

Szymon Okoń, Kamil Gemra

Zmiany regulacyjne a rynek pierwszych ofert publicznych (IPO) w Polsce

Streszczenie: Jednym ze sposobów finansowania przedsiębiorstw w Polsce może być pozyskanie środków z emisji akcji na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, w szczególności w ramach pierwszej oferty publicznej (IPO). O atrakcyjności tego rodzaju finansowania decyduje wiele czynników, spośród których istotne znaczenie mają regulacje prawne. Celem niniejszego artykułu jest analiza i ocena wpływu najważniejszych zmian regulacyjnych na atrakcyjność pierwszych ofert publicznych na GPW. W pierwszej kolejności przeanalizowano nowe przepisy w obszarze ofert publicznych, które mają bezpośredni wpływ na postrzeganie

IPO, jako formy finansowania przedsiębiorstwa. W drugiej zaś zbadano zmiany prawne dotyczące funkcjonowania na rynku giełdowym, które pośrednio również mają wpływ na podejmowanie przez spółki decyzji o wejściu na giełdę. Na końcu przedstawiono znaczenie zmian prawnych dla rynku IPO w Polsce. Nowe regulacje dotyczące ofert publicznych nie ograniczają dostępu do rynku giełdowego, natomiast zmiany w obszarze funkcjonowania spółki na giełdzie mogą być postrzegane przez emitentów jako istotna uciążliwość, zniechęcająca spółki do podjęcia decyzji o wprowadzeniu ich akcji na Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie.

Słowa kluczowe: IPO, rynek kapitałowy, giełdowe regulacje prawne, regulacje prawne IPO

Regulatory changes and the market of initial public offerings (IPO) in Poland

Summary: One of the ways of financing enterprises in Poland may be obtaining proceeds from the issue of shares on the Warsaw Stock Exchange, in particular, through the initial public offering (IPO). The attractiveness of this type of financing is determined by many factors, of which legal regulations are important. The purpose of this article is to analyse and assess the impact of the most important regulatory changes on the attractiveness of initial public offerings on the WSE. In the first place, the new rules in the area of public offerings, which have a direct impact on the perception of IPOs as a form of corporate financing, are examined. In

the second, the legal changes concerning the functioning on the stock exchange market, which also indirectly affect the companies' decisions to enter the stock exchange, are investigated. Finally, the significance of legal changes for the IPO market in Poland is presented. The new regulations on public offerings do not restrict access to the stock exchange market, while changes in the sphere of a company's functioning on the stock exchange may be perceived by issuers as a significant nuisance, discouraging companies from making a decision to list their shares on the Warsaw Stock Exchange.

Key words: IPO, capital market, stock exchange regulations, legal regulations IPO

Ostatnie cztery lata na rynku kapitałowym w Polsce – począwszy od wejścia w życie Rozporządzenia MAR – to okres intensywnego dostosowywania naszego prawodawstwa do regulacji unijnych. Skutkiem są spore zmiany, których jednym z głównych założeń jest ochrona inwestorów. Pojawia się jednak pytanie, czy nowe regulacje nie zniechęcają potencjalnych emitentów do debiutu na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie? Celem niniejszego artykułu jest analiza i ocena wpływu najważniejszych zmian regulacyjnych, które miały miejsce w ostatnim czasie na atrakcyjność pierwszych ofert publicznych na GPW.

Decyzja o wejściu na rynek giełdowy, a zatem o staniu się spółką publiczną, jest jedną z kluczowych w cyklu życia przedsiębiorstwa. Korzyści z bycia spółką giełdową jest wiele, ale sama decyzja o pierwszej ofercie publicznej (IPO) wymaga pogłębionej analizy i zestawienia ze sobą potencjalnych korzyści, ale też i kosztów. Do kosztów związanych z IPO, oprócz tych finansowych, zaliczamy też koszty pozafinansowe, takie jak utrata kontroli nad spółką czy konieczność zwiększonego nadzoru, co może działać jako czynnik zniechęcający do prowadzenia ofert publicznych (Besler i inni, 2017). Niektórzy autorzy wskazują, że te kwestie mogą doprowadzić do rezygnacji z IPO (Helbing, 2019). Dodatkowo, w procesie IPO może mieć miejsce konflikt agencji, w którym potencjalni inwestorzy, dotychczasowi właściciele czy wreszcie zarząd przedsiębiorstwa, mogą mieć rozbieżne cele (Signori, 2018). Ponadto, wejście na giełdę wpływa na koszt kapitału oraz strukturę finansowania (Brau, Fawcett, 2006). Jednocześnie ważną kwestią jest możliwość sprzedaży akcji przez dotychczasowych założycieli co przyczynia się do powiększenia ich majątku (Lewellyn, Bao, 2014). Bycie spółką publiczną to również prestiż

