

*MIECZYŚLAW PUŁAWSKI*

Szkoła Główna Handlowa w Warszawie

## KOSZT PIERWSZEJ OFERTY PUBLICZNEJ NA RYNKU AKCJI W POLSCE W LATACH 2008–2012

### Streszczenie

Przedmiotem analizy zawartej w artykule są koszty poniesione przez wybraną grupę kilkudziesięciu spółek w związku z przeprowadzaniem pierwszej oferty publicznej akcji w Polsce w latach 2008–2012. Koszty zostały podzielone na dwie kategorie: koszty bezpośrednie, w miarę przewidywalne i względnie stałe, zależne głównie od wartości oferty i jej skomplikowania, oraz koszty pośrednie wynikające przede wszystkim z kosztu niedowartościowania IPO. Przeanalizowano poszczególne składowe kosztów dla poszczególnych spółek, a następnie wyniki uśredniono dla całej badanej populacji. Badanie potwierdza intuicyjny wniosek, że zarówno koszty bezpośrednie, jak i pośrednie w znaczącej mierze zależą od stanu koniunktury na giełdowym rynku akcji.

**Słowa kluczowe:** koszt pierwszej oferty publicznej, rynek akcji w Polsce

### Wprowadzenie

Podjęcie przez spółkę akcyjną decyzji o przeprowadzeniu IPO jest uwarunkowane wieloma czynnikami, jednak najbardziej oczywistą przesłanką upublicznienia spółki jest chęć pozyskania kapitału w wyniku nowej emisji akcji. Wiąże się to wszakże z koniecznością poniesienia kosztów emisji oraz kosztów wprowadzenia akcji do regulowanego obrotu wtórnego, gdy strategicznym wyborem emitenta jest zapewnienie notowania akcji na rynku wtórnym, w szczególności na giełdzie papierów wartościowych.

Celem badania jest analiza porównawcza IPO, ze szczególnym uwzględnieniem jej kosztów, na rynku akcji w Polsce w latach 2008–2012. Okres badania został wybrany nieprzypadkowo. W 2008 roku doszło bowiem do wybuchu globalnego kryzysu finansowego, a zjawiska kryzysowe ciągle są obecne w rzeczywistości gospodarczej i finansowej świata. Chodziło więc o odpowiedź na pytanie, czy w tych trudnych warunkach spółki akcyjne w Polsce decydowały się jednak na przeprowadzenie pierwszych ofert publicznych i jaki był ich koszt.

## **1. Pojęcie i istota pierwszej oferty publicznej**

Pierwsza oferta publiczna została w prawie polskim zdefiniowana w Ustawie z 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.]. Jej art. 4 punkt 5) stanowi, że przez pierwszą ofertę publiczną rozumie się dokonywaną po raz pierwszy ofertę publiczną dotyczącą określonych papierów wartościowych. Z kolei zgodnie z art. 3 ust 3 wzmiankowanej ustawy ofertą publiczną jest udostępnianie co najmniej stu osobom lub nieoznaczonemu adresatowi, w dowolnej formie i w dowolny sposób, informacji o papierach wartościowych i warunkach dotyczących ich nabycia, stanowiących dostateczną podstawę do podjęcia decyzji o odpłatnym nabyciu tych papierów wartościowych.

W przypadku akcji pierwsza oferta publiczna na polskim rynku kapitałowym może zostać przeprowadzona w trojaki zasadniczo sposób:

- 1) w trybie publicznej subskrypcji akcji nowej emisji,
- 2) w trybie publicznej oferty sprzedaży istniejących akcji,
- 3) w trybie skojarzonej jednoczesnej publicznej oferty sprzedaży i subskrypcji publicznej.

W wariantcie pierwszym najczęstszym zamiarem emitenta nowych akcji jest ich wprowadzenie do obrotu na publicznym rynku wtórnym, w szczególności na GPW, co może przysporzyć spółce wiele powszechnie znanych korzyści. Bariery wejścia są jednak ostre kryteria dopuszczenia akcji do obrotu giełdowego, trudne do spełnienia dla wielu emitentów.

