



New
Direction

the foundation for european reform

UNIA RYNKÓW KAPITAŁOWYCH DLA MAŁYCH I ŚREDNICH PRZEDSIĘBIORCÓW, NA PRZYKŁADZIE RYNKU POLSKIEGO

MATEUSZ KOWALSKI

www.europeanreform.org @europeanreform



www.europeanreform.org @europeanreform



New Direction



Established by Margaret Thatcher,
New Direction is Europe's leading free market
political foundation & publisher with offices in
Brussels, London, Rome & Warsaw.

New Direction is registered in Belgium as a not-for-profit organisation and is partly funded by the European Parliament.
REGISTERED OFFICE: Rue du Trône, 4, 1000 Brussels, Belgium. EXECUTIVE DIRECTOR: Naweed Khan.
The European Parliament and New Direction assume no responsibility for the opinions expressed in this publication. Sole liability rests with the author.



AUTHOR



Mateusz Kowalski

Prawnik. Absolwent Wydziału Prawa i Administracji Uniwersytetu Warszawskiego oraz Akademii Spółek Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie. Specjalizuje się w prawie rynków kapitałowych i corporate governance. Pełnił funkcję Sekretarza Generalnego Niezależnego Zrzeszenia Studentów w latach 2014–2015.





TABLE OF CONTENTS

1	TEZY ANALIZY	06
2	WSTĘP	07
3	MAŁA EMISJA	10
4	PROSPEKT UE NA RZECZ ROZWOJU	13
5	UPROSZCZONY PROSPEKT	16
6	CENTRALNY PUNKT DOSTĘPU DO INFORMACJI O ZATWIERDZONYCH PROSPEKTACH	19
7	WNIOSKI	21
8	WYKAZ UŻYTYCH SKRÓTÓW	24
9	BIBLIOGRAFIA	25
10	SPIS WYKRESÓW	26





1

TEZY ANALIZY

MŚP stanowią fundament gospodarki, zarówno polskiej jak i europejskiej. W Polsce odpowiadają za 50% PKB i stanowią ponad 99% polskich przedsiębiorców.

Obecna struktura finansowania MŚP opiera się w przeważającej mierze na kredytach i pożyczkach bankowych. MŚP w znacznie mniejszym stopniu finansują swoją działalność z instrumentów jakie oferuje rynek kapitałowy. Mimo tego wiele MŚP, w szczególności małych przedsiębiorców, mają trudność w uzyskaniu finansowania bankowego ze względu na krótszy udokumentowany okres działalności i związaną z tym gorszą zdolność kredytową.

Jednym z kluczowych celów unii rynków kapitałowych jest ułatwienie dostępu do finansowania na rynkach kapitałowych dla MŚP w Unii.

MŚP zazwyczaj potrzebują pozyskiwać stosunkowo niższe kwoty kapitału niż inni emitenci, dlatego koszty sporządzenia standardowego prospektu mogłyby być dla nich niewspółmiernie wysokie i mogłyby zniechęcić je do publicznego oferowania swoich papierów wartościowych.

MŚP ze względu na ich wielkość i potencjalnie krótszy okres udokumentowanej działalności, mogłyby być obarczone szczególnym ryzykiem inwestycyjnym w porównaniu z większymi emitentami i powinny ujawniać informacje wystarczające dla inwestorów do podjęcia decyzji inwestycyjnej.





2

WSTĘP

W dniu 1 listopada 2014 r. przewodniczącym Komisji Europejskiej został Jean-Claude Juncker. Swoją misję na tym stanowisku zdefiniował jako zwiększenie konkurencyjności Europy i pobudzenie inwestycji w celu tworzenia miejsc pracy. Jednym z elementów tej misji jest w szczególności poprawa warunków finansowania gospodarki Unii Europejskiej, opartej w dużej mierze na działalności firm z sektora MŚP. Założenia te zostały doprecyzowane w dokumencie „Plan inwestycyjny dla Europy” – tzw. „Plan Junckera”, opublikowanym 26 listopada 2014 r. Zgodnie z tym planem w ciągu trzech lat gospodarka europejska powinna uzyskać dodatkowe finansowanie w wysokości ponad 300 mld EUR. Śmiałe plany inwestycyjne mają iść w parze z poprawą warunków dla rozwoju przedsiębiorczości. Priorytetem są „prostsze, skuteczniejsze i bardziej przewidywalne przepisy na wszystkich szczeblach”. W ramach tzw. Planu Junckera pojawia się idea stworzenia unii rynków kapitałowych. 30 sierpnia 2015 r. realizując strategię nowego przewodniczącego Komisja Europejska publikuje „Plan działania na rzecz tworzenia unii rynków kapitałowych”.

Współczesna gospodarka stawia przed małymi i średnimi przedsiębiorstwami szczególne wyzwania. Wynikają one między innymi z coraz większej złożoności i zmienności otoczenia. Wymagania związane z nowymi technologiami, wzrost i intensyfikacja działań konkurentów związane z postępującymi procesami globalizacji, a także rosnący dobrobyt i wymagania społeczeństwa wymuszają na przedsiębiorstwach bardziej zróżnicowaną i zindywidualizowaną ofertę, coraz krótszy cykl życia produktów i gwałtowny rozwój

usług, powodując narastającą presję na szybką reakcję firm na dokonujące się zmiany.¹

Mając na uwadze powyższe do najważniejszych celów wspomnianych wcześniej reform są:

- poprawa dostępu europejskich przedsiębiorstw do długoterminowego finansowania, głównie w przypadku start-upów oraz MŚP,
- zwiększenie różnorodności dostępnych dla firm z sektora MŚP metod finansowania poprzez rozwój rynków instrumentów właścicielskich (akcji) oraz korporacyjnych instrumentów dłużnych.

Mając na uwadze duże skomplikowanie sporządzenia podstawowego dokumentu umożliwiającego danej spółce przeprowadzić IPO oraz późniejsze emisje, czyli prospektu emisyjnego oraz związane z tym dość duże koszty, w ramach „Planu działania na rzecz tworzenia unii rynków kapitałowych” wydano, na wniosek Komisji Europejskiej rozporządzenie ws. prospektu.

Obecnie jeszcze obowiązująca dyrektywa 2003/71/WE miała na celu harmonizację przepisów dotyczących publikacji prospektu emisyjnego w związku z publiczną ofertą lub dopuszczeniem papierów wartościowych do obrotu na rynku regulowanym. Została ona przyjęta w celu ułatwienia

¹ P. Głodek, J. Kornecki, J. Ropęga, Funkcjonowanie małych i średnich przedsiębiorstw we współczesnej gospodarce, Łódź: Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego 2005, s. 5.

WYKRES 1

Źródła finansowania	2009		2011		2013	
	UE	Polska	UE	Polska	UE	Polska
Zysk zatrzymany lub sprzedaż aktywów	brak danych		24,4%	27,3%	25,9%	26,2%
Debet w rachunku	29,8%	38%	39,9%	43,4%	38,8%	41,6%
Kredyt bankowy	26,2%	24,6%	30,4%	28,1%	31,6%	33,1%
Leasing/zakup ratałny/faktoring	22,9%	29,3%	35,7%	39%	34,5%	38,2%
Kredyt handlowy	16,2%	33,1%	32,3%	41,6%	31,9%	36,5%
Grant lub subsydiowana pożyczka bankowa	10,3%	3,6%	12,7%	10,9%	12,8%	10,2%
Pożyczka podporządkowana, udziałowa lub podobne	0,8%	0,4%	2%	0,7%	1,9%	0,6%
Inna pożyczka	6,8%	6,8%	13,4%	12,1%	15,4%	13,4%
Emisja instrumentów dłużnych	1,2%	1,9%	1,9%	0,3%	2%	0,5%
Emisja instrumentów udziałowych lub zewnętrzne finansowanie udziałowe	1,6%	0,8%	6,7%	2,8%	5,4%	2,4%

GŁÓWNE SPOSOBY FINANSOWANIA MŚP W POLSCE W LATACH 2009 – 2013.²

i obniżenia kosztów pozyskiwania kapitału w całej Unii przez przedsiębiorstwa na podstawie zgody tylko jednego organu nadzoru w państwie członkowskim.

Dyrektywa 2003/71/WE zapewnia również minimalną zharmonizowaną ochronę inwestorów poprzez zagwarantowanie, że wszystkie prospekty emisyjne, niezależnie od miejsca ich publikacji, dostarczają jasnych, wyczerpujących i znormalizowanych informacji potrzebnych do podejmowania świadomych decyzji. Inwestorzy korzystają zatem ze wspólnych unijnych standardów ujawniania i zatwierdzania prospektów emisyjnych przez krajowe organy nadzoru. Dyrektywa 2003/71/WE dotyczyła jedynie wstępnych wymogów ujawniania informacji dotyczących oferty publicznej lub dopuszczenia do obrotu na rynku regulowanym.