dla firmy (Certo i inni, 2009). Jednocześnie asymetria informacji jaka występuje w spółkach publicznych podnosi ryzyko dla nowych inwestorów (Cai, Zhu, 2015). W ostatnich dziesięcioleciach badań z zakresu finansów, wiele prac zostało poświęconych badaniom relacji pomiędzy różnymi determinantami wpływającymi na długoterminową wydajność procesów IPO, rozumianą jako wzrost wartości inwestycji oraz rozwój przedsiębiorstwa (Bray i inni, 2000). Badano zarówno motywacje podejmowania decyzji o IPO, wyceny i ich kształtowanie się po transakcji, wyniki finansowe po staniu się spółką publiczną czy też motywacje skłaniające do wycofania się z transakcji upublicznienia. Duże znaczenie dla podejmowania decyzji o wejściu na rynek publiczny mają regulacje prawne, które zachęcają bądź zniechęcają do stania się spółką publiczną. W dalszej części artykułu przeanalizowano zmiany prawne wprowadzone w ostatnim czasie i dokonano oceny ich potencjalnego wpływu na rynek pierwszych ofert publicznych w Polsce.

Zmiany prawne dotyczące ofert publicznych

Jednym z bardzo istotnych czynników, który może wpływać na podjęcie decyzji o pierwszej ofercie publicznej, są kwestie o charakterze regulacyjnym. W tym zakresie należy spojrzeć na te zagadnienia szeroko, a mianowicie zarówno na uwarunkowania prawne dotyczące samego wprowadzenia spółki na giełdę, w tym przeprowadzenia oferty publicznej, jak również kwestie regulacyjne związane z funkcjonowaniem jednostki będącej już spółką giełdową. W ostatnim czasie pojawiło się wiele nowych regulacji prawnych, które mogą mieć znaczenie z punktu widzenia podejmowania decyzji przez emitenta o przeprowadzeniu procesu pierwszej oferty publicznej.

W odniesieniu do wprowadzania spółek na giełdę, kluczowe znaczenie ma

nowe rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/1129 z dnia 14 czerwca 2017 r. w sprawie prospektu, który ma być publikowany w związku z ofertą publiczną papierów wartościowych lub dopuszczeniem ich do obrotu na rynku regulowanym oraz uchylecia dyrektywy 2003/71/WE (Rozporządzenie Prospektowe). W największym zakresie weszło ono w życie 21 lipca 2019 roku. Przed tą datą zaczęły jednak obowiązywać niektóre postanowienia Rozporządzenia Prospektowego, również istotne z punktu widzenia praktycznego (wyłączenie dotyczące progu dla bezprospektowego dopuszczenia do obrotu papierów wartościowych spółki już notowanej oraz wyłączenia w zakresie zastosowania Rozporządzenia Prospektowego lub publikacji prospektu emisyjnego dla ofert publicznych nie przekraczających określonych kwot).

Jedną z takich zmian, która weszła w życie po 20 lipca 2017 roku, jest modyfikacja dotycząca możliwości wprowadzenia do obrotu papierów wartościowych tożsamyh z papierami wartościowymi dopuszczonymi już do obrotu na tym samym rynku regulowanym, pod warunkiem że stanowią one, w okresie 12 miesięcy, mniej niż 20 proc. liczby papierów wartościowych dopuszczonych do obrotu na tym samym rynku regulowanym. Postanowieniami tymi zastąpiono regulacje wynikające z Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Ustawa o ofercie publicznej), które przewidywały, że udostępnienia do publicznej wiadomości prospektu emisyjnego nie wymaga dopuszczenie do obrotu na rynku regulowanym akcji emitenta, które stanowią mniej niż 10 proc. dopuszczonych do obrotu na tym rynku regulowanym tego samego rodzaju akcji tego emitenta, i łącznie z akcjami

dopuszczonymi do obrotu na tym rynku regulowanym w ten sposób w okresie poprzednich 12 miesięcy, nie osiągną lub nie przekroczą tej wartości. Efektywnie zatem doprowadzono do zwiększenia progu z 10 do 20 proc. oraz rozszerzono zakres zastosowania wyłączenia obejmując nim nie tylko akcje, ale wszystkie papiery wartościowe.

