

Wioletta Nawrot

# EMISJA AKCJI W POLSCE W NOWEJ EUROPEJSKIEJ PERSPEKTYWIE

Jednolity rynek papierów  
wartościowych w Unii Europejskiej

Rozdział 3.

Rynek papierów wartościowych w Polsce w świetle rozwiązań europejskich

 CEDEWU.PL

WYDAWNICTWA FACHOWE

 CEDEWU.PL

Recenzent: prof. zw. dr hab. Leokadia Oręziak

Wioletta Nawrot jest stypendystką Fundacji na Rzecz Nauki Polskiej

© Copyright do wydania polskiego CeDeWu Sp. z o.o.

Wszelkie prawa zastrzeżone.

Zabronione jest kopiowanie, przetwarzanie i rozpowszechnianie w jakimkolwiek celu oraz postaci bez pisemnej zgody autora i wydawcy.

Wydawnictwo CeDeWu oraz autor dołożyli wszelkich starań, aby treści zawarte w niniejszej publikacji były kompletne i rzetelne. Nie biorą jednak odpowiedzialności za ich wykorzystanie ani za związane z tym ewentualne naruszenie praw autorskich oraz za skutki działań wynikłe z wykorzystania informacji zawartych w książce.

Projekt okładki: Agnieszka Natalia Bury

Opracowanie redakcyjne i DTP: CeDeWu Sp. z o.o.

Wydanie I papierowe, Warszawa 2006

ISBN 978-83-60089-32-3

EAN 9788360089323

Wydanie I elektroniczne, Warszawa 2014

ISBN 978-83-7941-161-0 (Rozdział 3)

**Wydawca: CeDeWu Sp. z o.o.**

00-680 Warszawa, ul. Żurawia 47/49

e-mail: [cedewu@cedewu.pl](mailto:cedewu@cedewu.pl)

Redakcja wydawnictwa: (4822) 374 90 20 lub 22

Faks: (4822) 827 38 89

**Księgarnia Ekonomiczna**

00-680 Warszawa, ul. Żurawia 47

Tel.: (4822) 396 15 00...01

Faks: (4822) 827 38 89

**Ekonomiczna Księgarnia Internetowa**

[www.cedewu.pl](http://www.cedewu.pl)

[www.4books.pl](http://www.4books.pl)

Made in Poland

# Spis treści

|                                                                                                                |    |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| <b>Słowo wstępne</b> .....                                                                                     | 7  |
| <b>Wprowadzenie</b> .....                                                                                      | 9  |
| <b>Rozdział 1</b>                                                                                              |    |
| <b>Integracja rynków papierów wartościowych w Unii Europejskiej</b> .....                                      | 11 |
| 1.1. Historia integracji rynków papierów wartościowych w Europie.....                                          | 11 |
| 1.2. Rynek papierów wartościowych Unii Europejskiej w świetle<br>Strategii Lizbońskiej.....                    | 12 |
| 1.3. <i>Financial Services Action Plan</i> .....                                                               | 14 |
| 1.4. Zmiany w procesie regulacyjnym UE w zakresie rynków papierów<br>wartościowych .....                       | 15 |
| 1.4.1. Potrzeba zmian w procesie stanowienia prawa na rynku<br>walorów UE .....                                | 15 |
| 1.4.2. Prace nad nowym systemem regulacyjnym .....                                                             | 16 |
| <b>Rozdział 2</b>                                                                                              |    |
| <b>Jednolity rynek papierów wartościowych Unii Europejskiej</b> .....                                          | 23 |
| 2.1. Stanowienie prawa na rynku papierów wartościowych UE według<br>rekomendacji Komitetu Lamfalussy'ego ..... | 23 |
| 2.2. Uregulowanie rynku papierów wartościowych w UE – stan obecny .....                                        | 25 |
| 2.2.1. Dyrektywa w sprawie informacji poufnych i manipulacji na rynku .....                                    | 26 |
| 2.2.2. Dyrektywa w sprawie prospektu emisyjnego .....                                                          | 27 |
| 2.2.3. Dyrektywa w sprawie rynków instrumentów finansowych .....                                               | 29 |
| 2.2.4. Dyrektywa w sprawie harmonizacji obowiązków przejrzystości<br>dla emitentów .....                       | 31 |
| 2.3. Implementacja nowych rozwiązań prawnych w krajach członkowskich UE .....                                  | 32 |
| 2.3.1. Terminarz wdrażania zasad europejskich do narodowego<br>prawodawstwa .....                              | 32 |
| 2.3.2. Zaawansowanie prac implementacyjnych .....                                                              | 33 |

