa o znaczącej wartości uznaje się aktywa stanowiące co najmniej 10% wartości kapitałów własnych emitenta, lub wartości przychodów ze sprzedaży (emitenta lub grupy kapitałowej) za ostatnie cztery kwartały w przypadku, gdy wielkość kapitałów własnych nie jest kryterium pozwalającym na właściwą ocenę znaczenia aktywów,

- zawarcia lub zmiany przez emitenta lub jednostkę od niego zależną znaczącej umowy, jej wypowiedzenia lub rozwiązania — znaczącą umową jest umowa, której jedną ze stron jest emitent lub jednostka od niego zależna, a wartość przedmiotu umowy wynosi co najmniej 10% wartości kapitałów własnych emitenta lub wartości przychodów ze sprzedaży (emitenta lub grupy kapitałowej) za ostatnie cztery kwartały w przypadku, gdy wielkość kapitałów własnych nie jest kryterium pozwalającym na właściwą ocenę znaczenia zawartej umowy,
- udzieleniu przez emitenta lub jednostkę od niego zależną poręczenia lub gwarancji o wartości stanowiącej co najmniej 10% kapitałów własnych emitenta,
- innych zdarzeń związanych z działalnością gospodarczą emitenta, jego sytuacją majątkową i finansową²⁷.

Rozporządzenie o obowiązkach informacyjnych wprowadza również obowiązek informowania, w formie raportu bieżącego, o innych zdarzeniach istotnych z punktu widzenia zarówno akcjonariuszy, jak i pozostałych uczestników rynku kapitałowego. W szczególności emitent jest obowiązany do przekazania w formie raportu bieżącego:

- charakterystyki wyników zakończonej subskrypcji lub sprzedaży papierów wartościowych emitenta, związanej z wprowadzeniem papierów emitenta do obrotu na rynku oficjalnych notowań giełdowych, której szczegółowy zakres został omówiony w punkcie dotyczącym publicznej oferty akcji,
- informacji o rejestracji papierów wartościowych złożonych w KDPW,
- informacji dotyczących procesu dopuszczania papierów wartościowych emitenta do obrotu na rynku oficjalnych notowań giełdowych lub informacji o odmowie ich dopuszczenia do obrotu na tym rynku lub o ich wykluczeniu z tego obrotu.

Jeżeli emitentem papierów wartościowych, dopuszczonych do obrotu na rynku oficjalnych notowań giełdowych, jest spółka akcyjna, to dodatkowo przekazuje ona, w formie raportu bieżącego, informacje dotyczące:

- terminów i miejsc odbycia walnego zgromadzenia, porządku obrad, ogłoszenia przerwy w obradach,
- proponowanych zmian w statucie i dotychczas obowiązujących jego postanowień,
- treści projektów uchwał, które mają być przedmiotem obrad walnego zgromadzenia, treści uchwał podjętych przez walne zgromadzenie, sprze-

²⁷ Szczegółowy katalog zdarzeń zamieszczono w Załączniku nr 9.

ciwów zgłoszonych do uchwał, wniesienia powództwa o uchylenie lub stwierdzenie nieważności uchwały walnego zgromadzenia oraz wyroku sądu w sprawie,

- wszystkich decyzji dotyczących wypłat lub wstrzymania wypłat dywidend lub odsetek od papierów wartościowych.

Raport bieżący przekazuje się, co do zasady, w ciągu 24 godzin od zaistnienia zdarzenia lub powzięcia o nim informacji przez emitenta. Terminy stanowiące wyjątki od powyższej zasady to:

- termin do 2 tygodni od dnia zakończenia subskrypcji lub sprzedaży, w przypadku raportu dotyczącego wyników subskrypcji lub sprzedaży,
- 22 dni przed datą walnego zgromadzenia, w przypadku raportu dotyczącego wyznaczonej daty walnego zgromadzenia oraz porządku obrad,
- 8 dni przed terminem walnego zgromadzenia, w przypadku raportu dotyczącego treści projektu uchwał, które mają być przedmiotem obrad walnego zgromadzenia.

Wyżej wymieniony zakres obowiązków informacyjnych dotyczy spółek emitujących różne papiery wartościowe, notowane na rynku oficjalnych notowań giełdowych, w tym akcje. Jeżeli jednak emitent wprowadza do obrotu giełdowego wyłącznie obligacje, wówczas zakres ciążących na nim obowiązków informacyjnych jest znacznie węższy i ograniczony m. in. do informacji:

- związanych z zakończeniem subskrypcji (sprzedaży) lub niedojściem emisji do skutku w związku z nieosiągnięciem progu emisji lub odstąpieniem od subskrypcji,
- związanych z dopuszczeniem obligacji do obrotu na rynku oficjalnych notowań giełdowych lub wykluczeniem ich z tego obrotu,
- dotyczących podjęcia decyzji o zamiarze emisji obligacji i emisji obligacji, jeśli ich wartość przekracza 10% kapitałów własnych emitenta,
- mających wpływ na zdolność emitenta do wywiązywania się z zobowiązań wynikających z wyemitowanych obligacji, w tym o ogłoszeniu upadłości lub otwarciu postępowania likwidacyjnego,
- o zamiarze wprowadzenia zmiany umowy lub statutu spółki, mającej wpływ na prawa obligatariuszy, o zmianie praw z papierów wartościowych emitenta, o znaczącej zmianie przedmiotu zabezpieczenia obligacji,
- o każdej zamianie obligacji zamiennych, których łączna wartość przekracza 5% wartości wyemitowanych pierwotnie przez emitenta obligacji zamiennych,
- dotyczących banku-reprezentanta i jego czynności wynikających z ustawy o obligacjach.

Najbardziej okrojony zakres obowiązków informacyjnych został przewidziany dla emitentów, którzy wprowadzili do obrotu na rynku oficjalnych notowań giełdowych papiery wartościowe oferowane wyłącznie inwestorom kwalifikowanym, jeżeli obrót tymi papierami będzie odbywać się lub odbywa się wyłącznie między tymi inwestorami. Zakres przekazywanych w raportach bieżących informacji ogranicza się wówczas do informacji o nabyciu własnych papierów wartościowych przez emitenta i ich umorzeniu, informacji o wynikach zakończonej subskrypcji papierów wartościowych oraz informacji dotyczących zwołanego walnego zgromadzenia, projektów i treści podjętych uchwał. Takie ograniczenie przekazywanych informacji znajduje uzasadnienie w fakcie, iż do obrotu tymi papierami wartościowymi nie będą dopuszczeni drobni inwestorzy, dla których podstawą oceny sytuacji emitenta są głównie raporty bieżące i okresowe, lecz inwestorzy kwalifikowani, którzy dysponując fachową wiedzą i doświadczeniem, a także będąc w bezpośrednim kontakcie ze spółką, samodzielnie będą w stanie ocenić ryzyko, sytuację finansową, majątkową i ekonomiczną danego emitenta.

Raporty okresowe

Poza obowiązkiem przekazywania raportów bieżących emitent jest obowiązany do przekazywania raportów okresowych — kwartalnych, półrocznych i rocznych. Emitent będący jednostką dominującą jest dodatkowo obowiązany do przekazywania raportów okresowych w formie skonsolidowanego raportu kwartalnego, skonsolidowanego raportu półrocznego i skonsolidowanego raportu rocznego, chyba że na podstawie odrębnych przepisów jest zwolniony z obowiązku sporządzania skonsolidowanych sprawozdań finansowych.

Przekazywanie raportu półrocznego i rocznego nie zwalnia z obowiązku przekazywania raportu kwartalnego, zaś w przypadku emitentów sporządzających raporty skonsolidowane:

- przekazywanie raportów skonsolidowanych nie zwalnia z obowiązku przekazywania raportów jednostkowych,
- przekazanie skonsolidowanego raportu półrocznego i skonsolidowanego raportu rocznego nie zwalnia z obowiązku przekazania skonsolidowanego raportu kwartalnego.

Na mocy przepisów ustawy o ofercie Komisja, na wniosek emitenta, może zezwolić na przekazanie do publicznej wiadomości jedynie raportu jednostkowego albo skonsolidowanego, pod warunkiem, że raport, który nie będzie podany do publicznej wiadomości, nie zawiera żadnych istotnych dodatkowych informacji.

Emitent jest obowiązany określić i przekazać do końca pierwszego miesiąca danego roku obrotowego, w formie raportu bieżącego, stałe daty przekazywania w danym roku obrotowym raportów okresowych. Informacja o zmianie dat przekazywania raportów okresowych jest przekazywana w formie raportu bieżącego, nie później niż na 2 dni przed przekazaniem raportu okresowego w nowym terminie (jeśli nowy termin przekazania raportu przypada wcześniej) lub pierwotną datą przekazania raportu okresowego (jeśli nowy termin przypada później).

W przypadku emitenta wprowadzającego do notowań wyłącznie obligacje rozporządzenie o obowiązkach informacyjnych, podobnie jak w przypadku raportów bieżących, jest bardziej liberalne i zawęża zakres przekazywanych raportów okresowych do raportów półrocznych, raportów rocznych i skonsolidowanych raportów rocznych. Liberalizacja ta nie dotyczy jednak emitenta obligacji zamiennych na akcje, który przekazuje raporty okresowe w takim samym zakresie jak emitenci akcji.

Obowiązek przekazywania raportów okresowych jest również zawężony w przypadku emitenta, który wprowadził do notowań papiery wartościowe oferowane wyłącznie inwestorom kwalifikowanym, pod warunkiem, że obrót tymi papierami będzie odbywać się wyłącznie między inwestorami kwalifikowanymi. W takiej sytuacji emitent przekazuje jedynie raporty półroczne i skonsolidowane raporty półroczne oraz raporty roczne i skonsolidowane raporty roczne.

Emitenci, których papiery wartościowe są notowane na rynku regulowanym, mają możliwość wyboru w odniesieniu do zasad sporządzania sprawozdań finansowych między polskimi zasadami rachunkowości lub Międzynarodowymi Standardami Rachunkowości (MSR), natomiast w odniesieniu do skonsolidowanych sprawozdań finansowych możliwości wyboru nie ma — emitenci obowiązani są do sporządzania takich sprawozdań zgodnie z MSR. Nieco odmiennie obowiązki dotyczą emitentów wyłącznie dłużnych papierów wartościowych, w stosunku do których zastosowano wyjątek czasowy, polegający na wprowadzeniu obowiązku sporządzania skonsolidowanych sprawozdań finansowych zgodnie z MSR począwszy od okresów sprawozdawczych roku obrotowego rozpoczynającego się w 2007 r. — do tego czasu emitenci takich papierów mają możliwość wyboru zasad rachunkowości. Taki mechanizm będzie miał przełożenie na zastosowanie źródeł prawa określających zakres ujawnianych w sprawozdaniach informacji. Zakres informacji ujawnianych w sprawozdaniach finansowych sporządzonych zgodnie z MSR nie jest określony przez polskie przepisy prawa. Stąd wynika konieczność dobrej znajomości międzynarodowych zasad sprawozdawczości finansowej przez służby księgowe emitentów.

Raporty kwartalne

Raport kwartalny zawiera, odpowiednio do rodzaju prowadzonej działalności, dane za kwartał roku obrotowego objęty tym raportem oraz dane w ujęciu narastającym za wszystkie pełne kwartały danego roku obrotowego w formie skróconego kwartalnego sprawozdania finansowego, zawierającego co najmniej: bilans, rachunek zysków i strat, zestawienie zmian w kapitale własnym oraz rachunek przepływu środków pieniężnych, w zakresie określonym odpowiednio w przepisach rozporządzenia o sprawozdaniach finansowych w prospekcie²⁸. Przy wszystkich danych zawartych w skróconym kwartalnym sprawozdaniu finansowym emitent powinien zaprezentować dane porównywalne za analogiczne kwartały roku poprzedniego, w przypadku bilansu dodatkowo za kwartał bezpośrednio poprzedzający kwartał objęty tym raportem oraz kwartał poprzedniego roku obrotowego, a w przypadku zestawienia zmian w kapitale własnym — za poprzedni rok obrotowy i wszystkie pełne kwartały poprzedniego roku obrotowego.

Raport kwartalny zawiera również informację dodatkową, zawierającą tę informację i dane, które są istotne dla właściwej oceny sytuacji majątkowej, finansowej i wyniku finansowego emitenta. W przypadku gdy zamieszczone w raporcie kwartalnym skrócone sprawozdanie finansowe podlegało badaniu lub przeglądowi przez podmiot uprawniony do badania sprawozdań finansowych, raport kwartalny powinien zawierać opinię o badaniu lub raport z przeglądu.

Emitent będący jednostką dominującą jest zwolniony z obowiązku przekazywania odrębnego raportu kwartalnego, pod warunkiem zamieszczenia w skonsolidowanym raporcie kwartalnym kwartalnej informacji finansowej oraz pod warunkiem przekazania, w formie raportu bieżącego, oświadczenia o zamiarze stałego przekazywania skonsolidowanych raportów kwartalnych zawierających tę kwartalną informację finansową. W przypadku stosowania MSR kwartalna informacja finansowa zawiera informacje sporządzone zgodnie z tymi standardami.

Dzień przekazywania raportów kwartalnych określa emitent w raporcie

²⁸ Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 18 października 2005 r. w sprawie zakresu informacji wykazywanych w sprawozdaniach finansowych i skonsolidowanych sprawozdaniach finansowych, wymaganych w prospekcie emisyjnym dla emitentów z siedzibą na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, dla których właściwe są polskie zasady rachunkowości (Dz. U. z 2005 r. Nr 209, poz. 1743).

bieżącym, z zastrzeżeniem, że nie może on przypadać później niż w terminie:

- do 35 dni od dnia zakończenia kwartału roku obrotowego, którego raport dotyczy, w przypadku raportu kwartalnego,
- do 45 dni od dnia zakończenia ostatniego kwartału roku obrotowego, którego raport dotyczy, w przypadku raportu kwartalnego za ostatni kwartał roku obrotowego,
- do 45 dni od dnia zakończenia kwartału roku obrotowego, którego raport dotyczy, w przypadku skonsolidowanego raportu kwartalnego,
- do 60 dni od dnia zakończenia ostatniego kwartału roku obrotowego, którego raport dotyczy, w przypadku skonsolidowanego raportu kwartalnego za ostatni kwartał roku obrotowego.

Przekazanie skonsolidowanego raportu kwartalnego zawierającego kwartalną informację finansową następuje w dniu określonym przez emitenta w raporcie bieżącym, nie później jednak niż w terminie określonym do przekazywania skonsolidowanego raportu kwartalnego.

Raporty półroczne

Raport półroczny (skonsolidowany raport półroczny) powinien zawierać co najmniej:

- wybrane dane finansowe, zawierające podstawowe pozycje półrocznego sprawozdania finansowego (półrocznego skonsolidowanego sprawozdania finansowego), w tym również przeliczone na euro,
- półroczne sprawozdanie finansowe (półroczne skonsolidowane sprawozdanie finansowe), sporządzone zgodnie z obowiązującymi zasadami rachunkowości (w przypadku stosowania polskich zasad rachunkowości sporządza się je w zakresie określonym w przepisach rozporządzenia o sprawozdaniach finansowych w prospekcie, a w przypadku stosowania MSR w zakresie określonym w tych standardach) i poddane przeglądowi,
- sprawozdanie zarządu na temat działalności emitenta (grupy kapitałowej emitenta) oraz zasad sporządzenia półrocznego sprawozdania finansowego (półrocznego skonsolidowanego sprawozdania finansowego),
- oświadczenie zarządu, iż półroczne sprawozdanie finansowe (półroczne skonsolidowane sprawozdanie finansowe) oraz dane porównywalne sporządzone zostały zgodnie z obowiązującymi zasadami rachunkowości, oraz że odzwierciedlają w sposób prawdziwy, rzetelny i jasny sytuację finansową i majątkową emitenta oraz jego wynik finansowy,
- oświadczenie zarządu o zgodnym z przepisami prawa wyborze biegłego rewidenta, dokonującego przeglądu półrocznego sprawozdania finansowego (półrocznego skonsolidowanego sprawozdania finansowego),

- raport biegłego rewidenta z przeglądu półrocznego sprawozdania finansowego (półrocznego skonsolidowanego sprawozdania finansowego).

Emitent będący jednostką dominującą nie musi przekazywać odrębnego raportu półrocznego, pod warunkiem zamieszczenia w skonsolidowanym raporcie półrocznym skróconego półrocznego sprawozdania finansowego wraz z raportem biegłego rewidenta z przeglądu dotyczącego tego sprawozdania, zawierającego: bilans, rachunek zysków i strat, zestawienie zmian w kapitale własnym, rachunek przepływu środków pieniężnych oraz skróconą informację dodatkową, zawierającą te informacje i dane, które są istotne dla właściwej oceny sytuacji majątkowej, finansowej i wyniku finansowego emitenta, a nie zostały zamieszczone w skonsolidowanym sprawozdaniu finansowym. W przypadku stosowania MSR skrócone półroczne sprawozdanie finansowe zawiera informacje sporządzone zgodnie z tymi standardami.

Raport półroczny przekazuje się w dniu określonym przez emitenta w raporcie bieżącym, niezwłocznie po wydaniu raportu z przeglądu przez biegłego rewidenta, nie później jednak niż w terminie 7 dni od dnia jego otrzymania przez emitenta oraz nie później niż w terminie 3 miesięcy od dnia zakończenia półrocza roku obrotowego, którego dotyczy.

Skonsolidowany raport półroczny przekazuje się w dniu określonym przez emitenta w raporcie bieżącym, nie później jednak niż w terminie 4 miesięcy od daty zakończenia pierwszego półrocza roku obrotowego, którego dotyczy. Raport półroczny oraz skonsolidowany raport półroczny jest przekazywany wyłącznie za pierwsze półrocze danego roku obrotowego.

Należy zwrócić uwagę, że w celu jak najszybszego udostępnienia inwestorom półrocznych jednostkowych wyników finansowych emitenta przekazanie skonsolidowanego raportu półrocznego zawierającego skrócone półroczne sprawozdanie finansowe następuje w terminie określonym do przekazania jednostkowego raportu półrocznego, nie później jednak niż w terminie 7 dni od dnia otrzymania przez emitenta raportu z przeglądu skonsolidowanego sprawozdania finansowego. A zatem w tym przypadku ma miejsce przesunięcie ostatecznego terminu przekazania skonsolidowanego raportu półrocznego z 4 do 3 miesięcy od zakończenia półrocza.

Raporty roczne

Raport roczny (skonsolidowany raport roczny) powinien zawierać co najmniej:

- pismo prezesa zarządu, w zwięzły sposób omawiające najważniejsze dokonania lub niepowodzenia emitenta (grupy kapitałowej emitenta) w da-

nym roku obrotowym i perspektywy rozwoju działalności emitenta (grupy kapitałowej emitenta) na najbliższy rok obrotowy, z określeniem adresatów raportu rocznego,

- wybrane dane finansowe, zawierające podstawowe pozycje rocznego sprawozdania finansowego (rocznego skonsolidowanego sprawozdania finansowego), w tym również przeliczone na euro,
- roczne sprawozdanie finansowe (roczne skonsolidowane sprawozdanie finansowe), sporządzone zgodnie z obowiązującymi zasadami rachunkowości (w przypadku stosowania polskich zasad rachunkowości sporządza się je w zakresie określonym w przepisach rozporządzenia o sprawozdaniach finansowych w prospekcie, a w przypadku stosowania MSR w zakresie określonym w tych standardach), zbadane przez biegłego rewidenta, zgodnie z obowiązującymi przepisami i normami zawodowymi,
- sprawozdanie zarządu lub osoby zarządzającej na temat działalności emitenta (grupy kapitałowej emitenta) oraz zasad sporządzenia rocznego sprawozdania finansowego (rocznego skonsolidowanego sprawozdania finansowego),
- oświadczenie zarządu, iż roczne sprawozdanie finansowe (roczne skonsolidowane sprawozdanie finansowe) oraz dane porównywalne sporządzone zostały zgodnie z obowiązującymi zasadami rachunkowości, oraz że odzwierciedlają w sposób prawdziwy, rzetelny i jasny sytuację finansową i majątkową emitenta oraz jego wynik finansowy,
- oświadczenie zarządu o zgodnym z przepisami prawa wyborze biegłego rewidenta, dokonującego badania rocznego sprawozdania finansowego (rocznego skonsolidowanego sprawozdania finansowego),
- opinię biegłego rewidenta o badanym sprawozdaniu finansowym (skonsolidowanym sprawozdaniu finansowym), zawierającą w odniesieniu do sprawozdania z działalności emitenta (grupy kapitałowej emitenta) opinię, czy informacje zawarte w tym sprawozdaniu uwzględniają przepisy rozporządzenia o obowiązkach informacyjnych i są zgodne z informacjami zawartymi w rocznym sprawozdaniu finansowym (rocznym skonsolidowanym sprawozdaniu finansowym), oraz raport biegłego rewidenta z badania rocznego sprawozdania finansowego (rocznego skonsolidowanego sprawozdania finansowego).

Raport roczny przekazuje się w dniu określonym przez emitenta w raporcie bieżącym, niezwłocznie po wydaniu opinii przez biegłego rewidenta, nie później jednak niż w terminie 7 dni od dnia jej otrzymania przez emitenta oraz nie później niż 6 miesięcy od dnia bilansowego, na który został sporządzony, a także nie później niż 15 dni przed terminem zwyczajnego walnego

zgromadzenia, dokonującego zatwierdzenia rocznego sprawozdania finansowego, zawartego w raporcie rocznym.

Skonsolidowany raport roczny grupy kapitałowej emitenta przekazuje się w dniu określonym przez emitenta w raporcie bieżącym, nie później niż 2 miesiące od daty określonej jako dzień przekazania raportu rocznego emitenta, z uwzględnieniem zapisów dotyczących wydania przez biegłego rewidenta opinii z badania sprawozdania finansowego i udostępnienia go przed terminem walnego zgromadzenia zatwierdzającego to sprawozdanie.

Omawiając terminy przekazywania raportów okresowych należy podkreślić, iż w szczególnie uzasadnionych przypadkach Komisja może przedłużyć termin przekazania do publicznej wiadomości raportów okresowych. Nie dotyczy to jednak terminu przekazania raportów rocznych.

15.1.2. Rynek giełdowy inny niż rynek oficjalnych notowań giełdowych oraz rynek pozagiełdowy

Jak wspomniano wyżej, obowiązki informacyjne emitentów notowanych na rynkach innych niż rynek oficjalnych notowań określone są przez regulaminy tych rynków. Obecnie w Polsce funkcjonują dwa tego rodzaju rynki — rynek giełdowy prowadzony przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. (tzw. rynek równoległy) oraz rynek pozagiełdowy, prowadzony przez MTS-CeTO S.A.

Obowiązki informacyjne na giełdowym rynku równoległym są bardzo zbliżone do obowiązków wykonywanych przez spółki notowane na rynku oficjalnych notowań (np. rynku podstawowym GPW), z tym wyjątkiem, że emitenci z rynku równoległego nie są obowiązani do przekazywania skonsolidowanych raportów kwartalnych oraz raportów półrocznych, zarówno jednostkowych jak i skonsolidowanych. Jedynie podmioty notowane w segmencie PRIM obowiązane są dodatkowo do przekazywania skonsolidowanych raportów kwartalnych.

W przypadku rynku pozagiełdowego zakres obowiązków informacyjnych uzależniony jest od rodzaju emitentów. Emitenci, których papiery wartościowe są jednocześnie przedmiotem ubiegania się o dopuszczenie lub są dopuszczone do obrotu na rynku oficjalnych notowań giełdowych, wypełniają obowiązki na rynku pozagiełdowym w zakresie określonym przez rozporządzenie o obowiązkach informacyjnych. Przypadek ten dotyczy np. emitentów giełdowych, których obligacje są jednocześnie przedmiotem obrotu na rynku pozagiełdowym. Pozostali emitenci, których papiery wartościowe notowane są wyłącznie na rynku pozagiełdowym, wypełniają obowiązki informacyjne

w węższym zakresie niż emitenci notowani na rynku giełdowym. W odniesieniu do raportów bieżących liczba przypadków, w których raporty mają być przekazywane, jest mniejsza i dotyczy najważniejszych zdarzeń. W regulaminie zawarte zostało jednak zastrzeżenie, iż emitent ma obowiązek przekazywania informacji odzwierciedlających specyfikę opisywanej sytuacji w sposób prawdziwy, rzetelny i kompletny, w zakresie umożliwiającym inwestorom ocenę jego sytuacji finansowej, majątkowej i gospodarczej.

Węższy zakres wymogów informacyjnych dotyczy nie tylko mniejszej liczby zdarzeń, o których należy poinformować, ale również łagodniejszych kryteriów definiujących znaczącą umowę lub aktywa o znaczącej wartości, które są przedmiotem tychże wymogów. Tak jak w przypadku emitentów notowanych na rynku giełdowym za znaczącą umowę lub aktywa o znacznej wartości uważa się odpowiednio umowę lub aktywa, których wartość przekracza 10% wartości kapitałów własnych lub przychodów ze sprzedaży za ostatnie cztery kwartały, tak w przypadku emitentów notowanych na rynkach nieurzędowych wielkości te uznaje się za znaczące, jeśli stanowią co najmniej 20% wartości kapitałów własnych lub przychodów ze sprzedaży. Dzięki takiemu rozwiązaniu pojęcia te zostały znacząco zawężone, co ma przełożenie na mniejszą liczbę przypadków, kiedy powstaje obowiązek przekazywania raportu bieżącego ich dotyczącego.

W odniesieniu do szczególnych przypadków przekazywania raportów bieżących emitent, podobnie jak na rynku urzędowym, powinien w takim samym zakresie informować o wynikach zakończonej subskrypcji lub sprzedaży papierów wartościowych, lub o odstąpieniu od przeprowadzenia publicznej oferty, o rejestracji papierów wartościowych w KDWP i złożeniu wniosku o ich dopuszczenie do obrotu na rynku nieurzędowym. Takie same wymogi informacyjne dotyczą również zdarzeń związanych z ogłoszeniem, przebiegiem i rezultatami walnego zgromadzenia spółki akcyjnej, projektami uchwał i uchwałami podjętymi, zaskarżonymi lub w stosunku do których wniesione zostało powództwo o ich uchylenie bądź stwierdzenie nieważności.

W przypadku emitenta wprowadzającego do notowań na rynku pozagiełdowym wyłącznie obligacje zakres obowiązków informacyjnych, w porównaniu z zakresem określonym przez rozporządzenie o obowiązkach informacyjnych jest taki sam.

W zakresie raportów okresowych emitenci, w porównaniu z obowiązkami na rynku oficjalnych notowań giełdowych, również mogą liczyć na większą swobodę. Przede wszystkim nie mają obowiązku przekazywania raportów półrocznych. Raporty okresowe obejmują raporty kwartalne, skonsolidowane raporty kwartalne, raporty roczne i skonsolidowane raporty roczne. Emi-

tent będący jednostką dominującą, zobowiązany do przekazywania skonsolidowanych raportów kwartalnych, nie ma obowiązku przekazywania odrębnego raportu kwartalnego, pod warunkiem zamieszczenia w skonsolidowanym raporcie kwartalnym danych jednostkowych za dany kwartał.

Nieco szerszy jest natomiast zakres informacji dodatkowej załączonej w raporcie kwartalnym, obejmujący dodatkowo informacje o emisjach obligacji, zaciągniętych przez emitenta kredytach lub pożyczkach w kwartale objętym tym raportem, jeżeli wartość emisji, kredytów lub pożyczek stanowi równowartość co najmniej 20% kapitałów własnych, oraz informacje o emisji obligacji zamiennych na akcje lub emisji obligacji z prawem pierwszeństwa.

Emitent wprowadzający do obrotu wyłącznie obligacje, z wyjątkiem obligacji zamiennych na akcje, zobowiązany jest do przekazywania raportów okresowych wyłącznie w formie półrocznych raportów okresowych w zakresie określonym dla raportów kwartalnych oraz raportów rocznych i skonsolidowanych raportów rocznych. Raport półroczny przekazuje się wyłącznie za pierwsze półrocze danego roku obrotowego, w terminie wskazanym w raporcie bieżącym, nie później jednak niż w terminie do 35 dni od dnia zakończenia pierwszego półrocza roku obrotowego

15.2. Obowiązki informacyjne emitentów związane z nabywaniem znacznych pakietów akcji spółek publicznych

Celem regulacji dotyczących zwiększania przez inwestorów udziału w spółkach publicznych jest zapewnienie ochrony akcjonariuszom mniejszościowym. Cel ten realizowany jest w ustawie o ofercie poprzez nałożenie na inwestorów określonych obowiązków związanych z nabywaniem lub zbywaniem akcji. Część tych obowiązków spoczywa również na samej spółce, jak na przykład obowiązek przekazywania informacji związanych z nabywaniem przez jej akcjonariuszy znacznych pakietów akcji. Istotną konsekwencją takiego rozwiązania jest brak obowiązków przekazywania tego typu informacji przez emitentów, którzy wprowadzili do obrotu na rynku regulowanym inne niż akcje papiery wartościowe, np. wyłącznie obligacje. W zależności od przedmiotu informacji ustawa o ofercie dzieli omawiane obowiązki na trzy grupy.

W grupie pierwszej znalazły się informacje dotyczące takiego nabycia akcji przez inwestora, które spowodowało osiągnięcie lub przekroczenie przez niego progu 5%, 10%, 20%, 25%, 33%, 50% albo 75% ogólnej liczby głosów na walnym zgromadzeniu, albo zbycia, w wyniku którego akcjonariusz stał się posiadaczem akcji zapewniających odpowiednio nie więcej niż 5%, 10%, 20%, 25%, 33%, 50% albo 75% liczby głosów, przy czym przed zbyciem był

posiadaczem akcji zapewniających co najmniej 5%, 10%, 20%, 25%, 33%, 50% albo 75% ogólnej liczby głosów na walnym zgromadzeniu. Obowiązek przekazania informacji dotyczy także przypadku nabycia lub zbycia akcji zmieniającego posiadaną dotychczas przez akcjonariusza liczbę ponad:

- 10% głosów o co najmniej:
 - 2% ogólnej liczby głosów, w przypadku spółki publicznej, której akcje zostały dopuszczone do obrotu na rynku oficjalnych notowań giełdowych, oraz
 - 5% ogólnej liczby głosów, w przypadku spółek publicznych, których akcje zostały dopuszczone do obrotu na rynkach regulowanych innych niż rynek oficjalnych notowań,
- 33% głosów o co najmniej 1% ogólnej liczby głosów.

Niezwłocznie po uzyskaniu informacji od akcjonariusza spółka obowiązana jest przekazać wymienione informacje równocześnie: agencji informacyjnej oraz spółce prowadzącej rynek regulowany, na którym notowane są akcje tej spółki. Jednakże w sytuacji, gdyby ujawnienie takiej informacji mogłoby zaszkodzić interesowi publicznemu lub spowodować istotną szkodę dla interesów danej spółki, Komisja może wówczas zwolnić spółkę publiczną z obowiązku przekazania zawiadomienia dotyczącego zmiany w akcjonariacie, pod warunkiem, że nie spowoduje to wprowadzenia w błąd ogółu inwestorów w zakresie oceny wartości papierów wartościowych. Komisja nie może natomiast zastosować takiego zwolnienia wobec akcjonariuszy spółki publicznej, na których ciąży ustawowy obowiązek przekazywania do spółki publicznej i do Komisji informacji dotyczących nabywania i zbywania znacznych pakietów akcji. Warto zwrócić uwagę, że akcjonariusze spółki publicznej powinni również informować o zbywaniu i nabywaniu obligacji zamiennych, kwitów depozytowych wystawionych w związku z akcjami spółki, a także innych papierów, z których wynika prawo lub obowiązek nabycia akcji.