Inną zmianą, która zaczęła obowiązywać wcześniej, a mianowicie od 21 lipca 2018, jest wyłączenie spod zastosowania Rozporządzenia Prospektowego ofert publicznych papierów wartościowych o łącznej wartości w Unii Europejskiej mniejszej niż 1 000 000 EUR, przy czym takie ograniczenie oblicza się za okres 12 miesięcy. Jednocześnie, w Rozporządzeniu Prospektowym przewidziano, by Państwa Członkowskie mogły wprowadzać swoje ewentualne dodatkowe obowiązki informacyjne na poziomie krajowym (np. sporządzenie dodatkowego dokumentu ofertowego). Prawodawca polski, jeszcze przed wejściem w życie Rozporządzenia Prospektowego dokonał nowelizacji Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, wprowadzając próg 1 000 000 EUR, który zastąpił dotychczasowy w wysokości 100 000 EUR oraz zdecydował, by w przypadku takiej oferty emitent udostępniał dokument zawierający określony pakiet informacji. Następnie, w wyniku kolejnej nowelizacji, już po wejściu w życie całego Rozporządzenia Prospektowego, Ustawa o ofercie publicznej została zmieniona (w analizowanym zakresie bardzo nieznacznie), żeby finalnie oferty publiczne papierów wartościowych, w wyniku których zakładane wpływy brutto emitenta lub oferującego na terytorium UE (liczone według ceny emisyjnej lub ceny sprzedaży) stanowią nie mniej niż 100 000 EUR i mniej niż 1 000 000

EUR (uwzględniając oferty z ostatnich 12 miesięcy) wymagały udostępnienia do publicznej wiadomości dokumentu (w języku polskim) zawierającego m.in. podstawowe informacje o emitencie, planowanym sposobie wykorzystania środków uzyskanych z emisji papierów wartościowych, istotnych czynnikach ryzyka, a także oświadczenie o odpowiedzialności za informacje zawarte w dokumencie. W wyniku tych zmian doszło zatem do zwiększenia progę, od którego nie ma konieczności sporządzania prospektu emisyjnego, przy czym jest obowiązkowe sporządzenie dużo prostszego dokumentu ofertowego.

Oprócz wyżej wskazanej zmiany, w tym samym czasie wszedł w życie przepis Rozporządzenia Prospektowego wyłączający obowiązek publikacji prospektu emisyjnego w przypadku ofert nieobjętych procedurą powiadamiania pomiędzy państwem macierzystym i przyjmującym (oferty lokalne), gdy łączna wartość oferty w UE jest niższa od kwoty pieniężnej obliczonej w okresie 12 miesięcy, która nie przekracza 8 000 000 EUR (przy czym o finalnej kwocie wyłączenia decyduje się na poziomie krajowej). W tym zakresie warto zwrócić uwagę, że w przypadku polskiego rynku kapitałowego, na moment wejścia w życie tej części Rozporządzenia Prospektowego, obowiązywało już wyłączenie od obowiązku prospektowego w odniesieniu do ofert publicznych nie mniejszych niż 1 000 000 EUR i mniejszych niż 2 500 000 EUR, pod warunkiem udostępnienia memorandum informacyjnego (nieco szerszego dokumentu, niż dokument ofertowy wskazany powyżej oraz węższego niż prospekt emisyjny). Obecnie, gdy zaczęło obowiązywać już całe Rozporządzenie Prospektowe, prawodawca polski dostosował przepisy Ustawy o ofercie publicznej, utrzymując zasadę wyłączenia spod obowiązku prospektowego oraz publikacji memorandum

informacyjnego, przy wskazanych wyżej progach. Szczegółowy zakres danych ujawnianych w memorandum informacyjnym określany jest w ramach rozporządzenia wydanego przez ministra właściwego do spraw instytucji finansowych.

Największy zakres zmian przewidzianych przez Rozporządzenie Prospektowe – tak jak wskazano wcześniej – wszedł w życie 21 lipca 2019 roku. Wprowadzono nową definicję oferty publicznej, zgodnie z którą ofertą publiczną papierów wartościowych jest komunikat skierowany do odbiorców w dowolnej formie i za pomocą dowolnych środków, przedstawiający wystarczające informacje na temat warunków oferty i oferowanych papierów wartościowych, w celu umożliwienia inwestorowi podjęcia decyzji o ich nabyciu lub subskrypcji. Jest to o tyle istotna zmiana, że obecnie każda oferta kierowana do więcej niż jednego inwestora będzie ofertą publiczną.

Dla ofert publicznych, jako zasadę przyjmuje się sporządzenie, zatwierdzenie oraz publikację prospektu emisyjnego. Jednocześnie jednak, Rozporządzenie Prospektowe wprowadza szereg wyjątków od stosowania wymogu udostępniania prospektu emisyjnego, co równoważy negatywne uciążliwości dla emitentów związane z tak szerokim ujęciem definicji oferty publicznej w kontekście obowiązku prospektowego. Do tych wyjątków zalicza się m.in. oferty skierowane do inwestorów kwalifikowanych, oferty skierowane do mniej niż 150 osób fizycznych lub prawnych, oferty skierowane do inwestorów nabywających papiery wartościowe o łącznej wartości co najmniej 100 000 EUR na inwestora dla każdej osobnej oferty etc. W tym kontekście, zmiany w tym zakresie w porównaniu do obecnie obowiązującego w Polsce porządku prawnego nie mają aż tak istotnego znaczenia.