Komisja Europejska opracowała projekt rozporządzenia ws. prospektu w wyniku przeglądu przeprowadzonego na podstawie konsultacji społecznych. Konsultacje wykazały, że chociaż ogólnie rzecz biorąc dyrektywa 2003/71/WE spełnia swoje cele w zakresie efektywności rynkowej i ochrony inwestorów, w wielu przypadkach prowadzi ona do powstania niepewności prawnej i nieuzasadnionych uciążliwych wymogów, które zwiększają koszty i powodują nieefektywność utrudniając proces

pozyskiwania funduszy na rynkach papierów wartościowych w Unii Europejskiej. Rozporządzenie ws. prospektu ma na celu usunięcie tych słabości przy jednoczesnym zapewnieniu ciągłości regulacyjnej w obszarach, które dobrze funkcjonują w ramach obecnego systemu.

14 czerwca 2017 r. Parlament Europejski oraz Rada przyjęły rozporządzenie ws. prospektu, które będzie głównym przedmiotem niniejszej analizy, w kontekście rozwoju finansowania małych i średnich przedsiębiorców.

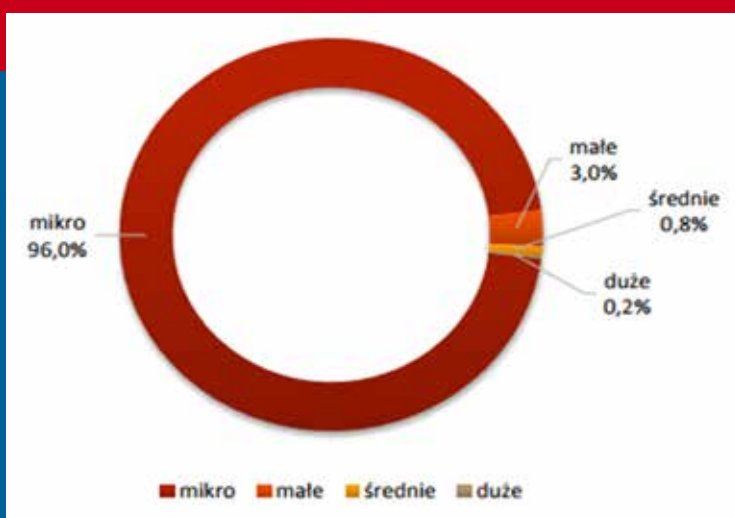
Z punktu widzenia Polski szczególnie istotne będą regulacje, zawarte w rozporządzeniu ws. prospektu, dotyczące MŚP. W Polsce działa 1,91 mln przedsiębiorstw niefinansowych, określanych jako przedsiębiorstwa aktywne. Sektor MŚP (mikro, małe i średnie firmy) stanowi przeważającą większość przedsiębiorstw w Polsce – 99,8%. Najliczniejsze są oczywiście najmniejsze podmioty – 96% to mikroprzedsiębiorstwa (1,84 mln). Udział firm małych w strukturze polskich przedsiębiorstw wynosi 3,0% (56,7 tys.), średnich – 0,8% (15,6 tys.), zaś dużych – tylko 0,2% (3,4 tys.).³ Ponadto sektor MŚP generuje 50% PKB (dane za 2014 r.).⁴ Z tego powodu

² Raport: Dostępność finansowania przedsiębiorstw niefinansowych w Polsce, NBP, 2016 r.

³ Polska Agencja Rozwoju Przedsiębiorczości, Raport o stanie sektora małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce, 2017 r.

⁴ Ibidem.

WYKRES 2



STRUKTURA PRZEDSIĘBIORSTW AKTYWNYCH W POLSCE ZE WZGLĘDU NA WIELKOŚĆ FIRMY (W %)

wspieranie MŚP jest priorytetowe zarówno w polskiej jak i europejskiej polityce gospodarczej.⁵

Rozporządzenie ws. prospektu wprowadziło szereg uregulowań, tj.:

- uproszczenia w zakresie tzw. małej emisji, pozwalające na dokonanie jej bez prospektu,
- prospektu UE na rzecz rozwoju,
- uproszczonego prospektu,
- europejski centralny punkt dostępu do wszystkich prospektów zatwierdzonych na terenie Unii Europejskiej, prowadzony ESMA.

Rozporządzenie ws. prospektu, w wyżej wskazanym zakresie, zacznie być stosowane od 21 lipca 2019 r.

Wszystkie wyżej wskazane elementy rozporządzenia ws. prospektu będą przedmiotem niniejszego raportu i zostaną ocenione pod kątem celów jakie postawiła sobie Komisja Europejska w „Planie działania na rzecz tworzenia unii rynków kapitałowych”, w szczególności upowszechnienia finansowania potrzeb rozwojowych przedsiębiorców z sektora MŚP poprzez rynek kapitałowy.

⁵ Ibidem.



3

MAŁA EMISJA

W rozumieniu rozporządzenia ws. prospektu mała emisja to oferta publiczna papierów wartościowych o łącznej wartości 1.000.000 EUR, przy czym ograniczenie to oblicza się za okres 12 miesięcy.⁶ Przy małej emisji przedsiębiorcy nie muszą sporządzać skomplikowanego i kosztownego prospektu. Państwa członkowskie Unii Europejskiej mogą zdecydować o wyłączeniu ofert publicznych papierów wartościowych z obowiązku prospektu pod warunkiem, że nie jest to transgraniczna oferta oraz łączna wartość takiej oferty nie przekracza kwoty 8.000.000 EUR obliczonej w okresie 12 miesięcy. Państwa członkowskie powiadamiają Komisję Europejską i ESMA o tym, czy zdecydowały się na szersze wyłączenie ofert publicznych papierów wartościowych emitowanych przez poszczególne przedsiębiorstwa i w jakim zakresie to wyłączenie nastąpiło. Powiadamiają również Komisję Europejską i ESMA o wszelkich późniejszych zmianach w tym zakresie.⁷

Jednym z podstawowych problemów związanych z wchodzeniem spółek na rynek kapitałowy jest wysokość kosztów związanych z pierwszą ofertą publiczną („IPO”). W sprawozdaniu Grupy Zadaniowej UE ds. IPO oszacowano, że koszt samych opłat za notowania tylko w zakresie IPO w przypadku transakcji opiewających na kwotę poniżej 6 mln EUR stanowi 10–15 % wartości transakcji. Dla porównania, w przypadku większych transakcji (50–100 mln

EUR) opłaty te wynoszą 5–8%.⁸ Na polskim rynku kapitałowym kwestia ta wygląda porównywalnie. Jako przykład można podać Biuro Inwestycji Kapitałowych S.A., które debiutowało w 2016 r. – koszty IPO wynosił 7% wartości oferty (20.340.000,00 zł). Z kolei udział kosztów IPO do wartości oferty przedstawionej przez GetBack S.A., którego wartość oferty była dwa razy wyższa niż Biura Inwestycji Kapitałowych S.A. (47.500.000,00 zł) stanowi ok. 4%. Podobnie wyglądała również sytuacja w przypadku zeszłorocznego debiutu spółki Griffin Premium, której koszty IPO (4.884.278,74 zł) w stosunku do wartości oferty (126.547.221,90 zł) stanowiły również 4%,

Analiza IPO na GPW w latach 2010 – 2017 wskazuje, że jest duża grupa przedsiębiorców, którzy decydują się na emisję o niskiej wartości (mieszczącej się w ramach małej emisji wynikającej z rozporządzenia ws. prospektu) mimo, iż koszty IPO są stosunkowo wyższe, niż w przypadku większych emitentów, co z kolei przekłada się na wyższe koszty pozyskanego w ten sposób kapitału. Emisje do 32.000.000 zł (czyli górnej granicy, które rozporządzenie ws. prospektu, pozostawia do ustalenia państwom członkowskim) stanowią 20% IPO w latach 2010 – 2017 na GPW. Wskazuje to na atrakcyjność korzystania przez przedsiębiorców z instrumentów rynku kapitałowego w finansowania swojej działalności. Oznacza to, że pozostali przedsiębiorcy, którzy dotychczas rozważali przeprowadzenie IPO, ale się na nie zdecydowali z powodu wysokich kosztów sporządzenia prospektu,

⁶ Artykuł 1 ust. 3 rozporządzenia ws. prospektu.