W przypadku spółek publicznych notowanych na rynku giełdowym obowiązki informacyjne związane są również z ogłoszeniem wezwania do sprzedaży lub zamiany akcji danej spółki publicznej. W terminie 2 dni roboczych przed dniem rozpoczęcia przyjmowania zapisów zarząd spółki publicznej powinien w trybie raportu bieżącego przedstawić swoją opinię dotyczącą ogłoszonego wezwania oraz przekazać ją organizacjom zrzeszającym pracowników spółki.

W grupie drugiej znalazły się informacje dotyczące obowiązku przekazania do Komisji wykazu akcjonariuszy uprawnionych do udziału w walnym zgromadzeniu wraz z określeniem liczby akcji i głosów przysługujących każdemu z nich z posiadanych akcji. Informacje te spółka przekazuje nie później niż do dnia poprzedzającego wyznaczony dzień walnego zgromadzenia. Prze-

kazany wykaz powinien odpowiadać temu, który wynika z listy akcjonariuszy wyłożonej w siedzibie spółki przez trzy dni powszednie przed odbyciem walnego zgromadzenia. Należy zwrócić uwagę, że wykaz akcjonariuszy przekazywany jest wyłącznie Komisji. Spółki publiczne czasami popełniają błędy w tym zakresie, podając powyższe informacje również do agencji informacyjnej, co wykracza poza ustawowy obowiązek.

Grupa trzecia obejmuje obowiązek równoczesnego przekazania Komisji, agencji informacyjnej oraz spółce prowadzącej rynek regulowany, na którym notowane są akcje tej spółki, w terminie 7 dni od dnia odbycia walnego zgromadzenia wykazu akcjonariuszy posiadających co najmniej 5% ogólnej liczby głosów na tym walnym zgromadzeniu, z określeniem liczby głosów przysługujących każdemu z nich z posiadanych akcji. Zarząd powinien sporządzić taki wykaz na podstawie listy obecności, stanowiącej załącznik do protokołu walnego zgromadzenia.

15.3. Zasady dobrej praktyki giełdowej

Przeprowadzenie publicznej emisji akcji niesie ze sobą konieczność zaakceptowania obecności nowych akcjonariuszy w spółce i niejednokrotnie zaakceptowania zmodyfikowanego składu rady nadzorczej czy zarządu odzwierciedlającego nową strukturę akcjonariatu. Rzeczywistość pokazuje jednak, że w spółkach publicznych zasady przyzwoitego postępowania, uwzględniające interesy różnych grup podmiotów zaangażowanych w spółkę, nie zawsze mają zastosowanie. Atmosfera konstruktywnej współpracy między akcjonariuszami często ustępuje miejsca negatywnej rywalizacji i chęci bezwzględного uzyskania przewagi, co kontrastuje z powszechnym przekonaniem o elitarnym charakterze spółek publicznych, które powinny dawać dobry przykład w tym zakresie. Przepisy kodeksu spółek handlowych, jak i przepisy ustaw regulujących funkcjonowanie rynku kapitałowego nie są w stanie wymusić ułożenia prawidłowych stosunków między akcjonariuszami i organami spółki, gdyż powodowałyoby to nazbyt dużą ingerencję przepisów w tę sferę działalności spółek. W związku z powyższym Giełda Papierów Wartościowych, jako jedna z pierwszych instytucji, wyszła z inicjatywą skodyfikowania i wprowadzenia zasad ładu korporacyjnego w stosunku do spółek notowanych na organizowanym przez nią rynku.

Inicjatywa budowania polskich zasad dobrych praktyk w spółkach akcyjnych pojawiła się jesienią 1998 roku. W tym celu powołany został Komitet Dobrych Praktyk, którego członkowie przy tworzeniu stosownych zapisów opierali się zarówno na pozytywnych, jak i negatywnych doświadczeniach

polskich spółek publicznych, a także na kodeksach dobrych praktyk stosowanych na rynkach zagranicznych. W efekcie wielomiesięcznych prac i konsultacji z różnymi środowiskami związanymi z rynkiem kapitałowym, w lipcu 2002 roku powstał dokument „Dobre praktyki w spółkach publicznych w 2002”, obejmujący swoim zakresem:

- Dobre praktyki Walnych Zgromadzeń,
- Dobre praktyki Rad Nadzorczych,
- Dobre praktyki Zarządu,
- Dobre praktyki w zakresie relacji z osobami i instytucjami zewnętrznymi.

W sierpniu 2002 roku dokument „Dobre praktyki w spółkach publicznych w 2002”, zwany Kodeksem dobrych praktyk, został przekazany Giełdzie jako jego depozytariuszowi. W dniu 4 września 2002 roku Rada Giełdy uchwaliła zmiany w Regulaminie Giełdy umożliwiające uchwalenie zasad ładu korporacyjnego dla spółek giełdowych, które zostały następnie zatwierdzone przez Komisję w dniu 1 października 2002 roku. 16 października 2002 r. Rada Giełdy w drodze uchwały przyjęła zasady ładu korporacyjnego. Zgodnie z tą uchwałą spółki akcyjne będące emitentami akcji, obligacji zamiennych i obligacji z prawem pierwszeństwa, które są dopuszczone do obrotu giełdowego, były zobowiązane do złożenia do dnia 1 lipca 2003 roku oświadczeń o stosowaniu (lub niestosowaniu) wszystkich bądź wybranych zasad ładu korporacyjnego, natomiast spółki, dopuszczane do obrotu giełdowego po tym terminie, mają obowiązek dołączania przedmiotowego oświadczenia do wniosku o dopuszczenie papierów wartościowych do obrotu giełdowego.

W 2005 r. Komitet Dobrych Praktyk, w myśl deklaracji wyrażonej w Preambule „Dobrych praktyk...” postanowił dokonać weryfikacji i modyfikacji przedstawionego w 2002 r. zbioru zasad, których owocem stał się obowiązujący od 1 stycznia 2005 r. dokument zatytułowany 'Dobre praktyki w spółkach publicznych 2005'. Dokument ten uwzględnia doświadczenia praktyczne, opinie i sugestie uczestników rynku oraz ostatnie rekomendacje Komisji Europejskiej w tym zakresie.

W myśl przepisów Regulaminu Giełdy, przyjęte rozwiązania oparte są na zasadzie 'stosuj lub wyjaśnij', zgodnie z którą emitenci zobowiązani są do złożenia publicznego oświadczenia o stosowaniu lub niestosowaniu wskazanych przez emitenta zasad ładu korporacyjnego. Jeżeli emitent nie zadeklaruje, że w spółce przestrzegane są wszystkie zasady, jest on zobowiązany do wyjaśnienia, które z zasad nie są przestrzegane, wraz z podaniem przyczyn ich niestosowania. Spółki powinny bezzwłocznie informować o zmianach w zakresie stosowania zasad ładu korporacyjnego oraz załączać do raportów kwartalnych informację o wszelkich zdarzeniach sprzecznych z zasadami ładu korpo-

racyjnego, których przestrzeganie zadeklarowały, wraz z podaniem przyczyn naruszenia tych zasad. Ponadto emitenci mają obowiązek aktualizować co-rocennie (do dnia 1 lipca) przedmiotowe oświadczenie i podawać je do publicznej wiadomości.

Obowiązki wynikające z przestrzegania zasad ładu korporacyjnego są realizowane za pośrednictwem systemu ESPI. Zważywszy jednak, że Komisja sprawuje nadzór wyłącznie nad obowiązkami informacyjnymi emitentów, których papiery wartościowe zostały dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym, określonymi w przepisach ustawy o ofercie i rozporządzenia o obowiązkach informacyjnych, przekazywanie przez emitentów informacji dotyczących przestrzegania zasad określonych w Kodeksie dobrych praktyk, po uprzednim przyjęciu takiego zobowiązania, odbywa się na zasadach i w zakresie określonym przez przepisy Giełdy, tj. w sposób niezależny od informacji bieżących i okresowych przekazywanych na podstawie powszechnie obowiązujących przepisów prawa.

Wybrane zasady ładu korporacyjnego ²⁹

Zasady ogólne

I. Cel spółki

Podstawowym celem działania władz spółki jest realizacja interesu spółki, rozumianego jako powiększanie wartości powierzonego jej przez akcjonariuszy majątku, z uwzględnieniem praw i interesów innych niż akcjonariusze podmiotów, zaangażowanych w funkcjonowanie spółki, w szczególności wierzycieli spółki oraz jej pracowników.

II. Rządy większości i ochrona mniejszości

Spółka akcyjna jest przedsięwzięciem kapitałowym. Dlatego w spółce musi być uznawana zasada rządów większości kapitałowej i w związku z tym prymatu większości nad mniejszością. Akcjonariusz, który wniósł większy kapitał, ponosi też większe ryzyko gospodarcze. Jest więc uzasadnione, aby jego

²⁹ Wprowadzone Uchwałami Nr 44/1062 i Nr 45/1063 Rady Giełdy z dnia 15.12.2004 w sprawie przyjęcia zasad ładu korporacyjnego na rynku urzędowym i nieurzędowym oraz Uchwałami Nr 445/2004 i 446/2004 Zarządu Giełdy z dnia 15.12.2004 w sprawie przyjęcia zasad ładu korporacyjnego na rynku urzędowym i nieurzędowym.

interesy były uwzględniane proporcjonalnie do wniesionego kapitału. Mniejszość musi mieć zapewnioną należytą ochronę jej praw, w granicach określonych przez prawo i dobre obyczaje. Wykonując swoje uprawnienia, akcjonariusz większościowy powinien uwzględniać interesy mniejszości.

III. Uczciwe intencje i nienadużywanie uprawnień

Wykonywanie praw i korzystanie z instytucji prawnych powinno opierać się na uczciwych intencjach (dobrej wierze) i nie może wykraczać poza cel i gospodarcze uzasadnienie, ze względu na które instytucje te zostały ustanowione. Nie należy podejmować działań, które wykraczając poza tak ustalone ramy stanowiłyby nadużycie prawa. Należy chronić mniejszość przed nadużywaniem uprawnień właścicielskich przez większość oraz chronić interesy większości przed nadużywaniem uprawnień przez mniejszość, zapewniając możliwie jak najszerszą ochronę słusznym interesom akcjonariuszy i innych uczestników obrotu.

IV. Kontrola sądowa

Organy spółki i osoby prowadzące walne zgromadzenie nie mogą rozstrzygać kwestii, które powinny być przedmiotem orzeczeń sądowych. Nie dotyczy to działań, do których organy spółki i osoby prowadzące walne zgromadzenie są uprawnione lub zobowiązane przepisami prawa.

V. Niezależność opinii zamawianych przez spółkę

Przy wyborze podmiotu mającego świadczyć usługi eksperckie, w tym w szczególności usługi biegłego rewidenta, usługi doradztwa finansowego i podatkowego oraz usługi prawnicze, spółka powinna uwzględnić, czy istnieją okoliczności ograniczające niezależność tego podmiotu przy wykonywaniu powierzonych mu zadań.

Dobre Praktyki walnych zgromadzeń

- Walne zgromadzenie powinno odbywać się w miejscu i czasie ułatwiającym jak najszerszemu kręgowi akcjonariuszy uczestnictwo w zgromadzeniu.
- Krótkie przerwy w obradach, nie stanowiące odroczenia obrad, zarządzane przez przewodniczącego w uzasadnionych przypadkach, nie mogą mieć na celu utrudniania akcjonariuszom wykonywania ich praw.
- Głosowania nad sprawami porządkowymi mogą dotyczyć tylko kwestii związanych z prowadzeniem obrad zgromadzenia. Nie poddaje się pod

głosowanie w tym trybie uchwał, które mogą wpływać na wykonywanie przez akcjonariuszy ich praw.

Dobre Praktyki rad nadzorczych

- Członek rady nadzorczej powinien posiadać należyte wykształcenie, doświadczenie zawodowe oraz doświadczenie życiowe, reprezentować wysoce poziom moralny oraz być w stanie poświęcić niezbędną ilość czasu, pozwalającą mu w sposób właściwy wykonywać swoje funkcje w radzie nadzorczej. Kandydatury członków rady nadzorczej powinny być zgłaszane i szczegółowo uzasadniane w sposób umożliwiający dokonanie świadomego wyboru.
- Przynajmniej połowę członków rady nadzorczej powinni stanowić członkowie niezależni, zaś w spółkach, gdzie jeden akcjonariusz posiada pakiet akcji dający ponad 50% ogólnej liczby głosów, rada nadzorcza powinna liczyć co najmniej dwóch niezależnych członków, w tym niezależnego przewodniczącego komitetu audytu, jeśli taki komitet został ustanowiony. Niezależni członkowie rady nadzorczej powinni być wolni od powiązań ze spółką i akcjonariuszami lub pracownikami, które mogłyby istotnie wpłynąć na zdolność niezależnego członka do podejmowania bezstronnych decyzji.
- Wynagrodzenie członków rady nadzorczej powinno być ustalane na podstawie przejrzystych procedur i zasad. Wynagrodzenie powinno być godziwe, lecz nie powinno stanowić istotnej pozycji kosztów działalności spółki ani wpływać w poważny sposób na jej wynik finansowy. Powinno też pozostawać w rozsądnej relacji do wynagrodzenia członków zarządu. Łączna wysokość wynagrodzeń wszystkich, a także indywidualna każdego z członków rady nadzorczej powinna być ujawniana w raporcie rocznym wraz z informacją o procedurach i zasadach jego ustalania.

Dobre Praktyki zarządów

- Przy podejmowaniu decyzji w sprawach spółki członkowie zarządu powinni działać w granicach uzasadnionego ryzyka gospodarczego, tzn. po rozpatrzeniu wszystkich informacji, analiz i opinii, które w rozsądnej ocenie zarządu powinny być w danym przypadku wzięte pod uwagę ze względu na interes spółki. Przy ustalaniu interesu spółki należy brać pod uwagę uzasadnione w długookresowej perspektywie interesy akcjonariuszy, wierzycieli, pracowników spółki oraz innych podmiotów i osób współpracujących ze spółką w zakresie jej działalności gospodarczej, a także interesy społeczności lokalnych.

- Przy dokonywaniu transakcji z akcjonariuszami oraz innymi osobami, których interesy wpływają na interes spółki, zarząd powinien działać ze szczególną starannością, aby transakcje były dokonywane na warunkach rynkowych.
- Członek zarządu powinien traktować posiadane akcje spółki oraz spółek wobec niej dominujących i zależnych jako inwestycję długoterminową.
- Wynagrodzenie członków zarządu powinno być ustalane na podstawie przejrzystych procedur i zasad, z uwzględnieniem jego charakteru motywacyjnego oraz zapewnienia efektywnego i płynnego zarządzania spółką. Wynagrodzenie powinno odpowiadać wielkości przedsiębiorstwa spółki, pozostawać w rozsądnym stosunku do wyników ekonomicznych, a także wiązać się z zakresem odpowiedzialności wynikającej z pełnionej funkcji, z uwzględnieniem poziomu wynagrodzenia członków zarządu w podobnych spółkach na porównywalnym rynku.
- Łączna wysokość wynagrodzeń wszystkich, a także indywidualna każdego z członków zarządu powinna być ujawniana w raporcie rocznym w podziale na poszczególne składniki wynagrodzenia wraz z informacją o procedurach i zasadach jego ustalania. Jeżeli wysokość wynagrodzenia poszczególnych członków zarządu znacznie się od siebie różni, zaleca się opublikowanie stosownego wyjaśnienia.

Dobre Praktyki w zakresie relacji z osobami i instytucjami zewnętrznymi

- Podmiot, który ma pełnić funkcję biegłego rewidenta w spółce, powinien być wybrany w taki sposób, aby zapewniona była niezależność przy realizacji powierzonych mu zadań.
- W celu zapewnienia niezależności opinii spółka powinna dokonywać zmiany biegłego rewidenta przynajmniej raz na pięć lat. Przez zmianę biegłego rewidenta rozumie się również zmianę osoby dokonującej badania. Ponadto w dłuższym okresie spółka nie powinna korzystać z usług tego samego podmiotu dokonującego badania.
- Rewidentem ds. spraw szczególnych nie może być podmiot pełniący obecnie lub w okresie, którego dotyczy badanie, funkcję biegłego rewidenta w spółce lub w podmiotach od niej zależnych.
- Spółka powinna dysponować odpowiednimi procedurami i zasadami dotyczącymi kontaktów z mediami i prowadzenia polityki informacyjnej, zapewniającymi spójne i rzetelne informacje o spółce. Spółka powinna, w zakresie zgodnym z przepisami prawa i uwzględniającym jej interesy, udostępniać przedstawicielom mediów informacje na temat swojej bieżącej działalności, sytuacji gospodarczej przedsiębiorstwa, jak również umożliwić im obecność na walnych zgromadzeniach.

16. Jednolity paszport prospektu emisyjnego w UE

Nowe regulacje UE dotyczące prospektu emisyjnego — dyrektywa 2003/71/WE i rozporządzenie 809/2004 — wprowadziły w życie tzw. „jednolity paszport“ prospektu emisyjnego zatwierdzonego przez właściwy organ nadzoru jednego z państw członkowskich UE. Emitent dysponujący takim prospektem emisyjnym jest uprawniony do prowadzenia na jego podstawie oferty publicznej papierów wartościowych lub uzyskania ich dopuszczenia do obrotu na rynku regulowanym w dowolnym państwie członkowskim UE lub należącym do Europejskiego Obszaru Gospodarczego (Norwegia, Islandia, Lichtenstein), a organ nadzoru tego państwa nie będzie uprawniony do ponownej weryfikacji i zatwierdzenia takiego prospektu emisyjnego.

Podstawą jednolitego paszportu prospektu emisyjnego jest reguła, iż jedno państwo członkowskie UE sprawuje nadzór nad emitentem w zakresie prospektu emisyjnego. W tym celu wprowadzone zostało rozróżnienie na państwo macierzyste i państwo przyjmujące.

Państwem macierzystym będzie z zasady państwo członkowskie UE, w którym emitent ma swoją siedzibę. Od tej zasady są dwa wyjątki. Pierwszym wyjątkiem są papiery wartościowe o charakterze nieudziałowym, których jednostkowa wartość nominalna wynosi nie mniej niż 1 tys. euro. Drugim wyjątkiem są papiery wartościowe o charakterze nieudziałowym uprawniające do nabycia innych papierów wartościowych albo wymiany na inne papiery wartościowe lub do rozliczenia pieniężnego w wyniku realizacji prawa w nich inkorporowanego, pod warunkiem wszakże, że emitentem papierów wartościowych o charakterze nieudziałowym nie jest emitent papierów wartościowych nabywanych lub obejmowanych w wyniku realizacji tego prawa lub inny podmiot należący do jego grupy

kapitałowej. W obu tych przypadkach emitent może dokonać wyboru państwa macierzystego spośród tych państw członkowskich UE, w których ma mieć miejsce oferta publiczna lub dopuszczenie do obrotu na rynku regulowanym, albo w którym emitent ma siedzibę. Biorąc powyższe pod uwagę, możliwe jest, że jeden emitent będzie miał *de facto* więcej niż jedno państwo macierzyste. Będzie tak, gdy podmiot jest jednocześnie emitentem akcji, ponieważ wówczas państwem macierzystym będzie dla niego państwo, w którym ma siedzibę, i emitentem jednego z powyższych szczególnych papierów wartościowych, ponieważ wówczas państwem macierzystym będzie państwo, w którym prowadzona jest oferta publiczna lub następuje dopuszczenie do obrotu na rynku regulowanym.

Państwem przyjmującym jest każde państwo członkowskie UE, w którym ma miejsce oferta publiczna lub następuje dopuszczenie papierów wartościowych do obrotu na rynku regulowanym, a które nie jest państwem macierzystym danego emitenta.

W przypadku emitentów z siedzibą poza UE państwem macierzystym będzie państwo członkowskie UE, w którym prowadzona jest oferta publiczna lub w którym papiery wartościowe są notowane na rynku regulowanym, według wyboru emitenta lub właściciela papierów wartościowych, który przeprowadza daną ofertę publiczną.

W przypadku, gdy emitent, dla którego Polska jest państwem macierzystym, zamierza prowadzić ofertę publiczną lub notować papiery wartościowe w innym państwie członkowskim UE na podstawie prospektu emisyjnego zatwierdzonego przez KPWiG, składa do KPWiG wniosek o poinformowanie organu nadzoru w danym państwie o fakcie zatwierdzenia prospektu emisyjnego. Przedmiotowy wniosek można złożyć łącznie z wnioskiem o zatwierdzenie prospektu albo w dowolnym momencie po jego zatwierdzeniu. W przypadku złożenia tego wniosku łącznie z wnioskiem o zatwierdzenie prospektu emisyjnego, KPWiG dokona powiadomienia w terminie 1 dnia roboczego od dnia zatwierdzenia prospektu emisyjnego. Natomiast w przypadku, gdy emitent zwróci się o to po zatwierdzeniu prospektu emisyjnego, KPWiG dokona powiadomienia w terminie 3 dni roboczych od dnia złożenia wniosku.

Powiadomienie właściwych organów nadzoru w ramach systemu jednolitego paszportu następuje w postaci specjalnego zaświadczenia wystawianego w języku angielskim (*certificate of approval*). W zaświadczeniu tym KPWiG informuje, iż prospekt emisyjny danego emitenta i papierów wartościowych został zatwierdzony. KPWiG wskazuje również datę tego zatwierdzenia, podstawę sporządzenia danego prospektu emisyjnego oraz informacje, które za zgodą KPWiG nie zostały w prospekcie emisyjnym zamieszczone (z podaniem przesłanek takiego zwolnienia).

Do zaświadczenia potwierdzającego zatwierdzenie prospektu emisyjnego załączany jest egzemplarz tegoż prospektu sporządzony w języku akceptowanym przez organ nadzoru państwa przyjmującego (w praktyce najczęściej w języku urzędowym danego państwa) lub w języku zwyczajowo stosowanym na międzynarodowych rynkach finansowych (w praktyce w języku angielskim). Wybór w tym przypadku należy do emitenta lub właściciela papierów wartościowych, który przeprowadza daną ofertę publiczną.

Wraz z prospektem emisyjnym przekazywane jest tłumaczenie dokumentu podsumowującego (podsumowania w przypadku prospektu jednoczęściowego) na język urzędowy państwa przyjmującego, jeżeli taki wymóg w danym państwie przyjmującym obowiązuje.

Tłumaczenia prospektu i jego podsumowania jest dokonywane przez emitenta, który ponosi za nie odpowiedzialność w przypadku niezgodności z wersją prospektu emisyjnego zatwierdzoną przez KPWiG.

Zgodnie z wypracowanymi na dzień dzisiejszy zasadami przekazywania przedmiotowych zaświadczeń między poszczególnymi organami nadzoru państw członkowskich UE za wystarczającą uznawana jest forma elektroniczna przedmiotowych dokumentów oraz mailowe ich przekazywanie. Dodatkowo, w przypadku, gdy regulacje krajowe danego państwa przyjmującego wymagają z różnych względów formy materialnej składanej dokumentacji, konieczne może się okazać dosłanie również drukowanej formy wszystkich tych dokumentów.

W przypadku prospektu emisyjnego zatwierdzonego w państwie członkowskim UE, mającego być podstawą oferty publicznej lub dopuszczenia na rynek regulowany w Polsce, zasada zastosowania jednolitego paszportu prospektu emisyjnego jest analogiczna do przedstawionej powyżej.

Potwierdzenie zatwierdzenia prospektu emisyjnego wraz z prospektem emisyjnym w języku polskim lub angielskim (według wyboru emitenta lub wprowadzającego) i tłumaczeniem na język polski dokumentu podsumowującego (podsumowania w przypadku prospektu jednoczęściowego) może być przekazany do KPWiG drogą mailową lub w formie drukowanej. Udostępnienie takiego prospektu emisyjnego do publicznej wiadomości w Polsce może nastąpić dopiero po otrzymaniu przez KPWiG przedmiotowych dokumentów.

Podobnie jak prospekt emisyjny tak i aneksy do prospektu emisyjnego objęte są zasadą jednolitego paszportu. Tak więc emitent powinien na bieżąco czuwać, aby tego typu aktualizacje prospektu emisyjnego były również przekazywane do właściwych organów nadzoru państw członkowskich UE, w których jego prospekt emisyjny jest podstawą oferty publicznej lub dopuszczenia do obrotu na rynku regulowanym.

Załącznik nr 1 – Instytucje publicznego rynku papierów wartościowych

KOMISJA PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH I GIEŁD
PL. POWSTAŃCÓW WARSZAWY 1
00-950 WARSZAWA
www.kpwig.gov.pl

KRAJOWY DEPOZYT PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH S.A.
UL. KSIAŻĘCA 4
00-498 WARSZAWA
www.kdpw.com.pl

GIEŁDA PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH W WARSZAWIE S.A.
UL. KSIAŻĘCA 4
00-498 WARSZAWA
www.gpw.com.pl

MTS-CeTO S.A.
UL. LESZNO 14
01-192 WARSZAWA
www.mts-ceto.pl

STOWARZYSZENIE EMITENTÓW GIEŁDOWYCH
UL. NOWY ŚWIAT 35/9
00-029 WARSZAWA
www.seg.org.pl

**Załącznik nr 2 – Spółki publiczne oraz emitenci wyłącznie obligacji
dopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym**

7BULLS.COM S.A. UL. GRÓJECKA 194 02-390 WARSZAWA www.7bulls.com.pl	ABG STER - PROJEKT S.A. UL. MAGAZYNOWA 1 02-652 WARSZAWA www.spsa.com.pl	AGORA S.A. UL. CZERSKA 8/10 00-732 WARSZAWA www.agora.pl
ALCHEMIA S.A. UL. KRAKUSA 3 49-300 BRZEG www.garbarniabrzeg.com.pl	ALMA MARKET S.A. UL. PILOTÓW 6 30-969 KRAKÓW www.almamarket.pl	AL - PRAS S.A. UL. JASNOGÓRSKA 79 42-200 CZĘSTOCHOWA www.yawal.pl
AMBRA S.A. UL. PUŁAWSKA 336 02-819 WARSZAWA www.ambra.com.pl	AMICA WRONKI S.A. UL. MICKIEWICZA 52 64-510 WRONKI www.amica.com.pl	AMPLI S.A. UL. PRZEMYSŁOWA 27 33-100 TARNÓW www.ampli.com.pl
AMREST HOLDINGS N.V. ROKIN 55, 1012KK AMSTER- DAM, POSTBUS 990, 1000 AZ AMSTERDAM HOLANDIA	APATOR S.A. UL. ŻÓŁKIEWSKIEGO 21/29 87-100 TORUŃ www.apator.torun.pl	AQUA S.A. UL. 1-GO MAJA 23 43-300 BIELSKO-BIAŁA www.aqua.com.pl
ARKSTEEL S.A. UL. CHEŁMSKA 21 00-724 WARSZAWA www.pekpol.com.pl	ARTMAN S.A. UL. BAGROWA 7 30-733 KRAKÓW www.artman.pl	ASSECO POLAND S.A. AL. ARMII KRAJOWEJ 80 35-307 RZESZÓW www.comprzeszow.pl
ATLANTA POLAND S.A. UL. ZAŁOGOWA 17 80-557 GDAŃSK www.atlantapoland.com.pl	ATLANTIS S.A. UL. WAGONOWA 12 02-233 WARSZAWA www.atlantis-sa.pl	ATM S.A. UL. GROCHOWSKA 21A 04-186 WARSZAWA www.atm.com.pl
ATM GRUPA S.A. UL. BŁĘKITNA 3. BIELANY WROCŁAWSKIE 55-040 KOBIERZYCE www.atmgrupa.pl	BANK AUSTRIA CREDITANSTALT AG VORDERE ZOLLAMTSTRASSE 13 A-1030 WIEDEŃ www.ba-ca.com	BANK BPH S.A. AL. POKOJU 1 31-548 KRAKÓW www.bph.pl
BANK HANDLOWY W WARSZAWIE S.A. UL. SENATORSKA 16 00-923 WARSZAWA www.citibankhandlowy.pl	BANK MILLENNIUM S.A. AL. JEROZOLIMSKIE 123A 02-017 WARSZAWA www.bankmillennium.pl	BANK OCHRONY ŚRODOWISKA S.A. AL. JANA PAWŁA II 12 00-950 WARSZAWA www.bosbank.pl
BANK POLSKA KASA OPIEKI S.A. UL. GRZYBOWSKA 53/57 00-950 WARSZAWA www.pekao.com.pl	BANK ZACHODNI WBK S.A. RYNEK 9/11 50-950 WROCŁAW www.bzwbk.pl	BARLINEK S.A. UL. PRZEMYSŁOWA 1 74-320 BARLINEK www.barlinek.com.pl
BAUMA S.A. UL. KLASYKÓW 10 03-115 WARSZAWA www.bauma.com.pl	BEST S.A. UL. MORSKA 59 81-323 GDYNIA www.best.com.pl	BETACOM S.A. UL. POŁCZYŃSKA 31A 01-377 WARSZAWA www.betacom.com.pl
BICK S.A. UL. SIENKIEWICZA 63 25-002 KIELCE www.kbbp-bick.com.pl	BIOTON S.A. UL. STAROŚCIŃSKA 5 02-516 WARSZAWA www.bioton.pl	BMP AKTIENGESELLSCHAFT ALT-MOABIT 59-61 D-10555 BERLIN NIEMCY

BORSODCHEM RT
BOLYAI TER 1
3702 KAZINCBARCIKA WĘGRY

BROKER FM S.A.
UL. TWARDA 30
00-831 WARSZAWA
www.broker.fm.pl

CAPITAL PARTNERS S.A.
UL. NOWOGRODZKA 50
00-950 WARSZAWA
www.c-p.pl

CENTROZAP S.A.
UL. POWSTAŃCÓW 34
40-954 KATOWICE

CERSANIT S.A.
UL. ZAGNAŃSKA 27
25-528 KIELCE
www.cersanit.com.pl

COMP S.A.
UL. GEN SOSNKOWSKIEGO 29
02-495 WARSZAWA
www.comp.com.pl

DECORA S.A.
UL.IGNACEGO
PRĄDZYŃSKIEGO 24 A
63-000 ŚRODA WIELKOPOLSKA
www.decora.pl

DRUGI NFI S.A.
AL. ARMII LUDOWEJ 26
00-609 WARSZAWA
www.pzunfi.pl

ELDORADO S.A.
UL. METALURGICZNA 30
20-234 LUBLIN
www.eldorado.pl

ELEKTROCIEPŁOWNIA
BĘDZIN S.A.
UL. MAŁOBADZKA 141
42-500 BĘDZIN
www.ecb.com.pl

ELEKTROWNIA "KOZIENICE" S.A.
ŚWIERŻE GÓRNE, GMINA
KOZIENICE
26-900 KOZIENICE 1
www.elko.com.pl

EMC INSTYTUT MEDYCZNY S.A.
UL. PILCZYCKA 144-148
54-144 WROCŁAW
www.emc-sa.pl

BORYSZEW S.A.
UL. 15 SIERPNI 106
96-500 SOCHACZEW
www.boryszew.com.pl

BUDIMEX S.A.
UL. STAWKI 40
01-040 WARSZAWA
www.budimex.com.pl

CCC S.A.
UL. STREFOWA 6
POLKOWICE DOLNE 59-101
POLKOWICE

CENTRUM LEASINGU
I FINANSÓW CLIF S.A.
AL. RÓŻ 2
00-556 WARSZAWA
www.clif.pl

CIECH S.A.
UL. POWĄŻKOWSKA 46/50
01-728 WARSZAWA
www.ciech.com

COMPUTERLAND S.A.
AL. JEROZOLIMSKIE 180
02-486 WARSZAWA
www.computerland.pl

DORADZTWO GOSPODARCZE
DGA S.A.
UL. TOWAROWA 35
61-896 POZNAŃ
www.dga.com.pl

DZ BANK S.A.
PLAC PIŁSUDSKIEGO 3
00-078 WARSZAWA
www.dzbank.pl

ELEKTRIM S.A.
UL. PAŃSKA 77/79
00-834 WARSZAWA
www.elektrim.pl

ELEKTROMONTAŻ-EXPORT S.A.
UL. OGRODOWA 28/30
00-896 WARSZAWA
www.elektromontaz-export.com.pl