W kontekście pierwszych ofert publicznych warto zastanowić się, jakie zmiany

wprowadza się w ramach Rozporządzenia Prospektowego w odniesieniu do sporządzenia prospektu emisyjnego. Z przykładowych kwestii, na które warto zwrócić uwagę, to podsumowanie, które jest co do zasady krótsze i przewiduje miejsce jedynie na wybrane, najistotniejsze czynniki ryzyka. Same czynniki ryzyka opisywane w prospekcie emisyjnym przedstawia się w niewielkiej liczbie kategorii w zależności od charakteru, a w pierwszej kolejności wymieniane są najistotniejsze czynniki ryzyka. Zamiast aneksów do prospektu emisyjnego Rozporządzenie Prospektowe przewiduje przygotowanie suplementów, natomiast akcja promocyjna nazywana jest reklamą.

Z ciekawych zmian, na które warto zwrócić uwagę, jest wprowadzenie tzw. uniwersalnego dokumentu rejestracyjnego. Każdy emitent, którego papiery wartościowe są dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym lub w alternatywnym systemie obrotu, może w każdym roku obrotowym sporządzić dokument rejestracyjny w formie uniwersalnego dokumentu rejestracyjnego opisującego organizację przedsiębiorstwa, jego działalność, sytuację finansową, wyniki finansowe i perspektywy, strukturę zarządzania i akcjonariatu. Dokument przedkłada się do zatwierdzenia organowi nadzoru, przy czym jeżeli emitent uzyskuje zatwierdzenie za dwa kolejne lata obrotowe, kolejne uniwersalne dokumenty rejestracyjne można składać organowi nadzoru bez uprzedniego zatwierdzenia. W przypadku braku złożenia takiego prospektu, w kolejnym roku traci się przywilej składania bez uprzedniego zatwierdzenia. Po złożeniu lub zatwierdzeniu emitent może w każdej chwili aktualizować informacje w tym dokumencie. Największą zaletą tego rozwiązania jest to, że emitent może prowadzić na bieżąco emisję, bowiem uniwersalny dokument rejestracyjny pozostaje cały czas ważny. Dodatkowo, po spełnieniu

określonych warunków i odpowiednich ujawnień w uniwersalnym dokumencie rejestracyjnym, emitent może skorzystać ze zwolnienia w odniesieniu do publikacji rocznego oraz półrocznego sprawozdania finansowego. Niezależnie od tego, emitent może także uzyskać status emitenta dokonującego częstych emisji i skorzystać z szybszego zatwierdzenia prospektów emisyjnych w przyszłości. Wymóg sporządzenia uniwersalnego dokumentu rejestracyjnego to oczywiście koszt, niemniej jednak może zachęcić emitentów do poszukiwania kapitału przez możliwość zwolnienia się z obowiązku publikacji raportu okresowego (Nowosad, 2018).

Innym rozwiązaniem, przewidzianym przez Rozporządzenie Prospektowe, jest sporządzenie tzw. prospektu UE na rzecz rozwoju. Jest to dokument o ujednoliconym formacie, który jest sporządzany na piśmie, prostym językiem i który emitenci mogą z łatwością wypełnić. Warunkiem skorzystania przez emitenta z takiego dobrodziejstwa jest to, że żadne jego papiery wartościowe nie były wcześniej dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym, a także, że m.in. emitent miał status małego i średniego przedsiębiorstwa (MŚP) lub że papiery wartościowe takiego emitenta miały być przedmiotem obrotu na rynku rozwoju MŚP, pod warunkiem, że jego średnia kapitalizacja rynkowa wynosiła 500 000 000 EUR lub że łączna wartość oferty publicznej w UE nie przekraczała 20 000 000 EUR (obliczona w okresie 12 miesięcy, i pod warunkiem, że żadne papiery wartościowe tego emitenta nie są przedmiotem obrotu w alternatywnym systemie obrotu, a średnia liczba pracowników w ciągu poprzedniego roku nie przekroczyła 499 osób). Warto zauważyć, że regulacje mają zastosowanie wyłącznie do prospektu sporządzonego w związku z zamiarem przeprowadzenia oferty. Na podstawie tego prospektu nie można ubiegać się o dopuszczenie papierów wartościowych do obrotu na rynku

regulowanym (Pieczyńska-Czerny, 2018). Prospekt taki składa się ze specjalnego podsumowania, specjalnego dokumentu rejestracyjnego oraz specjalnego dokumentu ofertowego (części o odpowiednio ograniczonym zakresie).