W wariantcie drugim dotychczasowi akcjonariusze, działając jako wprowadzający, zbywają w trybie publicznej oferty sprzedaży posiadane przez siebie akcje.

W wariantcie trzecim dochodzi do jednoczesnego oferowania akcji w trybie subskrypcji publicznej i publicznej oferty sprzedaży.

W literaturze ekonomicznej dominuje – jak się zdaje – wąskie rozumienie pojęcia pierwszej oferty publicznej. Szczególnie w dziełach autorów amerykańskich powiela się pogląd, że typowym IPO jest oferowanie akcji zwyczajnych, emitowanych przez spółki, które wcześniej emisji publicznej takich akcji nie przeprowadzały [Fabozzi, Modigliani 1995:101]. Tym samym jest to ujęcie tożsame z wariantem pierwszym IPO, za którym *notabene* w tym opracowaniu się opowiadam.

Innym restrykcyjnym założeniem jest ograniczenie analizy do spółek, które po przeprowadzeniu z powodzeniem oferty publicznej nowych akcji decydują się zostać spółkami giełdowymi. Ich większa siła ekonomiczna, przeciętnie lepsza transparentność i przejście przez tzw. drogę prospektową odróżnia je jednak korzystnie od wielu spółek trafiających do alternatywnego systemu obrotu, czyli na rynek NewConnect.

## **2. Koszty pierwszej oferty publicznej**

Przeprowadzenie pierwszej oferty publicznej w trybie subskrypcji publicznej wiąże się z koniecznością poniesienia przez spółkę emitującą nowe akcje określonych kosztów. Po części mają one charakter obligatoryjny, po części zaś zależny od decyzji władz spółki, w tym więc sensie – fakultatywny.

Do pierwszej grupy kosztów zalicza się przede wszystkim koszty opłat sądowych, skarbowych i notarialnych, ponoszone przez spółkę w związku z procesem rejestracji podwyższenia kapitału zakładowego spółki. Obligatoryjny charakter mają również opłaty pobierane przez KNF, KDPW i GPW z tytułu czynności rejestracyjnych i ewidencyjnych związanych z akcjami będącymi przedmiotem subskrypcji publicznej. Spółka musi również ponieść koszty związane z zatrudnieniem w procesie IPO firmy inwestycyjnej jako podmiotu oferującego akcje oraz biegłego rewidenta do zbadania sprawozdań finansowych. Nieobowiązkowe w sensie prawnym, ale godne rozważenia jest natomiast zatrudnienie w procesie IPO doradcy prawnego, doradcy finansowego, agencji public relations, a sporadycznie również innych kategorii doradców, co oczywiście prowadzi do zwiększenia kosztów emisji. Mogą one również często znacząco wzrosnąć z tytułu zawarcia umowy z subemitentem inwestycyjnym lub usługowym. Pewna część

kosztów ma charakter sztywny, co wynika z przepisów prawa. W lwiej części jednak koszty zależą od siły przetargowej stron zawierających właściwe umowy.

Oprócz kosztów księgowych wyróżnia się jeszcze wśród kosztów pierwszej oferty publicznej swoisty koszt ekonomiczny, czyli koszt utraconych korzyści powstający na skutek ustalenia ceny emisyjnej na niższym poziomie niż cena debiutu giełdowego akcji (lub PDA). Wprawdzie wśród profesjonalnych uczestników rynku kapitałowego panuje przekonanie, że cena emisyjna nie powinna być zbyt wysoka, by nie ograniczać potencjalnego popytu giełdowego na notowane akcje, ale różnice bywają niekiedy dość duże. Z drugiej strony zdarzają się wcale nierzadkie przypadki przeszacowania ceny emisyjnej, powodujące drenaż kieszeni inwestorów na rynku akcji.