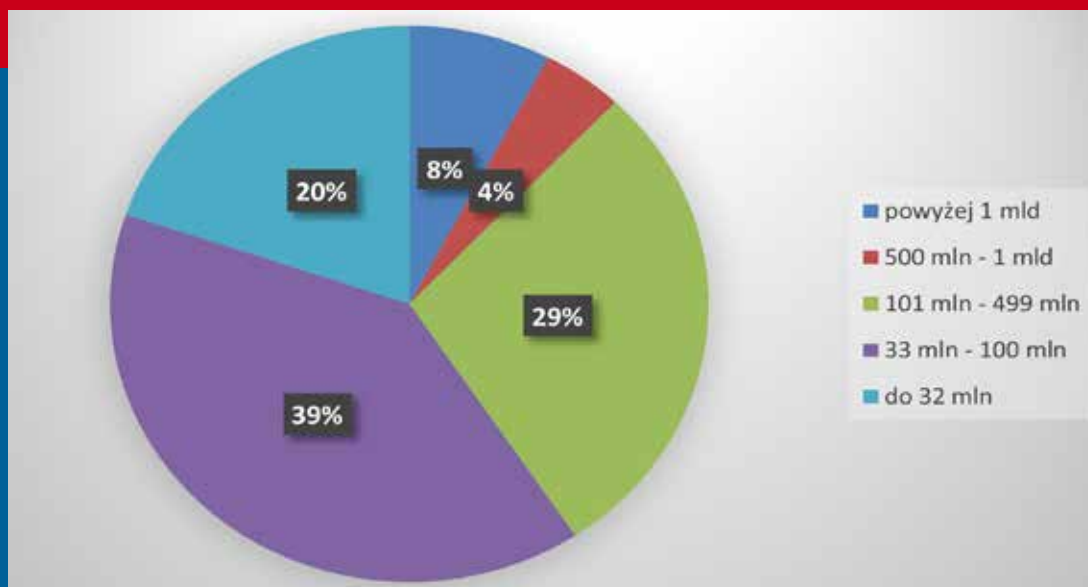
⁷ Artykuł 3 ust 2 ibidem.

⁸ Sprawozdanie dotyczące IPO w UE sporządzone przez europejską Grupę Zadaniową ds. IPO z dnia 23.03.2015 r.

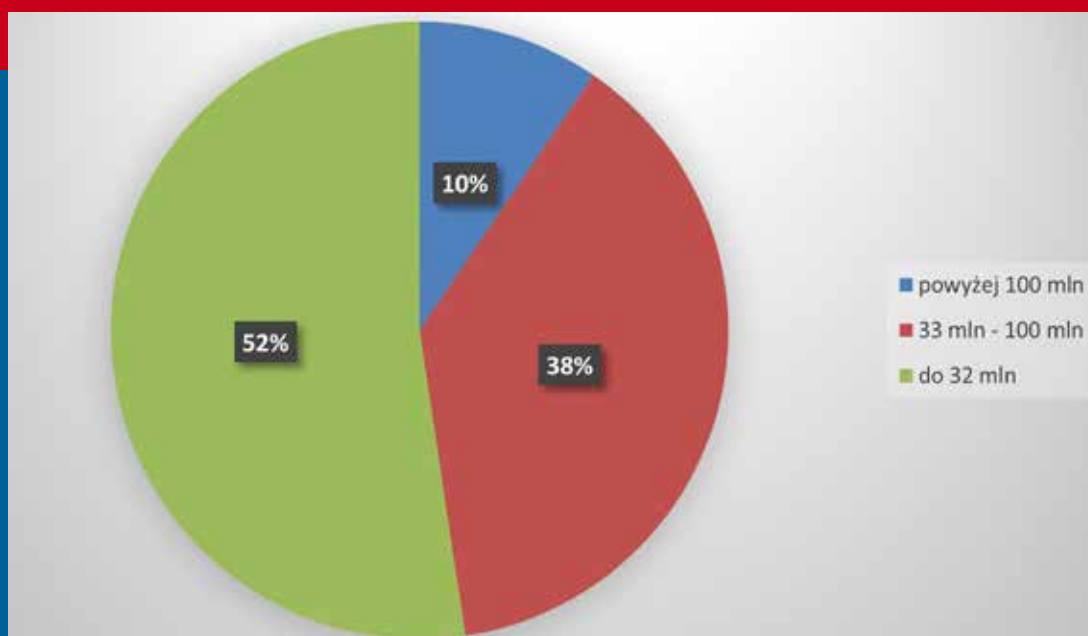




WYKRES 3

LICZBA IPO W LATACH 2010 – 2017 NA GPW (W ZŁ)⁹

WYKRES 4

LICZBA EMISJI OBLIGACJI KORPORACYJNYCH W 2017 R. (W ZŁ)¹⁰

po wejściu w życie rozporządzenia ws. prospektów zdecydują się na debiut na GPW. Dzięki czemu liczba debiutów na GPW może się powiększyć.

Obligacje to kolejny papier wartościowy dla którego znajdzie zastosowanie mała emisja, dzięki czemu przedsiębiorcy nie zawsze będą musieli sporządzać

prospekt emisyjny. Sytuacja na rynku obligacji wygląda jednak inaczej niż na rynku akcji. Emisje obligacji są znacznie częstsze i jeżeli już są robione to w stosunku do liczby IPO akcji na GPW są zwykle poniżej progu wskazanego w rozporządzeniu ws. prospektu.

⁹ Opracowanie własne sporządzone na podstawie komunikatów giełdowych poszczególnych spółek.

¹⁰ Opracowanie własne sporządzone na podstawie <https://obligacje.pl/pl/emisje>.

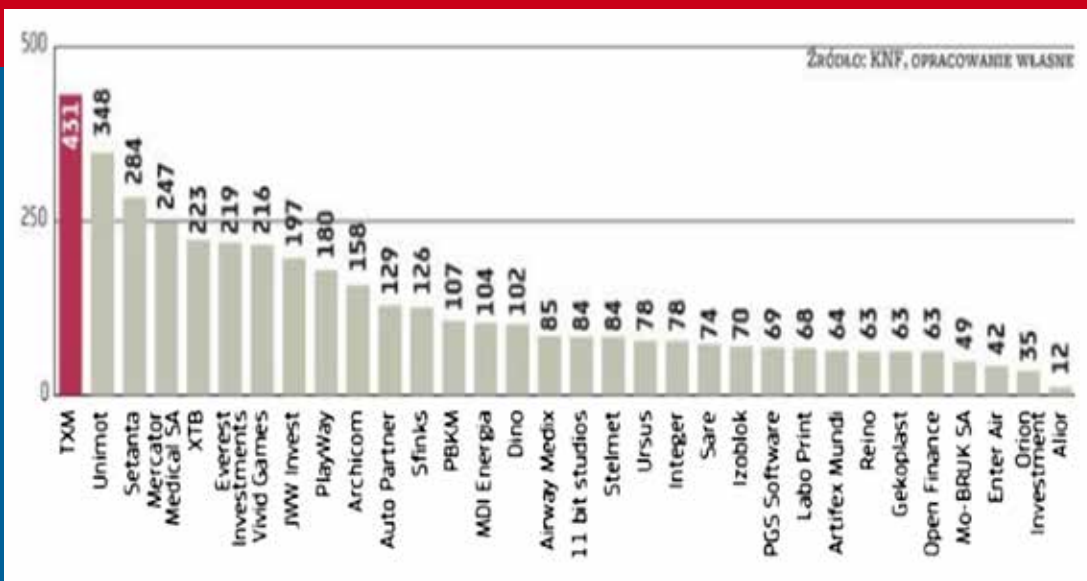


Należy jednak w tym miejscu podkreślić, że rynek polskich obligacji jest specyficzny. Dominują na nim firmy windykacją należności, które dodatkowo często emitują obligacje bez zabezpieczenia. Oznacza to, że np. firmy windykacyjne finansują obrót i egzekucje zakupionych wierzytelności – obarczonych w różnym stopniu ryzykiem – emitowanymi obligacjami. Znajduje to odzwierciedlenie w oprocentowaniu obligacji emitowanych przez firmy windykacyjne, które są zwykle wyższe, jednak oparcie rynku obligacji na firmach prowadzących działalność gospodarczą o tym poziomie ryzyka, sprawia, że można przypuszczać, że polski ustawodawca nie zdecyduje się podwyższyć poziomu, do którego emisja obligacji byłaby zwolniona z sporządzania prospektu, tj. do 8.000.000 euro.

Uproszczenia regulacyjne na rynku obligacji związane z brakiem obowiązku sporządzania prospektu dla małej emisji mogą mieć bardzo dobre skutki dla konkurencyjności rynku finansowania przedsiębiorstw. Obligacje mogą stać się konkurencyjne wobec finansowania bankowego przedsiębiorców, w szczególności z sektora MŚP, będących w początkowych fazach rozwoju, zajmujących się innowacjami, których ze względu na brak zdolności kredytowej, bank nie może często udzielić kredytu.

