

# Robert Wolański

---

## Specyfika emisji akcji na rynku giełdowym i pozagiełdowym z punktu widzenia małych i średnich przedsiębiorstw

---

Ekonomiczne Problemy Usług nr 62, 226-234

---

2011

Artykuł został opracowany do udostępnienia w internecie przez Muzeum Historii Polski w ramach prac podejmowanych na rzecz zapewnienia otwartego, powszechnego i trwałego dostępu do polskiego dorobku naukowego i kulturalnego. Artykuł jest umieszczony w kolekcji cyfrowej [bazhum.muzhp.pl](http://bazhum.muzhp.pl), gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach dozwolonego użytku.

*ROBERT WOLAŃSKI*

Uniwersytet Warszawski

**SPECYFIKA EMISJI AKCJI NA RYNKU GIEŁDOWYM I POZAGIEŁDOWYM  
Z PUNKTU WIDZENIA MAŁYCH I ŚREDNICH PRZEDSIĘBIORSTW**

**Wprowadzenie**

Przedmiotem artykułu są warunki emisji akcji na rynku giełdowym i pozagiełdowym przez małe i średnie przedsiębiorstwa (MŚP)<sup>1</sup>. Celem artykułu jest określenie możliwości pozyskania kapitału przez MŚP na rynku kapitałowym, szans, jakie daje ten rynek niewielkim podmiotom, oraz relacji zachodzących pomiędzy tymi dwoma sektorami.

**1. Warunki emisji akcji na rynku kapitałowym**

Małe i średnie przedsiębiorstwa w celu zdobycia funduszy na rozwój i zwiększenie konkurencyjności mogą wykorzystać rynek kapitałowy. Pozyskanie środków w ten sposób może mieć miejsce na rynku giełdowym lub pozagiełdowym poprzez emisję akcji lub emisję obligacji.

Rynek giełdowy oznacza emisję za pośrednictwem Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie. Giełda prowadzi obrót instrumentami finansowymi na dwóch rynkach:

- główny (regulowany) rynek GPW składający się z dwóch rynków: podstawowego i równoległego,

---

<sup>1</sup> W artykule pod pojęciem małych i średnich przedsiębiorstw (MŚP) uważa się mikro, małe i średnie przedsiębiorstwa.

- NewConnect to rynek zorganizowany prowadzony przez GPW poza rynkiem regulowanym w formule alternatywnego systemu obrotu.

Z kolei regulowany rynek pozagiełdowy prowadzony jest przez spółkę Bond-Spot SA.

Zasady funkcjonowania rynku giełdowego i pozagiełdowego określone są w ustawie z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi (DzU nr 183 poz. 1538 z późn. zm.) i ustawie z dnia 29 lipca 2005 roku o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (DzU nr 184, poz. 1539 z późn. zm.)<sup>2</sup>.

Dopuszczenie akcji do publicznego obrotu na rynku giełdowym i pozagiełdowym oraz późniejszy ich obrót wiążą się z koniecznością spełnienia wielu warunków przez MŚP oraz poniesieniem kosztów z tym związanych. Określają one dostęp MŚP do publicznej emisji akcji, warunki te dla obu rodzajów rynku zostały przedstawione w poniższych tabelach, należy jednak mieć na względzie, że obecnie nie ma możliwości emitowania akcji na rynku pozagiełdowym, co należy uznać za dużą wadę rynku kapitałowego w Polsce. Podane warunki posłużą do przedstawienia argumentów uzasadniających przywrócenie emisji akcji na rynku pozagiełdowym i konieczności dokonania zmian z tym związanych.