### **Rozdział 3**

#### **Rynek papierów wartościowych w Polsce w świetle rozwiązań europejskich . . . . 37**

|                                                                                                                |    |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| 3.1. Konstrukcja polskiego rynku papierów wartościowych. . . . .                                               | 37 |
| 3.1.1. Struktura polskiego rynku papierów wartościowych. . . . .                                               | 37 |
| 3.1.2. Uczestnicy rynku papierów wartościowych w Polsce . . . . .                                              | 40 |
| 3.1.3. Instytucje organizujące i nadzorujące rynek walorów w Polsce . . . .                                    | 42 |
| 3.2. Dotychczasowe osiągnięcia oraz niekorzystne zjawiska na polskim rynku<br>papierów wartościowych. . . . .  | 49 |
| 3.3. Rynek walorów w Polsce jako część jednolitego rynku papierów<br>wartościowych Unii Europejskiej . . . . . | 59 |
| 3.3.1. Rynek papierów wartościowych w Polsce na tle rynków europejskich. . .                                   | 59 |
| 3.3.2. Prace nad dostosowaniem polskiego prawa do wymogów UE. . . . .                                          | 62 |
| 3.3.3. Uregulowanie rynku papierów wartościowych w Polsce w ramach<br>prawnych Unii Europejskiej . . . . .     | 65 |

### **Rozdział 4**

#### **Spółka akcyjna i akcje . . . . . 75**

|                                                                                |    |
|--------------------------------------------------------------------------------|----|
| 4.1. Spółka akcyjna . . . . .                                                  | 75 |
| 4.1.1. Powstanie spółki akcyjnej . . . . .                                     | 75 |
| 4.1.2. Prawa i obowiązki akcjonariuszy spółki . . . . .                        | 76 |
| 4.1.3. Podwyższenie i obniżenie kapitału zakładowego w spółce akcyjnej . . . . | 79 |
| 4.2. Akcje . . . . .                                                           | 81 |
| 4.2.1. Akcje jako instrument finansowania firm . . . . .                       | 81 |
| 4.2.2. Rodzaje akcji . . . . .                                                 | 82 |
| 4.2.3. Koszt pozyskania kapitału w formie akcji . . . . .                      | 85 |
| 4.3. Status spółki publicznej . . . . .                                        | 89 |

### **Rozdział 5**

#### **Emisja akcji na publicznym rynku papierów wartościowych . . . . . 91**

|                                                                                             |     |
|---------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| 5.1. Prace poprzedzające ofertę publiczną akcji . . . . .                                   | 92  |
| 5.2. Uchwała o podwyższeniu kapitału spółki w drodze oferty publicznej. . . . .             | 99  |
| 5.3. Przygotowanie i zatwierdzenie prospektu emisyjnego. . . . .                            | 100 |
| 5.3.1. Wybór wariantu prospektu emisyjnego . . . . .                                        | 102 |
| 5.3.2. Zawartość prospektu emisyjnego. . . . .                                              | 102 |
| 5.3.3. Procedura zatwierdzenia prospektu emisyjnego . . . . .                               | 104 |
| 5.4. Publiczne proponowanie nabycia akcji . . . . .                                         | 106 |
| 5.4.1. Publikacja i udostępnienie do publicznej wiadomości prospektu<br>emisyjnego. . . . . | 106 |

|                                                                     |     |
|---------------------------------------------------------------------|-----|
| 5.4.2. Promocja emisji akcji . . . . .                              | 107 |
| 5.4.3. Ustalenie ostatecznej ceny emisyjnej . . . . .               | 109 |
| 5.4.4. Umowa o subemisję . . . . .                                  | 110 |
| 5.4.5. Publiczna subskrypcja i przydział akcji . . . . .            | 110 |
| 5.5. Wpis do ewidencji papierów wartościowych w KPWiG . . . . .     | 112 |
| 5.6. Rejestracja podwyższenia kapitału zakładowego spółki . . . . . | 113 |
| 5.7. Opłaty pobierane przez KPWiG . . . . .                         | 114 |