Oprócz zmniejszenia kosztów małych emitentów, mała emisja i wiążący się z nią brak obowiązku sporządzania prospektu, pozwoli na szybsze przeprowadzenie emisji. Obecnie procedura zatwierdzania prospektu przez Komisję Nadzoru Finansowego trwa od 3 do 4 miesięcy¹².

WYKRES 5



ILOŚĆ DNI ZATWIERDZENIA PROSPEKTÓW SPÓŁEK PRZEZ KNF W 2017 R.¹¹

¹¹ Ibidem.

¹² https://www.knf.gov.pl/podmioty/Podmioty_ryнку_kapitałowego/Przebieg_postepowan_administracyjnych



4

PROSPEKT UE NA RZECZ ROZWOJU

Jednym z kluczowych celów unii rynków kapitałowych jest ułatwienie dostępu do finansowania na rynkach kapitałowych dla MŚP w Unii Europejskiej. MŚP zazwyczaj potrzebują pozyskiwać stosunkowo niższe kwoty kapitału niż inni emitenci, dlatego koszty sporządzenia standardowego prospektu mogłyby być dla nich niewspółmiernie wysokie i mogłyby zniechęcić je do publicznej emisji swoich papierów wartościowych. Jednocześnie, ze względu na ich wielkość i potencjalnie krótszy okres udokumentowanej działalności, MŚP mają ograniczony dostęp do finansowania poprzez kredyt bankowy.

Z tego samego powodu przedsiębiorstwa z tego sektora często są obciążone wyższym ryzykiem inwestycyjnym, co implikują potrzebę informowania potencjalnych inwestorów, w stopniu wystarczającym do podjęcia decyzji o zaangażowaniu własnych środków pieniężnych i podjęcia tegoż ryzyka. Aby zachęcić MŚP do korzystania z finansowania na rynkach kapitałowych, rozporządzenie ws. prospektu ma na celu stworzyć narzędzia dla mniejszych i rozwijających się przedsiębiorców, zachęcające do korzystania z instrumentów finansowania jakie daje rynek kapitałowy.



Rozporządzenie ws. prospektu ustala nowy prospekt mający ułatwić wchodzenie na rynki kapitałowe przedsiębiorcom z sektora małych i średnich przedsiębiorców – prospekt UE na rzecz rozwoju. Prospekt UE na rzecz rozwoju podlega proporcjonalnemu systemowi obowiązków informacyjnych, przy czym jest dokumentem o ujednoczonym formacie, który jest sporządzany na piśmie możliwe prostym językiem i który emitenci mogą w dość łatwy sposób wypełnić. Składa się on ze specjalnego podsumowania (m.in. przedstawia kluczowe informacje potrzebne inwestorom do zrozumienia charakteru emitenta, podmiotu zabezpieczającego i papierów wartościowych, które są oferowane lub dopuszczane do obrotu na rynku regulowanym), specjalnego dokumentu rejestracyjnego i specjalnego dokumentu ofertowego. Do dnia 21 stycznia 2019 r. Komisja przyjmie akty delegowane zgodnie z art. 44 w celu uzupełnienia niniejszego rozporządzenia poprzez określenie ograniczonej treści oraz ujednoczonego formatu i ujednoczonej kolejności dla prospektu UE na rzecz rozwoju, a także ograniczonej treści i ujednoczonego formatu specjalnego podsumowania. Specjalne podsumowanie nie może nakładać żadnych dodatkowych obciążeń ani kosztów na emitentów, gdyż wymaga ono jedynie stosownych informacji ujętych już w prospekcie UE na rzecz rozwoju. Przy określaniu ujednoczonego formatu specjalnego podsumowania Komisja dostosowuje wymogi w celu zapewnienia, aby było ono krótsze niż podsumowanie przewidziane w art. 7 rozporządzenia ws. prospektu, (tj. podsumowania dla prospektu standardowego). Przy określaniu ograniczonej treści oraz ujednoczonego formatu i ujednoczonej kolejności prospektu UE na rzecz rozwoju, Komisja dostosowuje wymogi tak, aby koncentrowały się one na:

- informacjach, które mają istotne znaczenie dla inwestorów przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnej;
- potrzebie zapewnienia proporcjonalności między wielkością przedsiębiorstwa a kosztem sporządzenia prospektu¹³.

Komisja Europejska będzie musiała dokonać trudnej sztuki zachowania odpowiedniej równowagi między efektywnym kosztowo dostępem do rynków

finansowych a ochroną inwestorów przy określaniu treści i elementów prospektu UE na rzecz rozwoju.

Prospekt UE na rzecz rozwoju mogą korzystać, pod warunkiem, że żadne ich papiery wartościowe nie zostały dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym, następujące podmioty:

- MŚP;
- emitenci, inni niż MŚP, których papiery wartościowe są lub mają być przedmiotem obrotu na rynku rozwoju MŚP, pod warunkiem, że średnia kapitalizacja rynkowa tych emitentów wynosiła mniej niż 500 000 000 EUR na podstawie notowań z końca roku w trzech ostatnich latach kalendarzowych;
- emitenci, inni niż ci, o których mowa w pkt 2) i 3), w przypadku, gdy łączna wartość w Unii oferty publicznej papierów wartościowych nie przekracza 20 000 000 EUR, obliczona w okresie 12 miesięcy, i pod warunkiem, że żadne papiery wartościowe tych emitentów nie są przedmiotem obrotu na MTF, a średnia liczba pracowników w ciągu poprzedniego roku obrotowego nie przekroczyła 499 osób;
- oferujący papiery wartościowe emitowane przez emitentów, o których mowa w pkt 2) i 3).

Ograniczony zakres informacji, jakie muszą zostać ujawnione w prospektach UE na rzecz rozwoju, powinien być tak dostosowany, aby skoncentrować się na informacjach, które są istotne i mają znaczenie przy inwestowaniu w oferowane papiery wartościowe, oraz na potrzebie zapewnienia proporcjonalności między wielkością przedsiębiorstwa i jego potrzebami w zakresie pozyskiwania środków finansowych, z jednej strony, a kosztami sporządzenia prospektu, z drugiej strony.

Wyłączenie z możliwości sporządzania prospektu UE na rzecz rozwoju dotyczą podmiotów, których papiery wartościowe już znajdują się na rynku regulowanym. Wyłączenie to podyktowane jest potrzebą ochrony inwestorów i pewnością obrotu. Inwestorzy na rynkach regulowanych muszą mieć pewność, że emitenci, w których papiery wartościowe inwestują, podlegają jednolitemu zbiorowi przepisów dotyczących obowiązków informacyjnych. W związku z tym na rynkach regulowanych nie powinien istnieć

¹³ Artykuł 15 rozporządzenia ws. prospektu.



podwójny standard informacyjny o instrumentach finansowych już funkcjonujących na rynku.

Podobnie, niektórzy inni przedsiębiorcy, których średnia kapitalizacja z ostatnich trzech lat nie przekroczyła 500 000 000 EUR mogą skorzystać z łatwiejszego dostępu do finansowania oferowanego na rynku kapitałowym, aby móc rozwijać się i pozyskiwać środki finansowe bez ponoszenia niewspółmiernie wysokich kosztów, sporządzenia prospektu standardowego.

Sukces rozwiązań zawartych w rozporządzeniu ws. prospektu, w tym ułatwień wynikających z prospektu UE na rzecz rozwoju zależy, jednakże od tego, na MŚP będą widziały potrzebę i korzyść z szerszego włączenia w strukturę swojego finansowania emitowanych przez siebie papierów wartościowych na rynku regulowanym. Nie bez znaczenia pozostaje również chęć angażowania się inwestorów, zarówno instytucjonalnych jak i indywidualnych, w oferty publiczne papierów wartościowych MŚP korzystających z prospektu UE na rzecz rozwoju.