ELSTAR OILS S.A.
UL. OGÓLNA 1G
82-300 ELBLĄG
www.elstaroil.pl

ENEA S.A.
UL. NOWOWIEJSKA 11
60-967 POZNAŃ
www.enea.pl

BRE BANK S.A.
UL. SENATORSKA 18
00-950 WARSZAWA
www.brebank.com.pl

BUDOPOL-WROCŁAW S.A.
UL. RACŁAWICKA 15/19
53-149 WROCŁAW
www.budopol.wroc.pl

CENTROSTAL S.A.
UL. BUDOWLANYCH 42
80-298 GDAŃSK
www.centrostal.gda.pl

CERAMIKA NOWA GALA S.A.
UL. CERAMICZNA 1
26-200 KOŃSKIE
www.nowa-gala.com.pl

COMARCH S.A.
AL. JANA PAWŁA II 39A
31-864 KRAKÓW
www.comarch.pl

COMPUTER SERVICE
SUPPORT S.A.
UL. JAGIELLOŃSKA 78
03-301 WARSZAWA
www.css.pl

DROZAPOL-PROFIL S.A.
UL. TORUŃSKA 298A
85-880 BYDGOSZCZ
www.drozapol.pl

ECHO INVESTMENT S.A.
UL. ZAGNAŃSKA 27
25-528 KIELCE
www.echo-inv.com.pl

ELEKTROBUDOWA S.A.
UL. PORCELANOWA 12
40-246 KATOWICE
www.elbudowa.com.pl

ELEKTROMONTAŻ
WARSZAWA S.A.
UL. OBRZEŻNA 3
02-691 WARSZAWA
www.elektromontaz.pl

EMAX S.A.
UL. TOWAROWA 35
61-896 POZNAŃ
www.emax.com.pl

ENERGOAPARATURA S.A.
UL. GEN. K. PUŁASKIEGO 7
40-273 KATOWICE
www.enap.com.pl

ENERGOMONTAŻ
POŁUDNIE S.A.
UL. MICKIEWICZA 15
40-951 KATOWICE
www.energomontaz.pl

EUROCASH S.A.
UL. WOŁCZYŃSKA 18
60-003 POZNAŃ
www.eurocash.com.pl

FABRYKA MEBLI FORTE S.A.
UL. BIAŁA 1
07-300 OSTRÓW MAZOWIECKA
www.forte.com.pl

FARMACOL S.A.
UL. RZEPAKOWA 2
40-541 KATOWICE
www.farmacol.com.pl

FERRUM S.A.
UL. PORCELANOWA 11
40-246 KATOWICE
www.ferrum.com.pl

FIRMA HANDLOWA JAGO S.A.
UL. DASZYŃSKIEGO 10A
32-065 KRZESZOWICE
www.jago.com.pl

FON S.A.
UL. GRZYBOWSKA 76/78
00-844 WARSZAWA
www.fon-sa.pl

FSNG GRUPA KAPITAŁOWA
FASING S.A.
UL. MODELARSKA 11
40-142 KATOWICE
www.fasing.pl

GETIN HOLDING S.A.
PLAC POWSTAŃCÓW
ŚLĄSKICH 16-18
53-314 WROCŁAW
www.getin.pl

GRUPA KĘTY S.A.
UL. KOŚCIUSZKI 111
32-650 KĘTY
www.gk-kety.com.pl

GRUPA ŻYWIEC S.A.
UL. BROWARNA 88
34-300 ŻYWIEC
www.grupazywiec.pl

ENERGOMONTAŻ
PÓLNOĆ S.A.
UL. PRZEMYSŁOWA 30
00-450 WARSZAWA
www.energomontaz.com.pl

EUROFAKTOR S.A.
UL. MODRZEWSKIEGO 42
41-405 MYŚLOWICE
www.eurofaktor.pl

FABRYKA ŚRUB W ŁAŃCUCIE
ŚRUBEX S.A.
PODZWIERZYNYNIEC 41
37-100 ŁAŃCUT
www.srubex.com.pl

FBT MILMET S.A.
UL. GEN. ST. GROTA-
ROWECKIEGO 130
41-200 SOSNOWIEC
www.milmet.com.pl

FFIL ŚNIEŻKA S.A.
39-102 LUBZINA 34a
www.sniezka.com.pl

FK POLLENA-EWA S.A.
UL. 6 SIERPNI 15/17
90-616 ŁÓDŹ
www.pollenaewa.com.pl

FORTIS BANK POLSKA S.A.
UL. POSTĘPU 15
02-676 WARSZAWA
www.fortisbank.com.pl

FUND.1 PIERWSZY NFI S.A.
UL. DWORKOWA 3
00-784 WARSZAWA
www.brepe.com.pl

GLOBE TRADE CENTRE S.A.
UL. DOMANIEWSKA 41
02-672 WARSZAWA
www.gtc.com.pl

GRUPA LOTOS S.A.
UL. ELBŁĄSKA 135
80-718 GDAŃSK

HOGA.PL S.A.
UL. BARLICKIEGO 18
44-100 GLIWICE
www.hoga.pl

ENERGOPOL - POŁUDNIE S.A.
UL. JEDNOŚCI 2
41-208 SOSNOWIEC
www.energopol-pld.com.pl

FABRYKA KOTŁÓW RAFAKO S.A.
UL. ŁĄKOWA 33
47-400 RACIBÓRZ
www.rafako.com.pl

FAM-TECHNIKA
ODLEWNICZA S.A.
UL. POLNA 8
86-200 CHELMNO
www.fam.com.pl

FEH PONAR - WADOWICE S.A.
UL. WOJSKA POLSKIEGO 29
34-100 WADOWICE
www.ponar-wadowice.pl

FIRMA CHEMICZNA
DWORY S.A.
UL. CHEMIKÓW 13
32-600 OŚWIĘCIM

FOKSAL NFI S.A.
UL. ZWYCIEZCÓW 28 LOK. 18
03-938 WARSZAWA
www.foksal.com.pl

FORTUM WROCŁAW S.A.
UL. WALONSKA 3 - 5
50-413 WROCŁAW
www.mpec.wroc.pl

GANT S.A.
UL. RYNEK 28
59-220 LEGNICA
www.gant.com.pl

GRAAL S.A.
UL. ZACHODNIA 22
84-200 WEJHEROWO
www.graal.pl

GRUPA ONET.PL S.A.
UL. WIERTNICZA 166
02-952 WARSZAWA
www.grupaonet.pl

HOLDIKOM S.A.
UL. PARTYZANCKA 27
63-400 OSTRÓW WIELKOPOLSKI
www.holdikom.com.pl

- HOOP S.A.
UL. JANA OLBRACHTA 94
01-102 WARSZAWA
www.hoop.com.pl
- HYDROBUDOWA ŚLĄSK S.A.
UL. WOLNEGO 4
40-857 KATOWICE
www.hydrobudowa.silesia.pl
- IMPEL S.A.
UL. ŚLĘŻNA 118
53-111 WROCŁAW
www.impel.pl
- ING BANK ŚLĄSKI S.A.
UL. SOKOLSKA 34
40-086 KATOWICE
www.ing.pl
- INTER GROCLIN AUTO S.A.
KARPICKO UL. JEZIORNA 3
64-200 WOLSZTYN
www.groclin.com.pl
- INTERNETOWY DOM
MAKLERSKI S.A.
MAŁY RYNEK 7
31-041 KRAKÓW
www.idmsa.pl
- IZOLACJA-JAROCIN S.A.
UL. POZNAŃSKA 24/26
63-200 JAROCIN
- KAREN NOTEBOOK S.A.
UL. PRZASNYSKA 6b
01-756 WARSZAWA
www.karen.pl
- KOELNER S.A.
UL. KWIDZYŃSKA 6
51-416 WROCŁAW
www.koelner.com.pl
- KPPD S.A.
UL. 3-GO MAJA 2
78-400 SZCZECINEK
www.kppd.pl
- LENA LIGHTING S.A.
UL. KÓRNICKA 52
63-000 ŚRODA WIELKOPOLSKA
- HSG IRENA S.A.
UL. SZKLARSKA 9
88-100 INOWROCŁAW
www.huta-irena.com.pl
- HYGIENIKA S.A.
UL. OKÓLNA 45
05-270 MARKI K/WARSZAWY
www.hygienika.pl
- IMPExMETAL S.A.
UL. ŁUCKA 7/9
00-842 WARSZAWA
www.impexmetal.com.pl
- INSTAL KRAKÓW S.A.
UL. KONSTANTEGO BRANDLA 1
30-732 KRAKÓW
www.instal-krakow.com.pl
- INTERIA.PL S.A.
UL. KRÓLEWSKA 57
30-081 KRAKÓW
www.interia.pl
- INVAR&BIURO SYSTEM S.A.
UL. SUWAŁSKA 16
93-176 ŁÓDŹ
www.ibsystem.com.pl
- JC AUTO S.A.
UL. SZYSZKOWA 35/37
02-285 WARSZAWA
www.jcauto.pl
- KHS KROSNO S.A.
UL. TYSIĄCLECIA 13
38-400 KROSNO
www.krosno.com.pl
- KOMPAP S.A.
UL. POJEZIERSKA 90
91-341 ŁÓDŹ
www.kompap.com.pl
- KREDYT BANK S.A.
UL. M. KASPRZAKA 2/8
01-211 WARSZAWA
www.kredytbank.com.pl
- LENTEX S.A.
UL. POWSTAŃCÓW 54
42-700 LUBLINIEC
www.lentex.com.pl
- HUTMEN S.A.
UL. GRABISZYŃSKA 241
53-234 WROCŁAW
www.hutmen.pl
- ILAWSKIE ZAKŁADY
DROBIARSKIE EKODROB S.A.
UL. SKŁADOWA 8
14-200 ILAWA
www.ekodrob.com.pl
- INDYKPOL S.A.
UL. JESIENNA 3
10-370 OLSZTYN
www.indykpole.com.pl
- INTER CARS S.A.
UL. POWSIŃSKA 64
02-903 WARSZAWA
www.intercars.com.pl
- INTERNET GROUP S.A.
UL. JAGIELLOŃSKA 36
03-719 WARSZAWA
www.zigzag.pl
- IVAX CORPORATION
4400 BISCAYNE BOULEVARD
MIAMI, FLORIDA 33137 U.S.A.
www.ivax.com
- JUPITER NFI S.A.
UL. NOWOGRODZKA 47A
00-695 WARSZAWA
www.jupiter-nfi.pl
- KGHM POLSKA MIEDŹ S.A.
UL. M. SKŁODOWSKIEJ –
CURIE 48
59-301 LUBIN
www.kghm.com.pl
- KORPORACJA GOSPODARCZA
EFEKT S.A.
UL. OPOLSKA 12
31-323 KRAKÓW
www.efektsa.pl
- LEASCO S.A.
UL. ŚW. KAZIMIERZA 2
42-200 CZĘSTOCHOWA
www.leasco.com.pl
- LPP S.A.
UL. ŁĄKOWA 39/44
80-769 GDAŃSK
www.lpp.com.pl

- LUBAWA S.A.
UL. DWORCOWA 1
14-260 LUBAWA
www.lubawa.com.pl
- EDA INWEST S.A.
UL. BRACKA 25
00-028 WARSZAWA
- MCI MANAGEMENT S.A.
UL. ŚWIĘTEGO MIKOŁAJA 7
50-125 WROCŁAW
www.mci.com.pl
- MOL Magyar Olaj-es Gazipari
Reszvenytarsasag (Węgierska
Spółka Naftowo-Gazownicza
MOL Rt.)
OCTOBER HUSZONHARMA-
DIKA UTCA 18
1117 BUDAPESZT WĘGRY
- MOSTOSTAL PŁOCK S.A.
UL. TARGOWA 12
09-400 PŁOCK
www.mostostal-plock.com.pl
- MNI S.A.
UL. ŻURAWIA 8
00-503 WARSZAWA
www.szeptel.pl
- NAFTOBUDOWA S.A.
UL. POWSTAŃCÓW 66
31-670 KRAKÓW
www.naftobudowa.pl
- NFI FORTUNA S.A.
UL. DWORCOWA 3
00-784 WARSZAWA
www.brepe.com.pl
- NFI EMPIK MEDIA
& FASHION S.A.
UL. ŻURAWIA 8
00-503 WARSZAWA
- NFI PROGRESS S.A.
AL. ARMII LUDOWEJ 3
00-609 WARSZAWA
www.pzunfi.pl
- NOVITA S.A.
UL. DEKORACYJNA 3
65-722 ZIELONA GÓRA
www.novita.com.pl
- LUBELSKIE ZAKŁADY
PRZEMYSŁU
SPIRYTUSOWEGO POLMOS S.A.
UL. SPÓŁDZIELCZA 6
20-402 LUBLIN
www.polmos-lublin.com
- MACROSOFT S.A.
UL. JAGIELLOŃSKA 36
03-719 WARSZAWA
www.microsoft.pl
- MEDIATEL S.A.
UL. WSPÓLNA 61
00-687 WARSZAWA
www.medianet.pl
- MONDI PACKAGING PAPER
ŚWIECIE S.A.
UL. BYDGOSKA 1
86-100 ŚWIECIE
www.frantschach.com
- MOSTOSTAL WARSZAWA S.A.
UL. KONSTRUKTORSKA 11 A
02-673 WARSZAWA
www.mostostal.waw.pl
- MUZA S.A.
UL. MARSZAŁKOWSKA 8
00-590 WARSZAWA
www.muza.com.pl
- NEONET S.A.
UL. ŻMIGRODZKA 242 D
51-131 WROCŁAW
www.neonet.com.pl
- NFI
IM. E. KWIATKOWSKIEGO S.A.
AL. ARMII LUDOWEJ 26
00-609 WARSZAWA
www.pzunfi.pl
- NFI MAGNA POLONIA S.A.
AL. JANA PAWŁA II 25
00-854 WARSZAWA
www.magnapolonia.com.pl
- NKT CABLES S.A.
UL. LEGIONÓW 59
43-502 CZECHOWICE -
DZIEDZICE
www.nktcables.com
- NOVITUS S.A.
UL. NAWOJOWSKA 118
33-300 NOWY SĄCZ
- LZPS PROTEKTOR S.A.
UL. KUNICKIEGO 20-24
20-417 LUBLIN
www.protektorsa.pl
- MASTERS S.A.
UL. SŁUBICKA 2
59-220 LEGNICA
www.jeansmasters.com.pl
- MENNICA PAŃSTWOWA S.A.
UL. PERECA 21
00-958 WARSZAWA
www.mennica.com.pl
- MOSTOSTAL EXPORT S.A.
UL. OBRZEŻNA 3
02-691 WARSZAWA
www.mostostal-export.com.pl
- MOSTOSTAL ZABRZE
HOLDING S.A.
UL. WOLNOŚCI 191
41-800 ZABRZE
www.mostostal.zabrze.pl
- MZO S.A.
UL. WIEJSKA 23
64-400 OSTRÓW
WIELKOPOLSKI
www.mzo.ostrow-wielkopolski.pl
- NETIA S.A.
UL. POLECZKI 13
02-822 WARSZAWA
www.netia.pl
- NFI PIAST S.A.
UL. EMILII PLATER 28
00-688 WARSZAWA
www.nfipiast.pl
- NFI OCTAVA S.A.
UL. KRÓLEWSKA 16
00-103 WARSZAWA
www.octava.com.pl
- NORDEA BANK POLSKA S.A.
UL. KIELECKA 2
81-303 GDYNIA
www.nordeabank.pl
- ODLEWNIE POLSKIE S.A.
AL. WYZWOLENIA 70
27-200 STARACHOWICE
www.odlewniepolskie.pl

- ODRATRANS S.A.
UL.KLECZKOWSKA 50
50-227 WROCŁAW
www.odratrans.com.pl
- ORBIS S.A.
UL. BRACKA 16
00-028 WARSZAWA
www.orbis.pl
- PAGED S.A.
UL. MINERALNA 7
02-274 WARSZAWA
www.paged.com.pl
- PC GUARD S.A.
UL.JANICKIEGO 20
60-542 POZNAŃ
www.pcguard.pl
- PEKAES S.A.
UL. SIEMIOGRODZKA 1/3
01-204 WARSZAWA
www.pekaes.com.pl
- PEPW ELKOP S.A.
UL. JÓZEFA MARONIA 44
41-506 CHORZÓW
www.elkop.pl
- PHS HYDROTOR S.A.
UL. CHOJNICKA 72
89-500 TUCHOLA
www.hydrotor.com.pl
- POLCOLORIT S.A.
UL.JELENIÓGÓRSKA 7
58-573 PIECHOWICE
www.polcolorit.pl
- “POLMOS” BIAŁYSTOK S.A.
UL.ELEWATORSKA 20
15-950 BIAŁYSTOK
www.polmos.bialystok.pl
- POLSKI KONCERN MIĘSNY
DUDA S.A.
UL. NOWOGRODZKA 62B
02-002 WARSZAWA
www.duda.net.pl
- PPWK S.A.
UL. SOLEC 18/20
00-410 WARSZAWA
www.ppwk.com.pl
- PROJPRZEM S.A.
UL. BERNARDYŃSKA 13
85-029 BYDGOSZCZ
www.projprzem.com
- OPOCZNO S.A.
UL.PRZEMYSŁOWA 5
26-300 OPOCZNO
www.opoczno.com
- ORFE S.A.
UL. JANA SEBASTIANA BACHA 2
02-743 WARSZAWA
www.orfe.pl
- PBG S.A.
UL.SKÓRZEWSKA 35
62-081 PRZEŻMIEROWO
www.pbg-sa.pl
- PC JUTRZENKA S.A.
UL. KOŚCIUSZKI 53
85-079 BYDGOSZCZ
www.jutrzenka.com.pl
- PEMUG S.A.
UL. REYMONTA 24
40-029 KATOWICE
www.pemug.com.pl
- PF JELFA S.A.
UL. WINCENTEGO POLA 21
58-500 JELENIA GÓRA
www.jelfa.com.pl
- PIP INSTAL-LUBLIN S.A.
UL. LUCYNY HERC 9
20-328 LUBLIN
www.instal.com.pl
- POLIMEX MOSTOSTAL
SIEDLCE S.A.
UL. CZACKIEGO 15/17
00-043 WARSZAWA
www.mostostal.siedlce.pl
- POLNORD S.A.
UL. NA PIASKACH 10
80-846 GDAŃSK
www.polnord.pl
- POLSKIE GÓRNICCTWO NAF-
TOWE I GAZOWNICTWO S.A.
UL.KRUCZA 6/14
00-537 WARSZAWA
www.pgnig.pl
- PRATERM S.A.
UL.BRONISŁAWA CZECHA 36
04-555 WARSZAWA
www.praterm.pl
- PROKOM SOFTWARE S.A.
AL. JEROZOLIMSKIE 65/79
00-697 WARSZAWA
www.prokom.pl
- OPTIMUS S.A.
UL. NAWOJOWSKA 118
33-300 NOWY SĄCZ
www.optimus.com.pl
- OZC S.A.
UL. WYSOCKA 57
63-400 OSTRÓW
WIELKOPOLSKI
www.ozc.ostrow-wielkopolski.pl
- PBPiO RESBUD S.A.
AL. PIŁSUDSKIEGO 32
35-959 RZESZÓW
www.resbud.pl
- PEI KOPEX S.A.
UL. GRABOWA 1
40-172 KATOWICE
www.kopex.com.pl
- PEPEES S.A.
UL. POZNAŃSKA 121
18-402 ŁOMŻA
www.pepees.pl
- PFLEIDERER GRAJEWO S.A.
UL. WIÓROWA 1
19-203 GRAJEWO
www.pfleiderer.pl
- PKN ORLEN S.A.
UL. CHEMIKÓW 7
09-411 PŁOCK
www.orklen.pl
- POLISH ENERGY
PARTNERS S.A.
UL.WIERTNICZA 169
02-952 WARSZAWA
www.pepsa.com.pl
- POLSKA GRUPA
FARMACEUTYCZNA S.A.
UL. ZBĄSZYŃSKA 3
91-342 ŁÓDŹ
www.pgf.com.pl
- POWSZECHNA KASA
OSZCZĘDNOŚCI BANK
POLSKI S.A.
UL.PUŁAWSKA 15
02-515 WARSZAWA
www.pkobp.pl
- PROCHEM S.A.
UL. POWĄŻKOWSKA 44C
01-797 WARSZAWA
www.prochem.com.pl
- PROSPER S.A.
UL. KRAKOWIAKÓW 65
02-255 WARSZAWA
www.prosper.ic.pl

- PROVIMI - ROLIMPEX S.A.
AL. JEROZOLIMSKIE 146 D
02-305 WARSZAWA
www.rolimpex.waw.pl
- PWiK WODKAN S.A.
UL. PARTYZANCKA 27
63-400 OSTRÓW
WIELKOPOLSKI
www.wodkan.ostrow-wielkopolski.pl
- REDAN S.A.
UL. ŻNIWNA 10/14
94-250 ŁÓDŹ
www.redan.com.pl
- SAGITTARIUS-STRZELEC S.A.
UL. OLSZAŃSKA 6A
31-513 KRAKÓW
www.strzelec.com.pl
- SIMPLE S.A.
UL. BRONIŚLAWA
CZECHA 49/51
04-555 WARSZAWA
www.simple.com.pl
- SOFTBANK S.A.
UL. 17 STYCZNIA 72A
02-146 WARSZAWA
www.softbank.pl
- SPRAY S.A.
AL. ARMII LUDOWEJ 14
00-638 WARSZAWA
www.spray.pl
- STALPROFIL S.A.
UL. ROŹDZIENSKIEGO 11A
41-308 DĄBROWA GÓRNICZA
www.stalprofil.com.pl
- SWARZĘDZ MEBLE S.A.
UL. POZNAŃSKA 14
62-020 SWARZĘDZ
www.swarzedz-sa.com.pl
- T.C. DĘBICA S.A.
UL. 1-GO MAJA 1
39-200 DĘBICA
www.debica.com.pl
- TELL S.A.
UL. GRUNWALDZKA 182/196
60-186 POZNAŃ
www.tell.com.pl
- TORFARM S.A.
SZOSA BYDGOSKA 58
87-100 TORUŃ
www.torfarm.com.pl
- PRÓCHNIK S.A.
UL. KILIŃSKIEGO 228
93-124 ŁÓDŹ
www.prochnik.com.pl
- PZM "PZZ" W BOLESŁAWCU S.A.
AL. TYSIĄCLECIA 48
59-700 BOLESŁAWIEC
www.pzz-boleslawiec.pl
- RELPOL S.A.
UL. 11 LISTOPADA 37
68-200 ŻARY
www.relpol.com.pl
- SANWIL W PRZEMYSŁU S.A.
UL. LWOWSKA 52
37-700 PRZEMYŚL
www.sanwil.com.pl
- SIÓDMY NFI IM.
K. WIELKIEGO S.A.
UL. ZWYCIĘZCÓW 28 LOK 51
03-939 WARSZAWA
www.7nfi.pl
- SOKOŁÓW S.A.
AL. 550-LECIA 1
08-300 SOKOŁÓW PODLASKI
www.sokolow.pl
- STALEXPORT S.A.
UL. MICKIEWICZA 29
40-085 KATOWICE
www.stalexport.com.pl
- STOMIL SANOK S.A.
UL. REYMONTA 19
38-500 SANOK
www.stomilsanok.com.pl
- SWISSMED CENTRUM
ZDROWIA S.A.
UL. WILEŃSKA 44
80-215 GDAŃSK
www.swissmed.pl
- TECHMEX S.A.
UL. PARTYZANTÓW 71
43-316 BIELSKO-BIAŁA
www.techmex.com.pl
- TIM S.A.
UL. STARGARDZKA 8A
54-156 WROCŁAW
www.tim.pl
- TRAVELPLANET.PL S.A.
UL. ŚWIDNICKA 13
50-066 WROCŁAW
www.travelplanet.pl
- PTS PLAST-BOX S.A.
UL. LUTOSŁAWSKIEGO 17A
76-200 SŁUPSK
www.plast-box.pl
- RAFAMET S.A.
UL. STASZICA 1
47-420 KUŹNIA RACIBORSKA
www.rafamet.com.pl
- REMAK S.A.
UL. ZIELONOGÓRSKA 3
45-955 OPOLE
www.remak.com.pl
- SFINKS POLSKA S.A.
UL. KOŃCZUSZKI 80/82
90-437 ŁÓDŹ
www.sfinks.pl
- SKY EUROPE HOLDING AG
BIBERSTRASSE 11/8
A-1010 WIEDEŃ
AUSTRIA
- SPIN S.A.
UL. WITA STWOSZA 7
40-954 KATOWICE
www.spinsa.pl
- STALPRODUKT S.A.
UL. WYGODA 69
32-700 BOCHNIA
www.stalprodukt.com.pl
- SUWARY S.A.
UL. PIOTRA SKARGI 45/47
95-200 PABIANICE
www.suwary.com.pl
- TALEX S.A.
UL. KARPIA 27 D
61-619 POZNAŃ
www.talex.com.pl
- TELEKOMUNIKACJA
POLSKA S.A.
UL. TWARDA 18
00-105 WARSZAWA
www.tp.pl
- TOORA S.A.
UL. SANDOMIERSKA 14
37-400 NISKO
- TU EUROPA S.A.
PLAC ORLAŃ LWOWSKICH 1
53-605 WROCŁAW
www.europa-tu.com.pl

TUIR WARTA S.A.
UL. CHMIELNA 85/87
00-805 WARSZAWA
www.warta.com.pl

TVN S.A.
UL. WIERTNICZA 166
02-952 WARSZAWA
www.tvn.pl

V NFI VICTORIA S.A.
UL. DWORKOWA 3
00-784 WARSZAWA
www.brepe.com.pl

WANDALEX S.A.
UL. GARAZOWA 7
02-651 WARSZAWA
www.wandalex.com.pl

WILBO S.A.
UL. SKANDYNAWSKA 7
84-120 WŁADYSŁAWOWO
www.wilbo.com.pl

WYDAWNICTWA SZKOLNE
I PEDAGOGICZNE S.A.
AL. JEROZOLIMSKIE 136
02-305 WARSZAWA
www.wsip.com.pl

ZAKŁADY ELEKTRONIKI
GÓRNICZEJ S.A.
UL. BISKUPA BURSCHEGO 3
43-100 TYCHY
www.zeg.pl

ZAKŁADY TWORZYW SZTU-
CZNYCH ZĄBKOWICE-ERG S.A.
UL. CHEMICZNA 6
42-520 DĄBROWA GÓRNICZA
www.erg.com.pl

ZASTAL S.A.
UL. SULECHOWSKA 4A
65-119 ZIELONA GÓRA
www.zastal.pl

ZELMER S.A.
UL. HOFFMANOWEJ 19
35-016 RZESZÓW
www.zelmer.pl

ZG SKOTAN S.A.
UL. FABRYCZNA 10
43-430 SKOCZÓW
www.skotan.com.pl

TRANS UNIVERSAL
POLAND S.A.
UL. PRZEJAZDOWA 17
05-800 PRUSZKÓW
www.tup.com.pl

UNIMIL S.A.
UL. GĘSIA 8
31-535 KRAKÓW
www.unimil.com.pl

VENTUS S.A.
AL. WŁODARZEWSKA 69
02-384 WARSZAWA
www.ventus.net.pl

WAWEL S.A.
UL. MASARSKA 6/8
31-534 KRAKÓW
www.wawel.com.pl

WKURUK S.A.
UL. PUŁASKIEGO 11/17
60-607 POZNAŃ
www.wkruk.pl

ZACHODNI NFI S.A.
UL. ŻURAWIA 22
00-515 WARSZAWA

ZAKŁADY MIĘSNE
BEEF - SAN S.A.
UL. ORZESZKOWEJ 8
38-500 SANOK
www.beefsan.com.pl

ZAKŁADY URZĄDZEŃ
KOMPUTEROWYCH ELZAB S.A.
UL. KRUCZKOWSKIEGO 39
41-813 ZABRZE
www.elzab.com.pl

ZCH PERMEDIA S.A.
UL. GRENADIERÓW 9
20-331 LUBLIN
www.permedia.pl

ZETKAMA FABRYKA ARMA-
TURY PRZEMYSŁOWEJ S.A.
UL. ŚLĄSKA 24
57-300 KŁODZKO
www.zetkama.com.pl

ZL ORZEŁ S.A.
UL. DASZYŃSKIEGO 16
58-533 MYŚLAKOWICE
www.orzel.com.pl

TRAS - INTUR S.A.
UL. MARCINKOWSKIEGO 154
88-100 INOWROCŁAW
www.tras.pl

VARIANT S.A.
UL. CZERWIŃSKIEGO 3B
31-319 KRAKÓW
www.variant.pl

VISTULA S.A.
UL. NADWIŚLAŃSKA 13
30-527 KRAKÓW
www.vistula.com.pl

WIELKOPOLSKIE FABRYKI
MEBLI S.A.
UL. J. PIĘSUDSKIEGO 62
64-600 OBORNIKI
WIELKOPOLSKIE
www.wfm.com.pl

WÓLCZANKA S.A.
UL. WÓLCZAŃSKA 243
93-035 ŁÓDŹ
www.wolczanka.com.pl

ZAKŁADY AZOTOWE
PUŁAWY S.A.
AL. TYSIĄCLECIA PAŃSTWA
POLSKIEGO 13
24-110 PUŁAWY
www.zapulawy.pl

ZAKŁADY ODZIEŻOWE
BYTOM S.A.
UL. WROCŁAWSKA 32/34
41-900 BYTOM
www.bytom.com.pl

ZA POLNA S.A.
UL. OBOZOWA 23
37-700 PRZEMYSŁ
www.polna.com.pl

ZD MEWA S.A.
UL. KRZESZOWSKA 62
23-400 BIŁGORAJ
www.mewa.com.pl

ZEW KOGENERACJA S.A.
UL. ŁOWIECKA 24
50-220 WROCŁAW
www.kogeneracja.com.pl

ZM ROPCZYCE S.A.
UL. PRZEMYSŁOWA 1
39-100 ROPCZYCE
www.ropczyce.com.pl

ZNTK ŁAPY S.A.
UL. PPLK.NILSKIEGO-
ŁAPIŃSKIEGO 29
18-100 ŁAPY
www.zntklapy.com.pl

ZPUE WYPYCHEWICZ S.A.
UL. JĘDRZEJOWSKA 79C
29-100 WŁOSZCZOWA
www.zpuesa.com.pl

ZPC MIESZKO S.A.
UL. STAROWIEJSKA 75
47-400 RACIBÓRZ
www.mieszko.com.pl

ZREW S.A.
UL. ELEKTRYCZNA 2A
00-346 WARSZAWA
www.zrew.com.pl

ZPJ WISTIL S.A.
UL. MAJKOWSKA 13
62-800 KALISZ
www.wistil.pl

ZT KRUSZWICA S.A.
UL. NIEPODLEGŁOŚCI 42
88-150 KRUSZWICA
www.ztkruszwica.pl

Emitenci wyłącznie obligacji, dopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym

EUROPEJSKI FUNDUSZ
HIPOTECZNY S.A.
UL. WIERTNICZA 107
02-952 WARSZAWA

CHI POLSKA S.A.
UL. KIJOWSKA 1
03-738 WARSZAWA

BRE Bank Hipoteczny S.A.
UL. CHMIELNA 132/134
00-805 WARSZAWA

BZ WBK FINANCE &
LEASING S.A.
PLAC ANDERSA 5
61-894 POZNAŃ

GRUPA PSB S.A.
WEŁECZ 142
28-100 BUSKO ZDRÓJ

BPH Bank Hipoteczny S.A.
AL. ARMII LUDOWEJ 26
00-609 WARSZAWA

BZ WBK LEASING S.A.
PL. GEN. WŁADYSŁAWA
ANDERSA 5
61-894 POZNAŃ

CITIBANK N.A.
399 PARK AVENUE
NOWY JORK 10043
STANY ZJEDNOCZONE
AMERYKI PÓŁNOCNEJ

Źródło: KPWiG. Stan na dzień 31 grudnia 2005 r.