### **3. Analiza kosztów pierwszej oferty publicznej akcji w Polsce w latach 2008–2012**

Jeżeli przyjmuje się restrykcyjne założenie, że analiza kosztów pierwszej oferty publicznej w latach 2008–2012 na rynku akcji w Polsce ogranicza się do wybranych spółek, których akcje są notowane na GPW, to jest oczywiste, że trzeba dokładnie przyjrzeć się debiutom giełdowym z tego okresu.

Pozwala to wyeliminować z badania spółki, które przeprowadziły jedynie publiczną ofertę sprzedaży, oraz spółki, które dokonały wprawdzie subskrypcji publicznej, ale nie można było faktycznie ustalić kosztów emisji akcji. Do tej drugiej grupy „debiutantów” giełdowych przynależą spółki zagraniczne notowane na GPW, z wyjątkiem spółki Kulczyk Oil Venture Inc. Po dokonaniu podwójnej eliminacji analizę kosztów pierwszej oferty publicznej na rynku akcji w Polsce przeprowadzono w odniesieniu do 76 spółek.

#### **3.1. Koszty IPO akcji w 2008 roku**

W 2008 roku na GPW zadebiutowały 23 spółki, które przeprowadziły IPO w trybie subskrypcji publicznej bądź łącznie z publiczną sprzedażą akcji. Wybrane dane dotyczące publicznych subskrypcji akcji 23 spółek zawarto w tabeli 1.

Tabela 1

## Publiczne subskrypcje akcji w 2008 roku

Spółka	Wartość emisji	Koszty emisji	Średni koszt na akcję	Koszt emisji/wartość emisji	Niedowartościowanie
Optopol Technology	66 000 000,00	2 056 124,40	0,62	0,03	34,05
ZM Herman	1 905 249,60	367 013,95	0,35	0,19	6,11
Skyline Investment	18 000 000,00	898 000,00	0,45	0,05	-5,00
Power Media	7 000 000,00	440 000,00	0,57	0,06	0,00
Trakcja Polska	120 000 000,00	7 033 000,00	0,18	0,06	23,00
Wojas	25 428 251,00	1 491 734,41	0,56	0,06	-6,52
Hardex	9 614 300,00	1 106 000,00	11,50	0,12	-1,00
Unibep	60 300 000,00	2 516 078,01	0,38	0,04	6,78
Selena FM	165 000 000,00	4 001 977,07	0,80	0,02	-2,27
K2 INTERNET	8 250 000,00	1 102 371,35	3,34	0,13	-6,00
Zakład Budowy Maszyn „Zremb – Chojnice”	6 500 000,00	330 800,00	6,61	0,05	-11,54
CAM Media	20 000 000,00	1 568 749,70	0,60	0,08	8,00
Towarzystwo Finansowe SKOK	4 165 158,80	975 350,49	0,52	0,23	4,55
Drewex	4 500 000,00	935 577,28	1,04	0,21	0,00
Grupa Kościuszko	11 381 883,50	927 137,89	0,53	0,08	-8,46
Pozbud T&R	13 380 828,00	939 400,00	0,17	0,07	-16,67
Sonel	26 838 000,00	1 490 000,00	0,42	0,06	-3,44
ZA w Tarnowie	294 770 209,50	12 727 000,00	0,84	0,04	-18,00
PZ CORMAY	5 160 521,60	511 386,31	0,26	0,10	22,70
Enea	1 989 323 726,02	53 300 000,00	0,51	0,03	-0,97
Atrem	22 759 560,40	1 861 557,89	0,62	0,08	-11,84
IZNS Iława	135 151,20	444 518,63	8,88	3,29	-74,07
Anti	731 304,00	518 420,00	0,31	0,71	15,00
	suma	suma	średnia	średnia	średnia
	2 881 144 143,62	97 542 197,38	1,74	0,25	-1,98
			mediana	mediana	
			0,56	0,07	

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i prospektów emisyjnych poszczególnych spółek oraz [www.bankier.pl](http://www.bankier.pl), [www.gpw.pl](http://www.gpw.pl), [www.gpwinfostrefa.pl](http://www.gpwinfostrefa.pl).