Tabela 1

Warunki dopuszczenia akcji do obrotu na rynku giełdowym regulowanym

Działania poprzedzające emisję:
1. Przekształcenie w spółkę akcyjną (komandytowo-akcyjną)
2. Wybór i konsultacje z doradcami
3. Wybór partnerów (dom maklerski, audytor, agencja public relations)
4. Stworzenie koncepcji rozwoju spółki (plan strategiczny, plan finansowy, cele emisji)
5. Decyzje formalne organów spółki dotyczące emisji, np. wybór sposobu przeprowadzenia oferty
6. Przygotowanie prospektu emisyjnego (memorandum informacyjnego)
7. Wniosek i zatwierdzenie prospektu emisyjnego (memorandum informacyjnego) przez KNF
8. Przeprowadzenie oferty publicznej (określenie ceny emisyjnej, zapisy na akcje, przydział akcji, rejestracja emisji w sądzie, rejestracja akcji w KDPW, dopuszczenie akcji do obrotu giełdowego)
Wielkość spółki: Wszystkie rodzaje, przy czym głównie średnie i duże firmy, wybrane małe firmy
Historia emitenta: Ugruntowana pozycja na rynku, ogłaszał co najmniej przez trzy kolejne lata

<sup>2</sup> Na temat zasad emisji akcji i obligacji: W. Nawrot, *Emisja akcji w Polsce w nowej europejskiej perspektywie*, CeDeWu, Warszawa 2006; S. Antkiewicz, *Rynek dłużnych papierów wartościowych w Polsce*, Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2006; *Innowacje finansowe*, red. S. Antkiewicz, M. Kalinowski, CeDeWu, Warszawa 2008.

obrotowe sprawozdania finansowe, zbadane przez biegłego rewidenta
Wielkość emisji: Iloczyn liczby i prognozowanej ceny rynkowej akcji dopuszczonych do obrotu, a w przypadku kiedy określenie tej ceny nie jest możliwe – kapitały własne emitenta, wynoszące co najmniej równowartość w złotych 1 mln euro. Wielkość emisji niższa od kilkunastu milionów złotych.
Płynność obrotu akcjami: W posiadaniu akcjonariuszy, z których każdy posiada nie więcej niż 5% ogólnej liczby głosów na walnym zgromadzeniu, znajduje się co najmniej 25% akcji dopuszczonych do obrotu lub 500 tys. akcji spółki o łącznej wartości wynoszącej co najmniej równowartość w złotych 17 mln euro, liczonej według ostatniej ceny sprzedaży lub ceny emisyjnej.
Sposób emisji: Jedynie oferta publiczna.
Wymagania informacyjne: Sporządzenie prospektu emisyjnego, w wyjątkowych przypadkach memorandum informacyjnego. Pełne wymagania informacyjne jak dla spółek publicznych.
Raporty finansowe: W prospekcie emisyjnym muszą być zamieszczone sprawozdania finansowe za ostatnie 3 lata obrotowe, zbadane przez biegłego rewidenta. Na GPW muszą być przekazywane raporty bieżące oraz raporty okresowe (kwartalne informacje finansowe, półroczne informacje finansowe przejrzane przez biegłego rewidenta i roczne sprawozdania finansowe zbadane przez biegłego rewidenta).
Koszty: Koszty opłat sądowych i administracyjnych, sporządzenia prospektu emisyjnego, koszty wynagrodzenia doradców, koszty przygotowania i promocji oferty, koszty funkcjonowania na GPW.
Czas wprowadzania akcji do obrotu: Uchwała o wprowadzeniu akcji do obrotu podejmowana w ciągu 14 dni od przedstawienia wniosku i pełnej dokumentacji, następnie w ciągu kilku/kilkunastu tygodni może odbyć się pierwsze notowanie.

Źródło: Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (DzU nr 183 poz. 1538 z późn. zm.), ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (DzU nr 184, poz. 1539 z późn. zm.), rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 12 maja 2010 r. w sprawie szczegółowych warunków, jakie musi spełniać rynek oficjalnych notowań giełdowych oraz emitenci papierów wartościowych dopuszczonych do obrotu na tym rynku (DzU nr 84 poz. 547), rozporządzenie 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 (DzU nr 33 poz. 259), Regulamin Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie ([www.gpw.pl](http://www.gpw.pl)), Regulamin alternatywnego systemu obrotu ([www.newconnect.pl](http://www.newconnect.pl)), Regulamin obrotu regulowanego rynku pozagiełdowego ([www.bondspot.pl](http://www.bondspot.pl)), Szczegółowe zasady obrotu na regulowanym rynku pozagiełdowym ([www.bondspot.pl](http://www.bondspot.pl)).