## Rozdział 6

|                                                                       |            |
|-----------------------------------------------------------------------|------------|
| <b>Wprowadzenie akcji do obrotu na rynku regulowanym . . . . .</b>    | <b>115</b> |
| 6.1. Rejestracja akcji w KDPW . . . . .                               | 116        |
| 6.2. Dopuszczenie akcji do obrotu giełdowego. . . . .                 | 118        |
| 6.3. Wprowadzenie praw do nowych akcji do obrotu giełdowego . . . . . | 122        |
| 6.4. Procedura wprowadzenia akcji do obrotu giełdowego . . . . .      | 123        |
| 6.5. Opłaty na rzecz giełdy. . . . .                                  | 125        |

## Rozdział 7

|                                                                       |            |
|-----------------------------------------------------------------------|------------|
| <b>Publiczna emisja akcji i ich wprowadzenie do obrotu giełdowego</b> |            |
| <b>krok po kroku – podsumowanie . . . . .</b>                         | <b>129</b> |

## Rozdział 8

|                                                                                   |            |
|-----------------------------------------------------------------------------------|------------|
| <b>Funkcjonowanie spółki publicznej . . . . .</b>                                 | <b>133</b> |
| 8.1. Obowiązki informacyjne emitentów . . . . .                                   | 133        |
| 8.1.1. Raporty bieżące . . . . .                                                  | 134        |
| 8.1.2. Raporty okresowe . . . . .                                                 | 136        |
| 8.2. Prawa i obowiązki akcjonariuszy spółki publicznej. . . . .                   | 140        |
| 8.3. Opłaty bieżące ponoszone przez emitentów akcji . . . . .                     | 142        |
| 8.4. Ład korporacyjny w spółkach publicznych . . . . .                            | 144        |
| 8.4.1. <i>Corporate Governance</i> – tendencje światowe . . . . .                 | 144        |
| 8.4.2. „Dobre praktyki w spółkach publicznych 2005”. . . . .                      | 145        |
| 8.4.3. Oświadczenie emitenta o przestrzeganiu zasad ładu korporacyjnego . . . . . | 152        |
| 8.5. Zawieszenie obrotu i wykluczenie akcji z obrotu giełdowego . . . . .         | 154        |

## Rozdział 9

|                                                                               |            |
|-------------------------------------------------------------------------------|------------|
| <b>Jednolity paszport europejski dla emitentów akcji . . . . .</b>            | <b>155</b> |
| 9.1. Istota jednolitego paszportu europejskiego dla emitentów akcji . . . . . | 155        |
| 9.2. Emisja oraz wprowadzenie na GPW akcji spółek zagranicznych . . . . .     | 156        |
| 9.3. Zasady emisji i wprowadzania akcji polskich spółek na rynki UE. . . . .  | 158        |

## **Rozdział 10**

### **Korzyści i negatywne aspekty publicznej emisji oraz wprowadzenia akcji do obrotu giełdowego, w nowej, europejskiej perspektywie . . . . . 161**

|                                                                                                                                                  |     |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----|
| 10.1. Pozytywne aspekty publicznej emisji akcji i ich wprowadzenia do obrotu giełdowego . . . . .                                                | 161 |
| 10.1.1. Większy dostęp do nowych funduszy kapitałowych . . . . .                                                                                 | 162 |
| 10.1.2. Efekty marketingowe . . . . .                                                                                                            | 164 |
| 10.1.3. Poprawa płynności posiadanych przez akcjonariuszy walorów . . . . .                                                                      | 165 |
| 10.1.4. Realizacja strategii rozwoju spółki poprzez nabycie lub połączenie się z firmą notowaną na giełdzie . . . . .                            | 166 |
| 10.1.5. Zmiany w sposobie zarządzania firmą . . . . .                                                                                            | 167 |
| 10.2. Obawy związane z publiczną emisją akcji i ich wprowadzeniem do obrotu giełdowego . . . . .                                                 | 167 |
| 10.2.1. Konieczność poniesienia nakładów na przygotowanie i przeprowadzenie emisji . . . . .                                                     | 168 |
| 10.2.2. Stosunkowo wysoki koszt pozyskania kapitału w drodze emisji akcji . . . . .                                                              | 170 |
| 10.2.3. Konieczność spełnienia wymogów informacyjnych . . . . .                                                                                  | 170 |
| 10.2.4. Ryzyko przejęcia kontroli nad firmą . . . . .                                                                                            | 171 |
| 10.2.5. Ryzyko niepowodzenia emisji . . . . .                                                                                                    | 171 |
| 10.3. Efekty płynące z „upublicznienia” spółki, w kontekście włączenia się rynku krajowego w jednolity rynek papierów wartościowych UE . . . . . | 172 |
| 10.3.1. Korzyści dla emitentów z uwzględnieniem zalet i wad integracji europejskiej . . . . .                                                    | 172 |
| 10.3.2. Negatywne aspekty przyjęcia statusu „spółki publicznej” na tle integracji rynków papierów wartościowych UE . . . . .                     | 174 |
| 10.4. Bilans korzyści i niedogodności związanych z publiczną emisją akcji i ich obrotem giełdowym w nowej, europejskiej perspektywie . . . . .   | 177 |