Załącznik nr 3 – Domy maklerskie działające na rynku publicznym

Centralny Dom Maklerski Pekao S.A. ul. Wołoska 18 02-675 Warszawa (Curtis Plaza) www.cdmpekao.com.pl	ING Securities S.A. Pl. Trzech Krzyży 10/14 00-499 Warszawa www.ingsecurities.pl
Biuro Maklerskie Banku BPH S.A. Al. Pokoju 1 31-548 Kraków www.bm.bph.pl	Millennium Dom Maklerski S.A. Al. Jerozolimskie 123A 02-017 Warszawa www.millenniumdm.pl
PKO BP S.A. Bankowy Dom Maklerski ul. Puławska 15 02-515 Warszawa www.pkobp.pl/bdm	KBC Securities N.V. (Spółka Akcyjna) Oddział w Polsce ul. Chmielna 85/87 00-805 Warszawa www.kbcmakler.pl
Dom Inwestycyjny BRE BANKU S.A. ul. Wspólna 47/49 00-684 Warszawa www.breinwest.com.pl	Dom Maklerski BZ WBK S.A. Plac Wolności 15 60-967 Poznań www.dmbzwbk.pl
BM Banku Gospodarki Żywnościowej S.A. ul. Żurawia 6/12 00-503 Warszawa www.bgz.pl	Dom Maklerski IPOPEMA S.A. ul. Waliców 11 00-851 Warszawa www.ipopema.pl
CA IB Securities S.A. ul. Emilii Plater 53 00-113 Warszawa www.ca-ib.pl	Dom Maklerski Amerbrokers S.A. Al. Jerozolimskie 123A 02-017 Warszawa www.amerbrokers.pl
Dom Maklerski Banku Handlowego S.A. ul. Chałubińskiego 8 00-613 Warszawa www.citibank.com	ERSTE Securities Polska S.A. Ul. Królewska 16 00-103 Warszawa www.esp.pl
Dom Maklerski Banku Ochrony Środowiska S.A. ul. Marszałkowska 78/80 00-517 Warszawa www.bossa.pl	Biuro Maklerskie BIASE S.A. ul. Żeromskiego 75 26-600 Radom www.bise.pl
Dom Maklerski PENETRATOR S.A. Rynek Główny 6 31-042 Kraków www.penetратор.pl	DB Securities S.A. Al. Armii Ludowej 26 00-609 Warszawa www.dbsecurities.com.pl
Beskidzki Dom Maklerski S.A. ul. Stojałowskiego 27 43-300 Bielsko-Biała www.bdm.com.pl	Fortis Securities Polska S.A. ul. Postępu 15 02-676 Warszawa www.fsp.pl
Dom Maklerski Polonia NET S.A. ul. Floriańska 55 31-019 Kraków www.polonia.com.pl	Internetowy Dom Maklerski S.A. ul. Mały Rynek 7 31-041 Kraków www.idmsa.pl

Źródło: KPWiG. Stan na dzień 31 grudnia 2005 r.

Załącznik nr 4 – Przykładowe koszty publicznej emisji akcji i obligacji

Hoga S.A.

Pierwsza publiczna emisja - 2.000.000 akcji serii D po cenie emisyjnej 4,5 zł

Koniec subskrypcji 22 maja 2001 r.

Wartość emisji 9.000,0 tys. zł

Szczegółowe koszty emisji

Koszty związane ze sporządzeniem prospektu emisyjnego w tym:

Koszty doradcy prawnego 129,2 tys. zł

Koszty biegłego rewidenta 72,8 tys. zł

Koszty podmiotu oferującego 20,0 tys. zł

Koszty prowizyjne podmiotu oferującego 36,4 tys. zł

Inne koszty związane z oferowaniem akcji 81,0 tys. zł

Koszty druku prospektu emisyjnego 62,8 tys. zł

Koszty druku skrótu prospektu emisyjnego i ogłoszeń 31,7 tys. zł

Koszty promocji i inne wydatki 106,6 tys. zł

Koszty łączne 143,2 tys. zł

Udział kosztów w wartości emisji 554,5 tys. zł

6,15%

LPP S.A.

Pierwsza publiczna emisja - 300.000 akcji serii G po cenie emisyjnej 48 zł

Koniec subskrypcji 12 lutego 2001 r.

Wartość emisji 14.000,0 tys. zł

Szczegółowe koszty emisji

Wynagrodzenie subemitenta 167,0 tys. zł

Koszt doradztwa prawnego i finansowego i przygotowania prospektu 295,2 tys. zł

Koszt oferującego 172,8 tys. zł

Koszt promocji oferty 473,6 tys. zł

Pozostałe koszty 21,5 tys. zł

Koszty łączne 1.130,2 tys. zł

Udział kosztów w wartości emisji 7,85%

Poligrafia S.A.

Emisja 1.689.650 akcji serii H po cenie emisyjnej 18 zł

Koniec subskrypcji 21 czerwca 2001 r.

Wartość emisji 30.413,7 tys. zł

Szczegółowe koszty emisji

Koszty przygotowania prospektu emisyjnego (w tym koszty biegłego rewidenta) 20,0 tys. zł

Koszty doradztwa prawnego i finansowego 970,7 tys. zł

Koszty promocji 50,0 tys. zł

Koszty łączne 1.030,7 tys. zł

Udział kosztów w wartości emisji 3,39%

Browary Żywiec S.A.

Publiczna zamknięta subskrypcja 3.942.768 akcji po cenie emisyjnej 166 zł

Koniec subskrypcji 29 października 2001 r.

Wartość emisji 654.499,5 tys. zł

Szczegółowe koszty emisji

Koszt przygotowania prospektu emisyjnego, doradztwo prawne i finansowe 433,8 tys. zł

-KPMG Audyt Polska Sp. z o.o. (umowa o świadczenie usług biegłego rewidenta)

-Allen & Overy Poland Sp. z o.o. (umowa o świadczenie usług doradcy prawnego)

-Dom Maklerski Banku Handlowego S.A. (umowa o świadczenie usług oferującego)

Koszty wymogów informacyjnych (ogłoszenia, druk formularzy zapisów na akcje itp.) 107,1 tys. zł

-Partner of Promotion Sp. z o.o.	
-Gazeta Giełdy Parkiet	
-Dziennik Finansowy Prawo i Gospodarka	
Oplaty ewidencyjne Komisji, opłaty na rzecz GPW i KDPW	306,9 tys. zł
Koszty łącznie	847,8 tys. zł
Udział kosztów w wartości emisji	0,13%

Impel S.A.

Emisja 6.000.000 akcji serii D po cenie emisyjnej 26,00 zł	
Emisja 200.000 akcji serii E po cenie emisyjnej 13,00 zł	
Koniec subskrypcji: seria D - 10 października 2003 r., seria E - 31 października 2003 r.	
Łączna wartość obu emisji	158.600,0 tys. zł
<u>Szczegółowe koszty emisji, m.in.:</u>	
Koszty przygotowania prospektu emisyjnego (w tym koszty doradztwa)	960,0 tys. zł
Koszty przygotowania i przeprowadzenia oferty	2.548,0 tys. zł
Koszt subemitenta	572,0 tys. zł
Koszty promocji oferty	200,0 tys. zł
Pozostałe koszty	572,0 tys. zł
Koszty łącznie	4.280,0 tys. zł
Udział kosztów w wartości obu emisji łącznie	2,70%

Redan S.A.

Emisja 215.000 akcji serii L po cenie emisyjnej 1,00 zł	
Emisja 8.508.000 akcji serii M po cenie emisyjnej 1,00 zł	
Emisja 114.000 akcji serii N po cenie emisyjnej 3,50 zł	
Emisja 3.750.000 akcji serii O po cenie emisyjnej 12,00 zł	
Terminy subskrypcji: od 24 do 28 listopada 2003 r.	
Łączna wartość wszystkich emisji	54.122,0 tys. zł
<u>Szczegółowe koszty emisji, m.in.:</u>	
Koszty przygotowania prospektu emisyjnego (w tym koszty doradztwa)	786,2 tys. zł
Koszty przygotowania i przeprowadzenia oferty	76,7 tys. zł
Koszty promocji oferty	69,4 tys. zł
Pozostałe koszty	76,7 tys. zł
Koszty łącznie	1.009,0 tys. zł
Udział kosztów w wartości wszystkich emisji łącznie	1,86%

SM Media S.A.

Emisja 36.000 akcji serii D po cenie emisyjnej 10,00 zł	
Koniec subskrypcji: 24 października 2003 r.	
Wartość emisji	360,0 tys. zł
<u>Szczegółowe koszty emisji, m.in.:</u>	
Koszty przygotowania prospektu emisyjnego (w tym koszty doradztwa)	50,0 tys. zł
Koszty przygotowania i przeprowadzenia oferty	18,9 tys. zł
Koszty łącznie	68,9 tys. zł
Udział kosztów w łącznej wartości obu emisji	19,13%

FFiL Śnieżka S.A.

Emisja 2.100.000 akcji serii E po cenie emisyjnej 1,00 zł	
Emisja 2.100.000 akcji serii F po cenie emisyjnej 22,00 zł	
Koniec subskrypcji: seria E - 9 grudnia 2003 r., seria F - 12 grudnia 2003 r.	
Łączna wartość obu emisji	48.300,0 tys. zł
<u>Szczegółowe koszty emisji, m.in.:</u>	
Koszty przygotowania prospektu emisyjnego (w tym koszty doradztwa)	346,0 tys. zł
Koszty przygotowania i przeprowadzenia oferty	1.069,0 tys. zł
Koszty promocji oferty	1.269,0 tys. zł
Koszty łącznie	2.684,0 tys. zł
Udział kosztów w łącznej wartości obu emisji	5,55%

ATM GRUPA S.A.

Emisja 1.150.000 akcji serii B po cenie emisyjnej 2,00 zł	
Emisja 1.300.000 akcji serii C po cenie emisyjnej 36,00 zł	
Koniec subskrypcji: seria B – 15 grudnia 2003 r., seria C - 30 grudnia 2003 r.	
Łączna wartość obu emisji	49.100,0 tys. zł
<u>Szczegółowe koszty emisji, m.in.:</u>	
Koszty przygotowania prospektu emisyjnego (w tym koszty doradztwa)	415,0 tys. zł
Koszty przygotowania i przeprowadzenia oferty	995,0 tys. zł
Koszty promocji oferty	120,0 tys. zł
Pozostałe koszty (w tym opłat KPWiG, KDPW i GPW)	80,0 tys. zł
Koszty razem	1.610,0 tys. zł
Udział kosztów w łącznej wartości obu emisji	3,28%

Capital Partners S.A.

Emisja 300.000 obligacji serii I o wartości nominalnej 100 zł każda	
Koniec subskrypcji 4 czerwca 2002 r.	
Wartość emisji (według wartości nominalnej)	30.000,0 tys. zł
Subskrybowano 180.000 obligacji	
Wartość subskrybowanych obligacji	18.000,0 tys. zł
<u>Szczegółowe koszty emisji, m.in.:</u>	
Koszty przygotowania prospektu emisyjnego (w tym koszty doradztwa)	132,5 tys. zł
Koszty przygotowania i przeprowadzenia oferty	12,2 tys. zł
Koszty łączne	146,3 tys. zł
Udział kosztów w wartości emisji (faktycznie sprzedanej)	0,81%

Ventus S.A.

Emisja 2.500.000 obligacji serii A o wartości nominalnej 95 zł	
(w ramach programu obligacji)	
Koniec subskrypcji 4 czerwca 2002 r.	
Wartość emisji (według wartości nominalnej)	237.500,0 tys. zł
Subskrybowano 222.623 obligacji	
Wartość subskrybowanych obligacji	21.149,2 tys. zł
<u>Szczegółowe koszty emisji, m.in.:</u>	
Koszty przygotowania prospektu emisyjnego (w tym koszty doradztwa)	65,5 tys. zł
Koszty przygotowania i przeprowadzenia oferty	115,9 tys. zł
Koszty promocji oferty	4,8 tys. zł
Koszty łączne	186,2 tys. zł
Udział kosztów w wartości emisji (faktycznie sprzedanej)	0,88%

Telekomunikacja Polska S.A.

Emisja 600 obligacji korporacyjnych (w ramach programu obligacji)	
Koniec subskrypcji 9 grudnia 2002 r.	
Wartość emisji (według wartości nominalnej)	300.000 tys. zł
Subskrybowano 600 obligacji	
Wartość subskrybowanych obligacji	297.274,5 tys. zł
Koszty przygotowania i przeprowadzenia oferty	645,0 tys. zł
Udział kosztów w wartości emisji (faktycznie sprzedanej)	0,22%

BZ WBK Finanse&Leasing S.A.

Emisja od 500 do 1.000 obligacji serii A1	
po cenie emisyjnej 100.000 zł	
Koniec subskrypcji: 30 stycznia 2003 r.	
Łączna wartość emisji	88.000,0 tys. zł
<u>Szacunkowe koszty emisji, m.in.:</u>	
Koszty przygotowania prospektu emisyjnego, druk, dystrybucja, publikacja	256,0 tys. zł
	152,0 tys. zł

Koszty przygotowania i przeprowadzenia subskrypcji	15,0 tys. zł
Koszty administracyjne	89,0 tys. zł
Rzeczywiste koszty razem	214,9 tys. zł
Udział kosztów w łącznej wartości obu emisji	0,24%

HYGIENIKA S.A.

Emisja 1.400.000 akcji serii B po cenie emisyjnej 15,00 zł
Koniec subskrypcji 24 maja 2004 r.

Wartość emisji	21.000,0 tys. zł
<u>Szczegółowe koszty emisji, m.in.:</u>	
Koszty przygotowania prospektu emisyjnego (w tym koszty doradztwa)	979,0 tys. zł
Koszty przygotowania i przeprowadzenia oferty	171,0 tys. zł
Koszty promocji oferty	150,0 tys. zł
Koszty łącznie	1.300,0 tys. zł
Udział kosztów w wartości emisji	6,19%

PBG S.A.

Emisja 3.000.000 akcji serii C po cenie emisyjnej 32,00 zł
Koniec subskrypcji 24 czerwca 2004 r.

Wartość emisji	96.000,0 tys. zł
<u>Szczegółowe koszty emisji, m.in.:</u>	
Koszty przygotowania prospektu emisyjnego (w tym koszty doradztwa)	1.493,6 tys. zł
Koszty przygotowania i przeprowadzenia oferty	1.019,4 tys. zł
Koszty promocji oferty	125,7 tys. zł
Koszty wynagrodzenia subemitenta	2.140,0 tys. zł
Koszty łącznie	4.778,7 tys. zł
Udział kosztów w wartości emisji	4,98%

ATLANTA POLAND S.A.

Emisja 100.000 akcji serii G po cenie emisyjnej 1 zł oraz emisja 1.265.850 akcji serii F
po cenie emisyjnej 10,50 zł
Koniec subskrypcji 17 grudnia 2004 r.

Wartość emisji – akcje serii G –	100,0 tys. zł
- akcje serii F -	13.291,4 tys. zł
<u>Szczegółowe koszty emisji, m.in.:</u>	
Koszty sporządzenia prospektu emisyjnego, z uwzględnieniem kosztów doradztwa	355,6 tys. zł
Koszty promocji planowanej oferty:	188,8 tys. zł
Koszty wynagrodzenia subemitentów	30,5 tys. zł
Inne koszty przygotowania i przeprowadzenia oferty	255,8 tys. zł
Koszty łącznie	830,7 tys. zł
Udział kosztów w wartości emisji	6,20%

INTERNETOWY DOM MAKLEKSKI S.A.

Emisja 1.500.000 akcji serii F po cenie emisyjnej 12 zł
Koniec subskrypcji 22.07.2005

Wartość emisji	18.000 tys. zł
<u>Szczegółowe koszty emisji, m.in.:</u>	
przygotowanie i przeprowadzenie oferty	271,0 tys. zł
sporządzenie prospektu z uwzględnieniem kosztu doradztwa	310,1 tys. zł
promocja oferty	542,7 tys. zł
Koszty łącznie	1.123,8 tys. zł
Udział kosztów w wartości emisji	6,24%

ZETKAMA S.A.

Emisja 850.000 akcji serii C po cenie emisyjnej 14 zł

Koniec subskrypcji 25.02.2005

Wartość emisji

11.900,0 tys. zł

Szczegółowe koszty emisji, m.in.:

koszty oferty

378,8 tys. zł

koszt sporządzenia prospektu

315,0 tys. zł

koszt promocji oferty

109,9 tys. zł

Koszty łącznie

803,9 tys. zł

Udział kosztów w wartości emisji

6,75%

Źródło: raporty bieżące i prospekty emisyjne emitentów.

Załącznik nr 5 – Przykłady pozyskiwania kapitału na rynku publicznym

Kredyt Bank S.A.

Data dopuszczenia nowej emisji do publicznego obrotu	Seria akcji	Charakter emisji	Liczba akcji faktycznie objętych	Cena emisyjna w zł	Wartość emisji w zł
24.03.1994	H	Publiczna subskrypcja	3.777.350	16,00	49.437.600
21.12.1995	I	Publiczna subskrypcja	5.600.000	7,25	40.600.000
23.05.1996	J	Emisja akcji kierowana do PBK	4.400.000	7,05	31.020.000
21.12.1995	K	Emisja połączeniowa dla akcjonariuszy Powszechnego Banku Handlowego Gecobank S.A.	2.278.814	-	-
23.05.1996	L	Emisja akcji kierowana do EBOiR	2.000.000	6,90	13.800.000
14.01.1997	M	Publiczna subskrypcja	10.000.000	8,30	83.000.000
14.01.1997	N	Emisja akcji kierowana do EBOiR	847.000	8,00	6.776.000
13.11.1997	O	Publiczna subskrypcja	25.000.000	8,50	212.500.000
29.06.1998 (zawiadomienie)	P	Emisja akcji kierowana do pracowników	3.689.682	6,00	22.138.092
11.12.1998 (zawiadomienie)	R	Publiczna subskrypcja z prawem poboru	32.583.993	12,20	397.524.715
06.09.1999 (zawiadomienie)	S1	Emisja akcji kierowana do kadry zarządzającej	850.133	11,10	9.436.476
31.07.2001 (zawiadomienie)	T	Publiczna subskrypcja z prawem poboru	49.301.056	17,70	872.628.691
5.09.2003 (zawiadomienie)	U	Publiczna subskrypcja z prawem poboru	63.387.072	10,50	665.564.256
26.03.2004 (zawiadomienie)	W	Publiczna subskrypcja z prawem poboru	60.368.640	10,00	603.686.400

Źródło: prospekty emisyjne oraz raporty bieżące Kredyt Bank S.A. Stan na dzień 31 grudnia 2005 r.

ComputerLand S.A.

Data dopuszczenia nowej emisji do publicznego obrotu	Seria akcji	Charakter emisji	Liczba akcji faktycznie objętych	Cena emisyjna w zł	Wartość emisji w zł
02.02.95	E	Publiczna subskrypcja	390.720	22,50	8.791.200
06.03.97	F	Emisja akcji dla kadry zarządzającej	207.897	1,00	207.897
06.03.97	G	Emisja akcji dla kluczowych pracowników spółki	66.000	1,00	66.000
06.02.97	H	Emisja akcji za wkład niepieniężny (udziały w Info-Serwis Sp. z o.o.)	58.163	55,00	3.198.965
06.02.97	I	Emisja połączeniowa dla akcjonariuszy Computer System for Business Int. S.A.	545.762	55,00	30.016.910
06.02.97	J	Emisja akcji za aport wniesiony przez ComputerLand Europe Operations S.A.	119.335	55,00	6.563.425
30.06.99 (zawiadomienie)	K	Emisja akcji dla członków zarządu	202.079	1,00	202.079
30.06.99 (zawiadomienie)	L	Emisja akcji dla byłego członka zarządu	90.182	1,00	90.182
07.07.2000 (zawiadomienie)	M	Emisja akcji w ramach programu opcji menedżerskich (akcje objęte przez subemitenta usługowego)	359.425	41,52 (196.700 akcji) 32,67 (110.100 akcji) 50,46 (52.625 akcji)	14.416.141
06.03.01 (zawiadomienie)	N	Emisja akcji pod obligacje zamienne	750.000*	120,48	90.360.000***
18.12.01 (zawiadomienie)	O	Emisja akcji w ramach programu opcji menedżerskich (akcje objęte przez subemitenta usługowego)	223.010	41,52 (55.200 akcji) 32,67 (54.985 akcji) 50,46 (54.025 akcji) 91,77 (58.800 akcji)	12.210.441
22.11.2002 (zawiadomienie)	P R	Emisje akcji pod obligacje z prawem pierwszeństwa	327.675 - P* 211.600 - R*	32,67 (46.625 akcji P) 50,46 (104.400 akcji P) 91,77 (172.650 akcji P) 98,63 ** (akcje serii R)	22.635.353*** (akcje serii P) 20.870.108*** (akcje serii R)
19.11.2003	S	Emisja akcji pod obligacje z prawem pierwszeństwa	185.200*	119,24 **	22.083.248***
30.11.2004	T	Emisja akcji pod obligacje z prawem pierwszeństwa	152.400*	111,92**	17.056.608***

Źródło: prospekty emisyjne oraz raporty bieżące ComputerLand S.A. Stan na dzień 31 grudnia 2005 r.

* Oferowana liczba akcji. Faktycznie objęta liczba akcji będzie znana po upływie terminu uprawniającego do zamiany obligacji zamiennych lub terminu składania zapisów na akcje przez posiadaczy obligacji z prawem pierwszeństwa.

** Średnia arytmetyczna cen emisyjnych.

*** Dla akcji serii N, P, R, S oraz T wartość emisji obliczono przy założeniu objęcia wszystkich zaoferowanych akcji.

Getin Holding S.A.

Data dopuszczenia nowej emisji do publicznego obrotu	Seria akcji	Charakter emisji	Liczba akcji faktycznie objętych	Cena emisyjna w zł	Wartość emisji w zł
24.01.2001	D	Emisja dla kadry kierowniczej	700.000	1,00	700.000
24.01.2001	E	Publiczna subskrypcja	5.300.000	3,50	18.550.000
9.05.2003 (zawiadomienie)	F	Publiczna subskrypcja z prawem poboru	54.000.000	1,00	54.000.000
23.02.2004 (zawiadomienie)	G	Publiczna subskrypcja z prawem poboru	245.000.000	1,35	330.750.000
24.05.2005	H	Publiczna subskrypcja z prawem poboru	105.000.000	2,40	252.000.000
24.05.2005	I	Emisja za aport – akcje GETIN Bank S.A.	114.335.000	3,05	348.721.750
24.05.2005	J	Emisja akcji pod obligacje z prawem pierwszeństwa	3.000.000*	2,40	7.200.000

Źródło: prospekty emisyjne oraz raporty bieżące Getin Holding S.A. Stan na dzień 31 grudnia 2005 r.

* Oferowana liczba akcji. Faktycznie objęta liczba akcji będzie znana po upływie terminu składania zapisów na akcje przez posiadaczy obligacji z prawem pierwszeństwa. Do dnia 31 grudnia 2005 r. objęto 993.000 akcji serii J.

Załącznik nr 6 — Wykaz aktów prawnych

- Ustawa z dnia 15 września 2000 r. — Kodeks spółek handlowych (Dz. U. Nr 94 poz. 1037 z późn. zm.)
- Ustawa z dnia 29 czerwca 1995 r. o obligacjach (Dz. U. z 2001 r. Nr 120 poz. 1300 z późn. zm.)
- Ustawa z dnia 29 lipca 2005 roku o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz. U. Nr 184, poz. 1539)
- Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz. U. Nr 183, poz. 1538)
- Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (Dz. U. 183, poz. 1537)
- Rozporządzenie Komisji (WE) nr 809/2004 z dnia 29 kwietnia 2004 roku wdrażające Dyrektywę 2003/71/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie informacji zawartych w prospektach emisyjnych oraz formy, włączenia przez odesłanie i publikacji takich prospektów emisyjnych oraz upowszechniania reklam (Dz. U. L 149/1 z 30.4.2004)
- Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 11 października 2005 roku w sprawie prowadzenia przez Komisję Papierów Wartościowych i Giełd rejestru inwestorów kwalifikowanych (Dz. U. Nr 205, poz. 1698)
- Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 26 października 2005 roku w sprawie szczegółowych warunków, jakim powinno odpowiadać memorandum informacyjne, o którym mowa w art. 39 ust. 1 oraz art. 42 ust. 1 ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz. U. Nr 218, poz. 1844)
- Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 17 października 2005 roku w sprawie sposobu prowadzenia przez Komisję Papierów Wartościowych Giełd ewidencji instrumentów finansowych (Dz. U. Nr 206, poz. 1714)
- Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 18 października 2005 roku w sprawie opłat wnoszonych na rzecz Komisji Papierów Wartościowych Giełd przez podmioty nadzorowane (Dz. U. Nr 207, poz. 1725)
- Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 roku w sprawie warunków, jakie musi spełniać rynek regulowany (Dz. U. Nr 207, poz. 1727)
- Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 14 października 2005 roku w sprawie szczegółowych warunków, jakie musi spełniać rynek oficjalnych notowań giełdowych oraz emitenci papierów wartościowych dopuszczo-

- nych do obrotu na tym rynku (Dz. U. Nr 206, poz. 1712)
- Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji bieżących i okresowych przekazywanych przez emitentów papierów wartościowych (Dz. U. Nr 209 poz. 1744)
 - Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 18 października 2005 r. w sprawie zakresu informacji wykazywanych w sprawozdaniach finansowych i skonsolidowanych sprawozdaniach finansowych, wymaganych w prospekcie emisyjnym dla emitentów z siedzibą na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, dla których właściwe są polskie zasady rachunkowości (Dz. U. z 2005 r. Nr 209, poz. 1743)
 - Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 13 lutego 2006 r. w sprawie środków i warunków technicznych służących do przekazywania niektórych informacji przez podmioty nadzorowane przez Komisję Papierów Wartościowych i Giełd (Dz. U. Nr 25, poz. 188)
 - Regulamin Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S. A. (Uchwała nr 1/1110/2006 Rady Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S. A. z dnia 4 stycznia 2006 r.)
 - Regulamin obrotu MTS-CeTO S. A. (Uchwała Nr 1/O/06 Rady Nadzorczej MTS-CeTO S. A. z dnia 3 stycznia 2006 r.)
 - Regulamin Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych S. A. (Uchwała nr 8/58/98 Rady Nadzorczej KDPW S. A. z dnia 24 lipca 1998 r. z późn. zm.)
 - Szczegółowe zasady działania Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych S. A. (Uchwała nr 79/98 Zarządu KDPW S. A. z dnia 29 stycznia 1998 r. z późn. zm.)

Stan prawny na dzień 1 marca 2006 r.

Załącznik nr 7 – Publiczne emisje akcji i obligacji oraz pierwsze oferty publiczne w okresie 1.01.1998-31.12.2005

Emitent	Oferujący papiery wartościowe w publicznym obrocie	Biegły rewident	Sporządzający prospekt emisyjny (bez uwzględnienia emitenta i oferującego)	Data decyzji KPWiG lub złożenia zawiadomienia o emisji	Wartość emisji/ sprzedaży (w zł)
1998 rok					
Publiczne subskrypcje akcji zakończone w 1998 roku					
EDA S.A.	DMBOŚ S.A.	U-Fin Sp. z o.o.		14.08.97	10.697.560
STALEXPORT S.A.	Robert Fleming (Polska) S.A.	Coopers & Lybrand Sp. z o.o.	Well, Gotshal & Manges Sp. z o.o.	22.08.97	105.800.000
ORBIS S.A.	COK Banku Handlowego S.A.	Finans-Servis Zespół Doradców Finansowo-Księgowych Sp. z o.o.	Central Europe Trust - Polska Sp. z o.o.;	24.09.97	149.163.438
AMSS S.A.	DM BMT S.A.	Deloitte & Touche Audit Services Sp. z o.o.	Kancelaria Prawnicza M. Łukowicz i Partnerzy		934.203
ENERGOMONTAŻ POLNOC S.A.	COK Banku Handlowego S.A.	Moore Stephens Sp. z o.o.	Głowacki, Grynhoff, Halażinski, Mikosz Sp. z o.o.	24.09.97	40.000.000
BETON STAL S.A.	COK Banku Handlowego S.A.	Biurowo Konsultingowo-Audytorskie Invest-Eco Sp. z o.o.	EVP International Sp. z o.o.	24.09.97	33.600.000
FAMOT S.A.	BM PBR S.A.	Misters Auditor Sp. z o.o.	Biurowo Konsultingowo-Audytorskie Invest-Eco Sp. z o.o.	22.10.97	12.704.400
SOFTBANK S.A.	CA IB Securities S.A.	Coopers & Lybrand Sp. z o.o.	Kancelaria Prawna Beata Gessel i Wspólnicy Sp. z o.o.	30.10.97	8.100.000
Z.M. OSTRODA-MORLINY S.A.	CA IB Securities S.A.	Arthur Andersen Sp. z o.o.	EVIP Law Sp. z o.o.	27.11.97	72.000.000
CERSANIT S.A.	COK Banku Handlowego S.A.	"Doradca" Zespół Doradców Finansowo-Księgowych Sp. z o.o.	Business Management & Finance S.A.;	27.11.97	7.087.500
PEKAES AUTO-TRANSPORT S.A.	CDM Grupy PEKAO S.A.	Biurowo Konsultingowo-Audytorskie Invest-Eco Sp. z o.o.	Amburst Brown Sp. z o.o.	27.11.97	21.000.000
APEXIM S.A.	CDM Grupy PEKAO S.A.	Misters Auditor Sp. z o.o.	Access Sp. z o.o.;	28.11.97	10.625.000
DELIA S.A.	BRE Brokers S.A.	"Doradca" Zespół Doradców Finansowo-Księgowych Sp. z o.o.	Amburst Brown Sp. z o.o.	11.12.97	27.000.000
BOŚ S.A.	DMBOŚ S.A.	Arthur Andersen Sp. z o.o.	EVP International Sp. z o.o.	11.12.97	3.100.000
ZEG S.A.	BRE Brokers S.A.	Śląska Firma Auditingu i Doradztwa Audit Sp. z o.o.	Biurowo Konsultingowo-Audytorskie Business Management & Finance S.A.	11.12.97	97.950.000
INSTAL-LUBLIN S.A.	BRE Brokers S.A.	BRE Rachunkowość Sp. z o.o.	International Economic Law Office CO. IELO Sp. z o.o.	11.12.97	3.000.000
MUZ S.A.	DM BIG-BG Sp. z o.o.	PIM-Auditor Sp. z o.o.	Business Management & Finance S.A.;	11.12.97	8.400.000
			Krakowsko-Warszawska Korporacja Prawnicza Sp. z o.o.	18.12.97	14.250.000