Zmiany prawne dotyczące funkcjonowania na rynku giełdowym

Należy zaznaczyć, że wpływ na decyzję dotyczącą wejścia na giełdę mają również regulacje dotyczące obecności już na rynku kapitałowym. Właśnie w zakresie funkcjonowania spółek na giełdzie ważne są zmiany w obszarze obowiązków informacyjnych oraz nadużyć na rynku. W tym zakresie przyjęto dyrektywę Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/57/UE z dnia 16 kwietnia 2014 r. (Dyrektywa MAD II) oraz rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku (Rozporządzenie MAR) oraz inne towarzyszące akty prawne. Najważniejsze znaczenie spośród nich ma Rozporządzenie MAR, które weszło w życie 3 lipca 2016 roku. Pokrywa ono swoim zakresem zagadnienia dotyczące istoty informacji poufnych, ich wykorzystywania oraz bezprawnego ujawniania, a także manipulacji na rynku. Precyzuje wymogi związane z podawaniem informacji poufnych do wiadomości publicznej. Określa środki i sankcje administracyjne z tytułu nieprzestrzegania postanowień Rozporządzenia MAR oraz obowiązki nakładane na operatorów rynku, firmy inwestycyjne oraz osoby zawodowo zajmujące się pośrednictwem w zawieraniu transakcji lub wykonywaniu zleceń na rynku finansowym.

Celem Rozporządzenia MAR jest ochrona spójnego i efektywnego rynku kapitałowego, w ramach którego transakcje podejmowane są na równych zasadach. Ma ono zapobiegać wykorzystaniu niedoinformowania pozostałych uczestników

obrotu, bowiem strona lepiej poinformowana może nabywać instrumenty finansowe na korzystnych kosztach drugiej strony warunkach (Rycerski, 2018). Warto zwrócić uwagę na to, że kluczowym elementem rozporządzenia jest definicja informacji poufnej, przy czym koncentruje się ono przede wszystkim na powiązanych ze sobą regulacjach odnoszących się do informacji poufnych, tj. zakazu wykorzystania i obowiązku upublicznienia informacji poufnej (Woźniak, 2018). Z punktu widzenia polskich regulacji prawnych, Rozporządzenie MAR zastąpiło w dużej mierze wybrane postanowienia Ustawy o ofercie publicznej oraz ówczesnie obowiązującego Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 lutego 2009 r. w sprawie informacji bieżących i okresowych przekazywanych przez emitentów papierów wartościowych oraz warunków uznawania za równoważne informacji wymaganych przepisami prawa państwa niebędącego państwem członkowskim, które następnie zastąpiono nowym Rozporządzeniem Ministra Finansów z dnia 29 marca 2018 r.

Innymi ważnymi zmianami, które mogą mieć istotne znaczenie dla podmiotów rozważających pierwszą ofertę publiczną, są te wprowadzone w Ustawie o ofercie publicznej, które weszły w życie 30 listopada 2019 r. Związane są one z dostosowaniem treści Ustawy o ofercie publicznej do bezpośrednio stosowanego w polskim porządku prawnym Rozporządzenia Prospektowego (zmiany te zostały przeanalizowane wyżej), ale także z implementacją dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2017/828 z 17 maja 2017 zmieniającej dyrektywę 2007/36/WE w zakresie zachęcania akcjonariuszy do długoterminowego zaangażowania. Do tych ostatnich zmian należy zaliczyć m.in. wprowadzenie zasad dotyczących polityki wynagrodzeń oraz sprawozdań o wynagrodzeniach w spółkach, których

akcje są dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym czy też szczególnie podejście do transakcji z podmiotami powiązanymi.

W zakresie polityki wynagrodzeń – spółki, których akcje notowane są na rynku regulowanym, będą zobowiązane implementować politykę wynagrodzeń w odniesieniu do członków zarządu oraz rady nadzorczej, przyjętą przez walne zgromadzenie w drodze uchwały. Warto zauważyć, że regulacje dotyczące polityki wynagrodzeń nie są polskiemu rynkowi finansowemu obce. Tytułem przykładu można wskazać chociażby na podobne obowiązki ciążące w tym zakresie na bankach czy firmach inwestycyjnych (Okoń, 2012). Rozwiązania przyjęte w polityce wynagrodzeń powinny przyczyniać się do realizacji strategii biznesowej, długoterminowych interesów oraz stabilności spółki. Taka polityka powinna zawierać między innymi opis stałych i zmiennych składników wynagrodzeń, wskazanie proporcji składników wynagrodzenia, okresu na jaki zostały zawarte umowy, warunków wypowiedzenia, opis dodatkowych programów emerytalnych, opis procesu decyzyjnego w celu ustanowienia, wdrożenia oraz przeglądu polityki wynagrodzeń etc. Spółka publikuje uchwałę w sprawie polityki wynagrodzeń oraz samą politykę na swojej stronie internetowej. Przewiduje się możliwość czasowego odstąpienia od stosowania polityki wynagrodzeń, jeżeli jest to niezbędne do realizacji długoterminowych interesów i stabilności finansowej spółki lub do zagwarantowania jej rentowności. Warto również zwrócić uwagę, że niezależnie od przyjęcia polityki wynagrodzeń, rada nadzorcza spółki jest zobowiązana do corocznego sporządzenia sprawozdania o wynagrodzeniach, przedstawiającego kompleksowy przegląd wynagrodzeń, które jest poddawane ocenie biegłego rewidenta. Spółka zamieszcza takie sprawozdanie na swojej stronie internetowej.