Tabela 2

Warunki dopuszczenia akcji do obrotu na rynku giełdowym alternatywnym

Działania poprzedzające emisję: <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Przekształcenie w spółkę akcyjną (komandytowo-akcyjną)</li> <li>2. Zawarcie umowy z autoryzowanym doradcą</li> <li>3. Stworzenie koncepcji rozwoju spółki (plan strategiczny, plan finansowy, cele emisji)</li> <li>4. Decyzje formalne organów spółki dotyczące emisji oferty</li> <li>5. Przygotowanie prospektu emisyjnego (memorandum informacyjnego, dokumentu informacyjnego)</li> <li>6. Wniosek i zatwierdzenie prospektu emisyjnego (memorandum informacyjnego) przez KNF bądź dokumentu informacyjnego przez autoryzowanego doradcę</li> <li>7. Przeprowadzenie oferty publicznej lub prywatnej (określenie ceny emisyjnej, zapisy na akcje, przydział akcji, rejestracja emisji w sądzie, rejestracja akcji w KDPW, dopuszczenie akcji do obrotu giełdowego)</li> <li>8. Zawarcie umowy z Animatorem Rynku lub Market Makerem</li> </ol>
Wielkość spółki: Brak ograniczeń.
Historia emitenta: Brak wymogów, przy czym adresowany głównie do młodych i rozwijających się MŚP, działających zwłaszcza w obszarze nowych technologii.
Wielkość emisji: Dowolna, natomiast kształtuje się od kilkuset tysięcy do kilkunastu milionów złotych.
Płynność obrotu akcjami: Brak ograniczeń, ma być zapewniona płynność akcji (w tym celu działa animator rynku lub Market Maker).
Sposób emisji: Oferta prywatna (kierowana do maksimum 99 inwestorów) lub oferta publiczna (kierowana do nieograniczonej grupy inwestorów).
Wymagania informacyjne: Przy ofercie publicznej powyżej 2,5 mln euro sporządzenie prospektu emisyjnego, jeżeli poniżej 2,5 mln euro – memorandum informacyjnego. Przy ofercie prywatnej sporządzenie dokumentu informacyjnego.
Wybrane, podstawowe wymagania informacyjne dla spółek publicznych.
Raporty finansowe: Zawartość prospektu emisyjnego jak na rynku regulowanym. Dokument informacyjny powinien zawierać sprawozdanie finansowe za 1 rok, chyba że emitent działa krócej. Na NewConnect emitent składa wybrane raporty bieżące, raport półroczny bez audytu z wybranymi informacjami finansowymi, roczne sprawozdania finansowe zbadane przez biegłego rewidenta.
Koszty: Koszty sporządzenia odpowiedniego dokumentu informacyjnego, korzystania z autoryzowanego doradcy (min. 1 rok) oraz animatora rynku lub Market Makera (min. 2 lata), koszty przygotowania i promocji oferty, koszty funkcjonowania na NewConnect.
Czas wprowadzania akcji do obrotu: Uchwała o wprowadzeniu akcji do obrotu podejmowana w ciągu 5 dni od przedstawienia wniosku i pełnej dokumentacji, następnie w ciągu kilku/kilkunastu dni może odbyć się pierwsze notowanie.

Źródło: Jak w tabeli 1.