Głównym celem „Planu działania na rzecz tworzenia unii rynków kapitałowych” jest ułatwienie pozyskiwania kapitału małym i średnim przedsiębiorstwom. Inwestycje na niepublicznym rynku kapitałowym i tzw. „anioły biznesu” zazwyczaj inwestują w ściśle wyselekcjonowane, często o charakterze innowacyjnym przedsiębiorstwa, które często posiadają jedynie pomysł na produkt lub usługę. Działalność inwestycyjne tego typu określa się jako ventures capital. Nie wszystkie MŚP, stanowią jednak materiał nadający się tego typu inwestycje. Niektóre przedsiębiorstwa z tego sektora (w szczególności te o średniej wielkości) prowadzą bardziej „tradycyjną” działalność wytwórczą lub usługową. W przeszłości MŚP, z tej kategorii były zniechęcane do oferowania papierów wartościowych ogółowi społeczeństwa z powodu związanych z tym formalności i wysokimi kosztami. Dzięki prospektowi UE na rzecz rozwoju MŚP mogą uzyskać dostęp do rynków publicznych w celu przyciągnięcia szerszego grona inwestorów i zapewnienia im możliwości sfinansowania, poprzez wyemitowane papiery wartościowe, inwestycji mających na celu rozwinięcie ich działalności. Teraz tacy przedsiębiorcy, korzystając z prospektu UE na rzecz rozwoju otrzymują narzędzie, dzięki któremu będą mogli łatwiej, taniej i szybciej przeprowadzić emisję, w taki sposób, aby inwestorzy

byli nadal dobrze poinformowani o instrumentach, w które inwestują.

O ostatecznym kształcie prospektu UE na rzecz rozwoju zadecyduje Komisja Europejska, w aktach delegowanych, które ma wydać na podstawie rozporządzenia ws. prospektu. Komisja nie przyjęła jeszcze aktów delegowanych lub wykonawczych związanych z tym rozporządzeniem, ale skierowała do ESMA wnioski o doradztwo techniczne w sprawie ewentualnych aktów delegowanych w celu uzupełnienia niektórych elementów rozporządzenia.





5

UPROSZCZONY PROSPEKT



Uproszczony prospekt, który oferuje nowe rozporządzenie ws. prospektu, rozszerza zakres sytuacji, w których emitent lub oferujący może sporządzić prostszy prospekt emisyjny, a mianowicie poprzez objęcie możliwością jego sporządzania:

- emitentów, których papiery wartościowe zostały dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym lub rynku wzrostu MŚP przez co najmniej 18 miesięcy i którzy emitują dodatkowe papiery wartościowe tej samej klasy,
- emitentów, których udziałowe papiery wartościowe są dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym lub na rynku wzrostu MŚP przez co najmniej 18 miesięcy i którzy emitują nieudziałowe papiery wartościowe, oraz
- oferujący papiery wartościowe danej klasy dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym lub rynku wzrostu MŚP przez okres co najmniej 18 miesięcy¹⁵.

Dyrektywa 2010/73/UE zmieniająca dyrektywę 2001/34/WE wprowadziła proporcjonalny system ujawniania informacji w odniesieniu do ofert nowych akcji emitentów, których akcje tej samej klasy są dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym lub na wielostronnej platformie obrotu, pod warunkiem, że nie zniechęcają ich do stosowania ustawowych praw poboru. Ten fakultatywny system był jednak w praktyce stosowany w niewielkim stopniu, ponieważ jego zakres był bardzo wąski.¹⁴ Rozszerzenie w tym zakresie wprowadziło dopiero rozporządzenie ws. prospektu, ustanawiając uproszczony prospekt.

Rynek rozwoju MŚP oznacza MTF, która została zarejestrowana jako rynek rozwoju MŚP¹⁶. Jednym z takich rynków jest utworzony przez GPW NewConnect. Ze względu na specyfikę emitentów, rynek rozwoju MŚP oferuje swobodne wymogi formalne i obowiązki informacyjne, co skutkuje tańszym pozyskiwaniem kapitału. Rynki rozwoju MŚP

¹⁴ Artykuł 7 ust. 2 lit. g dyrektywy 2001/34/WE

¹⁵ Artykuł 14 rozporządzenia ws. prospektu.

¹⁶ Artykuł 4 ust. 1 pkt 12 dyrektywy 2014/65/UE.





mają także stanowić preludeum do wejścia na rynek regulowany, dla notowanych na ww. rynku, firmom z sektora MŚP.

Uproszczony prospekt składa się z podsumowania, specjalnego dokumentu rejestracyjnego oraz specjalnego dokumentu ofertowego. Specjalny dokument rejestracyjny mogą wykorzystać wszyscy uprawnieni emitenci, natomiast ze specjalnego dokumentu ofertowego mogą skorzystać wyłącznie ci wskazani w pkt 1) i 3) wyżej wskazanego akapitu.

W drodze odstępstwa od ogólnych zasad – wynikających z rozporządzenia ws. prospektu – oraz bez uszczerbku dla praw właściwego organu macierzystego państwa członkowskiego do pominięcia niektórych informacji zawartych w prospekcie, uproszczony prospekt zawierać będzie odpowiednie, ograniczone informacje niezbędne, aby umożliwić inwestorom zrozumienie:

- perspektyw emitenta oraz ewentualnych znaczących zmian, jakie zaszły w działalności gospodarczej i sytuacji finansowej emitenta i podmiotu zabezpieczającego od końca ostatniego roku obrotowego;
- praw związanych z danymi papierami wartościowymi;
- przesłanek oferty oraz jej wpływu na emitenta, w tym na jego ogólną strukturę kapitału, a także wykorzystania wpływów¹⁷.

Do dnia 21 stycznia 2019 r. Komisja Europejska ma przyjąć akty delegowane w celu opracowania schematów określających ograniczone informacje, które mają być zawarte w ramach uproszczonego systemu obowiązków informacyjnych w ramach wtórnych emisji.

Schematy, opracowane przez Komisję Europejską mają zawierać w szczególności:

- roczne i półroczne informacje finansowe, które zostały opublikowane w ciągu 12 miesięcy poprzedzających zatwierdzenie prospektu;

- w stosownych przypadkach, prognozy i szacunki dotyczące zysków;
- zwięzłe streszczenie odpowiednich informacji ujawnionych na mocy rozporządzenia (UE) nr 596/2014 w ciągu 12 miesięcy poprzedzających zatwierdzenie prospektu;
- czynniki ryzyka;
- w przypadku udziałowych papierów wartościowych – oświadczenie o kapitale obrotowym, oświadczenie o kapitalizacji i zadłużeniu, ujawnienie odnośnych konfliktów interesów i transakcji z podmiotami powiązanymi, informacje o głównych akcjonariuszach oraz, w stosownych przypadkach, informacje finansowe pro forma.

Przy określaniu ograniczonych informacji, jakie mają być ujęte w ramach systemu obowiązków informacyjnych, w ramach uproszczonego prospektu, Komisja Europejska będzie uwzględniała potrzebę ułatwienia pozyskiwania funduszy na rynkach kapitałowych i znaczenie obniżania kosztów kapitału. Aby uniknąć nakładania niepotrzebnych obciążeń na emitentów, przy określaniu ograniczonych informacji Komisja Europejska powinna uwzględnić również informacje, które emitent jest już zobowiązany ujawnić zgodnie z dyrektywą 2004/109/WE, w stosownych przypadkach, i rozporządzeniem (UE) nr 596/2014. Komisja Europejska, opracowując ww. schematy dostosuje ograniczone informacje tak, aby koncentrowały się one na informacjach istotnych dla ofert wtórnych i aby były one proporcjonalne¹⁸. Wszystko to ma służyć ułatwieniu pozyskiwania funduszu na rynku kapitałowym, w szczególności w kontekście MŚP.

Uproszczony prospekt stanowi kolejne uproszczenie dla MŚP, które już obecne na rynku mogą emitować papiery wartościowe za jego pomocą, jeżeli spełnią wyżej wskazane wymagania. Ogranicza to koszty funkcjonowania na rynku kapitałowym i stanowi uzupełnienie ułatwień dla MŚP, wynikających z prospektu UE na rzecz rozwoju.

¹⁷ Artykuł 14 ust. 2 rozporządzenia ws. prospektu.

¹⁸ Artykuł 14 ust. 3 ibidem



CENTRALNY PUNKT DOSTĘPU DO INFORMACJI O ZATWIERDZONYCH PROSPEKTACH

Rozporządzenie ws. prospektu przewiduje utworzenie przez ESMA centralnego punktu dostępu do informacji o zatwierdzonych prospektach, zapewniający publiczny bezpłatny dostęp i odpowiednia narzędzia wyszukiwania. Prospekt powinien być przechowywany, zgodnie z art. 21 ust. 7 rozporządzenia ws. prospektu, przez 10 lat po jego opublikowaniu. Prospekty w formie papierowej nie będą już wymagane, chyba że taką potrzebę wyrazi potencjalny inwestor. Prospekt zostaje uznany za podany do publicznej wiadomości po opublikowaniu go w formie elektronicznej na stronie internetowej:

- stronie internetowej emitenta, oferującego lub osoby wnioskującej o dopuszczenie do obrotu na rynku regulowanym;
- stronie internetowej pośredników finansowych dokonujących plasowania lub sprzedaży papierów wartościowych, w tym upoważnionych płatników;
- stronie internetowej rynku regulowanego, na którym wnioskuje się o dopuszczenie do obrotu, lub – w przypadku, gdy nie wnioskuje się o dopuszczenie do obrotu na rynku regulowanym – stronie internetowej MTF¹⁹.