Zmiany obejmują również pewne obostrzenia w odniesieniu do transakcji z podmiotami powiązanymi. Spółki, których akcje są wprowadzane do obrotu na rynku regulowanym, są zobowiązane zamieścić na swojej stronie internetowej najpóźniej w momencie zawarcia informacje o istotnej transakcji (transakcji z podmiotem powiązanym, której wartość przekracza 5 proc. sumy aktywów). Informacja taka powinna zawierać szereg szczegółowych danych, m.in. takich jak nazwę podmiotu powiązanego, opis charakteru powiązań, datę i wartość transakcji, informacje dotyczące rynkowości transakcji. Na zawarcie takiej transakcji zgodę powinna wyrazić co do zasady rada nadzorcza, przy czym statut może przewidywać, że zgoda może być udzielona również przez walne zgromadzenie. Dodatkowo, wprowadza się uproszczenie, zgodnie z którym, gdy transakcja jest ujawniona w ramach Rozporządzenia MAR nie ma potrzeby ujawnień w ramach nowych regulacji. Inne wyłączenia przewidują, że nie ma potrzeby podawania informacji na temat istotnej transakcji, gdy jest ona zawierana na warunkach rynkowych w zwykłej działalności, zawierana jest ze spółką zależną, w której jedynym akcjonariuszem lub współnikiem jest emitent lub gdy istotna transakcja jest związana z wypłatą wynagrodzeń członkom zarządu lub rady nadzorczej (przyznanych zgodnie z polityką wynagrodzeń).

Zmianą, która może mieć także znaczenie z punktu widzenia decyzji o pierwszej ofercie publicznej, jest wprowadzenie podwyższonego progu dotyczącego możliwości przeprowadzenia przymusowego wykupu akcjonariuszy (tzw. *squeeze-out*). Dotychczas próg ten wynosił 90 proc. ogólnej liczby głosów w spółce publicznej. Obecnie prawo takie przysługuje akcjonariuszowi spółki publicznej, który samodzielnie lub wspólnie z innymi podmiotami osiągnął lub przekroczył próg 95 proc. ogólnej liczby głosów.

Innym istotnym nowym elementem jest wprowadzenie zasady, zgodnie z którą emitent jest obowiązany posiadać procedury anonimowego zgłaszania przez pracowników wskazanemu członkowi zarządu, a w szczególnych przypadkach – radzie nadzorczej, naruszeń prawa, w szczególności przepisów Ustawy o ofercie publicznej, Rozporządzenia Prospektowego oraz procedur i standardów etycznych.

Ocena znaczenia wprowadzonych zmian

Z punktu widzenia decyzji o upublicznieniu spółki z pewnością kluczowe znaczenie mają regulacje dotyczące ofert publicznych, w tym dotyczące bezpośrednio IPO. Tutaj zmiany należy ocenić co do zasady pozytywnie. Przyjęcie możliwości bezprospektowego dopuszczenia do obrotu papierów wartościowych, w tym w szczególności zwiększenie progu do 20 proc. jest sporym uproszczeniem. Ponadto, wyłączenie spod zastosowania Rozporządzenia Prospektowego ofert publicznych papierów wartościowych o łącznej wartości w Unii Europejskiej mniejszej niż 1 000 000 EUR pod warunkiem opublikowania uproszczonego dokumentu czy też reżim wyłączenia od obowiązku prospektowego w odniesieniu do ofert publicznych mniejszych niż 2 500 000 EUR, pozwala spółkom podejść do procesów dużo bardziej elastycznie przy mniej sformalizowanych procedurach. Dodatkowo, ten wspomniany limit do 1 000 000 EUR ma za zadanie stymulować rozwój *equity crowdfundingu*, który może być nowym źródłem finansowania dla spółek na wczesnym etapie rozwoju.