Tabela 3

## Warunki dopuszczenia akcji do obrotu na rynku pozagiełdowym

Działania poprzedzające emisję: <ol style="list-style-type: none"> <li>1. Przekształcenie w spółkę akcyjną (komandytowo-akcyjną)</li> <li>2. Stworzenie koncepcji rozwoju spółki (plan strategiczny, plan finansowy, cele emisji)</li> <li>3. Decyzje formalne organów spółki dotyczące emisji oferty</li> <li>4. Przygotowanie prospektu emisyjnego (memorandum informacyjnego)</li> <li>5. Wniosek i zatwierdzenie prospektu emisyjnego (memorandum informacyjnego) przez KNF</li> <li>6. Przeprowadzenie oferty publicznej (określenie ceny emisyjnej, zapisy na akcje, przydział akcji, rejestracja emisji w sądzie, rejestracja akcji w KDPW, dopuszczenie akcji do obrotu pozagiełdowego)</li> </ol>
Wielkość spółki: Brak ograniczeń.
Historia emitenta: Brak wymogów.
Wielkość emisji: Dowolna.
Płynność obrotu akcjami: Brak ograniczeń, ma być zapewniona płynność akcji.
Sposób emisji: Jedynie oferta publiczna.
Wymagania informacyjne: Sporządzenie prospektu emisyjnego lub memorandum informacyjnego. Wybrane, podstawowe wymagania informacyjne dla spółek publicznych.
Raporty finansowe: Zawartość prospektu emisyjnego jak na rynku regulowanym. Na rynku pozagiełdowym emitent składa raporty bieżące oraz raporty okresowe (kwartalne informacje finansowe, półroczne informacje finansowe przejrzane przez biegłego rewidenta, roczne sprawozdania finansowe zbadane przez biegłego rewidenta).
Koszty: Koszty sporządzenia odpowiedniego dokumentu informacyjnego, koszty przygotowania i promocji oferty, koszty funkcjonowania na rynku pozagiełdowym.
Czas wprowadzania akcji do obrotu: Uchwała o wprowadzeniu akcji do obrotu podejmowana w ciągu 14 dni od przedstawienia wniosku i pełnej dokumentacji, następnie w ciągu kilku/kilkunastu dni może odbyć się pierwsze notowanie.

Źródło: Jak w tabeli 1.

Tabela 4

Porównanie kosztów dopuszczenia akcji do obrotu i ich notowania na rynku giełdowym i pozagiełdowym

Rodzaje opłat	Rynek giełdowy regulowany	Rynek giełdowy alternatywny	Rynek pozagiełdowy
Wprowadzenie do obrotu akcji	1. Rynek podstawowy: 0,03% wartości emisyjnej (sprzedaży): od 8000 zł do 96 000 zł 2. Rynek równoległy: 3000 zł	3000 zł	Brak opłaty
Ponowne wprowadzenie do obrotu akcji tego samego typu, z połączeniem emisji	1. Rynek podstawowy: 0,0075% wartości emisyjnej (sprzedaży): od 5000 zł do 96 000 zł 2. Rynek równoległy: 1500 zł	1500 zł	Brak opłaty
Dopuszczenie akcji do obrotu giełdowego	1. Rynek podstawowy: 3000 zł 2. Rynek równoległy: 2000 zł	Brak opłaty	Brak opłaty
Ponowne dopuszczenie do obrotu giełdowego akcji tego samego typu	1. Rynek podstawowy: 1500 zł 2. Rynek równoległy: 1000 zł	Brak opłaty	Brak opłaty
Złożenie wniosku o dopuszczenie akcji do obrotu giełdowego	1. Rynek podstawowy: 3000 zł 2. Rynek równoległy: 1000 zł	Brak opłaty	Brak opłaty
Zmiana wartości nominalnej akcji	1. Rynek podstawowy: 3000 zł 2. Rynek równoległy: 2000 zł	2000 zł	Brak opłaty
Notowanie akcji (opłata roczna)	1. Rynek podstawowy: 0,02% wartości rynkowej: od 9000 zł do 70 000 zł 2. Rynek równoległy: 0,02% wartości rynkowej: od 3000 zł do 8000 zł	3000 zł	0,015% wartości rynkowej: od 6000 zł do 24000 zł

Źródło: Regulamin Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie ([www.gpw.pl](http://www.gpw.pl)), Regulamin alternatywnego systemu obrotu ([www.newconnect.pl](http://www.newconnect.pl)), Regulamin obrotu regulowanego rynku pozagiełdowego ([www.bondspot.pl](http://www.bondspot.pl)).

