

Bartosz Kiejrys

Bartosz.Kiejrys@gmail.com

Oferta publiczna a oferta prywatna

Każda działalność gospodarcza, niezależnie od usług bądź dóbr, które dostarcza w toku swojej działalności spotyka się z kosztami. Koszty te zwykle są pokrywane z dochodów wypracowanych przez firmę. Zdarza się jednak (i jest to pośrednio pożądane zjawisko), że przedsiębiorcy dochodzą do sytuacji w której sam zysk, choćby przeznaczony w całości, nie wystarcza do likwidacji barier stojących na drodze do dalszej działalności lub rozwoju. W takim przypadku konieczne jest znalezienie dodatkowych źródeł z których pozyskamy kapitał. Źródeł tych jest wiele, a jednym z nich, wybieranym coraz chętniej w naszym kraju, jest emisja instrumentów finansowych.

Emisja instrumentu finansowego, takiego jak akcje lub obligacje, na rynku kapitałowym może być przeprowadzona na dwa sposoby- w ramach oferty publicznej, bądź oferty niepublicznej(pot. oferty prywatnej).

Czym jest oferta publiczna i niepubliczna?

Ustawą która reguluje instytucję oferty publicznej w polskim prawodawstwie jest *Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych* (ze względów praktycznych, w dalszej części referatu używał będę nazwy “ustawa o ofercie publicznej”). Dokument ten zawiera wiele obostrzeń i wyjątków, które zmieniają się zależnie od sytuacji i otoczenia konkretnego emitenta, możliwe jest jednak wyodrębnienie cech ogólnych, mających zastosowanie w większości przypadków, i tak, oferta publiczna:

- **Jest kierowana do co najmniej 150 osób lub adresatów nieoznaczonych**, przy czym przez skierowanie oferty rozumie się “*udostępnienie w dowolnej formie i w dowolny sposób, informacji o papierach wartościowych i warunkach ich nabycia,*

stanowiących wystarczającą podstawę do podjęcia decyzji o nabyciu tych papierów wartościowych”.

- **Podlega restrykcjom *Ustawy o ofercie publicznej oraz*, z racji tego iż dotyczy emitowania akcji lub obligacji, *Ustawy o obligacjach i Kodeksu Spółek Handlowych*.**
- **Wymaga sporządzenia Prospektu emisyjnego, który musi być zatwierdzony przez Komisję Nadzoru Finansowego oraz ogłoszony publicznie.** Istnieją wyjątki w których sporządzanie Prospektu nie jest wymagane, zamiast niego sporządzić można Memorandum Informacyjne, dotyczą one jednak szczególnych przypadków np. emisji przez instytucje publiczne.
- **Wymusza zawarcie umowy z podmiotem maklerskim,** który w naszym imieniu występował będzie w roli Oferującego.¹

Zanim przejdziemy do przedstawienia i porównania analogicznych cech dla oferty prywatnej należy zauważyć, że wspomniana na początku ustawa definiuje bezpośrednio tylko czym jest Oferta publiczna. Drugi omawiany rodzaj oferty definiowany jest zatem w sposób pośredni tzn. co nie jest ofertą publiczną, jest ofertą NIE-publiczną. I tak, zgodnie z powyższym twierdzeniem, poprzez odwróconą analogię, możemy stwierdzić iż oferta niepubliczna:

- **Jest kierowana maksymalnie 149 imiennie wskazanych adresatów.**
- Podlega regulacjom "Ustawy o obligacjach" lub "Kodeksu spółek handlowych", ale **jest wyłączona z obostrzeń dot. oferty publicznej**, a co za tym idzie:
- **nie wymaga sporządzenia publicznego prospektu emisyjnego**, zamiast niego występuje tylko dokument informacyjny ze spisanyymi warunkami emisji lub Memorandum informacyjne przekazywane adresatom emisji.
- **Nie jest konieczne zawieranie umowy z podmiotem maklerskim**, choć z reguły jest to praktykowane ze względu na chęć sprawniejszego przeprowadzenia całego procesu.²

¹ *Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych Dz.U. 2005 Nr 184 poz. 1539*

² jak wyżej

Prospekt emisyjny i memorandum informacyjne.