Procedura publikacji zatwierdzonych prospektów wygląda w ten sposób, że właściwy organ macierzystego państwa członkowskiego publikuje na swojej stronie internetowej wszystkie

zatwierdzone prospekty lub przynajmniej wykaz zatwierdzonych prospektów, a także informacje na temat przyjmującego państwa członkowskiego lub przyjmujących państw członkowskich, w których prospekty są przedmiotem powiadomienia zgodnie z art. 25 rozporządzenia ws. prospektów. Opublikowany wykaz wraz z hiperłączami jest na bieżąco aktualizowany, a każdy element pozostaje na stronie internetowej co najmniej przez okres, o którym mowa powyżej, tj. 10 lat.

W chwili powiadomienia ESMA o zatwierdzeniu prospektu lub jakiegokolwiek suplementu do niego właściwy organ nadzoru przekazuje ESMA w formie elektronicznej egzemplarz prospektu i każdego suplementu do niego wraz z danymi, których ESMA potrzebuje do sklasyfikowania prospektu w systemie gromadzenia informacji, tj. centralnego punktu dostępu prowadzonego, oraz do sporządzenia sprawozdania przez ESMA. Sprawozdanie to ma zawierać w szczególności:

- analizę zakresu stosowania w całej Unii systemów obowiązków informacyjnych związanych z sporządzaniem uproszczonego prospektu oraz prospektu UE na rzecz rozwoju oraz uniwersalnego dokumentu rejestracyjnego (o którym mowa w art. 9 rozporządzenia ws. prospektu);
- statystyki dotyczące prospektów podstawowych i ostatecznych warunków oraz dotyczące prospektów sporządzonych jako zestaw dokumentów lub jako jednolity dokument;

¹⁹ Artykuł 21 ust. 2 rozporządzenia ws. prospektu.

- statystyki dotyczące średnich i całkowitych wartości ofert publicznych papierów wartościowych podlegających niniejszemu rozporządzeniu w odniesieniu do spółek nienotowanych na giełdzie, spółek, których papiery wartościowe znajdują się w obrocie na MTF, w tym na rynkach rozwoju MŚP, oraz spółek, których papiery wartościowe są dopuszczone do obrotu na rynkach regulowanych. W stosownych przypadkach w ramach tego rodzaju statystyk zapewnia się podział na pierwsze oferty publiczne i kolejne oferty oraz na udziałowe papiery wartościowe i papiery wartościowe o charakterze nieudziałowym;
- statystyki dotyczące stosowania procedur powiadamiania o prospektach i suplementach oraz o dokumentach rejestracyjnych lub uniwersalnych dokumentach rejestracyjnych, w tym podział według państw członkowskich liczby zaświadczeń o zatwierdzeniu będących przedmiotem powiadomienia w związku z prospektami, dokumentami rejestracyjnymi i uniwersalnymi dokumentami rejestracyjnymi²⁰.

ESMA ma publikować, bez zbędnej zwłoki, na swojej stronie internetowej wszystkie prospekty otrzymane od właściwych organów, w tym wszelkie suplementy do nich, ostateczne warunki i powiązane tłumaczenia, a także informacje na temat przyjmującego państwa członkowskiego lub przyjmujących państw członkowskich, w których prospekty są przedmiotem powiadomienia. Publikację zapewnia się poprzez wprowadzenie do systemu gromadzenia informacji zapewniającego opinii publicznej możliwość uzyskania nieodpłatnego dostępu i skorzystania z funkcji wyszukiwania.

ESMA ma opracować projekt regulacyjnych standardów technicznych w celu określenia danych niezbędnych do sklasyfikowania prospektów, zatwierdzonych przez właściwy organ macierzystego państwa członkowskiego, oraz praktycznych ustaleń w celu zapewnienia, aby takie dane, w tym kody ISIN (Międzynarodowy Numer Identyfikacyjny Papierów Wartościowych) papierów wartościowych i identyfikatory LEI (kod identyfikujący podmioty w skali globalnej) emitentów, oferujących i podmiotów

²⁰ Artykuł 47 ibidem

zabezpieczających, nadawały się do przetwarzania automatycznego, w ramach centralnego punktu dostępu do informacji o zatwierdzonych prospektach. ESMA ma przedłożyć Komisji Europejskiej projekty regulacyjnych standardów technicznych do dnia 21 lipca 2018 r.²¹ Komisja Europejska ma z kolei uprawnienie do przyjmowania regulacyjnych standardów technicznych, w drodze aktów delegowanych.²² Dane zgromadzone w centralnym punkcie dostępu do informacji pozwolą ESMA opracować szczegółowe statystyki dotyczące prospektów zatwierdzonych na terenie Unii Europejskiej oraz sporządzić sprawozdanie roczne, które powinno być na tyle szczegółowe, aby umożliwiło zidentyfikowanie tendencji i dostarczenie dowodów potwierdzających efekty celów zakładanych przy wdrażaniu rozporządzenia ws. prospektów oraz „Planu działania na rzecz tworzenia unii rynków kapitałowych”²³.

Udostępnienie wszystkich prospektów emisyjnych w UE we wspólnej bazie danych powinno pobudzić rozwój rynków kapitałowych w Europie, zwiększyć zaufanie inwestorów, a także doprowadzić do opracowania bardziej zróżnicowanych produktów finansowych. Dostęp do prospektów online umożliwi ich porównanie, a przez to możliwość wyboru najlepszych ofert przez potencjalnych. Mając na uwadze powyższe centralny punkt dostępu do informacji o zatwierdzonych prospektach, w kształcie określonym przez rozporządzenie ws. prospektu, powinien sprzyjać realizacji celów unii rynków kapitałowych. W szczególności zaś może ułatwić wielu przedsiębiorcom dotarcie ze swoją ofertą do wielu inwestorów na terenie całej Unii Europejskiej. Należy jednak podkreślić, że aby prowadzony przez ESMA centralny punkt dostępu do informacji o zatwierdzonych prospektach był rzeczywiście skuteczny, powinien zostać opracowana w sposób przyjazny dla użytkowników, z formatami ułatwiającymi dostęp do informacji i korzystanie z nich.

²¹ Artykuł 21 ust. 13 ibidem

²² Artykuł 10-14 Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 1095/2010 z dnia 24 listopada 2010 r. w sprawie ustanowienia Europejskiego Urzędu Nadzoru (Europejskiego Urzędu Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych), zmiany decyzji nr 716/2009/WE i uchylenia decyzji Komisji 2009/77/WE (Dz. U. UE. L. z 2010 r. Nr 331, str. 84 z późn. zm.).

²³ Artykuł 47 rozporządzenia ws. prospektów



7

WNIOSKI

Jednym z największych kosztów jakie ponosi MŚP planujące emitować papiery wartościowe jest ten związany ze sporządzeniem i zatwierdzeniem prospektu. Praktyka Komisji Nadzoru Finansowego w tym zakresie pokazuje, że w Polsce stosunkową dużą rolę odgrywają informacje zawarte w prospekcie. Komisja Nadzoru Finansowego często nie ogranicza się do sprawdzenia czy prospekt zawiera wymagane prawem informacje – w większym stopniu, że je weryfikuje i często zgłasza liczne uwagi. Jest to spowodowane w dużej mierze warunkami w jakich rodził się polski rynek kapitałowy – okresem licznych kryzysów finansowych wywołanych m.in. przez zbyt swobodne podejście organów nadzoru. Nie zmienia to faktu, że takie podejście polskiego organu nadzoru finansowego, często zniechęca MŚP do pozyskiwania finansowania na rynku kapitałowym, co w szczególności widać na wykresie nr 1, załączonym do niniejszej analizy.

Nowe rozporządzenie ws. prospektu wprowadza szereg nowych rozwiązań, w zakresie wchodzenia MŚP na rynek kapitałowy. Prospekt UE na rzecz rozwoju, uproszczony prospekt, ułatwienia w kontekście małej emisji oraz centralny punkt dostępu do informacji o zatwierdzonych prospektach – wszystkie te ułatwienia i usprawnienia są potrzebne. Sukces tych narzędzi będzie jednak zależny od tego w jakim stopniu MŚP będą z nich korzystać, jaka będzie postawa organów nadzoru poszczególnych państw członkowskich oraz w jaki sposób rynek kapitałowy, czyli potencjalni inwestorzy, zareagują na nowe emisje papierów wartościowych MŚP, emitowanych m.in. w ramach wyżej wskazanych prospektów. Kluczowe jest zachowanie odpowiedniej

równowagi między ochroną inwestorów a efektywnym kosztowo dostępem do rynku kapitałowego firm z sektora MŚP.