Przedstawione powyżej porównanie pokazuje, że nie istnieją znaczące różnice pomiędzy regulowanym rynkiem giełdowym i rynkiem pozagiełdowym. Oznacza to w rzeczywistości zbyt duże wymagania ustalone dla rynku pozagiełdowego. Przywrócenie emisji akcji na tym rynku powinno wiązać się ze zmniejszeniem wymagań, co ułatwiłoby dostęp do niego, szczególnie dla MŚP, oraz byłoby zachętą dla

przedsiębiorstw do skorzystania z oferty. Najmniej wymagań istnieje na rynku NewConnect, dlatego należy uznać go za najbardziej dostosowany do specyfiki niewielkich podmiotów.

## **2. Ocena rynku kapitałowego jako źródła pozyskania kapitału w formie emisji akcji przez małe i średnie przedsiębiorstwa**

Rozpatrując rynek kapitałowy jako źródło pozyskania kapitału w formie emisji akcji przez MŚP, należy ocenić możliwości jego wykorzystania przez tę grupę przedsiębiorstw. Biorąc pod uwagę specyfikę tego rynku oraz przedstawione powyżej warunki uczestniczenia w nim, można odnieść te zależności do cech charakterystycznych MŚP, ich potrzeb i zasad działania i na tej podstawie określić wzajemne relacje. Wśród cech rynku kapitałowego istotnych z punktu widzenia MŚP należy przede wszystkim wymienić następujące:

1. Rynek kapitałowy daje korzystne warunki pozyskania kapitału na rozwój firmy. Publiczne emisje papierów wartościowych pozwalają stosunkowo łatwo znaleźć inwestorów i uzyskać w miarę wysoką cenę emisyjną. Cel emisji powinien być tak wybrany, aby jego realizacja przyczyniła się do rozwoju firmy i dawała jej lepszą pozycję konkurencyjną – w przeciwnym razie trudno będzie znaleźć chętnych na nabycie emitowanych papierów. Umiejętne wykorzystanie emisji publicznej pozwala zapewnić spółce środki na rozwój i skokowo poprawić jej pozycję rynkową. Pozyskanie kapitału poprzez emisję publiczną umożliwia osiągnięcie trwałej przewagi nad konkurencją. Dlatego powinien zostać uruchomiony rynek pozagiełdowy dla emisji akcji, jako uzupełnienie oferty giełdowej.
2. Wymogi związane z byciem emitentem na rynku kapitałowym. Konieczność ich spełnienia w konsekwencji oznacza brak dostępu do niego dla wielu MŚP. Przedstawione poszczególne rodzaje rynków charakteryzują się różną dostępnością, jednakże na każdym z nich trzeba sprostać wymaganiom informacyjnym, poddać sprawozdania finansowe badaniu biegłego rewidenta, przedstawić wiarygodne przesłanki dokonania emisji, ponieść koszty emisji, nawiązać współpracę z instytucjami rynku kapitałowego. W konsekwencji najczęściej z rynku kapitałowego mogą skorzystać MŚP działające na rynku kilka lat, posiadające ugruntowaną pozycję i dążące do dalszego rozwoju. Najmniejsze wymogi stawiane są na rynku NewConnect, gdzie pozyskać środki mogą nawet nowo założone MŚP, działające jednak w obszarze nowych technologii. Zakres obowiązków na rynku pozagiełdowym porównywalny jest z tym na rynku giełdowym (w odniesieniu do NewConnect nawet szerszy). Powinien być ograniczony, przy przywróceniu na tym rynku emisji akcji. W praktyce wąska grupa niewielkich podmiotów