Jeżeli chodzi natomiast o regulacje związane bezpośrednio z pierwszymi ofertami publicznymi, w tym z przygotowaniem prospektów emisyjnych, wyrazić należy zdanie, że prawodawca również obrał prawidłowy z punktu widzenia emitentów kierunek. Krótsze podsumo-

wanie czy prezentacja jedynie kluczowych czynników ryzyka, z jednej strony wydaje się, że zapewnia dostateczną ochronę inwestorów, a z drugiej zaś czyni dokument bardziej zwięzłym, co należy ocenić pozytywnie z perspektywy spółki. Wprowadzenie tzw. uniwersalnego dokumentu rejestracyjnego też jest elementem, który może być atrakcyjny dla emitentów. Pozwala bowiem doprowadzić do sytuacji, w której emitent będzie mógł praktycznie w każdej chwili przez dłuższy czas prowadzić oferty publiczne, co może umożliwić mu pozyskanie kapitału w bardzo elastyczny sposób, w zależności od sytuacji rynkowej. Dodatkowo, dzięki sporządzeniu takiego dokumentu emitent może być zwolniony z obowiązku publikacji raportu okresowego, co też może być postrzegane jako zaleta. Z perspektywy uproszczeń, pozytywnie należy również ocenić możliwość sporządzenia tzw. prospektu UE na rzecz rozwoju.

Nieco bardziej krytyczne zdanie trzeba wyrazić jednak w odniesieniu do wprowadzonej definicji oferty publicznej. Ta bowiem jest bardzo szeroka i obejmuje wiele stanów, które dotychczas nie były pokryte. Zestawiając tak szeroką definicję z tzw. przymusem maklerskim, tj. z obowiązkiem zaangażowania do przeprowadzenia oferty publicznej firmy inwestycyjnej, dochodzimy do sytuacji, w której emitenci zainteresowani pozyskaniem kapitału mogą to czynić tylko i wyłącznie z wykorzystaniem profesjonalnych pośredników, co w pewnym sensie może im ograniczać dostęp do inwestorów. Nie mogą bowiem angażować innych podmiotów, które mogą mieć relacje z potencjalnymi akcjonariuszami. Z drugiej strony, takie podejście ma zapewnić większy stopień bezpieczeństwa uczestnikom zainteresowanym nabyciem lub objęciem papierów wartościowych.

Jeżeli chodzi o zmiany prawne dotyczące funkcjonowania na rynku giełdowym, tutaj warto wskazać na ich poszcze-

gólne rodzaje. W zakresie Rozporządzenia MAR odnoszącego się do raportowania należy stwierdzić, że nie spowodowało ono tak istotnych trudności, jak zakładano bezpośrednio przed jego wejściem w życie. W toku jego stosowania podejmuje się starania ukierunkowane na uwzględnienie w dużej mierze podejścia i doświadczeń wypracowanych na gruncie wcześniejszych obowiązujących regulacji prawnych. W tym zakresie należy zatem stwierdzić, że zmiana ta nie ma tak istotnego znaczenia dla emitentów z punktu widzenia postrzegania rynku kapitałowego, jako atrakcyjnego źródła finansowania.

Dużo większe znaczenie może mieć natomiast wprowadzenie zasad dotyczących polityki wynagrodzeń oraz sprawozdań o wynagrodzeniach w spółkach, których akcje są dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym czy też szczególne podejście do transakcji z podmiotami powiązanymi. Nakładanie na emitentów dodatkowych obowiązków z pewnością nie może być pozytywnie odbierane przez spółki, które rozważają przeprowadzenie pierwszej oferty publicznej. Wydaje się, że już samo wejście w reżim realizacji obowiązków informacyjnych jest dla tych podmiotów wyzwaniem, a raportowanie dodatkowo o wynagrodzeniach oraz transakcjach z podmiotami powiązanymi kolejną istotną uciążliwością. Podobnie w przypadku innych wprowadzonych obowiązków, w tym posiadanie procedury anonimowego zgłaszania przez pracowników wskazanemu członkowi zarządu, a w szczególnych sytuacjach radzie nadzorczej, naruszeń prawa. Nadmierna liczba formalizmów z pewnością zniechęca do rynku giełdowego.