1	2	3	4	5	6
POLNA S.A.	ABN AMRO Hoare Govett (Polska) Sp. z o.o.	Usługowo-Doradczy Zakład Biegłych Rewidentów i Prawników Inter-Legis Sp. z o.o.	Access Sp. z o.o.; Amhurst Brown Sp. z o.o.	18.12.97	emisja akcji pod obligacje zamienne 5.022.000 765.700
ZUK ELZAB S.A.	BM PBR S.A.	Kancelaria Porad Finansowo-Księgowych dr Piotr Rojek	Kancelaria Prawnicza PBR i Partnerzy Sp. z o.o.	18.12.97	22.032.000
WAFAPOMP S.A.	BM PBR S.A.	Moore Stephens Sp. z o.o.	ABC Consulting Sp. z o.o.; Biuro Adwokackie BMK Spółka Cywilna	18.12.97	13.800.000
EXBUD S.A.	CBM WBK S.A.	Coopers & Lybrand Sp. z o.o.	Clifford Chance Sp. z o.o.; Anna Gajkowska Kancelaria Adwokacka	14.01.98 (zawiadomienie)	150.000.000
PPA BANK S.A.	PIONEER PDM S.A.	KPMG Polska Audit Sp. z o.o.	KPMG Polska Audit Sp. z o.o.	28.01.98 (zawiadomienie)	9.187.500 12.062.000
OCEAN COMPANY S.A.	CDM Grupy PEKAO S.A.	Concorde Consulting and Auditing Sp. z o.o.	Kancelaria Prawna Cavere	30.01.98	19.955.640
KRAKHEMIA S.A.	BRE Brokers S.A.	Kancelaria Biegłych Rewidentów KONTO Sp. z o.o.	Business Management & Finance S.A.; Kraków Consulting Group Sp. z o.o.; Kancelaria Biegłych Rewidentów KONTO Sp. z o.o. Biuro Adwokackie BMK Spółka Cywilna	30.01.98	emisja akcji pod obligacje zamienne 21.000.000
HOWELL S.A.	BM PBR S.A.	Misters Auditor Sp. z o.o.	Kancelaria Prawnicza M. Łukowicz i Partnerzy	30.01.98	18.000.000
WFM S.A.	COK Banku Handlowego S.A.	Arthur Andersen Sp. z o.o.	Business Analysts & Advisers Sp. z o.o.	06.02.98	13.000.000
MENNICA PANSTWOWA S.A.	BRE Brokers S.A.	Usługowo-Doradczy Zakład Biegłych Rewidentów i Prawników Inter-Legis Sp. z o.o.	Business Analysts & Advisers Sp. z o.o.	06.02.98	62.175.600
KRUSZWICA S.A.	BDM PKO BP	Eksperti Finansowo-Księgowi Sp. z o.o.	Business Analysts & Advisers Sp. z o.o.; S. Softysyński, A. Kawecki & A. Szlezak - Doradcy Prawni Spółka Komandytowa; Eksperti Finansowo-Księgowi Sp. z o.o.	06.02.98	62.175.600
YAWAL SYSTEM S.A.	COK Banku Handlowego S.A.	Moore Stephens Sp. z o.o.	PBR S.A.;	12.02.98	33.000.000
EDA S.A.	BM PBR S.A.	U-FIN Sp. z o.o. Stowarzyszenie Księgowych w Polsce - Biuro Usług Finansowo-Księgowych i Prawnych	Kancelaria Prawnicza PBR i Partnerzy Sp. z o.o.; U-FIN Sp. z o.o. Stowarzyszenie Księgowych w Polsce - Biuro Usług Finansowo-Księgowych i Prawnych	12.02.98	emisja akcji pod obligacje zamienne 7.413.120
LZPS S.A.	CBM WBK S.A.	„Doradca” Zespół Doradców Finansowo-Księgowych Sp. z o.o.	ABC Consulting Sp. z o.o.;	05.03.98	7.413.120
UNIBUD S.A.	DM Kredyt Banku PBI S.A.	Moore Stephens Sp. z o.o.	Kancelaria Prawnicza Jarosław Kłosowski	05.03.98	15.410.000

1	2	3	4	5	6
BUDIMEX S.A.	DM Kredyt Bank PBI S.A.	Moore Stephens Sp. z o.o.	Kancelaria Prawnicza "Prokurent" Spółka Cywilna	19.03.98	79.690.170
MOSTOSTAL WARSZAWA S.A.	Robert Fleming (Polska) S.A.	Biurow Audytorsko-Konsultingowe C&B	Wei, Goshal & Manges Sp. z o.o.	31.03.98 (zawiadomienie)	106.000.000 emisja akcji pod obligacje zamienne
BANK CZESTOCHOWA S.A.	BDM PKO BP	Finansista Sp. z o.o.	Zespół Prawny ADVISER Spółka Cywilna	02.04.98	11.185.000
BYTOM S.A.	COK Banku Handlowego S.A.	Biurow Usługowe "Ekspert" Stowarzyszenia Księgowych w Polsce Sp. z o.o.	Kancelaria Prawnicza "M. Lukowicz i Partnerzy", Biuro Usługowe "Ekspert" - Stowarzyszenia Księgowych w Polsce Sp. z o.o.	16.04.98	emisja akcji pod obligacje zamienne
AS MOTORS S.A.	DM Instalexport S.A.	Moore Stephens Sp. z o.o.	Centralna Grupa Konsultingowa S.A.	16.04.98	44.000.000
TRANS UNIVERSAL POLAND S.A.	EASTBROKERS WDM S.A.	Agencja Usług Ekonomiczno- Rachunkowych EKORA Sp. z o.o.	Kancelaria Prawnicza "Prokurent" Spółka Cywilna	30.04.98	6.000.000
TUIR POLISA S.A.	PM ELMAR S.A.	Misters Auditor Sp. z o.o.	Top Consulting Sp. z o.o.	14.05.98	17.280.000
MIRO-MARK S.A.	CDM Grupy PEKAO S.A.	PIM-Audyt Sp. z o.o.	Polski Instytut Zarządzania Sp. z o.o.; OPTIM-Doradztwo Prawne Sp. z o.o.	14.05.98	5.294.936
INTER GROCLIN AUTO S.A.	CBM WKB S.A.	W Fraczkowiak i Partnerzy - Wielkopolska Grupa Audytowa Sp. z o.o.	W Fraczkowiak i Partnerzy - Wielkopolska Grupa Konsultingowa Sp. z o.o.	14.05.98	20.400.000 emisja akcji pod obligacje zamienne
MURAWSKI HOLDING S.A.	PM PBK S.A.	Bogdan Wysocki		14.05.98	1.800.000
GANT S.A.	PM ELMAR S.A.	Biurow Ekspertyzy i Badania Bilansów Piast Sp. z o.o.	PM Elimar S.A.	28.05.98	1.899.225
MOSTOSTAL PLOCK S.A.	EASTBROKERS WDM S.A.	Biurow Doradztwa Ekonomiczno- Finansowego Ekspert-Fin Sp. z o.o.	Grupa Doradcza Praktyczna Szkoła Informatyki - Holding S.A.; Kancelaria Prawnicza "Prokurent" Spółka Cywilna	28.05.98	30.295.170
BRE BANKS S.A.	BRE Brokers S.A.	Coopers & Lybrand Sp. z o.o.	Business Management & Finance S.A.; Alzheimer & Gray Polska Sp. z o.o.	04.06.98 (zawiadomienie)	328.700.000
SOBIESLAW ZASADA CENTRUM S.A.	PIONEER PDM S.A.	Arthur Andersen Sp. z o.o.	Arthur Andersen Sp. z o.o.	04.06.98	emisja akcji pod obligacje zamienne
ORFE S.A.	CA IB Securities S.A.	Coopers & Lybrand Sp. z o.o.	Wei, Goshal & Manges Sp. z o.o.; Coopers & Lybrand Sp. z o.o.	18.06.98	26.775.000 emisja akcji pod obligacje zamienne
EURO BUD INVEST S.A.	Raiffeisen Capital & Investment Polska S.A.	JOLA Biuro Rachunkowe	KTRIX Sp. z o.o.	24.06.98	1.076.460
MITEK S.A.	DM Banku Zachodniego S.A.	Zespół Usług Finansowo-Księgowych SKWP Sp. z o.o.		24.06.98	5.250.000
KREDYT BANK PBI S.A.	DM Kredyt Bank PBI S.A.	Arthur Andersen Sp. z o.o.	Amhurst Brown Sp. z o.o.	29.06.98 (zawiadomienie)	22.138.092

1	2	3	4	5	6
KPPB BICK S.A.	Raiffeisen Capital & Investment Polska S.A.	Zespół Usług Finansowo-Księgowych Stowarzyszenia Księgowych w Polsce Sp. z o.o.	Raiffeisen Investment Polska Sp. z o.o., Zespół Usług Finansowo-Księgowych Stowarzyszenia Księgowych w Polsce Sp. z o.o.;	25.06.98 (zawiadomienie)	emisja akcji pod obligacje zamienne
TONSIL S.A.	ProCapital S.A.	Pro-Invest Audit Sp. z o.o.	Intexim Sp. z o.o.	29.06.98 (zawiadomienie)	10.286.000
SLASKA FABRYKA KABLI S.A.	DM BIG-BG Sp. z o.o.	Moore Stephens Sp. z o.o.	BIG Finance Sp. z o.o.;	25.06.98 (zawiadomienie)	25.000.000
SOKOŁÓW S.A.	DM BIG-BG Sp. z o.o.	Usługowo-Doradczy Zakład Biegłych Rewidentów i Prawników Inter-Legis Sp. z o.o.	BIG Finance Sp. z o.o.;	29.06.98 (zawiadomienie)	emisja połączeniowa dla akcjonariuszy Zakładów Mięśnych w Kole S.A.
AMERBANK S.A.	AmerBrokers DM Banku Amerykańskiego w Polsce S.A.	Coopers & Lybrand Sp. z o.o.	Indywidualna kancelaria adwokat Bożena Drabek	29.06.98 (zawiadomienie)	40.000.000
POLNORD S.A.	BM PBR S.A.	Misters Auditor Sp. z o.o.	O.M. Investments Sp. z o.o.;	31.07.98	12.000.000
ZM "JAROSŁAW" S.A.	BRE Brokers S.A.	Misters Auditor Sp. z o.o.	Biurow Pracowników "LEXIM" Sp. z o.o.	31.07.98	30.600.000
BANK PEKAO S.A.	CDM Grupy PEKAO S.A.	Coopers & Lybrand Sp. z o.o.	Kancelaria Prawnicza "Prokurent" Spółka Cywilna	31.07.98	346.050.000
PEKABEX S.A.	PM ELMAR S.A.	Centrum Biegłych Rewidentów "C.B.R." Sp. z o.o.	Centrum Biegłych Rewidentów "C.B.R." Sp. z o.o.	31.07.98	3.759.293
SZEPTEL S.A.	DMBOŚ S.A.	Biurow Rachunkowe i Audytorskie Marian Czajka	Biurow Rachunkowe i Audytorskie Marian Czajka	14.08.98	17.830.020 297.465
ŻYWIEC S.A.	Credit Suisse First Boston (Polska) S.A.	Arthur Andersen Sp. z o.o.	Allen & Overy Poland Sp. z o.o.;	20.11.98 (zawiadomienie)	1.577.778.921
MEDICINES S.A.	HSBC Securities Polska S.A.	Deloitte & Touche Audit Services Sp. z o.o.	KPMG Accountants N.V. Access Sp. z o.o.;	20.11.98	emisja połączeniowa dla akcjonariuszy Carbo S.A.
			Deloitte & Touche Audit Services Sp. z o.o.		emisja połączeniowa dla akcjonariuszy Cefarm B S.A.
Pierwsze oferty publiczne zakończone w 1998 roku					
AMS S.A.	DM BMT S.A.	Deloitte & Touche Audit Services Sp. z o.o.	Głowacki, Grynhoff, Halażński, Mikosz Sp. z o.o.	24.09.97	10.000.000
SOFTBANK S.A.	CA IB Securities S.A.	Coopers & Lybrand Sp. z o.o.	EVIP Law Sp. z o.o.	27.11.97	54.093.636
GARBARNIA BRZEG S.A.	BDM PKO BP	Nicom Auditor Sp. z o.o.	Bona Fide Spółka Radołów Prawnych	30.01.98	871.004

1	2	3	4	5	6
MENNICA PAŃSTWOWA S.A.	BRE Brokers S.A	Usługowo-Doradczy Zakład Biegłych Rewidentów i Prawników Inter-Legis Sp. z o.o.	Business Analysts & Advisers Sp. z o.o.	06.02.98	44.999.970
FABRYKA BUTLI TECHNICZNYCH "MILMET" S.A.	DM BIG-BG Sp. z o.o.	A&E Consult Sp. z o.o.	BIG Finance Sp. z o.o.; Krakowsko-Warszawska Kancelaria Prawnicza Sp. z o.o.	06.02.98	7.903.927
KOPEX S.A.	BM BPH S.A.	EVIP Audit Sp. z o.o.	EVIP International Sp. z o.o.; EVIP Audit Sp. z o.o.	02.04.98	1.195.348
KUJAWSKA FABRYKA MANOMETRÓW "KFM" S.A.	DM PBG S.A. – Grupa PEKAO S.A.	Misters Auditor Sp. z o.o.	PBG S.A.-grupa Pekao S.A.; ORTEX Consulting Sp. z o.o.; Firma Prawnicza Spółka Cywilna; Misters Auditor Sp. z o.o.	16.04.98	25.900
BANK PEKAO S.A.	CDM Grupy PEKAO S.A.	Coopers & Lybrand Sp. z o.o.	Credit Suisse First Boston (Polska) S.A.; Weil Gotshal & Manges Sp. z o.o.	14.05.98	916.098.943
ORFE S.A.	CA IB Securities S.A.	Coopers & Lybrand Sp. z o.o.	Weil Gotshal & Manges Sp. z o.o.; Coopers & Lybrand Sp. z o.o.	18.06.98	36.225.000
ELEKTROCIĘPLOWNIA "BEDZIN" S.A.	BM BGŻ S.A.	Moore Stephens Sp. z o.o.	Energoprojekt Consulting S.A., Energoprojekt Katowice, Żebrowski i Partnerzy, Kancelaria Prawnicza Sp. z o.o.	31.07.98	9.109.740
PEMB ENERGOPOL S.A.	PM ELMAR S.A.	Kancelaria Badań Bilansów i doradztwa "ADWO-AUDIT"	Kancelaria Badań Bilansów i doradztwa "ADWO-AUDIT"	25.09.98	76.060
TP S.A.	DM PBK S.A.	Arthur Andersen Sp. z o.o.	Schroeder Polska Sp. z o.o., Baker & McKenzie Sp. z o.o.	25.09.98	3.160.400.000
HYDROBUDOWA S.A.	PM ELMAR S.A.	T&K ABAK Gdańsk Biegli Rewidentzi i Konsultanci Sp. z o.o.	Biurow Pracowników "LEXIM" Sp. z o.o.; T&K ABAK Gdańsk Biegli Rewidentzi i Konsultanci Sp. z o.o.	23.10.98	131.738
1999 rok					
Publiczne subskrypcje akcji zakończone w 1999 roku					
PROSPER S.A.	Raiffeisen Capital & Investment Polska S.A.	Misters Auditor Sp. z o.o.; "Rachunkowość - Weryfikacja" Sp. z o.o.	Kancelaria Prawnicza "PBR i Partnerzy" Sp. z o.o.; Misters Auditor Sp. z o.o.	28.05.98	72.450.000
FARMACOL S.A.	Société Générale Securities Polska S.A.	Kancelaria Biegłych Rewidentów "Rewpol" Sp. z o.o.; Moore Stephens Sp. z o.o.	Access Sp. z o.o.; Amhurst Brown Sp. z o.o.; Moore Stephens Sp. z o.o.	28.05.98	91.200.000

1	2	3	4	5	6
KAREN NOTEBOOK S.A.	DM BOŚ S.A.	Rewident Sp. z o.o.	MC Comordia Sp. z o.o.; Weil, Goshal & Manges Sp. z o.o.; Rewident Sp. z o.o.	25.09.98	6.400.000 75.000 75.000
WKSMS.A.	BRE Brokers S.A.	“Acor’ab” Sp. z o.o.	“Accord’Next” Sp. z o.o.; Minister Skarbu Państwa	09.10.98	18.235.360
NAFTOBUDOWA S.A.	PM Elimar S.A.	“Interfin” Sp. z o.o.		09.10.98	15.480.000
PROPIRZEM S.A.	BM BPH S.A.	KORPEX-AUDYTOR Sp. z o.o.	Raiffeisen Investment Polska Sp. z o.o.; KORPEX-AUDYTOR Sp. z o.o.	23.10.98	4.000.000
COMARCH S.A.	BRE Brokers S.A.	Interfin Sp. z o.o.; “Auxilium” Sp. z o.o.	Business Management & Finance S.A.; Kancelaria Prawna Elżbieta Fizińska, Kryszyna Syktus Spółka Cywilna; Interfin Sp. z o.o.	20.11.98	14.100.000
TU. EUROPA S.A.	Arabski i Gawor - BM Spółka Cywilna	Eliks Sp. z o.o.	Eliks Sp. z o.o.; Amhurst Brown Sp. z o.o.	20.11.98	3.750.000
KZWM S.A.	Beskidzki Dom Maklerski S.A.	“BUFIKS” Biuro Usług Finansowych, Księgowych i Prawnych Sp. z o.o.	Dr R. Kuszyński Zespół Doradczy; Biuro Usług Finansowo-Księgowych i Podatkowych “BANKFERM”	04.12.98	2.400.000
WARBUD S.A.	DI BWE S.A.	Usługi Consultingowe Księgowi Biegli Rewidenci “STEJURS” Sp. z o.o.	Top Consulting Sp. z o.o.; Usługi Consultingowe Księgowi Biegli Rewidenci “STEJURS” Sp. z o.o.; BRA Salustro Reydel Sp. z o.o.	04.12.98	3.600.000
COMPUTER SERVICE SUPPORT S.A.	BRE Brokers S.A.	Misters Audytor Sp. z o.o.	Kancelaria Prawnicza “PBR i Partnerzy” Sp. z o.o.	04.12.98	8.000.000
PBK S.A.	BM PBK S.A.	Arthur Andersen Sp. z o.o.	HSBC Investment Services Sp. z o.o.; Cameron Mc Kenna Sp. z o.o.; Arthur Andersen Sp. z o.o.	04.12.98	372.600.000 10.399.604
KREDYT BANK PBI S.A.	IDM Kredyt Banku PBI S.A.	Arthur Andersen Sp. z o.o.	Amhurst Brown Sp. z o.o.; Arthur Andersen Sp. z o.o.	11.12.98 (zawiadomienie)	397.524.715
LEASCO S.A.	DM BOŚ S.A.	Biuro Usługowe “Ekspert” Sp. z o.o.; Moore Stephens Sp. z o.o.	Ortex Consulting Sp. z o.o.; M. Furek J. Palinka M. Zieliński Spółka Komandytowa; Biuro Usługowe “Ekspert” Sp. z o.o.	18.12.98	5.700.000 emisja akcji pod obligacje zamienne
BYDGOSKA FABRYKA KABLIS.A.	CA IB Securites S.A.	KPMG Polska Audyt Sp. z o.o.	Altheimer & Gray Polska Sp. z o.o.; KPMG Polska Audyt Sp. z o.o.	30.12.98 (zawiadomienie)	9.928.000
AGORA S.A.	Credit Suisse First Boston (Polska) S.A.	KPMG Polska Audyt Sp. z o.o.	Weil, Goshal & Manges Sp. z o.o.; KPMG Polska Audyt Sp. z o.o.	08.01.99	2.267.025 324.000.000 48.600.000

1	2	3	4	5	6
BAUMA S.A.	DI BWE S.A.	Deloitte & Touche Audit Services Sp. z o.o.	Top Consulting Sp. z o.o.; Deloitte & Touche Audit Services Sp. z o.o.	22.01.99	14.752.110
STRZELEC S.A.	DM BIG-BG S.A.	"REW-BI" Biuro Biegłych Rewidentów Sp. z o.o.	Osrodek Ekspertyz Ekonomiczno-Finansowych FINEX Sp. z o.o.; „REW-BI” Biuro Biegłych Rewidentów Sp. z o.o.	29.01.99	14.000.000
CASPOL S.A.	DM Banku Śląskiego S.A.	Biuro Biegłego Rewidenta "MEDIMAR"	Kancelaria Prawna „Beata Gessel i Wspólnicy Spółka Jawna ”; Biuro Biegłego Rewidenta „MEDIMAR”; Moore Stephens Sp. z o.o.	05.03.99	4.000.000
APEXIM S.A.	ProCapital S.A.	Misters Auditor Sp. z o.o.	Misters Auditor Sp. z o.o.	05.03.99	emisja akcji pod obligacje zamienne
ZAKŁADY PĘTY WÓROWYCH GRAJEWO S.A.	CA IB Securities S.A.	Arthur Andersen Sp. z o.o.	Altheimer & Gray Polska Sp. z o.o.; Arthur Andersen Sp. z o.o.	16.04.99	68.750.000
CLIFS S.A.	DM AmerBrokers S.A.	Deloitte & Touche Audit Services Sp. z o.o.	Concordia Sp. z o.o.; G. Domański, D. Szulciska i Wspólnicy Spółka Komandytowa; Deloitte & Touche Audit Services Sp. z o.o.	30.04.99	3.000.000
BOŚ S.A.	DM BOS S.A.	Arthur Andersen Sp. z o.o.	Lepkowski, Tokaj, Boszko Spółka Cywilna Firma Adwokacka	21.05.99	137.362.500
BUDIMEX POZNAŃ S.A.	IDM Kredyt Banku PBI S.A.	Moore Stephens Sp. z o.o.	Moore Stephens Sp. z o.o.	21.05.99	2.800.000
COMPUTERLAND S.A.	DI BRE Banku S.A.	Deloitte & Touche Audit Services Sp. z o.o.		30.06.99 (zawiadomienie)	202.079 90.182
PAZUR S.A.	EASTBROKERS WDM S.A.	KTB Biuro Usług Audytorskich i Rachunkowych Sp. z o.o.	Kancelaria Prawnicza "Prokurent" Spółka Cywilna; KTB Biuro Usług Audytorskich i Rachunkowych Sp. z o.o., KPMG Polska Audyt Sp. z o.o.	02.07.99	5.245.254
PPA BANK S.A.	PIONEER PDM S.A.	KPMG Polska Audyt Sp. z o.o.		02.07.99 (zawiadomienie)	30.269.625
BAKOMA S.A.	Credit Suisse First Boston (Polska) S.A.	KPMG Polska Audyt Sp. z o.o.	Baker & McKenzie Sp. z o.o.; KPMG Polska Audyt Sp. z o.o.	23.07.99	55.500.000
KETY S.A.	COK Banku Handlowego S.A.	Arthur Andersen Sp. z o.o.	Centralna Grupa Konsultingowa S.A.	03.08.99 (zawiadomienie)	14.860.000
BANK KOMUNALNY S.A.	DI BRE Banku S.A.	T&K ABAK Gdańsk Biegli Rewidentzi i Konsultanci Sp. z o.o.		09.08.99 (zawiadomienie)	36.925.461
NOWOMAG S.A.	PM Elimar S.A.	Biuro Rachunkowe "RECORD" Sp. z o.o.		09.08.99	2.339.616
LUBELSKIE TOWARZYSTWO LEASINGOWE S.A.	COK Banku Handlowego S.A.	PRO-INVEST AUDIT Sp. z o.o.	Kancelaria Prawnicza M. Łukowicz i Partnerzy; PRO-INVEST AUDIT Sp. z o.o.	09.08.99	2.414.196
POLLEVA EWA S.A.	CDM PEKAO S.A.	Misters Auditor Sp. z o.o.	Firma Prawnicza Spółka Cywilna; Misters Auditor Sp. z o.o.	09.08.99	14.700.000
BPH S.A.	BM BPH S.A.	KPMG Polska Audyt Sp. z o.o.		23.08.99 (zawiadomienie)	526.999.920

1	2	3	4	5	6
ELEKTRIM S.A.	CDMPEKAO S.A.	KPMG Polska Audit Sp. z o.o.	Kancelaria Prawna „Beta Gessel i Wspólnicy Spółka Jawna”; KPMG Polska Audit Sp. z o.o.	02.09.99	emisja akcji pod obligacje zamienne
MENNICA PAŃSTWOWA S.A.	DM BIG-BG S.A.	BRE Rachunkowość Sp. z o.o.	Kancelaria Radców Prawnych “Oles & Rodzyńkiewicz” Spółka Cywilna; BRE Rachunkowość Sp. z o.o.	02.09.99	emisja akcji pod obligacje zamienne 4.248.000
STGROUP S.A.	COK Banku Handlowego S.A.	PricewaterhouseCoopers Sp. z o.o.	PricewaterhouseCoopers Polska Sp. z o.o.;	02.09.99	13.200.000
KREDYT BANK PBI S.A.	IDM Kredyt Banku PBI S.A.	Arthur Andersen Sp. z o.o.	Krzysztof Wierzbowski i Wspólnicy Spółka Komandytowa Wardynski i Wspólnicy Spółka Cywilna	06.09.99 (zawiadomienie)	9.351.463
BUDIMEX S.A.	IDM Kredyt Banku PBI S.A.	BDO Polska Sp. z o.o.	Kancelaria Prawnicza “Prokurent” Spółka Cywilna; BDO Polska Sp. z o.o.	17.09.99 (zawiadomienie)	emisja połączona dla akcjonariuszy Budimex Poznań S.A., Unibud S.A., Budimex Warszawa S.A.
STER-PROJEKTS.A.	DI BRE Banku S.A.	EKSPERT Sp. z o.o.	S. Rachełski i Partnerzy Kancelaria Prawnicza Spółka Komandytowa	24.09.99	24.000.000 717.000
SOFTBANK S.A.	CA IB Securities S.A.	PricewaterhouseCoopers Sp. z o.o.	Baker & McKenzie Sp. z o.o.	22.10.99	emisja akcji pod obligacje zamienne
DELIA S.A.	DM Banku Śląskiego S.A.	DORADCA Zespół Doradców Finansowo-Księgowych Sp. z o.o. GRUPA FINANS-SERVIS	Biurowo Konsultingu ALITEX Aleksander Ślankiewicz i S-ka; DORADCA Zespół Doradców Finansowo-Księgowych Sp. z o. o. GRUPA FINANS-SERVIS	22.10.99	25.000.000
MITEK S.A.	DM Banku Zachodniego S.A.	Zespół Usług Finansowo-Księgowych Stowarzyszenia Księgowych w Polsce Sp. z o.o.	Zespół Usług Finansowo-Księgowych Stowarzyszenia Księgowych w Polsce Sp. z o.o.	22.10.99	1.470.000
AMS S.A.	DM BMT S.A.	BDO Polska Sp. z o.o.	Kancelaria Prawna Głowański, Grynhoff, Halażński Spółka Jawna	22.10.99	43.012.020
MOSTOSTAL-SIEDLCE S.A.	COK Banku Handlowego S.A.	BDO Polska Sp. z o.o.	EVP International Sp. z o.o.	17.11.99	37.680.000
MACROSOFT S.A.	ProCapital S.A.	Misters Auditoyr Sp. z o.o.	Misters Auditoyr Sp. z o.o.	17.11.99	emisja akcji pod obligacje zamienne 526.500

1	2	3	4	5	6
PGFS.A.	HSBC Securities Polska S.A.	Deloitte & Touche Audit Services Sp. z o.o.	Urtica S.A.; Biomedic S.A.; HSBC Investment Services Sp. z o.o.; Kancelaria Radców Prawnych "Olés & Rodzyńkiewicz" Spółka Cywilna	17.11.99	emisja połączona dla akcjonariuszy spółki Urtica S.A. emisja połączona dla akcjonariuszy spółki Biomedic S.A.
EFEKT S.A.	CDMPEKAO S.A.	Kancelaria Biegłych Rewidentów "KONTO" Sp. z o.o.	Agro-Efekt S.A., Kancelaria Radców Prawnych "Olés & Rodzyńkiewicz" Spółka Cywilna	30.11.99 (zawiadomienie)	emisja połączona dla akcjonariuszy spółki Agro-Efekt S.A.
Pierwsze oferty publiczne zakończone w 1999 roku					
KAREN NOTEBOOK S.A.	DMBOŚ S.A.	Rewident Sp. z o.o.	MC Comordia Sp. z o.o.; Weil, Gosthal & Manges Sp. z o.o.	25.09.98	782.960
LEASCO S.A.	DMBOŚ S.A.	Biurowe Usługowe "EksperT" Sp. z o.o.; Moore Stephens Sp. z o.o.	M. Furtek J. Palinka M. Zielinski Spółka Komandytowa; Biuro Usługowe "EksperT" Sp. z o.o.	18.12.98	4.475.469
POLSKI KONCERN NAFTOWY S.A.	DI BRE Banku S.A.	Arthur Andersen Sp. z o.o.	Kleinwort Benson Limited, Business Management and Finance S.A.; Weil, Gosthal & Manges Sp. z o.o.; Arthur Andersen Sp. z o.o.	15.10.99	2.412.028.262
BEEF-SAN S.A.	DMBOŚ S.A.	U-FIN Sp. z o.o. Biuro Audytorskie i Rachunkowe Stowarzyszenia Księgowych w Polsce; EKSPERT Sp. z o.o. Biuro Usług Finansowo-Księgowych i Ekspertyz Stowarzyszenia Księgowych w Polsce	ORTEX Consulting Sp. z o.o.; U-FIN Sp. z o.o. Biuro Audytorskie i Rachunkowe Stowarzyszenia Księgowych w Polsce	17.11.99	571.131 571.860
2000 rok					
Publiczne subskrypcje akcji zakończone w 2000 roku					
EFL S.A.	Credit Suisse First Boston (Polska) S.A.	Ernst & Young Audit Sp. z o.o.	Baker & McKenzie Sp. z o.o.; Ernst & Young Audit Sp. z o.o.	08.10.99	1.944.000 8.831
PPA BANK S.A.	PIONEER PDM S.A.	KPMG Polska Sp. z o.o.	KPMG Polska Sp. z o.o.	11.10.99 (zawiadomienie)	290.000.000 70.362.600
STALPROFIL S.A.	Bestidzi Dom Maklerski S.A.	Kancelaria Porad Finansowo-Księgowych dr Piotr Rojek Sp. z o.o.		03.12.99	8.800.000

1	2	3	4	5	6
MPEC WROCLAW S.A.	DI BRE Banku S.A.	Ernst & Young Audit Sp. z o.o.	OMB Consulting Sp. z o.o.; S. Rachelski i Partnerzy Kancelaria Prawnicza Spółka Komandytowa; Ernst & Young Audit Sp. z o.o.	03.12.99	35.840.000
CLIF S.A.	DM Amerbrokers S.A.	BDO Polska Sp. z o.o.	Beata Gessel i wspólnicy Spółka Jawna, BDO Polska Sp. z o.o.	21.12.99	emisja obligacji korporacyjnych o wartości 10.000.000 zł
COMARCH S.A.	COK Banku Handlowego S.A.	"Interfin" Sp. z o.o.	Kancelaria Radców Prawnych „Oleś & Rodzyńkiewicz” Spółka Cywilna	21.12.99	70.000.000 6.588.400
TRZECI NFI S.A.	PM/ELIMAR S.A.	BDO Polska Sp. z o.o.	Trinity Management Sp. z o.o. BDO Polska Sp. z o.o.	07.01.00	emisja pożyczeniowa dla akcjonariuszy XI NFI S.A.
ELEKTROMONTAŻ-EXPORT S.A.	CDM/PEKAO S.A.	Rachunkowość-Weryfikacja Sp. z o.o.	Access Sp. z o.o., Allen & Overy Poland Sp. z o.o., Rachunkowość - Weryfikacja Sp. z o.o.	12.01.00 (zawiadomienie)	emisja pożyczeniowa przeznaczona dla akcjonariuszy spółki Elektromontaż Wrocław S.A., Elektromontaż Łódź S.A., Elektromontaż Lublin S.A.
COMPENSA S.A.	BM/BPH S.A.	Deloitte & Touche Audit Services Sp. z o.o.	Deloitte & Touche Audit Services Sp. z o.o.	28.01.00	39.834.625
BEEF-SAN S.A.	DM/BOŚ S.A.	"U-FIN" Sp. z o.o./Biuro Audytorskie i Rachunkowe	ORTHEX CONSULTING Sp. z o.o.	18.02.00	3.720.000
CASPOL S.A.	DM Banku Śląskiego S.A.	Biuro Biegłego Rewidenta "MEDIMAR"	Biuro Biegłego Rewidenta "MEDIMAR"	18.02.00	3.773.305
BWR S.A.	RDM Polonia S.A.	PricewaterhouseCoopers Sp. z o.o.	PricewaterhouseCoopers Sp. z o.o.	22.02.00 (zawiadomienie)	235.000.000 34.620.975
MOSTOSTAL ZABRZE S.A.	COK Banku Handlowego S.A.	Kancelaria Porad Finansowo-Księgowych dr Piotr Rojek Sp. z o.o.	Weił, Gotshal & Manges Sp. z o.o.; PricewaterhouseCoopers Sp. z o.o.	06.04.00 (zawiadomienie)	89.250.000
NETIA S.A.	CDM/PEKAO S.A.	PricewaterhouseCoopers Sp. z o.o.	Weił, Gotshal & Manges Sp. z o.o.; PricewaterhouseCoopers Sp. z o.o.	19.04.00	2.550.000 241.312.500 245.850.000
PIA PIASECKI S.A.	ProCapital S.A.	Misters Audytor Sp. z o.o.	Misters Audytor Sp. z o.o.; Kancelaria Rady Prawnego Mairi Zajka "Jurysta"	19.04.00	4.434.000 emisja akcji pod obligacje zamienne