Jak wynika z danych prezentowanych w tabeli 1, łączna wartość emisji nowych akcji 23 spółek tu wymienionych wyniosła blisko 2,89 mld zł, przy czym aż 69% tej wartości przypada na subskrypcję publiczną akcji spółki ENEA SA. Łączne koszty emisji 23 spółek wyniosły ponad 97 mln zł. I w tym wypadku blisko 55% tych kosztów przypadło na spółkę ENEA SA. Najniższy relatywny koszt emisji ponosiły dwie spółki: Selenia FM SA i ENEA SA (odpowiednio 2% i 3%). Kuriozalnie wysoki koszt poniosła spółka IZNS Hawa SA, wyniósł on bowiem 329%. Pozyskanie 135 151,20 zł z emisji publicznej akcji kosztowało spółkę aż 444 518,63 zł, co oznaczało ponad 309 tys. zł straty z operacji! Wpłynęło to znacząco na średni relatywny koszt emisji, gdyż sięgnął on 25%. Jednak mediana była już „normalna” i wyniosła 7%.

Średni koszt przeprowadzenia subskrypcji przypadający na 1 subskrybowaną akcję był bardzo wysoki dla dwóch spółek: Hardex SA (11,50 zł) i IZNS Hawa SA (8,88 zł). Natomiast koszt najniższy odnotowała spółka Pozbud SA (0,17 zł). W rezultacie średni koszt subskrypcji na jedną akcję dla 23 spółek wyniósł 1,74 zł. Wyeliminowanie z rachunku dwóch ekstremalnie drogiej emisji w przeliczeniu na 1 emitowaną akcję obniża średnią do 0,94 zł i medianę z 0,56 zł do 0,53 zł. Najbardziej niedowartościowaną spółą okazała się Optopol Technology SA (34,05%), zaś najbardziej przewartościowaną – IZNS Hawa SA (-74,07%). Pominięcie tej spółki w obliczeniach skali niedowartościowania diametralnie zmienia wynik z -1,98% na 1,29%.

Trzeba jeszcze dodać, że cztery spółki zawarły umowy z subemitentem inwestycyjnym. Były to: Sonel SA, Zakłady Azotowe w Tarnowie-Mościcach SA, ENEA SA oraz Atrem SA.

### **3.2. Koszty IPO akcji w 2009 roku**

W porównaniu z obfitującym w pierwsze oferty publiczne 2008 roku w 2009 jedynie 11 spółek przeprowadziło IPO, z tego tylko jedna uczyniła to w formie jednoczesnej subskrypcji i sprzedaży akcji. Podstawowe dane dotyczące publicznej subskrypcji akcji dokonanej przez spółki zawarto w tabeli 2.

Tabela 2

## Publiczne subskrypcje akcji w 2009 roku

Spółka	Wartość emisji	Koszty emisji	Średni koszt na akcję	Koszt emisji/wartość emisji	Niedowartościowanie
Bumech	5 508 394,40	748 837,00	1,85	0,14	38,89
GPM Vindexus	1 751 628,00	858 210,48	2,94	0,49	30,00
Aplisens	15 000 000,00	1 524 087,00	0,62	0,10	10,83
Lubelski Węgiel „Bogdanka”	528 000 000,00	7 072 329,13	0,64	0,01	19,79
Delko	14 250 000,00	1 369 481,00	0,91	0,10	10,74
Arctic Paper	121 500 000,00	9 621 650,00	0,89	0,08	2,67
Asseco South Eastern	233 858 763,00	1 960 000,00	0,93	0,01	22,86
PGE	5968810500,81	68 030 000,00	0,26	0,01	13,00
Patentus	6 900 000,00	1 014 000,00	0,33	0,15	6,52
PCC Intermodal	20 269 668,00	1 341 613,59	0,20	0,07	5,00
Intakus	5 500 000,00	947 306,08	0,38	0,17	-3,64
	suma	suma	średnia	średnia	średnia
	6 921 348 954,21	94 487 514,28	0,90	0,12	14,24
			mediana	mediana	
			0,64	0,10	

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i prospektów emisyjnych poszczególnych spółek oraz [www.bankier.pl](http://www.bankier.pl), [www.gpw.pl](http://www.gpw.pl), [www.gpwinfostrafa.pl](http://www.gpwinfostrafa.pl).