Istotne znaczenie z punktu widzenia decyzji o przeprowadzeniu pierwszej oferty publicznej ma także podwyższenie progu dotyczącego możliwości przeprowadzenia przymusowego wykupu akcjonariuszy (tzw. *squeeze-out*) z 90 do

95 proc. ogólnej liczby głosów w spółce publicznej. Procedura przymusowego wykupu towarzyszy naturalnie procesowi wycofania spółki z giełdy, ale w tym kontekście może być również ważna dla podmiotów, które zamierzają na niej debiutować. Warto bowiem, decydując się na wejście na giełdę, mieć jasność w zakresie tego, jakie są możliwości odwrotu. Z tego powodu zwiększenie tego progu może mieć duży wpływ przy podejmowaniu decyzji o pierwszej ofercie publicznej. Na polskim rynku kapitałowym, w procesach ukierunkowanych na wycofanie akcji spółki publicznej z giełdy, osiągnięcie progu 90 proc. ogólnej liczby głosów uprawniającego do przeprowadzenia procedury przymusowego wykupu, było niekiedy dużym wyzwaniem. Tym bardziej zatem trudnym zadaniem będzie doprowadzenie do sytuacji osiągnięcia jeszcze większego progu, tj. 95 proc. ogólnej liczby głosów. Należy zatem jednoznacznie stwierdzić, że konsekwencje tej zmiany będą również bardzo istotne dla podmiotów rozważających debiut na giełdzie.

Podsumowując wprowadzone regulacje należy zauważyć, że od wejścia w życie Rozporządzenia MAR doszło do istotnych zmian dla spółek z punktu widzenia IPO oraz funkcjonowania tych podmiotów na rynku. O ile nowe rozwiązania związane z prowadzeniem ofert publicznych należy ocenić co do zasady pozytywnie, bowiem wiążą się one z wieloma uproszczeniami, o tyle zmiany dotyczące spółek już obecnych na GPW mogą być istotnym czynnikiem przemawiającym za decyzją o nie upublicznianiu spółki. W tym ostatnim zakresie należy wskazać przede wszystkim na wprowadzenie dodatkowych obowiązków związanych z polityką wynagrodzeń oraz raportowaniem transakcji z podmiotami powiązanymi. Są to obszary, które wymagają od spółek wykonania dodatkowych zadań. Przy ogromie nakładanych obowiązków,

zmiana statusu na publiczny może stać się ogromnym wyzwaniem. Dodatkowo, istotnym czynnikiem ograniczającym IPO może być również zwiększenie progu uprawniającego do przeprowadzenia *squeeze out* do 95 proc. ogólnej liczby głosów.

W takim przypadku, gdy spółka stanie się spółką giełdową trudno będzie jej ten proces w praktyce odwrócić, co również może być czynnikiem zniechęcającym do przeprowadzenia pierwszej oferty publicznej.

Bibliografia:

1. Bessler W., Schneck C., Zimmermann J. (2017), *Growth Strategies of Initial Public Offerings in Europe*.
2. Brau J.C., Fawcett S.E. (2006), *Initial public offerings: An analysis of theory and practice*, "Journal of Finance", Vol. 61(1).
3. Brav A., Geczy C., Gompers P.A. (2000), *Is the abnormal return following equity issuances anomalous?*, "Journal of Financial Economics", Vol. 56.
4. Cai K., Zhu H. (2015), *Cultural distance and foreign IPO underpricing*, "Journal of Multinational Financial Management", Vol. 29(Feb).
5. Certo S.T., Holcomb T.R., Holmes R.M. (2009), *IPO research in management and entrepreneurship: Moving the agenda forward*, "Journal of Management", Vol. 35(6).
6. Helbing P. (2019), *A review on IPO withdrawal*, Int. Rev. Financ. Anal., Vol. 62.
7. Lewellyn K.B., Bao S.R. (2014), *A cross-national investigation of IPO activity: The role of formal institutions and national culture*, "International Business Review", Vol. 23(6).
8. Nowosad W. (2018), *Nowe rozporządzenie prospektowe – analiza wybranych zmian legislacyjnych*, „Przegląd Prawa Handlowego”, Nr 10.
9. Okoń Sz. (2012), *New approach to remuneration policy for investment firms: A polish capital market perspective*, "Contemporary Economics", Vol. 6(1).
10. Pieczyńska-Czerny I. (2018), *Komentarz*, w: *Prawo rynku kapitałowego*, Wierzbowski M., Sobolewski L., Wajda P. (red.), Warszawa, Legalis.
11. Rycerski A. (2018), *Własny zamiar wywołania cenotwórczego zdarzenia w świetle definicji informacji poufnej*, „Przegląd Prawa Handlowego”, Nr 1.
12. Signori A. (2018), *Zero-revenue IPOs*, Int. Rev. Financ. Anal., Vol. 57.
13. Woźniak R. (2018), *Obowiązek upublicznienia informacji poufnej a zakaz jej wykorzystania*, „Przegląd Prawa Handlowego”, Nr 1.

Dr **Szymon Okoń**, Instytut Ekonomii Międzynarodowej, Kolegium Gospodarki Światowej, SGH, sokon@sgh.waw.pl

Dr **Kamil Gemra**, Instytut Finansów Korporacji i Inwestycji, Kolegium Nauk o Przedsiębiorstwie, SGH, kgemra@sgh.waw.pl