### **Zakończenie . . . . . 179**

### **Aneks . . . . . 181**

### **Bibliografia . . . . . 189**

# Słowo wstępne

Książka Dr Wioletty Nawrot dotyczy bardzo ważnej dla funkcjonowania i rozwoju polskiego rynku finansowego tematyki, jaką jest pozyskiwanie przez przedsiębiorstwa środków finansowych poprzez emisję akcji. W polskiej literaturze przedmiotu nie było, jak dotychczas, żadnego kompleksowego opracowania dotyczącego możliwości emisji akcji w warunkach uczestnictwa Polski w jednolitym rynku finansowym Unii Europejskiej. Prezentowana książka wypełnia tę ogromną lukę na polskim rynku wydawniczym. Wychodzi ona naprzeciw pilnym potrzebom praktyki gospodarczej, gdyż daje kompendium wiedzy niezbędnej dla skutecznego przeprowadzania przez spółki akcyjne operacji emisyjnych nie tylko na polskim rynku, ale faktycznie na obszarze całej Unii.

W kilkunastoletnim już okresie funkcjonowania gospodarki rynkowej w Polsce zostały stworzone możliwości pozyskiwania kapitału przez spółki poprzez emisję akcji na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, a także w obrocie pozagiełdowym. Nieliczne spółki dokonywały też emisji za granicą, ale na ogół na niezbyt dużą skalę. Członkostwo Polski w Unii Europejskiej stworzyło nowe szanse rozwoju polskich przedsiębiorstw dzięki uzyskaniu swobodnego dostępu do wielkiego rynku finansowego Unii. Rynek ten charakteryzuje się dużymi zasobami kapitału ze względu na udział w nim wysoko rozwiniętych krajów „starej Unii”, a pod względem potencjału ustępuje tylko rynkowi Stanów Zjednoczonych. Wykorzystanie związanych z nim możliwości dywersyfikacji źródeł finansowania jest więc zadaniem, które w swych strategiach powinny uwzględniać działające w Polsce spółki.

Książka składa się z dziesięciu ściśle ze sobą powiązanych rozdziałów. Jej układ i struktura treści zostały bardzo dobrze dostosowane do specyfiki omawianego tematu. Na wstępie zaprezentowana została ewolucja procesu integracji rynków papierów wartościowych w Unii Europejskiej. Następnie analizie poddano najważniejsze dyrektywy regulujące zasady funkcjonowania jednolitego rynku tych papierów w Unii. Na tle tej analizy przedstawiono uwarunkowania instytucjonalne i prawne rynku papierów wartościowych w Polsce. Uwzględniono tu stan dostosowania obowiązujących w naszym kraju regulacji do wymogów prawa wspólnotowego. Te trzy wprowadzające rozdziały mają istotne znaczenie dla zrozumienia ekonomicznych i prawnych aspektów funkcjonowania spółek akcyjnych na polskim rynku, będącym częścią unijnego rynku finansowego. Dalsze rozdziały książki poświęcone zostały najważniejszym aspektom funkcjonowania spółek akcyjnych oraz zasadom emisji przez nie akcji na publicznym rynku papierów wartościowych. Wiele uwagi Autorka poświęciła także obowiązkowi, jakie nałożone są na spółki, których akcje znajdują się w obrocie publicznym.