1	2	3	4	5	6
GLOBE TRADE CENTRE S.A.	Credit Suisse First Boston (Polska) S.A.	Arthur Andersen Sp. z o.o.	Weil, Goshal & Manges Sp. z o.o.; Arthur Andersen Sp. z o.o.	19,04.00	141.379
ARIEL S.A.	COK Banku Handlowego S.A.	Misters Auditor Sp. z o.o.	Centralna Grupa Konsultingowa S.A.	26.04.00 (zawiadomienie)	68.189.366 15.000.000 1.200.000
SOKOŁÓW S.A.	DI BRE Banku S.A.	Inter-Legis Sp. z o.o.	Kancelaria Prawnicza "Prokurent" Spółka Cywilna, Nicom Consulting Ltd.	23.05.00 (zawiadomienie)	emisja połączona przeznaczona dla akcjonariuszy spółki MIESTAR S.A. Jarosław S.A. FARM FOOD S.A.
KRAK-BROKERS S.A.	BM BGŻ S.A.	Kancelaria Biegłych Rewidentów AUDYTOR Sp. z o.o.	Kancelaria Biegłych Rewidentów AUDYTOR Sp. z o.o.	26.05.00	4.050.000
BUDIMEX S.A.	IDM Kredyt Banku S.A.	BDO Polska Sp. z o.o.	Kancelaria Prawnicza "Prokurent" Spółka Cywilna, BDO Polska Sp. z o.o.	06.06.00 (zawiadomienie)	emisja połączona przeznaczona dla akcjonariuszy spółki Mostostal Kraków S.A.
LENTEX S.A.	COK Banku Handlowego S.A.	BDO Polska Sp. z o.o.	BDO Polska Sp. z o.o.	26.06.00 (zawiadomienie)	5.688.000
ZPUE WYPYCHEWICZ S.A.	BDM PKO BP S.A.	Agencja Usług Księgowo-Prawnych "Biegli Rewidenty" Sp. z o.o.	Biuro Inwestycji Kapitałowych Wojciech Sobieraj	21.06.00	2.639.312 529.800
PGF S.A.	DM WBK S.A.	Deloitte & Touche Audit Services Sp. z o.o.	Wielkopolski Bank Kredytowy S.A.; Kancelaria Radców Prawnych "Oleś & Rodzyńkiewicz" Spółka Cywilna;	21.06.00	emisja połączona przeznaczona dla akcjonariuszy spółki Cebirni-Poznań S.A.
BANK KOMUNALNY S.A.	DI BRE Banku S.A.	T&K ABAK Gdańsk Biegli Rewidenty i Konsultanci Sp. z o.o.	Kancelaria Rady Prawnego Marzela Węcłowska Radca prawny	28.06.00 (zawiadomienie)	80.215.600
BRE BANK S.A.	DI BRE Banku S.A.	PricewaterhouseCoopers Sp. z o.o.	Business Management Finance S.A.; Alzheimer & Gray Polska Sp. z o.o.	30.06.00 (zawiadomienie)	12.165.175
COMPUTERLAND S.A.	DM BG-BG S.A.	Deloitte & Touche Audit Services Sp. z o.o.	CA IB Financial Advisers S.A.; Weil, Goshal & Manges Sp. z o.o.; Arthur Andersen Sp. z o.o.	07.07.00 (zawiadomienie)	14.419.409
PKN ORLEN S.A.	CA IB Securities S.A.	Arthur Andersen Sp. z o.o.	ABN AMRO Corporate Finance (Polska) Sp. z o.o.;	14.07.00	emisja akcji pod obligacje zamienne
ZYWIĘC S.A.	ABN AMRO Securities S.A.	Arthur Andersen Sp. z o.o.	Allen & Overy Poland Sp. z o.o.; KPMG Accountants N.V.; Arthur Andersen Sp. z o.o.	17.07.00 (zawiadomienie)	300.636.060

1	2	3	4	5	6
COMPENSA S.A.	BM BPH S.A.	Deloitte & Touche Audit Services Sp. z o.o.	D. Janczak i Wspólnicy Spółka Komandytowa	02.08.00	75.000.000
WANDALEX S.A.	DM BIG-BG S.A.	Agencja Usług Audytorskich i Rachunkowych „EKORA” Sp. z o.o.	Agencja Usług Audytorskich i Rachunkowych „EKORA” Sp. z o.o.; Kancelaria Prawnicza „CAVERE” Romuald Sproko	02.08.00	11.672.003
KRUSZWICA S.A.	Société Générale Securities Polska S.A.	Deloitte & Touche Audit Services Sp. z o.o.		16.08.00 (zawiadomienie)	24.992.550
NOMI S.A.	ProCapital S.A.	PricewaterhouseCoopers Sp. z o.o.	Merrill Lynch Polska Sp. z o.o.;	25.08.00 (zawiadomienie)	70.864.694
BANK PEKAO S.A.	CDM PEKAO S.A.	PricewaterhouseCoopers Sp. z o.o.	UniCredit Banca Mobiliare; Huntton & Williams Poland Sp. z o.o.	30.08.00	520.900.968
TALEX S.A.	DM WBK S.A.	Usługi Audytorskie DGA Sp. z o.o.	Mariola Więtkowska Radca Prawny; Usługi Audytorskie DGA Sp. z o.o.	30.08.00	479.100.979
TECHMEX S.A.	CA IB Securities S.A.	Deloitte & Touche Audit Services Sp. z o.o.	CA IB Financial Advisers S.A.;	30.08.00	20.590.000
TIM S.A.	COK Banku Handlowego S.A.	Zespół Biegłych Rewidentów FABER Sp. z o.o.	Kancelaria Radców Prawnych „Olés & Rodzyńkiewicz” Spółka Cywilna; Deloitte & Touche Audit Services Sp. z o.o.	30.08.00	300.000
SIMPLE S.A.	Raiffeisen Capital & Investment Polska S.A.	Biurowo Audytorskie SADREN Sp. z o.o.	Kancelaria Adwokacko-Radowska „Juszkiewicz, Wójcik, Juszkiewicz” Spółka Cywilna	30.08.00	podwyższenie kapitału zakładowego opłacone z kapitału zapasowego 2.180.000
MAZURY S.A.	IDM Kredyt Banku S.A.	Arthur Andersen Sp. z o.o.	Kancelaria Prawnicza „Prokurent” Spółka Cywilna	30.08.00	podwyższenie kapitału za wkładów niepieniężnych 459.043
OPTIMUS S.A.	CDM PEKAO S.A.	Arthur Andersen Sp. z o.o.	Arthur Andersen - radca prawny	01.09.00 (zawiadomienie)	27.000
WARTA S.A.	BDM PKO BPS.A.	Arthur Andersen Sp. z o.o.	Kancelaria Adwokacko-Radowska „Juszkiewicz, Wójcik, Juszkiewicz” Spółka Cywilna	04.09.00 (zawiadomienie)	18.000
BIUROSYSTEM S.A.	DMBOŚ S.A.	Deloitte & Touche Audit Services Sp. z o.o.	ORITHEX CONSULTING Sp. z o.o.;	07.09.00 (zawiadomienie)	3.200.000
			Kancelaria Radców Prawnych „Olés & Rodzyńkiewicz” Spółka Cywilna		64.000.000
					312.570.000
					emisja połączona przeznaczona dla akcjonariuszy Invar System S.A.
					4.190.963

1	2	3	4	5	6
PBK S.A.	DM PBK S.A.	Arthur Andersen Sp. z o.o.	Arthur Andersen Sp. z o.o.; Softyński i Szlezak Doradcy Prawni Spółka Komandytowa	13.09.00	emisja połączona przeznaczona dla akcjonariuszy BA CA - Poland S.A.
MUZA S.A.	DM AmerBrokers S.A.	BFA AUDYT Sp. z o.o.	Kancelaria Radców Prawnych "Oleś & Rodzyńkiewicz" Spółka Cywilna	13.09.00	podwyższenie kapitału zakładowego opłacone z kapitału zapasowego 77.484
KOMPAP S.A.	Bestidzki Dom Maklerski S.A.	REWIT Księgowi i Biegli Rewidenci Sp. z o.o.	SBH ARNO S.A.; W. Misiewicz, J. Mosk i Partnerzy Kancelaria Prawnicza Spółka Jawna; OM Investment Sp. z o.o.	12.10.00 (zawiadomienie)	273.646 emisja połączona przeznaczona dla akcjonariuszy Armo S.A.
CHEMISKÓR S.A.	DM BIG-BG S.A.	"CONSILIA AUDIT POLONIA" Sp. z o.o.	Danuta Zającka-Banaszak	16.10.00 (zawiadomienie)	9.870.000
BUDIMEX S.A.	IDM Kredyt Banku S.A.	BDO Polska Sp. z o.o.	Kancelaria Prawnicza "Prokremt" Spółka Cywilna	20.10.00 (zawiadomienie)	87.227.849
SOFTBANK S.A.	CA IB Securities S.A.	PricewaterhouseCoopers Sp. z o.o.	Allen & Overy Poland Sp. z o.o.	25.10.00	emisja akcji pod obligacje zamienne
HOWELL S.A.	COK Banku Handlowego S.A.	Misters Auditor Sp. z o.o.	Beata Gessel i Wspólnicy Spółka Jawna; Misters Auditor Sp. z o.o.	25.10.00	21.750.000
KOGENERACJA S.A.	DM Banku Zachodniego S.A.	Misters Auditor Sp. z o.o.	"SOS" Sp. z o.o.;	25.10.00	197.235.449
MCI MANAGEMENT S.A.	CDM PEKAO S.A.	PricewaterhouseCoopers Sp. z o.o.;	Małgorzata Węgrzyn-Wysocka Kancelaria Prawnicza	03.11.00	24.200.000
BANK HANDLOWY W WARSZAWIE (CITIBANK) S.A.	COK Banku Handlowego S.A.	P.U. "WERBIL" Sp. z o.o.	Beata Gessel i Wspólnicy Spółka Jawna	10.11.00 (zawiadomienie)	emisja połączona przeznaczona dla akcjonariuszy Citibank (Poland) S.A.
STRZELEC S.A.	IDM Kredyt Bank S.A.	"Interfin" Sp. z o.o.	White & Case - Kancelaria Prawna Spółka Komandytowa; KPMG Polska Sp. z o.o.	27.11.00 (zawiadomienie)	14.500.000
PROKOM SOFTWARE S.A.	Bestidzki Dom Maklerski S.A.	PricewaterhouseCoopers Sp. z o.o.	Paweł Rymarz Weil, Gosthal & Manges LLP Spółka Komandytowa	29.11.00	762.000
EFL S.A.	Credit Suisse First Boston (Polska) S.A.	Ernst & Young Audit Sp. z o.o.	Pierwsze otęry publiczne zakończone w 2000 roku Baker & McKenzie Sp. z o.o.;	08.10.99	36.250.000
KOGENERACJA S.A.	DM Banku Zachodniego S.A.	Misters Auditor Sp. z o.o.	Ernst & Young Audit Sp. z o.o. "SOS" Sp. z o.o.;	31.03.00	7.250.000
			Kancelaria Prawnicza Małgorzata Węgrzyn-Wysocka; Misters Auditor Sp. z o.o.		186.715.160

1	2	3	4	5	6
NETIA S.A.	CDM PEKAO S.A.	PricewaterhouseCoopers Sp. z o.o.	Weil, Gotshal & Manges Sp. z o.o.; PricewaterhouseCoopers Sp. z o.o.	19.04.00	1.400.928
LPP S.A.	COK Banku Handlowego S.A.	T&K ABAK Gdańsk Bięgli Rewidentów i Konsultanci Sp. z o.o.	Wardynski i Wspólnicy Spółka Cywilna	15.11.00	113.400
2001 rok					
Publiczne subskrypcje akcji zakończone w 2001 roku					
SZEPTEL S.A.	COK Banku Handlowego S.A.	Biurow Rachunkowe i Audytorskie Marian Czajka; BDO Polska Sp. z o.o.		26.05.00	500.000
BANK CZESTOCHOWA S.A.	PM ELMAR S.A.	FINANS-SERVIS Zespól Doradców Finansowo-Księgowych Sp. z o.o. GRUPA FINANS-SERVIS; Moore Stephens, Trzemiński, Krynicki i Partnerzy Kancelaria Bięgłych Rewidentów Sp. z o.o.	FINANS-SERVIS Zespól Doradców Finansowo-Księgowych Sp. z o.o. GRUPA FINANS-SERVIS; Moore Stephens, Trzemiński, Krynicki i Partnerzy Kancelaria Bięgłych Rewidentów Sp. z o.o.	25.10.00	9.650.002
FORTIS BANK S.A.	Fortis Securities Polska S.A.	KPMG Polska Audit Sp. z o.o.	Beata Gessel i Wspólnicy Spółka Jawna	31.10.00 (zawiadomienie)	200.030.820
LPP S.A.	COK Banku Handlowego S.A.	T&K ABAK Gdańsk Sp. z o.o. Bięgli Rewidentów i Konsultanci	Wardynski i Wspólnicy Spółka Cywilna	15.11.00	14.400.000
TUJ EUROPA S.A.	DM BIG-BG S.A.	Ernst&Young Audit Sp. z o.o.	S. Cetera, M. Węgrzyn-Wysoka Kancelaria Radców Prawnych Spółka Komandytowa	29.11.00	21.000.000
INTERIA.PL S.A.	DM Polonia Net S.A.	POLINVEST AUDIT Sp. z o.o.	Kancelaria Radców Prawnych "Oleś & Rodzyńkiewicz" Spółka Cywilna; POLINVEST - AUDIT Sp. z o.o.; COK Banku Handlowego S.A.	20.12.00	37.770.600
TRAS- TYCHY S.A.	Krakowski Dom Maklerski S.A.	BDO Polska Sp. z o.o.	Kancelaria Prawnicza Linklaters Komosa, Wisniewski Grzybowski i Wspólnicy Spółka Komandytowa	17.01.01	11.647.772
GETIN SERVICE PROVIDER S.A.	DM BIG-BG S.A.	Ernst&Young Audit Sp. z o.o.	G. Domański, K. Zakrzewski, J. Palinka Spółka Komandytowa	24.01.01	700.000
COMPENSA S.A.	BM BPH S.A.	PricewaterhouseCoopers Sp. z o.o.	Kancelaria Prawnicza	31.01.01 (zawiadomienie)	18.550.000
SOFTBANK S.A.	CA IB Securities S.A.	PricewaterhouseCoopers Sp. z o.o.	D. Janczak i Wspólnicy Spółka Komandytowa	14.02.01	40.000.000
COMPUTERLAND S.A.	DI BRE Banku S.A.	Deloitte & Touch Audit Services Sp. z o.o.	Allen & Overy Poland Sp. z o.o.	06.03.01 (zawiadomienie)	emisja akcji pod obligacje zamienne emisja akcji pod obligacje zamienne

1	2	3	4	5	6
HOGAPL S.A.	Beskidzki Dom Maklerski S.A.	Kancelaria Porad Finansowo-Księgowych dr Piotr Rojek Sp. z o.o.	Kancelaria Radcow Prawnych "Oleś & Ródnickiewicz" Spółka Cywilna; NORTA Sp. z o.o.	13.03.01	9.000.000
CHEMISKÓR S.A.	IDM Kredyt Banku S.A.	Kancelaria Biegłych Rewidentów „CONSILIA AUDIT POLONIA” Sp. z o.o.	Małgorzata Gładkowska - Radca Prawny	23.05.01 (zawiadomienie)	4.350.000
	DM BÓŚ S.A.	Misters Audytór Sp. z o.o.	Głowacki, Grnhoff, Halziński Spółka Jawna	28.05.01 (zawiadomienie)	21.000.000
ODLEWNIE POLSKIE S.A.	DM AmerBrokers S.A.	BDO Polska Sp. z o.o.	Biuro Inwestycji Kapitałowych Wojciech Sobieraj	28.05.01 (zawiadomienie)	12.426.000
BANK ZACHODNI S.A.	CA IB Securities S.A.	PricewaterhouseCoopers Sp. z o.o.	Bank Zachodni S.A.; CA IB Financial Advisors Sp. z o.o.	08.05.01	12.999.000
POLIGRAFIA S.A.	CDMPEKAO S.A.	PricewaterhouseCoopers Sp. z o.o.	Access Sp. z o.o.	18.05.01 (zawiadomienie)	emisia połączona dla akcjonariuszy WBK S.A.
SZEPTTEL S.A.	DI BRE Banku S.A.	BDO Polska Sp. z o.o.		15.06.01 (zawiadomienie)	30.413.700
BANK CZESTOCHOWA S.A.	DI BRE Banku S.A.	Moore Stephens, Trzemżalski, Krynicki i Partnerzy Kancelaria Biegłych Rewidentów Sp. z o.o.	Artur Baweński i Karol Słoma - Radcowie Prawni	22.06.01 (zawiadomienie)	78.256.740
BANK ŚLĄSKI S.A.	DM Banku Śląskiego S.A.	KPMG Polska Audyt Sp. z o.o.		06.07.01 (zawiadomienie)	25.349.999
KREDYT BANK S.A.	IDM Kredyt Banku S.A.	Arthur Andersen Sp. z o.o.	Wardyski i Wspólnicy Spółka Cywilna	31.07.01 (zawiadomienie)	podwyższenie kapitału zakładowego w drodze wniesienia aportu
ZWIĘC S.A.	DI BRE Banku S.A.	PricewaterhouseCoopers Sp. z o.o.	Allen & Overy, A. Siemiatkowski Spółka Komandytowa	06.09.01 (zawiadomienie)	872.628.691
BEST S.A.	DI BRE Banku S.A.	PricewaterhouseCoopers Sp. z o.o.		20.09.01 (zawiadomienie)	654.499.488
DEUTSCHE BANK 24 S.A.	ProCapital S.A.	KPMG Polska Audyt Sp. z o.o.	White & Case W. Donilowicz, W. Jurewicz i Wspólnicy - Kancelaria Prawna Spółka Komandytowa; KPMG Polska Audyt Sp. z o.o.	28.09.01 (zawiadomienie)	16.200.000
BIG-BG S.A.	DM BIG-BG S.A.	KPMG Polska Audyt Sp. z o.o.		23.10.01 (zawiadomienie)	38.980.286
ELDORADO S.A.	DM BIG-BG S.A.	DORADCA Zespół Doradców Finansowo-Księgowych Sp. z o.o.	DORADCA Zespół Doradców Finansowo-Księgowych Sp. z o.o.; Beata Gessel; Wspólnicy Spółka Jawna	30.10.01	764.263.570
BPH S.A.	CA IB Securities S.A.	KPMG Polska Audyt Sp. z o.o.	CA IB Financial Advisors S.A.; Kancelaria Prawnej Hunton & Williams Spółka Komandytowa	08.11.01	19.999.500
PROKOM S.A.	CA IB Securities S.A.	PricewaterhouseCoopers Sp. z o.o.	Linklaters T. Komosi & Wspólnicy Spółka Komandytowa	09.11.01 (zawiadomienie)	1.136.146
					259.500
					emisia połączona dla akcjonariuszy PBK S.A.
					emisia akcji pod obligacje zamienne

1	2	3	4	5	6
OPTIMUS TECHNOLOGIE S.A.	CDMPEKAO S.A.	Deloitte & Touch Audit Services Sp. z o.o.		18.12.01	emisja związana z podziałem przeznaczona dla akcjonariuszy polki Optimus S.A.
Pierwsze oferty publiczne zakończone w 2001 roku					
GETIN SERVICE PROVIDER S.A.	DM BIG-BG S.A.	Ernst&Young Audit Sp. z o.o.	G. Domański, K. Zakrzewski, J. Palinka Spółka Komandytowa Kancelaria Prawnicza	24.01.01	2.147.838
2002 rok					
Publiczne subskrypcje akcji zakończone w 2002 roku					
EFL S.A.	DM BIG-BG S.A.	Ernst&Young Audit Sp. z o.o.	G. Domański, K. Zakrzewski, J. Palinka Spółka Komandytowa Kancelaria Prawnicza	30.11.01 (zawiadomienie)	38.296.986
COMPUTERLAND S.A.	DI BRE Banku S.A.	Deloitte & Touche Audit Services Sp. z o.o.		18.12.01 (zawiadomienie)	12.210.441
NORDEA POLSKA S.A.	Beskidzki Dom Maklerski S.A.	Moore Stephens, Trzemżalski, Krynicki i Partnerzy Kancelaria Biegłych Rewidentów Sp. z o.o.	O.M. Investment Sp. z o.o.; Kancelaria Prawnicza dr Marek Gutchowski, dr Adam Jedliński, dr Jozef Rodziewicz, adwokat Andrzej Zwara Spółka Cywilna	21.12.01 (zawiadomienie)	150.000.000
AMERBANK S.A.	DM AmerBrokers S.A.	PricewaterhouseCoopers Sp. z o.o.	Kancelaria Prawna Allen & Overy, A.Siemiątkowski Spółka Komandytowa	21.02.02 (zawiadomienie)	99.900.000
MACROSOFT S.A.	DB Securities S.A.	BDO Polska Sp. z o.o.	Kancelaria Prawnicza "Prokurent" Spółka Cywilna	05.03.02	225.825
ZPC MIESZKO S.A.	DI BRE Banku S.A.	Kancelaria Porad Finansowo-Księgowych dr Piotr Rojek Sp. z o.o.	Kancelaria Radców Prawnych "Olés & Rodzinkiewicz" Spółka Cywilna	08.03.02 (zawiadomienie)	9.999.000
4MEDIA S.A.	DM BIG BG S.A.			08.03.02 (zawiadomienie)	emisja akcji w zamian za wierzytelności o wartości 32.400.000 zł
COMARCH S.A.	CA IB Securites S.A.	PricewaterhouseCoopers Sp. z o.o.	CA IB Financial Advisors Sp. z o.o.; Kancelaria Radców Prawnych "Olés & Rodzinkiewicz" Spółka Cywilna	11.03.02 (zawiadomienie)	emisja akcji pod obligacje zamienne
PIASECKI S.A.	CA IB Securites S.A.	Deloitte&Touche Audit Services Sp. z o.o.	Kancelaria Radców Prawnych Olés&Rodzinkiewicz Spółka Jawna, CA IB Financial Advisers Sp. z o.o.	29.03.02 (zawiadomienie)	emisja akcji pod obligacje zamienne
TELMAX S.A.	DB Securities S.A.	HBL Frąckowiak i Wspólnicy Sp. z o.o.	Kancelaria Adwokacka Jacek Reps Piotr Wojnar Spółka Cywilna	16.04.02	emisja akcji pod obligacje zamienne
CAPITAL PARTNERS S.A.	DM AmerBrokers S.A.	BDO Polska Sp. z o.o.		30.04.02 (zawiadomienie)	1.800.000

1	2	3	4	5	6
KRUKS.A.	CDMPEKAO S.A.	HBL Frackowiak i Wspólnicy Sp. z o.o.	Beata Gessel i Wspólnicy Spółka Jawna	14.05.02	emisa akcji w zamian za obligacje z prawem pierwszeństwa 22.903.895
OKOCIM.S.A.	ABN AMRO Securities S.A.	Arthur Andersen Sp. z o.o.	AMN AMRO Corporate Finance (polska) Sp. z o.o.; CMS Cameron McKenna Paweł Dębowski Spółka Komandytowa	24.05.02 (zawiadomienie)	109.816.254
HOLLIKOM.S.A.	BDM PKO BP S.A.		Gmina Miasto Ostrów Wielkopolski	18.07.02 (zawiadomienie)	podwyższenie kapitału zakładowego w drodze wniesienia aportu o wartości 8.276.528 zł
OZCS.A.	BDM PKO BP S.A.			24.07.02 (zawiadomienie)	16.000.000
ECHO INVESTMENT S.A.	CDMPEKAO S.A.	BDO Polska Sp. z o.o.		04.09.02 (zawiadomienie)	69.712.920
ZMDUDA.S.A.	Internetowy Dom Maklerski S.A.	Biurowe Biuro Biegłych Rewidentów Rew-Bi Sp. z o.o.	Przedsiębiorstwo Skyline Investment S.A.; Kancelaria Prawna Linklaters T. Komosa i Wspólnicy Spółka Komandytowa;	10.09.02	20.284.000
PROKOM.S.A.	CA IB Securities S.A.	PricewaterhouseCoopers Sp. z o.o.	Biurowe Biuro Biegłych Rewidentów Rew-Bi Sp. z o.o. Linklaters T. Komosa i Wspólnicy Spółka Komandytowa	19.09.02 (zawiadomienie)	72.524
POLFA KUTNO.S.A.	DM BIG BG S.A.	PricewaterhouseCoopers Sp. z o.o.	Beata Gessel, Andrzej Chajęć i Wspólnicy Spółka Jawna	25.09.02 (zawiadomienie)	emisa akcji pod obligacje z prawem pierwszeństwa
SOFTBANK.S.A.	CA IB Securities S.A.	PricewaterhouseCoopers Sp. z o.o.	Allen & Overy, A.Siemiątkowski Spółka Komandytowa	26.11.02	emisa akcji pod obligacje z prawem pierwszeństwa
HOOP.S.A.	CA IB Securities S.A.	Deloitte & Touche Audit Services Sp. z o.o.	M.Furtek i Wspólnicy Kancelaria Prawnicza Spółka Jawna	26.11.2002	9.458.040
NETIA.S.A.	CDM Pekao S.A.	PricewaterhouseCoopers Sp. z o.o.	Weil, Goshal & Manges - Paweł Rymarz Spółka Komandytowa	2.12.2002	emisa akcji w zamian za wierzytelności o wartości 338.456.490 zł
SFINKS.S.A.	DI BRE Banki S.A.			19.12.2002	emisa akcji w zamian za wierzytelności o wartości 11.500.001 zł
Publiczne subskrypcje obligacji zakończone w 2002 roku					
CAPITAL PARTNERS S.A.	DM AmerBrokers S.A.	BDO Polska Sp. z o.o.		30.04.02 (zawiadomienie)	18.000.000
TRAS-TYCHY S.A.	BDM PKO BP S.A.		Linklaters T. Komosa i Wspólnicy Spółka Komandytowa	03.06.02 (zawiadomienie)	4.100.000 obligacje zamienne 4.100.000 obligacje zamienne

1	2	3	4	5	6
VENTUS S.A.	DM AmerBrokers S.A.	Tadenzsz Marczak Bięgly Rewident		21.08.02 (zawiadomienie)	21.149.185
BZ WBK S.A.	DM BZ WBK S.A.			01.10.02	152.046.482
					179.383.766
PEKAO S.A.	CDM PEKAO S.A.			29.10.02	399.982.700
					499.866.500
TP S.A.	COK Banku Handlowego S.A.	Arthur Andersen Sp. z o.o.		20.10.02	297.274.500
BIG-BG S.A.	DM BIG-BG S.A.		Beata Gessel, Andrzej Chajec i Wspólnicy Spółka Jawna; White & Case W. Dunilowicz, W. Jurzewicz i Wspólnicy - Kancelaria Prawna Spółka Komandytowa	26.11.02	324.326.021
Pierwsze oferty publiczne zakończone w 2002 roku					
KRUK S.A.	CDM PKO S.A.	HBL Frackowiak i Wspólnicy Sp. z o.o.	Beata Gessel i Wspólnicy Spółka Jawna Kancelaria Radców Prawnych "Oleś & Roudzyńkiewicz" Spółka Cywilna;	14.05.02	8.796.830
INTERIA.PL S.A.	DM Polonia Net S.A.	POLINVEST AUDIT Sp. z o.o.	POLINVEST - AUDIT Sp. z o.o.; COK Banku Handlowego S.A.	20.12.00	5.099.100 (wartość szacunkowa)
2003 rok					
Publiczne subskrypcje akcji zakończone w 2003 roku					
NETIA S.A.	CDM PKO S.A.	PricewaterhouseCoopers Sp. z o.o.	Weil, Gosthal & Manges - Paweł Rymarz Spółka Komandytowa	02.12.02	emisja akcji pod obligacje z prawem pierwszeństwa
ENERGOMONTAŻ- PÓLNOCS.A.	IDM Kredyt Bank S.A.	BDO Polska Sp. z o.o.	EYIP Capital Sp. z o.o.; Kancelaria Prawna Plucińska i Partnerzy; BDO Polska Sp. z o.o.	19.11.02 (zawiadomienie)	6.176.960
COMPUTERLAND S.A.	Kredyt Bank S.A. Inwestycyjny Dom Maklerski	Deloitte & Touche Audit Services Sp. z o.o.	Beata Gessel, Andrzej Chajec i Wspólnicy Spółka Jawna	22.11.02 (zawiadomienie)	emisja akcji pod obligacje z prawem pierwszeństwa
CERSANIT S.A.	CDM Pekao S.A.	Doradca Zespół Doradców Finansowo-Księgowych Sp. z o.o. Grupa Finans-Serwis		20.12.02 (zawiadomienie)	59.825.844
BROWARY STRZELEC S.A.	IDM Kredyt Bank S.A.			24.12.02	9.500.000
STALEXPORT S.A.	Beskidzki Dom Maklerski S.A.		Kancelaria "Dariusz Cyran i Partnerzy" Spółka Komandytowa	16.12.02 (zawiadomienie)	emisja akcji w zamian za wierzytelności o wartości 190.000.000 zł
TRAS-TYCHY S.A.	BDM PKO BPSA.	BDO Polska Sp. z o.o.	Linklaters T.Komosa i Wspólnicy Spółka Komandytowa	11.05.03 (zawiadomienie)	4.836.368