może starać się o finansowanie na rynku kapitałowym. Należy jednak podkreślić, że MŚP, które spełni wymogi związane z funkcjonowaniem na rynku publicznym, automatycznie poprawia swój wizerunek wobec kontrahentów, w tym banków i innych instytucji finansowych. Wówczas łatwiej może pozyskać finansowanie z innych źródeł – spółki giełdowe postrzegane są jako firmy bardziej wiarygodne. Samo sporządzanie przez spółki giełdowe raportów może przyspieszyć procedury związane z pozyskiwaniem np. kredytów bankowych. Ponadto uwagi zewnętrznych doradców oraz wymagania inwestorów najczęściej przyczyniają się do rozpoznania wielu problemów, udoskonalenia procesów organizacyjnych. Znaczenie ma też sam efekt marketingowy wprowadzenia akcji na rynek publiczny. Już tylko z tych względów następuje poprawa funkcjonowania firmy.

3. Koszty przygotowania i przeprowadzenia emisji papierów oraz późniejszego ich publicznego obrotu. Większość kosztów należy ponieść przed faktycznym dokonaniem emisji – MŚP musi mieć te środki zarezerwowane, jednocześnie nie ma pewności, że emisja dojdzie do skutku. Koszty przygotowania i przeprowadzenia emisji papierów na rynku giełdowym najczęściej kształtują się w przedziale 5–7% wartości emisji<sup>3</sup>. Należy uznać je za niskie w porównaniu do innych zewnętrznych źródeł finansowania. Zaś nominalna wartość kosztów zależy od wielkości emisji. Dla małych emisji, do kilkunastu milionów złotych, najniższe koszty wynosiły około 250 tys. zł, natomiast większość z nich była powyżej 500 tys. zł i powyżej 1 mln zł. Dla wielu MŚP są to wymagania trudne do spełnienia. Szansą dla MŚP jest rynek NewConnect, na którym są emisje na niższe kwoty, stąd nominalna wartość kosztów jest mniejsza. Lukę tę powinien również zapełnić rynek pozagiełdowy. Należy uwzględnić, że najwyższe koszty ponoszone są przy pierwszym pozyskaniu kapitału na rynku publicznym. Kolejne oferty są znacznie tańsze, gdyż spora część nakładów ma charakter jednorazowy.
4. Obowiązek publikowania wielu istotnych informacji o spółce oraz możliwość przejścia kontroli nad nią przez inwestora. Te czynniki są szczególnie negatywnie postrzegane przez MŚP, widzą w nich duże zagrożenie dla siebie. MŚP są niechętne takim działaniom, gdyż dostęp konkurencji do ważnych informacji o ich bieżącej sytuacji, planach na przyszłość może być przez nią wykorzystany na niekorzyść spółki. Ponadto groźba przejścia spółki to najgorsza perspektywa dla właściciela MŚP.

---

<sup>3</sup> Symulacje wysokości kosztów zawierają opracowania: dla rynku giełdowego regulowanego: B. Duszek, *Jak pozyskać kapitał z giełdy*, GPW, Warszawa 2007, s. 14, dla rynku NewConnect: *Raport Kapitał dla firm 2010*, www.ipo.pl.

**Podsumowanie**

Mając na względzie powyższą argumentację, emisja akcji na rynku kapitałowym jest dla przedsiębiorstwa wysoce opłacalnym przedsięwzięciem, które powinno przyczynić się do trwałego wzrostu jego przewagi konkurencyjnej. Problem wiąże się ze spełnieniem warunków wejścia na ten rynek, które dla zdecydowanej większości MŚP są barierą nie do pokonania.

**SPECIFIC ISSUE OF SHARES ON THE STOCK MARKET AND OTC  
FROM THE POINT OF VIEW OF SMALL AND MEDIUM ENTERPRISES****Summary**

The capital market provides favorable conditions for raising capital for business development. Issuance of shares in the capital market can be a profitable venture for the company, may contribute to the sustainable growth of its competitive advantage. The basic problem concerns the conditions for entry into this market, which for the vast majority of SMEs are very difficult.

*Translated by Robert Wolański*