Mając na uwadze powyższe bardzo cieszy zobowiązanie Komisji Europejskiej do sporządzenia przeglądu stosowania rozporządzenia ws. prospektu. Komisja oceni system obowiązków informacyjnych w odniesieniu do uproszczonego prospektu oraz prospektu UE na rzecz rozwoju sprawdzi, czy regulacje, zawarte w rozporządzeniu ws. prospektu, spełniają swoją rolę. Przegląd będzie zawierał m.in. analizę danych liczbowych i tendencji dotyczących ww. prospektów oraz to czy MŚP mogą uzyskać identyfikatory LEI i ISIN, po uzasadnionych kosztach i w rozsądnym terminie, które są potrzebne do funkcjonowania centralnego punktu dostępu do informacji o zatwierdzonych prospektach, prowadzonego przez ESMA. Przegląd rozporządzenia ws. prospektu pozwoli na przeanalizowania funkcjonowania regulacji i ewentualnie dostosowaniu jej do oczekiwań uczestników rynku kapitałowego.

W mojej ocenie Komisja Europejska, w ramach ww. przeglądu, powinna dodatkowo przeanalizować w jaki sposób i w jakim stopniu kapitał pozyskany przez MŚP, w ramach emisji papierów wartościowych, wpłynął na ich konkurencyjność oraz na rynek kapitałowy, w szczególności w kontekście jego stabilności i wskaźników płynności. Analiza taka pozwoli na sprawdzenie w jaki sposób regulacje wynikające z rozporządzenia wpłynęły na rynek oraz w jakim stopniu główni interesariusze omawianych rozwiązań, zastosowały je w praktyce. Ważne jest również to, aby Komisja Europejska przeanalizowała jak



państwa członkowskie wdrażały rozporządzenie ws. prospektu – w szczególności w kontekście ułatwień w ramach małej emisji, a dokładnie czy i do jakiego poziomu państwa członkowskie postanowiły podnieść limit wartości emisji papierów wartościowych podlegających wyłączeniu z obowiązku sporządzenia prospektu.

Prospekt UE na rzecz rozwoju i uproszczony prospekt ma zawierać informacje niezbędne dla inwestorów planujących zakup papierów wartościowych, emitowanych w ramach ww. prospektów. Rozporządzenie ws. prospektów tworzy jednocześnie regulacje zmniejszające dysproporcje w zakresie wielkości emitenta lub wartości emisji i związanymi z tym potrzebami MŚP w zakresie pozyskiwania finansowania swojej działalności, a kosztami sporządzenia prospektu. Ułatwienia te mogą otworzyć rynek kapitałowy i stworzyć nowe możliwości rozwoju dla firm z sektora MŚP. W połączeniu z centralnym punktem dostępu do informacji o prospektach „nowe” prospekty dedykowane w szczególności MŚP mogą wpłynąć również pozytywnie na płynność emitowanych przez nich akcji. Informacja o prospektach, za pomocą centralnego punktu dostępu, będzie upubliczniana i rozpowszechniana w całej Unii Europejskiej. Pozwoli to wielu inwestorom bliżej zapoznać się ofertami i może w pozytywny sposób wpłynąć na ich decyzje inwestycyjne.

Na szczegóły w wyżej wskazanym okresie należy jeszcze jednak poczekać. Jak zostało wspomniane wyżej Komisja Europejska ma przyjąć do 21 stycznia 2019 r. akty delegowane określających ograniczone informacje, które mają być zawarte w ramach uproszczonego systemu obowiązków informacyjnych.

Szczególnie istotna regulacja, zawarta w rozporządzeniu ws. prospektu może ułatwienia w zakresie małej emisji. Jak zostało wskazane wyżej w przypadku oferty papierów wartościowych o łącznej wartości niższej niż 1 mln euro będą zwolnione ze sporządzania prospektu. Jest zwiększenie 10-krotnie limitu emisji bez prospektu ustanowionego na mocy dyrektywy 2003/71/WE. Państwa członkowskie będą mogły przy tym poszerzyć to wyłączenie aż do 8 mln euro. Poszerzenie tego wyłączenia powinno być dokładnie przeanalizowane przez Polskę – blisko 30% IPO w latach 2010 – 2017 miało wartość poniżej 32 mln zł (czyli około 8 mln euro).



Należy jednak zrobić więcej w zakresie regulacji prawnych, aby MŚP mogły w pełni czerpać korzyści z dostępu do rynków kapitałowych. Ograniczanie kosztów pierwszych i wtórnych emisji to jedno, ale działalność na rynku kapitałowym wiąże się dla spółek z różnymi obciążeniami regulacyjnymi. Oczywistym jest, że duże podmioty mogą sobie poradzić z takimi obciążeniami, bowiem posiadają niezbędne zasoby, aby im podołać. Sytuacja z MŚP wygląda natomiast zgoła inaczej, bowiem charakter ich działalności sprawia, że znacznie mocniej skupiają się na biznesowym a nie regulacyjnym aspekcie swojej działalności. Nie posiadają również, w przeciwieństwie do dużych firm, niezbędnych zasobów kadrowych potrzebnych do funkcjonowania na rynku kapitałowym. Oznacza to, że jeżeli nawet MŚP skorzystają z narzędzi jakie oferuje im rozporządzenie ws. prospektów to albo nie będą mogli się na rynku utrzymać po IPO albo staną przed nieproporcjonalnie większymi problemami niż duże przedsiębiorstwa. Świadomość obciążeń regulacyjnych działających na rynku kapitałowym jest wśród MŚP duża i skutecznie uniemożliwia podjęcie decyzje o wejściu na rynek



obciążeń regulacyjnych dla MŚP należy podejść kompleksowo, mając na uwadze zarówno bariery wejścia na rynek kapitałowy jak i obciążenia regulacyjne związane z funkcjonowaniem na nim.

Komisja Europejska prowadzi obecnie dalsze konsultacje w zakresie tworzenia proporcjonalnego otoczenia regulacyjnego, sprzyjającego wprowadzaniu akcji MŚP do obrotu giełdowego. Konsultacje mają pomóc Komisji Europejskiej ustalić, w jaki sposób ograniczyć biurokrację i stworzyć otoczenie sprzyjające MŚP, które chcą wprowadzać swoje akcje i obligacje do obrotu na rynkach rozwoju MŚP, a równocześnie zapewnić ochronę inwestorów i integralność rynku. Konsultacje będą dotyczyć przede wszystkim trzech szeroko rozumianych zagadnień:

W jaki sposób można poprawić koncepcję „rynku rozwoju MŚP” przyjętą w dyrektywie MiFID II?

W jakich obszarach można zmniejszyć obciążenia administracyjne dla MŚP notowanych na giełdzie?

Jakie ukierunkowane zmiany regulacyjne mogą pomóc zbudować bądź odbudować lokalne ekosystemy, w otoczeniu których działają giełdy obrotu papierami MŚP?

kapitałowy. Oznacza to, że nawet jeżeli MŚP będą mieli odpowiednie ułatwienia w złożeniu pierwszej oferty publicznej, nie wpłynie to pozytywnie na liczbę IPO lub wtórnych ofert publicznych składanych przez MŚP, bowiem tylko niewielka część przedsiębiorców z tego sektora podejmie ryzyko funkcjonowania na tak ściśle uregulowanym rynku jakim jest rynek kapitałowy. Okoliczność tę spostrzegli również instytucje europejskie. Należy w tym miejscu w szczególności zwrócić na komunikat Rady z 29 czerwca 2017 r., w którym to Rada podkreśliła, że „z zadowoleniem przyjmuje zobowiązanie Komisji do stworzenia bardziej proporcjonalnego otoczenia regulacyjnego w celu wspierania notowań MŚP na rynkach publicznych, co w połączeniu z powiązаныmi działaniami pozalegisłacyjnymi przyczyniłoby się do dalszego promowania rozwoju rynków kapitałowych we wszystkich państwach członkowskich”²⁴. Jest to jasne potwierdzenie tego, że do przededefiniowania

Konsultacje pomogą Komisji Europejskiej ustalić dalsze zapotrzebowanie MŚP w zakresie finansowania działalności za pomocą instrumentów finansowych jakie oferuje rynek regulowany. W szczególności pomoże umocnić się MŚP, które już będą lub są już notowane na rynku regulowanym lub MTF.