1	2	3	4	5	6
GROCLIN S.A.	DI BRE Banku S.A.	Audytur Sp. z o.o.	White&Case W.Danilowicz, W.Jurcewicz i Wspólnicy - Kancelaria Prawna Spółka Komandytowa	10.05.03 (zawiadomienie)	65.550.000
LPP S.A.	DM Banku Handlowego S.A.	Moore Stephens Trzeźmowski, Krynicki i Partnerzy Kancelaria Biętych Rewidentów Sp. z o.o.		21.03.03 (zawiadomienie)	50.350.000
NORDEA BANK POLSKA S.A.	DB Securities S.A.	KPMG Polska Audit Sp. z o.o.	O.M. Invest Sp. z o.o.; Kancelaria Radców Prawnych i Adwokatów dr Głuchowski, dr Jedliński, dr Rodziewicz, adw Zawara i Partnerzy z siedzibą w Sopocie; LG Petro Bank S.A.	22.04.03	emisja połączona przeznaczona dla akcjonariuszy LG Petro Bank S.A.
BANK PEKAO S.A.	CDM Pekao S.A.	Ernst&Young Audit Sp. z o.o.		25.04.03 (zawiadomienie)	20.550.420
GETIN S.A.	Milennium Dom Maklerski S.A.	Ernst&Young Audit Sp. z o.o.	Domański Zajączkowski Palinka Spółka Komandytowa Kancelaria Prawnicza	9.05.03 (zawiadomienie)	54.000.000
EMAX S.A.	DM BZ WBK S.A.	Ernst&Young Audit Sp. z o.o.	BZ WBK S.A.	16.05.03 (zawiadomienie)	25.080.000 110.000
HOOP S.A.	CA IB Securities S.A.	Deloitte & Touche Audit Services Sp. z o.o.	CA IB Financial Advisers Sp. z o.o.;	18.06.03	63.000.000
APATOR S.A.	DM Banku Handlowego S.A.	Korycka, Budziak & Audytorzy Sp. z o.o.	M.Furtek i Wspólnicy Kancelaria Prawnicza Spółka Jawna Kancelaria Radców Prawnych Oles&Rodzynekiewicz Spółka Jawna	18.06.03 (zawiadomienie)	956.450
IMPEXMETAL S.A.	DI BRE Banku S.A.	Deloitte & Touche Audit Services Sp. z o.o.	Kancelaria Radców Prawnych Oles&Rodzynekiewicz Spółka Jawna	23.07.03 (zawiadomienie)	emisja akcji pod obligacje zamienne
HUTA FERRUM S.A.	ING Securities S.A.			28.07.03 (zawiadomienie)	emisja akcji w zamian za wierzytelności o wartości 9,499,977 zł
KREDYT BANK S.A.	Kredyt Bank S.A. Inwestycyjny Dom Maklerski	Ernst&Young Audit Sp. z o.o.	Wardyrski i Wspólnicy Spółka Jawna	05.09.03 (zawiadomienie)	665.564.256
IMPEL S.A.	CA IB Securities S.A.	Ernst&Young Audit Sp. z o.o.	CA IB Financial Advisers Sp. z o.o.;	12.09.03	156.000.000 2.600.000
STERPROJEKT S.A.	CA IB Securities S.A.	BDO Polska Sp. z o.o.	Linklaters T.Komosa i Wspólnicy Spółka Komandytowa Linklaters T.Komosa i Wspólnicy Spółka Komandytowa;	12.09.03 (zawiadomienie)	emisja akcji pod obligacje z prawem pierwszeństwa 84 877 500
SOKOŁÓW S.A.	DI BRE Banku S.A.	KPMG Polska Audit Sp. z o.o.	Kancelaria Prawnicza "Prokurent" Spółka Cywilna M.Kmieciał, G.Chojma, J.Rostafliński	30.09.03	emisja akcji pod obligacje z prawem pierwszeństwa

1	2	3	4	5	6
SM-MEDIA S.A.	BDM PKO BP S.A. Internetowy Dom Maklerski S.A.	BDO Polska Sp. z o.o.	BDO Polska Sp. z o.o.	30.09.03	360.000
DUDA S.A.	BDM PKO BP S.A. Internetowy Dom Maklerski S.A.	BBR "Rew-Bi" Sp. z o.o.	BBR "Rew-Bi" Sp. z o.o. Linklaters, T.Komosa i Wspólnicy Spółka Komandytowa	21.10.03	43.000.000
REDAN S.A.	Millennium Dom Maklerski S.A.	BDO Polska Sp. z o.o.	Kancelaria Radców Prawnych Olesk&Rodzyńkiewicz Spółka Jawna	21.10.03	8.508.000
					399.000
					45.000.000
					215.000
					emisja akcji pod obligacje z prawem pierwszeństwa
WODKAN S.A.	BDM PKO BP S.A.	Bilans Sp. z o.o.		21.10.03	2.930.240
FARMACOL S.A.	Millennium Dom Maklerski S.A.	Lex-Fin Sp. z o.o.	Kancelaria Radców Prawnych Olesk&Rodzyńkiewicz Spółka Jawna	7.11.03 (zawiadomienie)	10.036.460
INVAR & BIURO SYSTEM S.A.	DM BOŚ S.A.	K.R. Audyt Sp. z o.o.		7.11.03 (zawiadomienie)	15.600.000
ATM GRUPA S.A.	Millennium Dom Maklerski S.A.	BDO Polska Sp. z o.o.	Kancelaria Radców Prawnych Olesk&Rodzyńkiewicz Spółka Jawna	19.11.03	emisja akcji za wierzycelności o wartości 6.699.400 zł
					100.400
					2.300.000
					46.800.000
FFIL ŚNIEŻKA S.A.	BDM PKO BP S.A.	BDO Polska Sp. z o.o.	RSM Corporate Finance Sp. z o.o.; Kancelaria Radców Prawnych Olesk&Rodzyńkiewicz Spółka Jawna	19.11.03	2.100.000
					46.200.000
					emisja akcji pod obligacje zamienne
COMPUTERLAND S.A.	DI BRE Banku S.A.	Deloitte & Touche Audit Services Sp. z o.o.	BRE Corporate Finance S.A.; Beata Gessel, Andrzej Chajec i Wspólnicy Spółka Jawna	19.11.03	emisja akcji pod obligacje z prawem pierwszeństwa
BANK PEKAO S.A.	CDM Pekao S.A.	Ernst&Young Audit Sp. z o.o.		19.11.03	emisja akcji pod obligacje z prawem pierwszeństwa
					2.100.000
STOMIL SANOK S.A.	Millennium Dom Maklerski S.A.	KPMG Polska Audit Sp. z o.o.	Domanski Zaikzrewski Palinka Spółka Komandytowa Kancelaria Prawnicza	19.11.03	emisja akcji pod obligacje z prawem pierwszeństwa
POLNORD S.A.	CA IB Securities S.A.	BDO Polska Sp. z o.o.	Energobudowa S.A.; Weil, Gosthal & Manges Pawel Rymarz Spółka Komandytowa	19.11.03	emisja połączona przeznaczona dla akcjonariuszy Energobudowa S.A.

1	2	3	4	5	6
PGF S.A.	Beskidzki Dom Maklerski S.A.	Deloitte & Touche Audit Services Sp. z o.o.	Kancelaria Radców Prawnych Oles&Rodzynekiewicz Spółka Jawna	19.11.03	emisja akcji pod obligacje z prawem pierwszeństwa
KEYT S.A.	DI BRE Banku S.A.	Ernst&Young Audit Sp. z o.o.	Beata Gessel, Andrzej Chajec i Wspólnicy Spółka Jawna	16.12.03	emisja akcji pod obligacje z prawem pierwszeństwa
Publiczne subskrypcje obligacji zakończone w 2003 roku					
BZ WBK S.A.	DM BZ WBK S.A.			1.10.02 program obligacji	92.954.918 88.158.811 444.413.400
PEKAO S.A.	CDM PEKAO S.A.			29.10.02 program obligacji	31.405.600 180.010.100 118.339.200
BIG-BG S.A.	DM BIG-BG S.A.		Beata Gessel, Andrzej Chajec i Wspólnicy Spółka Jawna; White & Case W.Daniłowicz, W.Jurcewicz i Wspólnicy - Kancelaria Prawna Spółka Komandytowa	20.10.02 program obligacji	92.519.483 210.942.198 182.951.781 136.695.051 95.606.260 202.995.607 68.452.325 62.677.558 11.506.514 3.467.741
EUROPEJSKI FUNDUSZ HIPOTECZNY S.A.	DM Amerbrokers S.A.	BDO Polska Sp. z o.o.	Linklaters T.Komosa i Wspólnicy Spółka Komandytowa	2.12.02 program obligacji	16.000.000
NETIA S.A.	CDM PKO S.A.	PricewaterhouseCoopers Sp. z o.o.	Weil, Gosthal & Manges - Pawel Rymarz Spółka Komandytowa;	02.12.02	314.192 (obligacje z prawem pierwszeństwa) 10.052 (obligacje z prawem pierwszeństwa) 183.738 (obligacje z prawem pierwszeństwa)
BZ WBK FINANSE&LEASING S.A.	DM BZ WBK S.A.	KPMG Polska Audyt Sp. z o.o.	BZ WBK S.A.	19.12.02	88.000.000

1	2	3	4	5	6
PEKAO S.A.	CDM Polska S.A.			25.02.03 II program obligacji	145.224.800 30.675.500 10.511.800 200.026.569 300.231.194 200.000.000 200.000.000
RHEINHYP BRE BANK HIPOTECZNY S.A.	DI BRE Banku S.A.	BDO Polska Sp. z o.o.	Linklaters T.Komosa i Wspólnicy Spółka Komandytowa	25.02.03 program listów zastawnych	
COFFEE HEAVEN INT. S.A.	HSBC Securities Polska S.A.	Moore Stephens Trzemżański, Krynicki i Partnerzy Kancelaria Biętych Rewidentów Sp. z o.o.	Larchmont Finance S.A.; Linklaters T.Komosa i Wspólnicy Spółka Komandytowa	22.04.03 program obligacji	13.930.000
BPH PBK S.A.	CA IB Securities S.A.	KPMG Polska Audit Sp. z o.o.	Dewey Ballantine Grzesiak Spółka Komandytowa	20.05.03 program obligacji	377.515 24.779.157 8.680.941 5.856.016 180.875.410 31.935.838 99.573.990 62.971.700 4.889.395 1.860.000 (obligacje zamienne)
BAUMA S.A.	Internetowy Dom Maklerski S.A.	Deloitte & Touche Audit Services Sp. z o.o.	"Jacek Reys - Piotr Wojnar Kancelaria Adwokacka" Spółka Cywilna	24.04.02 (zawiadomienie)	
BZ WBK LEASING S.A.	DM BZ WBK S.A.	KPMG Polska Audit Sp. z o.o.	BZ WBK S.A.	15.07.03 program obligacji	150.737.995 49.083.503 36.914.967 7.204.445
BZ WBK S.A.	DM BZ WBK S.A.			30.09.03 II program obligacji	10.111.237 301.727.383 113.571.662 62.122.015 176.717.536 319.663.974 30.951.806 6.899.187 84.346.942 77.882.148 50.614.998 2.021.436
BANK MILLENNIUM S.A.	Milennium DM S.A.	KPMG Polska Audit Sp. z o.o.	Beata Gessel, Andrzej Chajec i Wspólnicy Spółka Jawna	30.09.03 II program obligacji	

1	2	3	4	5	6
2004 rok					
Publiczne subskrypcje akcji zakończone w 2004 roku					
BORYSZEW S.A.	CDM Pekao S.A.			16.12.03	59.500.000
BROKSTRZELEC S.A.	Erste Securities Polska S.A.		Domański Zakrzewski Palinka Spółka Komandytowa Kancelaria Prawnicza	17.12.03	47.500.000 emisja akcji pod obligacje zamienne
TELMAX S.A.	DI BRE Banku S.A.	HLB Frackowiak i Wspólnicy Sp. z o.o.	Kancelaria radcy prawnego Karol Słoma; Kancelaria radcy prawnego Artur Bałewski; Dom Inwestycyjny Iponea S.A.	23.12.03 (zawiadomienie)	12.999.932
BETACOM S.A.	DM Banku Handlowego w Warszawie S.A.	BDO Polska Sp. z o.o.	“MLukowicz i Wspólnicy - Kancelaria Prawnicza” Spółka Komandytowa	13.01.04	12.600.000 500.000 350.000
PLAST-BOX S.A.	BDM PKO BP S.A.	REWIT Księgowi i Biegli Rewidenci Sp. z o.o.	BAA Polska Sp. z o.o.	13.01.04	17.550.000
FORTE S.A.	CA IB Securities S.A.	Deloitte & Touche Audit Services Sp. z o.o.	CA IB Financial Advisors Sp. z o.o.; Biuro Adwokackie BMK - Doradca Prawny	28.01.04 (zawiadomienie) 10.02.04	21.500.000 47.598.023 emisja akcji pod obligacje z prawem pierwszeństwa
DGA S.A.	BDM PKO BP S.A.	Korycka, Budziak & Audytorzy Sp. z o.o.	Kancelaria Prawna Marcin Piszcz i Wspólnicy Spółka Komandytowa	10.02.04	15.400.000 150.000 emisja akcji za wkład niepieniężny o wartości 658.755,508 zł
NFI HETMAN S.A.	CA IB Securities S.A.		Allen&Overy, A. Siemiatkowski, Spółka Komandytowa	9.03.04	330.750.000
GETIN S.A.	Millemium Dom Maklerski S.A.	Ernst&Young Audit Sp. z o.o.	Domański Zakrzewski Palinka Spółka Komandytowa Kancelaria Prawnicza	23.02.04 (zawiadomienie)	35.076.650
MIESZKO S.A.	DI BRE Banku S.A.	Ernst&Young Audit Sp. z o.o.	Allen&Overy, A. Siemiatkowski, Spółka Komandytowa; BRE Corporate Finance S.A.	19.03.04 (zawiadomienie)	603.686.400 23.544
KREDYT BANK S.A.	IDM Kredyt Bank S.A.	Ernst&Young Audit Sp. z o.o.	Wardynski i Wspólnicy Spółka Komandytowa	26.03.04 (zawiadomienie)	emisja akcji za wkład niepieniężny o wartości 78.258.487 zł
GTCSA.	CDM Pekao S.A.		Weil, Gosthal & Manges - Paweł Rymarz Spółka Komandytowa	30.03.04	345.295.605 emisja akcji pod warranty subskrypcyjne
SM MEDIA S.A.	BDM PKO BP S.A.	BDO Polska Sp. z o.o.	BDO Polska Sp. z o.o.	30.03.04	7.500.000

1	2	3	4	5	6
TECHMEX S.A.	Millennium Dom Maklerski S.A.	Moore Stephens Smoczyński i Partnerzy Sp. z o.o.	Beata Gesseli i Wspólnicy Spółka Jawna	30.03.04	90.000.000
JCAUTO S.A.	DM Banku Handlowego S.A.	BDO Polska Sp. z o.o.	Central Europe Trust Polska Sp. z o.o.; Wardynski i Wspólnicy Spółka Komandytowa	26.04.04	67.500.000
ELSTAR OILS S.A.	Internetowy Dom Maklerski S.A.	Biurowie Biegłych Rewidentów "Rew-Bi" Sp. z o.o.	IDMSA.PL Doradztwo Finansowe Sp. z o.o.; Marek Wierzbowski i Kancelaria Rady Prawnego	26.04.04	45.000.000
HYGIENIKA S.A.	DI BRE Banku S.A.	Deloitte & Touche Audit Services Sp. z o.o.	Lovells H Seister Spółka Komandytowa; Dom Inwestycyjny Ipopema S.A.	26.04.04	21.000.000
ARTMAN S.A.	Millennium Dom Maklerski S.A.	Librand Audit & Tax Sp. z o.o.	Kancelaria Radców Prawnych Oleś&Rodzyńkiewicz Spółka Komandytowa	26.04.04	emisa akcji pod obligacje z prawem pierwszeństwa 250.054
PEKAO S.A.	CDM Pekao S.A.	Ernst&Young Audit Sp. z o.o.	BRE Corporate Finance S.A.;	27.04.04 (zawiadomienie)	23.750.000
BRE Bank S.A.	DI BRE Banku S.A.	PricewaterhouseCoopers Sp. z o.o.	Beata Gesseli i Wspólnicy Spółka Jawna CA IB Financial Advisors Sp. z o.o.;	27.04.04 (zawiadomienie)	emisa akcji pod obligacje z prawem pierwszeństwa 23.749.440
PFLIDERER GRAJEWO S.A.	CA IB Securities S.A.	Ernst&Young Audit Sp. z o.o.	White&Case W.Daniłowicz,W.Jurczewicz i Wspólnicy - Kancelaria Prawna Spółka Komandytowa	30.04.04 (zawiadomienie)	288.000.000
SZEPTEL S.A.	Millennium Dom Maklerski S.A.		Kancelaria Adwokacka Tomasz Kopoczyński	7.05.04 (zawiadomienie)	10.000.000
ELZAB S.A.	Beskidzki Dom Maklerski S.A.	BDO Polska Sp. z o.o.	Kancelaria Radców Prawnych Oleś&Rodzyńkiewicz Spółka Komandytowa BZ WPK S.A.;	17.05.04 (zawiadomienie)	5.541.033
COMARCH S.A.	DM BZ WPK S.A.		Kancelaria Radców Prawnych Oleś&Rodzyńkiewicz Spółka Komandytowa	17.05.04 (zawiadomienie)	125.787
CERAMIKA NOWA GALA S.A.	Internetowy Dom Maklerski S.A.	BDO Polska Sp. z o.o.	Marek Wierzbowski i Kancelaria Rady Prawnego; IDMSA.PL Doradztwo Finansowe Sp. z o.o.;	25.05.04	emisa akcji pod obligacje z prawem pierwszeństwa emisa akcji za wierzycelności o wartości 14.715.463 zł
LEASCO S.A.	Bank Gospodarki Żywnościowej S.A. - Biuro Maklerskie		BDO Polska Sp. z o.o.	25.05.04 (zawiadomienie)	

1	2	3	4	5	6
PBG S.A.	DM BZ WPK S.A.	HLB Frąckowiak i Wspólnicy Sp. z o.o.	BZ WPK S.A.; Kancelaria Rady Prawnego Mariola Więcowska Rada Prawny	25.05.04	96,000,000 333,000
HUTMEN S.A.	DI BRE Banku S.A.	Deloitte & Touche Audit Services Sp. z o.o.	BRE Corporate Finance S.A.; Kancelaria Radców Prawnych Oles&Rodzyńkiewicz Spółka Komandytowa	9,06,04 (zawiadomienie)	62,568,660
INVAR & BIURO SYSTEM S.A.	DM BOŚ S.A.	K.R. Audyt Sp. z o.o.		9,06,04 (zawiadomienie)	2,963,649 2,714,908
MOSTOSTAL SIEDLCE S.A.	DI BRE Banku S.A.	BDO Polska Sp. z o.o.	BDO Polska Sp. z o.o.; Polimex-Cekop S.A.; White & Case W.Daniłowicz, W.Jurcewicz i Wspólnicy Kancelaria Prawna Spółka Komandytowa	30,06,04	emisja połączona dla akcjonariuszy Polimex Cekop S.A.
ENERGOMONTAŻ PÓLNOCS.A.	Internetowy Dom Maklerski S.A.	BDO Polska Sp. z o.o.	BDO Polska Sp. z o.o.; Latała i Wspólnicy Spółka Komandytowa;	12,07,04 (zawiadomienie)	emisja akcji za wierzycelności o wartości 40,425,000 zł
COMP RZESZÓW S.A.	Milennium Dom Maklerski S.A.	BDO Polska Sp. z o.o.	Salaus D.Oleszczak Kancelaria Prawnicza Spółka Komandytowa	13,07,04	42,300,000
TORFARMS.A.	DI BRE Banku S.A.	HLB Frąckowiak i Wspólnicy Sp. z o.o.	Kancelaria Radców Prawnych Oles&Rodzyńkiewicz Spółka Komandytowa;	13,07,04	931,500
LENTEX S.A.	DI BRE Banku S.A.	BDO Polska Sp. z o.o.	BRE Corporate Finance S.A.		31,050,000
MIESZKO S.A.	DI BRE Banku S.A.	Ernst& Young Audit Sp. z o.o.	Beata Gessel i Wspólnicy Spółka Jawna; BRE Corporate Finance S.A.	13,07,04	emisja akcji pod obligacje z prawem pierwszeństwa
ALMA MARKET S.A.	BDM PKO BPS.A.	Kancelaria Biegłych Rewidentów „Konto” Sp. z o.o.	Allen&Overy, A.Siemiatkowski Spółka Komandytowa; BRE Corporate Finance S.A.	13,07,04	emisja akcji pod obligacje z prawem pierwszeństwa 31,000,000
FON S.A.	Beskidzki Dom Maklerski S.A.	EKSPERT Zakład Usług Księgowo-Finansowych Stowarzyszenia Księgowych w Polsce Sp. z o.o. GRUPA FINANS-SERVIS	Kancelaria „D.Cyran, R.Sasiak i Wspólnicy Spółka Komandytowa	13,07,04	emisja akcji pod obligacje z prawem pierwszeństwa
COMP.S.A.	CA IB Securities S.A.	BDO Polska Sp. z o.o.	Przebiegierstwo Skyline Investment S.A.; Prof. Marek Wierzbowski Kancelaria Rady Prawnego	6,08,04 (zawiadomienie)	9,295,283
				10,08,04	20,812,500

1	2	3	4	5	6
ATM S.A.	BDM PKO BPS.A.	EuroConsult Sp. z o.o.	BAA Polska Sp. z o.o.; Dariusz Tokarczak i Wspólnicy Kancelaria Prawna GLN Spółka Komandytowa; EuroConsult Sp. z o.o.	10.08.04	988.000 6.600.000
SWISSMED S.A.	BDM PKO BPS.A.	Usługowy Zakład Rachunkowości Stowarzyszenia Księgowych w Polsce Sp. z o.o.	Capital Partners S.A.; Larchmont Finance S.A.	10.08.04	4.284.734 emisja akcji pod obligacje zamienne
FAM S.A.	Millennium Dom Maklerski S.A.	Moore Stephens Trzeźniński, Krynicki i Partnerzy Kancelaria Biegłych Rewidentów Sp. z o.o.	G. Domański, K. Zakrzewski, J. Palinka Spółka Komandytowa Kancelaria Prawnicza; MFA Sp. z o.o.	10.08.04	16.884.723
TRAS-TYCHY S.A.	Internetowy Dom Maklerski S.A.	Optima Audit Sp. z o.o.	IDMSA.PL Doradztwo Finansowe Sp. z o.o.; Marek Wierzbowski Kancelaria Rady Prawnego	25.08.04 (zawiadomienie)	4.836.366
LUBAWA S.A.	BDM PKO BPS.A.	FINEKS Kancelaria Biegłego Rewidenta Florian Osękowski		30.08.04 (zawiadomienie)	200.000
BEEF-SAN S.A.	BDM PKO BPS.A.		BIEL Capital Sp. z o.o.	1.09.04 (zawiadomienie)	1.992.000
UNIMIL S.A.	DI BRE Banko S.A.		Kancelaria Radców Prawnych Olsz&Rodzyńkiewicz Spółka Komandytowa	8.09.04 (zawiadomienie)	68.000.000
DUDA S.A.	Internetowy Dom Maklerski S.A.	Biurowie Biegłych Rewidentów „Rew-Bi” Sp. z o.o.	IDMSA.PL Doradztwo Finansowe Sp. z o.o.; Prof. Marek Wierzbowski Kancelaria Rady Prawnego	20.09.04 (zawiadomienie)	52.827.220 500.000
TRANS UNIVERSAL POLAND S.A.	DM BZ WBK S.A.		Doradztwo Gospodarcze DGA S.A.	28.09.04 (zawiadomienie)	4.741.168
PEKAES S.A.	DM Banku Handlowego S.A.	Deloitte & Touche Audit Services Sp. z o.o.	Kcelaria Prawnicza “CAVERE”	22.10.04	120.000.000
IVAX	DM Banku Handlowego S.A.	Ernst&Young LLP	Dewey Ballentine Grzesiak Spółka Komandytowa; 3GON Polska Sp. z o.o. & Wspólnicy Spółka Komandytowa	22.10.04	oferta dla akcjonariuszy Polfy Kutno S.A. w ramach publicznego wezwania
POLCOLORIT S.A.	Millennium Dom Maklerski S.A.	KSI Librand Sp. z o.o.	Radzkowski, Szubielska i Wspólnicy Spółka Komandytowa	22.10.04	48.528.828 emisja akcji pod obligacje z prawem pierwszeństwa
PRATERM S.A.	CDM Pekao S.A.	RSM Salustro Reydel Polska Sp. z o.o.	GESSEL Beata Gessel Kalinowska vel Kalisz i Wspólnicy Spółka Komandytowa	22.10.04	90.000.000
KOELNER S.A.	DI BRE Banko S.A.	HLB Frackowiak i Wspólnicy Sp. z o.o.	Lovells H. Seisler Spółka Komandytowa; BRE Corporate Finance S.A.	22.10.04	77.000.000 emisja akcji pod warranty subskrypcyjne

1	2	3	4	5	6
EUROFAKTOR S.A.	BDM PKO BPS.A.	Ernst& Young Audit Sp. z o.o.	Ernst& Young Audit Sp. z o.o.; BAA Polska Sp. z o.o.; Kancelaria Radców Prawnych Oles&Rodzynekiewicz Spółka Komandytowa	22.10.04	36.000.000 emisja akcji pod obligacje z prawem pierwszeństwa
ODLEWNIENIE POLSKIE S.A.	DM PENETRATOR S.A.	Zespół Usług Finansowo-Księgowych Stowarzyszenia Księgowych w Polsce BILANS-SERVIS Sp. z o.o. Grupa FINANS-SERVIS		26.10.04 (zawiadomienie)	16.910.85116.910.851
SZEPTTEL S.A.	Millemium Dom Maklerski S.A.		Tomczak i Partnerzy Spółka Adwokacka	5.11.04 (zawiadomienie)	5.500.000
bmp AG	CDM Pekao S.A.; Consors Capital Bank AG		Weil, Grotstal & Manges - Pawel Rymarz Spółka Komandytowa	8.11.04 (single passport)	15.819.809
CCC S.A.	CA IB Securities S.A.	BDO Polska Sp. z o.o.	Kancelaria Radców Prawnych Oles&Rodzynekiewicz Spółka Komandytowa; CA IB Financial Advisers Sp. z o.o.	9.11.04	60.800.000
DROZAPOL-PROFIL S.A.	BDM PKO BPS.A.	KORPEX-AUDYTOR Sp. z o.o.	Andrzej Chmielowski – Radca Prawny	9.11.04	12.800.000 emisja akcji pod obligacje z prawem pierwszeństwa
ATLANTA-POLAND S.A.	BDM PKO BPS.A.	A&E Consult Sp. z o.o.	A&E Consult Sp. z o.o.; Corpus Corporate Finance Sp. z o.o.	19.11.04	13.291.425 100.000
TELMAX S.A.	CA IB Securities S.A.	HLB Fractkowiak i Wspólnicy Sp. z o.o.; Ernst& Young Audit Sp. z o.o.	Kancelaria Radców Prawnych Oles&Rodzynekiewicz Spółka Komandytowa; Przedsiębiorstwo Produkcyjno-Usługowe SPIN Sp. z o.o.	30.11.04	emisja połączeniowa dla udziałowców Spin Sp. z o.o. 1.714.440
COMPUTERLAND S.A.	DI BRE Banko S.A.	Deloitte & Touche Audit Services Sp. z o.o.		30.11.04	emisja akcji pod obligacje z prawem pierwszeństwa

1	2	3	4	5	6
Publiczne subskrypcje obligacji zakończone w 2004 roku					
BPH PBK S.A.	CA IB Securities S.A.	KPMG Polska Audit Sp. z o.o.	Dewey Ballantine Grzesiak Spółka Komandytowa	20.05.03 program obligacji	34.530.780 12.381.288 45.164.943 43.854.032 35.092.967 18.209.072 56.283.813 37.467.638 56.297.439 54.520.313 1.385.540 38.944.578 79.607.456 44.216.028 45.324.871 18.651.346 9.459.999 19.432.570 6.458.437 50.050.319 40.263.350 50.018.076 2.650.041
BZ WBK LEASING S.A.	DM BZ WBK S.A.	KPMG Polska Audit Sp. z o.o.	BZ WBK S.A.	15.07.03 program obligacji	
NORDEA BANK POLSKA S.A.	Biuro Maklerskie Oddział Nordlea Bank Polska S.A.		O.M. Invest Sp. z o.o.; Kancelaria Radców Prawnych i Adwokatów dr Guchowski, dr Jedliński, dr Roldzewicz, adw. Zwara i Partnerzy	19.11.03 program obligacji	2.389.060
BROK-STRZELEC S.A.	Erste Securities Polska S.A.		Domański Zakrzewski Palinka Spółka Komandytowa Kancelaria Prawnicza	17.12.03	15.000.000 (obligacje zamienne) 49.981.714 10.276.046 10.009.739 30.033.790
BZ WBK FINANSE&LEASING S.A.	DM BZ WBK S.A.		BZ WBK S.A.	26.04.04 program obligacji	
MCI S.A.	Internetowy Dom Maklerski S.A.	Moore Stephens Smoczyński i Partnerzy Sp. z o.o.	Kancelaria Prawnicza Marek Brachmański & Ryszard Piasniński Spółka Cywilna	10.08.04	10.020.000 (obligacje zamienne)
Pierwsze oferty publiczne zakończone w 2004 roku					
INTER CARS S.A.	CDM Pekao S.A.	PricewaterhouseCoopers Sp. z o.o.	Kancelaria Radców Prawnych Oleś&Rozdymkiewicz Spółka Komandytowa	26.04.04	45.230.850 35.012.250

1	2	3	4	5	6
WSP S.A.	DM PENETRATOR S.A.	A&E Consult Sp. z o.o.	TDI Towarzystwo Doradztwa Inwestycyjnego Sp. z o.o.; Agencja Informacyjna PENETRATOR Sp. z o.o.	26.04.04	230.749.252
BROKER FM S.A.	Millennium Dom Maklerski S.A.	BDO Polska Sp. z o.o.	Kancelaria Radców Prawnych Oles&Rodzinkiewicz Spółka Komandytowa	25.05.04	103.329.107
COMP RZESZÓW S.A.	Millennium Dom Maklerski S.A.	BDO Polska Sp. z o.o.	Silans D.Oleszczak Kancelaria Prawnicza Spółka Komandytowa	13.07.04	145.230.000
ATM S.A.	BDM PKO BPS.A.	EuroConsult Sp. z o.o.	BAA Polska Sp. z o.o.;	10.08.04	13.860.000
PKO BP S.A.	Biurow Maklerskie Banku Gospodarki Żywnościowej S.A.	Ernst&Young Audit Sp. z o.o.	Dariusz Tokareczuk i Wspólnicy Kancelaria Prawna GLN Spółka Komandytowa;	31.08.04	4.114.880
POLCOLORIT S.A.	Millennium Dom Maklerski S.A.	KSI Libraand Sp. z o.o.	EuroConsult Sp. z o.o.	22.10.04	7.600.778.753
PRATERM S.A.	CDM Pskao S.A.	RSM Salustro Reydel Polska Sp. z o.o.	Credit Suisse First Boston Sp. z o.o.;	22.10.04	94.600.000
KOELNER S.A.	DI BRE Banki S.A.	HLB Frąckowiak i Wspólnicy Sp. z o.o.	Weil, Gosthal & Manges - Paweł Rymarz Spółka Komandytowa	22.10.04	20.000.000
TVN S.A.	CA IB Securities S.A.	PricewaterhouseCoopers Sp. z o.o.	Radzikowski, Szubielski i Wspólnicy Spółka Komandytowa	22.10.04	13.200.000
CCC S.A.	CA IB Securities S.A.	BDO Polska Sp. z o.o.	Kancelaria Radców Prawnych Oles&Rodzinkiewicz Spółka Komandytowa;	29.10.04	509.190.464
FCH DWORY S.A.	DM BZ WBK S.A.	BDO Polska Sp. z o.o.	CA IB Financial Advisers Sp. z o.o.	9.11.04	10.450.000
DROZAPOL-PROFIL S.A.	BDM PKO BP S.A.	KORPEX-AUDYTOR Sp. z o.o.	BZ WBK S.A.;	9.11.04	360.626.161
			G. Domański, K. Zakrzewski, J. Palinka Spółka Komandytowa	9.11.04	4.960.000
			Kancelaria Prawnicza		
			Andrzej Chmielewski – Rada Prawny	9.11.04	4.960.000
			2005 rok		
			Publiczne subskrypcje akcji zakończone w 2005 roku		
BIOTON S.A.	CA IB Securities S.A.	KMPG Audit Sp. z o.o.	CA IB Financial Advisers Sp. z o.o.;	22.10.04	44.000.000
SWARZEDZ S.A.	DM BOŚ S.A.	Misters Auditort Sp. z o.o.	Weil, Gosthal & Manges - Paweł Rymarz Spółka Komandytowa	16.11.04 (zawiadomienie)	9.511.615
CIECH S.A.	Millennium Dom Maklerski S.A.	KMPG Audit Sp. z o.o.	Kancelaria Prawnicza A.Cahus, A.Kratnik, M.Szmelter i Wspólnicy Spółka Komandytowa	30.11.04	196.895.616