Prospekt emisyjny jest dokumentem pełniącym funkcję informacyjną, definiuje on wszystko co związane z naszą ofertą, a zatem w myśl ustawy dostarcza inwestorowi informacji koniecznych do podjęcia decyzji o zakupie naszego instrumentu finansowego. Dzięki cechom opisanym wcześniej w referacie wiemy już także, że jego sporządzenie jest obligatoryjne, przez co staje się on kluczowym zagadnieniem przy rozważaniach o ofercie publicznej. Minimalny zestaw informacji oraz szczegółową formę prospektu, w związku członkostwem Polski w Unii Europejskiej, reguluje *Rozporządzenie Komisji Europejskiej (WE) nr 809/2004 z dnia 29 kwietnia 2004 r.*

Zgodnie z nim prospekt emisyjny powinien zawierać informację dot.:

- Tego kto jest emitentem
- Rodzaju instrumentu który jest przedmiotem emisji
- Sytuacji gospodarczej, finansowej i majątkowej podmiotu
- Ryzyka związanego z podmiotem i instrumentem który emituje
- Perspektywy rozwoju emitenta
- Podmiotu udzielającego zabezpieczenia wiarygodności wynikających z papieru wartościowego
- Praw i obowiązków związanych z oferowanym papierem wartościowym³

Warto zaznaczyć, iż w ramach tzw. europejskiego paszportu w chwili zatwierdzenia prospektu przez KNF emitent zyskuje prawo kierowania swojej oferty na wszystkie rynki Unii Europejskiej, a nie tylko rynek polski.

Memorandum informacyjne jest dokumentem pełniącym analogiczną funkcję co prospekt, podlega jednak mniejszym regulacjom, a co za tym idzie jest dokumentem prostszym, pozbawionym wielu obostrzeń jak np. konieczność zamieszczania sprawozdania finansowego z ostatnich 3 lat działalności (wystarczy sprawozdanie z ostatniego roku).

³ *Rozporządzenie Komisji Europejskiej (WE) nr 809/2004 z dnia 29 kwietnia 2004 r.*

Utworzenie memorandum wiąże się z mniejszymi kosztami i, co bardzo ważne, mniejszym czasem sporządzenia, warto jednak zauważyć, że w praktyce, przy wszystkich swoich zaletach, jest dokumentem stosunkowo rzadko stosowanym, dzieje się tak ponieważ:

- a. Przy ofercie publicznej możemy sporządzić memorandum zamiast prospektu tylko w specyficznych przypadkach
- b. Przy ofercie prywatnej nie musimy tworzyć ani prospektu, ani memorandum- zamiast tego tworzymy dokument z warunkami emisji (zgodny z "Ustawą o obligacjach" lub "Kodeksem Spółek Handlowych") który przesyłamy bezpośrednio konkretnym adresatom oferty

Porównanie cech obu ofert i potwierdzenie referowanych tez na podstawie danych statystycznych

Poniższa tabela zgrabnie opisuje cechy poszczególnego rodzaju oferty na przykładzie obligacji:

Emisja publiczna	Kryterium	Emisja niepubliczna
Dłuższy okres przygotowania transakcji w porównaniu z emisją niepubliczną głównie z uwagi na konieczność opracowania prospektu i zatwierdzenia go przez KNF	<i>długość procesu przygotowania emisji</i>	Krótszy okres między rozpoczęciem przygotowania emisji, a jej zakończeniem
Wyższe koszty związane z wymogami dotyczącymi sporządzenia prospektu emisyjnego oraz z uwagi na bardziej skomplikowany proces emisji, a także konieczność podpisania	<i>koszt emisji</i>	Niższy koszt, z uwagi na brak konieczności sporządzenia prospektu oraz krótszy czas emisji

umowy z podmiotem maklerskim. Dodatkowo możliwe jest wystąpienie kosztów promocji.		
Szansa uzyskania dużej płynności w związku z możliwością wprowadzenia obligacji do obrotu zorganizowanego	<i>płynność</i>	Mniejsza, ze względu na mniejszą liczbę potencjalnych nabywców. Konieczność wyboru agenta, który zorganizuje sprzedaż.
Nieograniczona liczba potencjalnych inwestorów	<i>inwestorzy</i>	Ograniczona do 149 liczba potencjalnych inwestorów
Możliwość promowania swojej oferty we wszystkich środkach przekazu	<i>marketing</i>	Brak możliwości promowania oferty poza wskazanych wcześniej adresatów

4

Wszystkie cechy wymienione we wspomnianej tabeli możemy potwierdzić empirycznie. W tym celu pozwolę sobie zamieścić statystyki opisujące debiuty spółek notowanych na rynku NewConnect, Jak wiadomo jest to głównie rynek małych podmiotów, a takie, z reguły, nie dysponują dużym kapitałem, zatem zgodnie z np. kryterium *kosztu emisji* przeważać powinny “debiuty prywatne”:

⁴ www.gpwcatalyst.pl/1239, data dostępu: 21.11.2015 godz. 15:11

Lp.	Spółka	Cena emisyjna*	Data debiutu spółki	Rodzaj oferty	Wartość oferty - nowe akcje (w zł)	Wartość oferty (w zł)	Cena na zamknięcie w dniu debiutu (w zł)
1	Boomerang	0,10	2014-01-08	oferta prywatna	-	-	0,08
2	Agromep	5,00	2014-01-14	oferta prywatna	3 800 000,00	3 800 000,00	5,20
3	Sapling	0,20	2014-01-15	oferta prywatna	705 000,00	705 000,00	0,31
4	Vakomtek	1,20	2014-02-13	oferta prywatna	-	1 344 470,40	1,70
5	Labo Print	1,50	2014-02-27	oferta prywatna	316 500,00	316 500,00	1,50
6	MEGA SONIC	4,77	2014-03-12	oferta prywatna	210 175,74	210 175,74	4,40
7	2INTELLECT.COM	0,60	2014-03-13	oferta prywatna	600 000,00	600 000,00	0,90
8	HOLLYWOOD	1,00	2014-03-18	oferta prywatna	800 000,00	800 000,00	1,00
9	2C Partners	2,00	2014-05-13	oferta prywatna	-	3 630 000,00	2,65
10	Agtes	3,75	2014-05-26	oferta prywatna	5 062 500,00	5 062 500,00	4,40
11	Kleba	5,50	2014-06-12	oferta prywatna	1 454 849,00	1 454 849,00	6,35
12	Boruta-Zachem	0,50	2014-07-02	oferta prywatna	-	11 010 000,00	1,14
13	NEPTIS	23,00	2014-07-10	oferta prywatna	-	2 412 528,80	51,59
14	Apanet	2,85	2014-07-17	oferta prywatna	513 000,00	513 000,00	5,53
15	Zakłady Mięsne Mysław	3,50	2014-07-30	oferta prywatna	5 774 855,00	5 774 855,00	2,99
16	JWW Invest	1,00	2014-08-06	oferta prywatna	150 000,00	-	1,00
17	SferaNET	1,00	2014-08-21	oferta prywatna	500 000,00	-	1,54
18	Excellence	1,00	2014-09-15	oferta prywatna	-	360 000,00	1,30
19	INVESTEKO	2,50	2014-10-28	oferta prywatna	-	1 744 000,00	2,56
20	Geo-Term	7,00	2014-11-06	oferta prywatna	500 850,00	500 850,00	8,35
21	AIRWAY MEDIX	1,00	2014-12-17	oferta prywatna	6 000 000,00	6 000 000,00	1,22
22	Comeco	1,00	2014-12-19	oferta prywatna	800 000,00	800 000,00	2,19

5

I rzeczywiście, z tabeli wynika, że w 2014 roku WSZYSTKIE debiuty na rynku NewConnect przeprowadzono niepublicznie, warto dodać iż dane z innych lat również potwierdzają ten stan rzeczy, w praktyce, małe podmioty w średnio ok. 90%⁶ przypadków korzystają z mniejszych restrykcji, kosztów i czasu przygotowania emisji i debiutują wybierając taki a nie innych sposób.

⁵ <http://www.newconnect.pl/>, data dostępu: 21.11.2015 godz. 16:44

⁶ <http://www.newconnect.pl/zbiorcze-statystyki-debiutow-za-lata-2008-2015> data dostępu: 21.11.2015 godz. 17:21

Podsumowanie

Podsumowując, choć przeprowadzenie oferty publicznej i prywatnej służy temu samemu celowi tj. pozyskaniu kapitału na rynku finansowym to występuje między nimi wiele różnic. Średni czas potrzebny do przeprowadzenia emisji publicznej to 3 do 6 miesięcy, przy emisji prywatnej zaś będziemy potrzebować tylko od 1 do 4 miesięcy⁷. Poniesienie większych kosztów w związku z ofertą publiczną będzie bardziej opłacalne przy średnich i dużych emisjach, przy emisjach mniejszych warto rozważyć tańszą ofertę prywatną. Publiczne ogłoszenie oferty w związku z możliwością jej nieograniczonej promocji pozwoli dotrzeć do większej ilości inwestorów i pozyskania większego kapitału, wybór prywatnej formy oferty natomiast umożliwia bardziej szczegółowy i mniej formalny kontakt z zainteresowanym naszym instrumentem. Jak widać każdy z omawianych tutaj sposobów emisji jest optymalny tylko w konkretnych, szczegółowych i różniących się od siebie warunkach zatem kluczowe w podjęciu odpowiedniej decyzji przez potencjalnego emitenta jest przeanalizowanie sytuacji w której się znajduje oraz skonkretyzowanie celów finansowych jakie chce osiągnąć, dopiero po wykonaniu tej pracy powinien on rozpocząć proces przygotowywania emisji w tej czy innej formie.

⁷ <http://czasobligacji.pl/>, data dostępu: 21.11.2015 godz. 17:30