Podsumowując – mniejszy formalizm, w zakresie sporządzania prospektów przez MŚP, może pozytywnie wpłynąć na rynek kapitałowy oraz zachęcić firmy z sektora MŚP do pozyskiwania finansowania swojej działalności poprzez oferty publiczne emitowanych przez siebie papierów wartościowych. Sukces regulacji zaproponowanej przez Komisję Europejską a uchwalonej przez Parlament Europejski i Radę, tj. rozporządzenia ws. prospektu, zależy w dużej mierze czynników niezależnych od regulatorów, jak również trudnych do przewidzenia. Nie zmienia to jednak faktu, że rozporządzenia ws. prospektu jest ważnym krokiem na drodze do zróżnicowania struktury finansowania MŚP, w oparciu o rynek kapitałowy.

²⁴ <http://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2017/07/11/conclusions-mid-term-review-capital-markets-union-action-plan/>



WYKAZ UŻYTYCH SKRÓTÓW

Dyrektywa 2001/34/WE – Dyrektywa 2001/34/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 28 maja 2001 r. w sprawie dopuszczenia papierów wartościowych do publicznego obrotu giełdowego oraz informacji dotyczących tych papierów wartościowych, które podlegają publikacji.

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

Dyrektywa 2004/109/WE – Dyrektywa 2004/109/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 15 grudnia 2004 r. w sprawie harmonizacji wymogów dotyczących przejrzystości informacji o emitentach, których papiery wartościowe dopuszczane są do obrotu na rynku regulowanym oraz zmieniająca dyrektywę 2001/34/WE

Dyrektywa 2014/65/UE – Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniająca dyrektywę 2002/92/WE i dyrektywę 2011/61/UE.

ESMA – Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych.

GPW – Giełda Papierów Wartościowych S.A.

IPO – Pierwsza oferta publiczna (ang. Initial Public Offering).

MiFID II – Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/65/UE z dnia 15 maja 2014 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych oraz zmieniająca dyrektywę 2002/92/WE i dyrektywę 2011/61/UE

MŚP – małe i średnie przedsiębiorstwa w rozumieniu rozporządzenia ws. prospektów

MTF – „wielostronna platforma obrotu” lub „MTF” oznacza system wielostronny prowadzony przez firmę inwestycyjną lub operatora rynku, który kojarzy wiele deklaracji gotowości zakupu i sprzedaży instrumentów finansowych przez osoby trzecie – w systemie i zgodnie ze swoimi zasadami niemającymi charakteru uznaniowego – w sposób skutkujący zawarciem kontraktu, zgodnie z tytułem II niniejszej dyrektywy (zgodnie z 4 ust. 1 pkt 22 dyrektywy 2014/65/UE)

Rozporządzenie (UE) 596/2014 – Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego u Rady (UE) nr 596/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. w sprawie nadużyć na rynku (rozporządzenie w sprawie nadużyć na rynku) oraz uchylające dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady i dyrektywy Komisji 2003/124/WE, 2003/125/WE i 2004/72/WE

Rozporządzenie ws. prospektów – 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 uchylenia dyrektywy 2003/71/WE



BIBLIOGRAFIA

Dyrektywa 2001/34/WE

Dyrektywa 2014/65/UE

Polska Agencja Rozwoju Przedsiębiorczości, Raport o stanie sektora małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce, 2017 r.

Narodowy Bank Polski, Raport: Dostępność finansowania przedsiębiorstw niefinansowych w Polsce, 2016 r.

P. Głodek, J. Kornecki, J. Ropęga, Funkcjonowanie małych i średnich przedsiębiorstw we współczesnej gospodarce, Łódź, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego 2005

Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 1095/2010 z dnia 24 listopada 2010 r. w sprawie ustanowienia Europejskiego Urzędu Nadzoru (Europejskiego Urzędu Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych), zmiany decyzji nr 716/2009/WE i uchylenia decyzji Komisji 2009/77/WE (Dz. U. UE. L. z 2010 r. Nr 331, str. 84 z późn. zm.).

rozporządzenie ws. prospektu

Sprawozdanie dotyczące IPO w UE sporządzone przez europejską Grupę Zadaniową ds. IPO z dnia 23.03.2015 r.

www.consilium.europa.eu

www.knf.gov.pl

www.obligacje.pl



10

SPIS WYKRESÓW

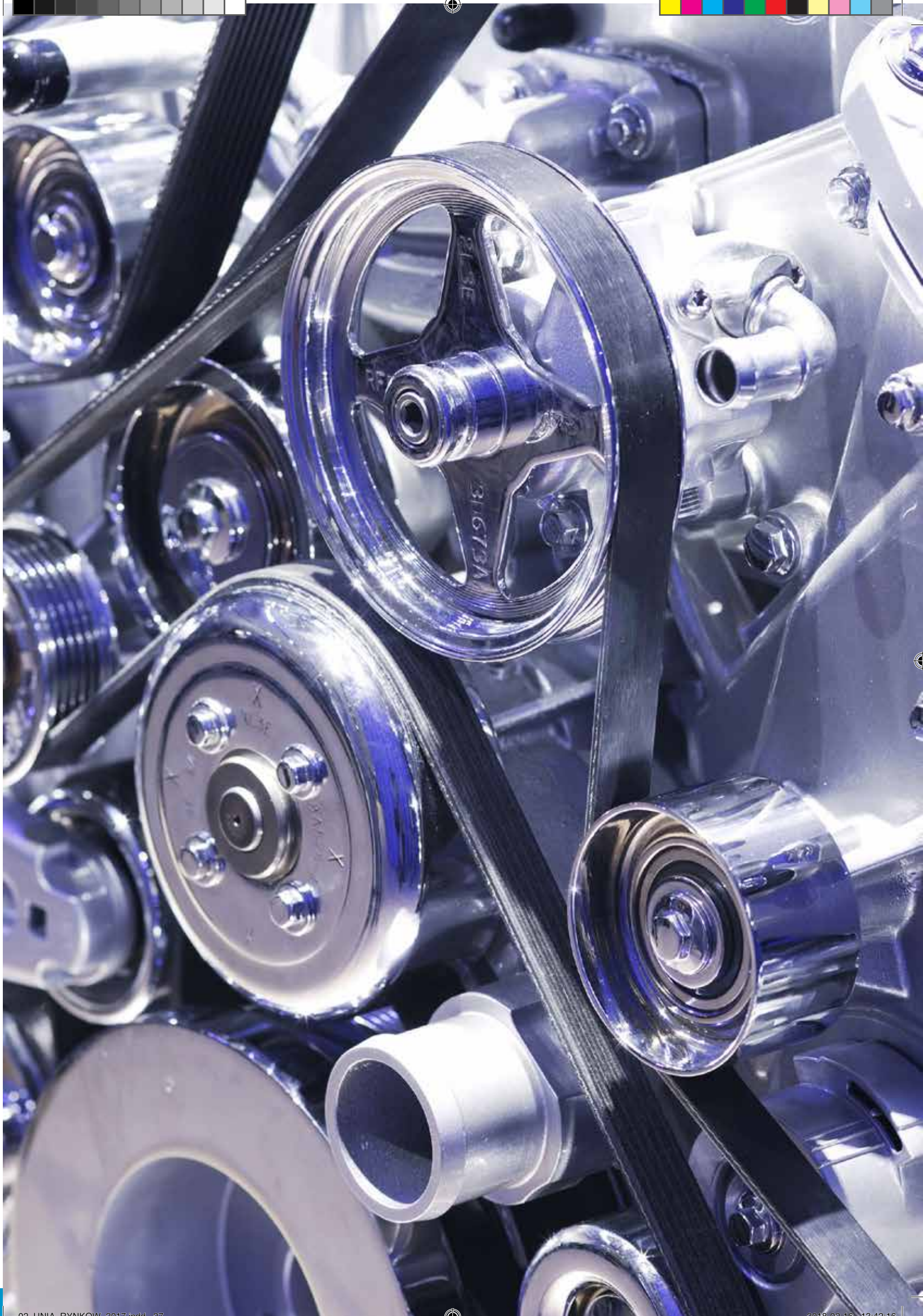
Wykres 1. Główne sposoby finansowania MŚP w Polsce w latach 2009 – 2013.

Wykres 2. Struktura przedsiębiorstw aktywnych w Polsce ze względu na wielkość firmy (w %).

Wykres 3. Liczba IPO w latach 2010 – 2017 na GPW (w zł).

Wykres 4. Liczba emisji obligacji korporacyjnych w 2017 r. (w zł).

Wykres 5. Ilość dni zatwierdzenia prospektów spółek przez KNF w 2017 r.





www.europeanreform.org
Follow us @europeanreform