1	2	3	4	5	6
EUROCASH S.A.	CA IB Securities S.A.	HLB Frackowiak i Wspólnicy Sp. z o.o.	CA IB Financial Advisers Sp. z o.o.; Sotysiński & Szlezak Kancelaria Radców Prawnych i Adwokatów Spółka Komandytowa	30.11.04	emisja akcji pod obligacje z prawem pierwszeństwa emisja akcji pod obligacje z prawem pierwszeństwa
NETTA S.A.	CDM Pekao S.A.		Weil, Gosthal & Manges - Paweł Rymarz Spółka Komandytowa	7.12.04 (zawiadomienie)	emisja akcji za wierzycelności o wartości 6.361.077 zł
INTERIA S.A.	DM Polonia Net S.A.	KSI Librand Sp. z o.o.	Kancelaria Radców Prawnych Oleś&Rozdzyrkiewicz Spółka Komandytowa	7.12.04 (zawiadomienie)	4.665.490
GRAAL S.A.	Internetowy Dom Maklerski S.A.	Kancelaria Porad Finansowo- Księgowych Dr. Piotr Rojek Sp. z o.o.	Łatała i Wspólnicy Spółka Komandytowa; TAG Sp. z o.o.	10.12.04	21.896.130
POLMOS LUBLIN S.A.	DI BRE Banko S.A.	PricewaterhouseCoopers Sp. z o.o.	Allen&Overy, A. Siemiątkowski Spółka Komandytowa; CA IB Financial Advisers Sp. z o.o.	10.12.04	75.000.000 emisja akcji pod obligacje zamienne
PEP S.A.	DM IBZ WBK S.A.	Ernst& Young Audit Sp. z o.o.	BZ WBK S.A.; G. Domański, K. Zakrzewski, J. Palinka Spółka Komandytowa Kancelaria Prawnicza	10.12.04	364.718
ŚRUBEX S.A.	Millennium Dom Maklerski S.A.	BDO Polska Sp. z o.o.	BDO Polska Sp. z o.o.; Equity Service Poland Sp. z o.o. Spółka Komandytowa; Grnhoff, Woźny i Wspólnicy Spółka Komandytowa	21.12.04	25.000.000 emisja akcji pod warranty subskrypcyjne
ZABKOWICE-ERG S.A.	BDM PKO BPS.A.	Zespół Biegłych Rewidentów „STORNO” Sp. z o.o.	Kancelaria Radcy Prawnego; TP Invest Sp. z o.o.	13.01.05	12.600.000
PRÓCHNIK S.A.	DM POLONIA NET S.A.	Integral Audit Przeciębiństwo Audytorskie Sp. z o.o.	Kancelaria Radców Prawnych Oleś&Rozdzyrkiewicz Spółka Komandytowa	14.01.05 (zawiadomienie)	15.000.000
ZETKAMA S.A.	CDM Pekao S.A.	KMPG Audit Sp. z o.o.	GESSEL, Beata Gessel Kalinowska vel Kalisz i Wspólnicy Spółka Komandytowa	25.01.05	2.727.575 11.900.000
BYTOM S.A.	Kredyt Bank S.A. Inwestycyjny Dom Maklerski	Mgr Zofia Skowron, Biuro Biegłych Rewidentów „Rewiz”	Paweł Janorski – Kancelaria Radcowska	04.02.05 (zawiadomienie)	emisja akcji za wierzycelności o wartości 3.020.580 zł
PPWK S.A.	DM BOŚ S.A.	Misters Audytors Sp. z o.o.	Grynhoff, Woźny i Wspólnicy Spółka Komandytowa; TAG Sp. z o.o.	08.02.05 (zawiadomienie)	2.500.000 6.184.758
AmRest NV	CA IB Securities S.A.	KMPG Audit Sp. z o.o.	CA IB Financial Advisers Sp. z o.o.; Allen&Overy, A. Siemiątkowski Spółka Komandytowa	18.02.05	84.000.000

1	2	3	4	5	6
FERRUM S.A.	ING Securities S.A.	Biurow Usług Rachunkowości i Finansów M.W. "RAFIN"		19.02.05 (zawiadomienie)	17.890.334
MACROSOFTS.A.	Beskidzki Dom Maklerski S.A.	System Rewident Sp. z o.o.	M. Kmiecniak, G. Choina, J. Rostański Kancelaria Prawnicza PROKURENT™ Spółka Cywilna	22.03.05 (zawiadomienie)	2.093.771
GRUPA LOTOS S.A.	DI BRE Banku S.A.	Ernst&Young Audit Sp. z o.o.	Radzickowski, Szubielska i Wspólnicy Spółka Komandytowa BRE Corporate Finance S.A.	28.04.05	1.015.000.000
OPOCZNO S.A.	DM Banku Handlowego S.A.	KMPG Audit Sp. z o.o.	Bank Handlowy w Warszawie S.A.; Dewey Ballantine Grzesiak Spółka Komandytowa; Sofystyński & Szlezak Kancelaria Radców Prawnych i Adwokatów Spółka Komandytowa	28.04.05	emisja akcji pod obligacje z prawem pierwszeństwa emisja akcji pod obligacje z prawem pierwszeństwa warranty subskrypcyjne
LENA LIGHTING S.A.	CDM Pekao S.A.	HLB Frąckowiak i Wspólnicy Sp. z o.o.	Kancelaria Radców Prawnych Oleś & Rodzyńkiewicz Spółka Komandytowa	28.04.05	8.875.000
ALCHEMIA S.A.	BDM PKO BPS.A.			28.04.05	26.998.080
COMARCH S.A.	DM POLONIA NET S.A.		Monika Wandzel – Radca Prawny	02.05.05 (zawiadomienie)	102.708
ROLIMPEX S.A.	BDM PKO BPS.A.	Deloitte & Touche Audit Services Sp. z o.o.	Provim Polska Holding Sp. z o.o.; Baker & McKenzie Gruszczyski i Wspólnicy Kancelaria Prawna Spółka Komandytowa; RCF Polska Sp. z o.o.	10.05.05 (zawiadomienie)	emisja połączeniowa dla udziałowców Provim Polska Holding sp. z o.o.
AMBRA S.A.	DI BRE Banku S.A.	KMPG Audit Sp. z o.o.	BRE Corporate Finance S.A.; Weil, Gosthal & Manges - Paweł Rymarz Spółka Komandytowa	11.05.05	59.850.000
DECORA S.A.	CDM Pekao S.A.	HLB Frąckowiak i Wspólnicy Sp. z o.o.	Prof. Marek Wierzbowski Kancelaria Rady Prawnego	11.05.05	emisja akcji pod warranty subskrypcyjne
EMAX S.A.	DM BZ WBK S.A.	BDO Polska Sp. z o.o.	BZ WBK S.A.	13.05.05 (zawiadomienie)	22.500.000
TRAS TYCHY S.A.	Internetowy Dom Maklerski S.A.	Kancelaria Biegłych Rewidentów AUXILLIUM S.A.	INTUR KFS Sp. z o.o.; Prof. Marek Wierzbowski Kancelaria Rady Prawnego; IDMSA.PL Doradztwo Finansowe Sp. z o.o.	17.05.2005 (zawiadomienie)	2.943.303
TRAVELPLANET S.A.	Internetowy Dom Maklerski S.A.	MOORE STEPHENS Smoczyński i Partnerzy Sp. z o.o.	Kancelaria Prawnicza Marek Brachmański & Ryszard Pasiński Spółka Cywilna; IDMSA.PL Doradztwo Finansowe Sp. z o.o.	17.05.05	emisja połączeniowa dla udziałowców INTUR KFS Sp. z o.o.
SPRAY S.A.	BDM PKO BPS.A.	EURO-in i PARTNERZY Audytorzy, Konsultanci i Księgowi Sp. z o.o.	Tokarczuk, Jedrzejczak i Wspólnicy Kancelaria Prawna GLN Spółka Komandytowa	17.05.05	6.666.660
					6.303.145
					37.200

1	2	3	4	5	6
STERPROJEKT S.A.	CA IB Securities S.A.	Deloitte & Touche Audit Services Sp. z o.o.; CGP Sp. z o.o.	ABG S.A.; Weil, Gosthal & Manges - Pawel Rymarz Spółka Komandytowa; CA IB Financial Advisers Sp. z o.o.;	20.05.05 (zawiadomienie)	emisja połączeniowa dla akcjonariuszy ABG S.A.
INVAR & BIURO SYSTEM S.A.	DM BOŚ S.A.	K.R. AUDYT Sp. z o.o.		23.05.05 (zawiadomienie)	2.049.041 33.520.000
SOFTBANK S.A.	CA IB Securities S.A.	Ernst&Young Audit Sp. z o.o.	CA IB Financial Advisers Sp. z o.o.;	24.05.05 (zawiadomienie)	emisja akcji za wkład niepieniężny o wartości 40.578.000 zł
VARIANT S.A.	KBC Securities N.V. (Spółka Akcyjna) Oddział w Polsce	AuAc Sp. z o.o.	FORYTEK & PARTNERZY Adwokaci i Radcowie Prawni	24.05.05	emisja akcji za wkład niepieniężny o wartości 38.026.000 zł
PGNiG S.A.	BDM PKO BPS A.	Deloitte & Touche Audit Services Sp. z o.o.	HSBC Investment Services (Poland) Sp. z o.o. Weil, Gosthal & Manges - Pawel Rymarz Spółka Komandytowa	24.05.05	13.000.000 2.682.000.000
GETIN S.A.	Millennium Dom Maklerski S.A.	Ernst&Young Audit Sp. z o.o.	G. Domański, K. Zakrzewski, J. Palinka Spółka Komandytowa Kancelaria Prawnicza; Mercurius Financial Advisors Sp. z o.o.	24.05.05	emisja akcji za wkład niepieniężny o wartości 349.200.000 zł
COMP S.A.	Internetowy Dom Maklerski S.A.	BDO Polska Sp. z o.o.	IDMSA.PL Doradztwo Finansowe Sp. z o.o.;	31.05.05	emisja akcji pod obligacje z prawem pierwszeństwa 24.030.000
ZAPUŁAWY S.A.	CA IB Securities S.A.	BDO Polska Sp. z o.o.	Marek Wierzbowski Kancelaria Rady Prawnego Allen&Overy, A. Siemiątkowski Spółka Komandytowa; CA IB Financial Advisers Sp. z o.o. Weil, Gosthal & Manges - Pawel Rymarz Spółka Komandytowa	31.05.05	297.810.000
ELEKTROBUDOWA S.A.	DM Banku Handlowego S.A.	BDO Polska Sp. z o.o.	Kancelaria Radców Prawnych Oleś&Rodynkiewicz Spółka Komandytowa	31.05.05	emisja akcji pod obligacje z prawem pierwszeństwa
ZCH POLICE S.A.	BDM PKO BPS A.	HLB Fraczkowiak i Wspólnicy Sp. z o.o.	BAA Polska Sp. z o.o.;	3.06.05	154.500.000
			Andrzej Żebrowski i Wspólnicy, Kancelaria Prawnicza Spółka Komandytowa		

1	2	3	4	5	6
BYTOM S.A.	KBC Securities N.V. (Spółka Akcyjna) Odział w Polsce	Mgr Zofia Skowron Biuro Biegłych Rewidentów „Rewiz”	Paweł Jamorski – Kancelaria Radowska	9.06.05 (zawiadomienie)	3.368.544
INTERNETOWY DOM MAKLERSKI S.A.	Internetowy Dom Maklerski S.A.	Polinvest-Audit Sp. z o.o.	Polinvest-Audit Sp. z o.o.; IDMSA.PL Doradztwo Finansowe Sp. z o.o.; Prof. Marek Wierzbowski Kancelaria Rady Prawnego BZ WBK S.A.;	14.06.2005	18.000.000
TELL S.A.	DM BZ WBK S.A.	HLB Fraczkwiak i Wspólnicy Sp. z o.o.	Kancelaria Adwokatów i Radców Prawnych Celichowski, Szyndler, Więckowska Spółka Komandytowa;	14.06.2005	16.275.000
JAGO S.A.	DM BZ WBK S.A.	HLB Fraczkwiak i Wspólnicy Sp. z o.o.	GESSEL, Beata Gessel Kalinowska vel Kalisz i Wspólnicy Spółka Komandytowa; BZ WBK S.A.	14.06.2005	15.000.000
GRUPA ONEPL S.A.	CDM Pekao S.A.			14.06.2005	emisja akcji pod warranty subskrypcyjne
SWISSMED S.A.	DM POLONIA NET S.A.	Usługowy Zakład Rachunkowości Stowarzyszenia Księgowych w Polsce Sp. z o.o.		21.06.2005	2.124.043
EMC Instytut Medyczny S.A.	BDM PKO BP S.A.	Zakład Badań Finansowych „KRYTER” Sp. z o.o.	Corvus Corporate Finance Sp. z o.o.; Kancelaria Jędrzejczak i Wspólnicy Kancelaria Prawna GLN Spółka Komandytowa	21.06.2005	11.400.000
GRUPA ONEPL S.A.	CDM Pekao S.A.			27.06.2005 (zawiadomienie)	88.008.000
BARLINEK S.A.	DM BZ WBK S.A.	DORADCA Zespoł Doradców Finansowo-Księgowych Sp. z o.o. GRUPA FINANS-SERVIS		28.06.2005	58.400.000
PC GUARD S.A.	Bank Inicjatyw Społeczno- Ekonomicznych Biuro Maklerskie	DGA Audit Sp. z o.o.	Invest Consulting S.A.	28.06.2005	3.000.000
SWARZEDZ MEBLE S.A.	Internetowy Dom Maklerski S.A.	Kancelaria Porad Finansowo- Księgowych dr. Piotr Rojek Sp. z o.o.	Damuta Zającka – Banasiak- Radca Prawny	22.09.05	34.622.284
TETA S.A.	Internetowy Dom Maklerski S.A.	BDO Polska Sp. z o.o.	Kancelaria Radców Prawnych Olsk&Rodzyńkiewicz Spółka Komandytowa	11.10.05	5.100.000
ASSECO POLAND S.A.	CA IB Securities S.A.	BDO Polska Sp. z o.o.		9.11.05 (zatwierdzenie prospektu)	47.600.000
TOORA POLAND S.A.	CDM Pekao S.A.	KMPG Audit Sp. z o.o.	KMPG Audit Sp. z o.o.; Tokarczuk, Jędrzejczyk i Wspólnicy – kancelaria prawna GLN Spółka Komandytowa	21.11.05 (zatwierdzenie prospektu)	115.024.000

1	2	3	4	5	6
Publiczne subsydiujące obligacje zakończone w 2005 roku					
RHEINHYP BRE BANK HIPOTECZNY S.A.	DI BRE Banku S.A.	BDO Polska Sp. z o.o.	Linklaters T.Komosa i Wspólnicy Spółka Komandytowa	25.02.03 program listów zastawnych	100.000.000
BPH PBK S.A.	CA IB Securities S.A.	KPMG Polska Audit Sp. z o.o.	Dewey Ballantine Grzesiak Spółka Komandytowa	20.05.03 program obligacji	16.595.287 15.760.073 17.000.075 41.186.609 25.084.556 15.005.993 22.055.000 7.304.786
BZ WBK LEASING S.A.	DM BZ WBK S.A.	KPMG Polska Audit Sp. z o.o.	BZ WBK S.A.	15.07.03 program obligacji	3.083.690
BZ WBK FINANSE&LEASING S.A.	DM BZ WBK S.A.	DM BZ WBK S.A.	BZ WBK S.A.	26.04.04 program obligacji	16.000.000
GRUPA PSB Sp. z o.o.	Millennium Dom Maklerski S.A.	Millennium Dom Maklerski S.A.	Allen&Overy, A.Sieniatiowski Spółka Komandytowa; Dom Inwestycyjny IPOPEMA S.A.	1.04.05 program obligacji	200.000.000 400.000.000
BPH BANK HIPOTECZNY S.A.	CA IB Securities S.A.	CA IB Securities S.A.	Lovells H. Seisler Spółka Komandytowa	28.04.05 program listów zastawnych	12.820.462
BZ WBK LEASING S.A.	DM BZ WBK S.A.	KPMG Audit Sp. z o.o.	BZ WBK S.A.	20.09.05 II program obligacji	14.325.696
Pierwsze oferty publiczne zakończone w 2005 roku					
CIECH S.A.	Millennium Dom Maklerski S.A.	KMPG Audit Sp. z o.o.	Kancelaria Prawnicza A.Catus, A.Kratnik, M.Szmelter i Wspólnicy Spółka Komandytowa	30.11.04	69.840 80.351.568
ZELMER S.A.	DM BZ WBK S.A.	A&E Consult Sp. z o.o.	BAA Polska Sp. z o.o.	30.11.04	169.038.000
EUROCASH S.A.	CA IB Securities S.A.	HLB Frąckowiak i Wspólnicy Sp. z o.o.	CA IB Financial Advisers Sp. z o.o.; Soliński & Szczęka Kancelaria Radców Prawnych i Adwokatów Spółka Komandytowa	30.11.04	176.200.090
POLMOS LUBLIN S.A.	DI BRE Banku S.A.	PricewaterhouseCoopers Sp. z o.o.	Jabloma SA; Allen&Overy, A.Sieniatiowski Spółka Komandytowa; CA IB Financial Advisers Sp. z o.o.	10.12.04	50.000.000
PEP S.A.	DM BZ WBK S.A.	Ernst&Young Audit Sp. z o.o.	G. Domański, K. Zakrzewski, J. Palinka Spółka Komandytowa BZ WBK S.A. ; Kancelaria Prawnicza	10.12.04	35.812.046
SRUBEX S.A.	Millennium Dom Maklerski S.A.	BDO Polska Sp. z o.o.	BDO Polska Sp. z o.o.; Equity Service Poland Sp. z o.o. Spółka Komandytowa; Grnhoff, Wozny i Wspólnicy Spółka Komandytowa	21.12.04	26.042.100
AmRest NV	CA IB Securities S.A.	KMPG Audit Sp. z o.o.	CA IB Financial Advisers Sp. z o.o.; Allen&Overy, A.Sieniatiowski Spółka Komandytowa	18.02.05	104.640.000

1	2	3	4	5	6
POLMOS BIAŁYSTOK S.A.	DM PENETRATOR S.A.	A&E Consult Sp. z o.o.	TDI Towarzystwo Doradztwa Inwestycyjnego Sp. z o.o.; Agencja Informacyjna PENETRATOR Sp. z o.o.	22.03.05	306.000.000
OPOCZNO S.A.	DM Banku Handlowego S.A.	KMPG Audit Sp. z o.o.	Bank Handlowy w Warszawie S.A.; Dewey Ballantine Grzesiak Spółka Komandytowa; Sofystyński & Szlezak Kancelaria Radców Prawnych i Adwokatów Spółka Komandytowa	28.04.05	452.132.615
LENA LIGHTING S.A.	CDM Pekao S.A.	HLB Fraczkowiak i Wspólnicy Sp. z o.o.	Kancelaria Radców Prawnych Oleś&Rodzyńkiewicz Spółka Komandytowa	28.04.05	34.790.000
DECORA S.A.	CDM Pekao S.A.	HLB Fraczkowiak i Wspólnicy Sp. z o.o.	Prof. Marek Wierzbowski Kancelaria Radcy Prawnego	11.05.05	39.375.000
BARLINEK S.A.	DM BZ WPK S.A.	DORADCA Zespół Doradców Finansowo-Księgowych Sp. z o.o. GRUPA FINANS-SERVIS		28.06.2005	102.200.000
JAGO S.A.	DM BZ WPK S.A.	HLB Fraczkowiak i Wspólnicy Sp. z o.o.	GESSEL, Beata Gessel Kalinowska vel Kalisz i Wspólnicy Spółka Komandytowa; BZ WPK S.A.	14.06.2005	4.919.080
TETA S.A.	Internetowy Dom Maklerski S.A.	BDO Polska Sp. z o.o.	Kancelaria Radców Prawnych Oleś&Rodzyńkiewicz Spółka Komandytowa	11.10.05	26.320.610
NOVITUS S.A.	Internetowy Dom Maklerski S.A.	Deloitte & Touche Audit Services Sp. z o.o.	BRE Corporate Finance S.A.; GESSEL, Beata Gessel Kalinowska vel Kalisz i Wspólnicy Spółka Komandytowa	22.11.05 (zatwierdzenie prospektu)	47.889.000

Źródło: prospekty emisyjne i raporty bieżące emitentów.

Załącznik nr 8 – Zestawienie porównawcze rentowności obligacji i kredytów bankowych

emitter	Capital Partners S.A.	TP S.A.	Miasto Rybnik	EFH S.A.	BZ WBK Finance& Leasing S.A.	Coffee Heaven S.A.	BZ WBK Leasing S.A.	Miasto Poznań	BZ WBK S.A.	Bank Millennium S.A.	BZ WBK Finance& Leasing S.A.	Grupa Polskie Składy Budowlane
dane na temat programu obligacji	pożyczka emisyjna	program obligacji	program obligacji	program obligacji	pożyczka emisyjna	program obligacji	program obligacji	program obligacji	program obligacji	program obligacji	program obligacji	program obligacji
wartość nominalna programu obligacji (w tys. zł)	-	1 000 000,0	124 000,0	600 000,0	-	200 000,0	1 000 000,0	500 000,0	5 000 000,0	5 000 000,0	2 000 000,0	60 000
wartość nominalna przeprowadzonych emisji (w tys. zł)	18 000,0	300 000,0	83 500,0	16 000,0	88 000,0	14 000,0	506 886,6	382 500,0	526 964,3	747 595,0	103 172	16 000
udział kosztów w wartości nominalnej przeprowadzonych emisji (1)	0,81%	0,22%	0,52%	5,63%	0,24%	6,09%	2,88%	0,17%	3,36%	0,87%	19,45%	0,32%
udział kosztów w wartości nominalnej przeprowadzonych emisji (2)	-	-	0,35%	4,71%	-	-	1,46%	0,13%	0,35%	0,13%	1,00%	-
dane na temat wybranych emisji obligacji	obligacje I emisji	I seria	II emisja	seria A	seria A1	seria A	3S0608	seria D	5S2108	B8M36	3S0608	seria I
oprocenowanie	10,50%	7,25%	7,45%(a)	8,87%(b)	7,47%(c)	10,00%	5,15%	5,32%(d)	6,00%	4,46%	4,40%	8,05%
data publikacji prospektu emisyjnego lub data ustalenia oprocentowania obligacji	13.05.2002	29.11.2002	22.12.2003	4.12.2003	28.01.2003	7.05.2003	31.05.2005	21.06.2005	27.11.2003	6.12.2003	29.06.2005	18.04.2005
WIBOR(3M) z dnia publikacji prospektu emisyjnego lub w dniu ustalenia wysokości oprocentowania	9,95%	6,76%	5,59%	5,87%	6,47%	5,63%	5,44%	5,20%	5,75%	5,87%	5,05%	5,79%
WIBOR(3M)+marża zysku 1,5 pp	11,45%	8,26%	7,09%	7,37%	7,97%	7,13%	6,94%	6,70%	7,25%	7,37%	6,55%	7,29%
WIBOR(3M)+marża zysku 4 pp	13,95%	10,76%	9,59%	9,87%	10,47%	9,63%	9,44%	9,20%	9,75%	9,87%	9,05%	9,79%
wewnętrzna stopa zwrotu obligacji (3)	10,97%	7,68%	7,57%	10,01%	7,51%	12,15%	6,23%	5,36%	6,73%	5,41%	12,58%	8,51%
wewnętrzna stopa zwrotu obligacji (4)	-	-	7,55%	9,83%	-	-	5,69%	5,35%	6,08%	5,12%	4,77%	-
wewnętrzna stopa zwrotu hipotecznego kredytu bankowego (marża zysku 1,5pp)	12,62%	9,12%	7,42%	7,41%	8,18%	8,06%	7,79%	7,33%	7,84%	8,22%	7,39%	8,24%
wewnętrzna stopa zwrotu hipotecznego kredytu bankowego (marża zysku 4pp)	15,15%	11,65%	9,96%	9,94%	10,71%	10,73%	10,32%	9,86%	10,37%	10,76%	9,93%	10,77%

Dane według stanu na dzień 31 grudnia 2005 r.

Źródło: Raporty bieżące i prospekty emisyjne oraz informacje zamieszczone w Internecie na stronie www.bankier.pl.

1 - udział kosztów w wartości przeprowadzonych emisji = rzeczywisty koszt emisji/wartość nominalna emisji, a w przypadku programu obligacji = całkowite szacunkowe koszty programu obligacji/wartość nominalna przeprowadzonych emisji

2 - udział kosztów w wartości przeprowadzonych emisji = całkowite szacunkowe koszty programu obligacji x (liczba wymienianych obligacji/liczba obligacji objętych programem) / wartość nominalna przeprowadzonych emisji

3 - IRR liczone przy uwzględnieniu założenia nr 1

4 - IRR liczone przy uwzględnieniu założenia nr 2

a - średnia arytmetyczna ze średniej ważonych stóp rentowności 52-tygodniowych bonów skarbowych oferowanych na 4 ostatnich przetargach przed datą ustalenia oprocentowania + marża 1,3 pp

b - WIBOR 3M+3 pp - WIBOR z pierwszego dnia roboczego poprzedzającego każdy okres odsetkowy

c - średnia arytmetyczna z pięciu z siedmiu dni roboczych poprzedzających dzień, w którym rozpoczyna się dany okres odsetkowy + 1 pp

d - WIBOR 6M na dwa dni robocze przed rozpoczęciem okresu odsetkowego + 0,30 pp

Załącznik nr 9 — Zdarzenia wymagające przekazania raportu bieżącego

Podstawowy katalog zdarzeń wymagających przekazania raportu bieżącego przez emitentów papierów wartościowych dopuszczonych do obrotu na rynku giełdowym:

- 1) nabycie lub zbycie aktywów o znacznej wartości, a także ustanowienie hipoteki, zastawu lub innego ograniczonego prawa rzeczowego na aktywach o znacznej wartości, przez emitenta lub jednostkę od niego zależną, pod warunkiem że wartość hipoteki, zastawu lub innego ograniczonego prawa rzeczowego na aktywach o znacznej wartości stanowi co najmniej 100 % wartości aktywów o znacznej wartości, na której zostało ustanowione to prawo, lub ma wartość większą niż wyrażona w złotych równoważność kwoty 1.000.000 euro, przeliczonej według kursu średniego ogłaszanego przez Narodowy Bank Polski, obowiązującego w dniu powstania obowiązku informacyjnego, w zależności od tego, która z tych wartości jest niższa;
- 2) utrata przez emitenta lub jednostkę od niego zależną, w wyniku zdarzeń losowych, aktywów o znacznej wartości;
- 3) zawarcie przez emitenta lub jednostkę od niego zależną znaczącej umowy;
- 4) spełnienie się lub niespełnienie warunku dotyczącego zawartej przez emitenta lub jednostkę od niego zależną znaczącej umowy warunkowej;
- 5) wypowiedzenie lub rozwiązanie umowy będącej znaczącą umową w momencie jej wypowiedzania lub rozwiązywania, zawartej przez emitenta lub przez jednostkę od niego zależną;
- 6) nabycie lub zbycie przez emitenta lub jednostkę od niego zależną papierów wartościowych wyemitowanych przez emitenta;
- 7) udzielenie przez emitenta lub przez jednostkę od niego zależną poręczenia kredytu lub pożyczki lub udzieleniu gwarancji, jeżeli wartość poręczenia lub gwarancji stanowi równoważność co najmniej 10% kapitałów własnych emitenta;
- 8) wszczęcie przed sądem, organem właściwym dla postępowania arbitrażowego lub organem administracji publicznej postępowania dotyczącego zobowiązań lub wiarygodności emitenta lub jednostki od niego zależnej, których wartość stanowi odpowiednio co najmniej 10% kapitałów własnych emitenta;
- 9) rejestracja przez sąd zmiany wysokości lub struktury kapitału zakładowego emitenta lub jednostki od niego zależnej, z zastrzeżeniem, że obowiązek dotyczący informowania o zmianie wysokości kapitału zakładowego jednostki od niego zależnej powstaje w przypadku zmiany przekraczającej, jednorazowo lub łącznie w danym roku obrotowym, 10% kapitału za-

kładowego emitenta lub wyrażoną w złotych równowartość kwoty 500 000 euro, przeliczonej według kursu średniego ogłaszanego przez Narodowy Bank Polski, obowiązującego w dniu podjęcia uchwały o podwyższeniu kapitału zakładowego;

- 10) zmiana praw z papierów wartościowych emitenta;
- 11) emisja obligacji, w przypadku gdy wartość emitowanych obligacji przekracza 10% kapitałów własnych emitenta, oraz emisja obligacji zamiennych na akcje, obligacji z prawem pierwszeństwa oraz obligacji przychodowych;
- 12) umorzenie papierów wartościowych emitenta;
- 13) podjęcie decyzji o zamiarze połączenia emitenta z innym podmiotem;
- 14) połączenie emitenta z innym podmiotem;
- 15) podjęcie decyzji o zamiarze podziału emitenta;
- 16) podział emitenta;
- 17) podjęcie decyzji o zamiarze przekształcenia emitenta;
- 18) przekształcenie emitenta;
- 19) wybór przez właściwy organ emitenta podmiotu uprawnionego do badania sprawozdań finansowych, z którym ma zostać zawarta umowa o dokonanie badania, przeglądu lub innych usług dotyczących sprawozdań finansowych lub skonsolidowanych sprawozdań finansowych emitenta;
- 20) wypowiedzenie przez emitenta lub przez podmiot uprawniony do badania sprawozdań finansowych umowy o badanie, przegląd lub inne usługi dotyczące sprawozdań finansowych lub skonsolidowanych sprawozdań finansowych emitenta, zawartej przez emitenta z podmiotem uprawnionym do badania sprawozdań finansowych, dokonującym badania lub przeglądu sprawozdań finansowych lub skonsolidowanych sprawozdań finansowych emitenta;
- 21) odwołanie lub rezygnacja osoby zarządzającej lub nadzorującej albo powzięcie przez emitenta informacji o decyzji osoby zarządzającej lub nadzorującej o rezygnacji z ubiegania się o wybór w następnej kadencji;
- 22) powołanie osoby zarządzającej lub nadzorującej;
- 23) umieszczenie wpisu dotyczącego przedsiębiorstwa emitenta w dziale 4 rejestru przedsiębiorców, o którym mowa w ustawie o KRS;
- 24) złożenie wniosku o ogłoszenie upadłości, oddalenie wniosku o ogłoszenie upadłości w przypadku, gdy majątek dłużnika nie wystarcza na zaspokojenie kosztów postępowania lub w razie stwierdzenia, że przedmioty majątkowe wchodzące w skład majątku dłużnika są obciążone zastawem, zastawem rejestrowym lub hipoteką, a pozostały jego majątek oczywiście nie wystarcza nawet na zaspokojenie kosztów postępowania, ogłoszenie upadłości, złożenie podania o otwarcie postępowania układowego, otwar-

- cie postępowania układowego, odrzucenie podania o dopuszczenie do zawarcia układu, odmowa dopuszczenia do zawarcia układu, zawieszenie postępowania układowego lub jego umorzenie, uchylenie układu, umorzenie prowadzonej przeciwko emitentowi egzekucji sądowej lub administracyjnej z uwagi na fakt, że z egzekucji nie uzyska się sumy większej od kosztów postępowania egzekucyjnego, otwarcie postępowania likwidacyjnego oraz ukończeniu postępowania upadłościowego — w odniesieniu do emitenta lub jednostki od niego zależnej;
- 25) sporządzenie prognozy wyników finansowych emitenta lub jego grupy kapitałowej, jeżeli emitent podjął decyzję o jej przekazaniu do wiadomości publicznej;
- 26) przyznanie lub zmiana ratingu, dokonanego na zlecenie emitenta.

W przypadku, gdy jednostka zależna od emitenta jest spółką publiczną, obowiązek przekazania przez emitenta, w formie raportu bieżącego, wyżej wymienionych informacji, w zakresie obejmującym informacje o jednostce zależnej, uważa się za wykonany, jeżeli informacje te przekazała jednostka zależna.

Źródło: Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji bieżących i okresowych przekazywanych przez emitentów papierów wartościowych (Dz. U. Nr 209, poz. 1744)