Z danych zawartych w tabeli 2 wynika, że łączna wartość emisji nowych akcji 11 wymienionych tu spółek przekroczyła 6,9 mld zł, o ponad 4 mld więcej niż w 2008 roku. Łączne koszty emisji sięgnęły blisko 94,5 mln zł, przy czym 72% tych kosztów przypada na spółkę PGE Polska Grupa Energetyczna SA. Spółka ta miała również największy, bo ponad 86% udział w łącznej wartości emisji nowych akcji. PGE SA, Lubelski Węgiel „Bogdanka” SA oraz Asseco South Eastern Europe SA zanotowały najniższy relatywny koszt emisji w granicach 1%. Natomiast najwyższy, bo 49% relatywny koszt emisji stał się udziałem spółki Giełda Praw Majątkowych „Vindexus” SA. Średni relatywny koszt emisji dla 11 spółek wyniósł około 12% przy 10% medianie.

Średni koszt przeprowadzenia subskrypcji przypadający na 1 subskrybowaną akcję był najwyższy dla spółki GPM „Vindexus” SA (2,94 zł), zaś najniższy dla spółki PCC Intermodal SA (0,20 zł), przy średniej dla 11 spółek wynoszącej

0,90 zł i medianie na poziomie 0,64 zł. Aż 10 spółek, z wyjątkiem spółki Intakus SA, poniosło koszt niedoszacowania cenowego emitowanych akcji. Najsilniej dotyczyło to spółki Bumech SA (blisko 39% niedowartościowania). Średnia dla 11 spółek wyniosła 14,24%. Można to w znacznej mierze tłumaczyć trudnym rynkiem ofert publicznych w warunkach dopiero ożywiającej się koniunktury giełdowej po spadkach kursów na giełdzie jesienią 2008 roku. Nic więc dziwnego, że aż 4 spółki: Lubelski Węgiel „Bogdanka” SA, Arctic Paper Kostrzyn SA, PGE SA oraz Intakus SA, zdecydowały się na skorzystanie z usług subemitentów inwestycyjnych.

### 3.3. Koszty IPO akcji w 2010 roku

W 2010 roku doszło do ożywienia rynku pierwszych ofert publicznych. Dwaście spółek przeprowadziło ofertę publiczną, z tego 13 w trybie subskrypcji publicznej oraz 7 w powiązaniu z publiczną sprzedażą akcji. Podstawowe dane dotyczące publicznej subskrypcji akcji dokonanej przez spółki zawarto w tabeli 3.

Tabela 3

Publiczne subskrypcje akcji w 2010 roku

Spółka	Wartość emisji	Koszty emisji	Średni koszt na akcję	Koszt emisji/ wartość emisji	Niedowartościowanie
1	2	3	4	5	6
Eko Holding	88 164 000,00	2 958 300,00	0,24	0,03	14,58
Ferro	10 600 000,00	986 366,52	0,99	0,09	18,58
Berling	21 000 000,00	2 127 055,80	0,35	0,10	4,28
Dolnośląskie Surowce Skalne	40 389 178,00	8 474 293,47	3,57	0,21	-6,76
Kulczyk Oil Ventures	314 484 660,00	15 911 625,00	0,10	0,05	-3,17
ABC Data	51 700 000,00	3 165 600,00	0,14	0,06	0,43
Rank Progress	50 006 510,10	3 703 751,54	0,80	0,07	-0,65
TESGAS	58 000 000,00	3 533 000,00	0,88	0,06	2,07
Zakłady Przemysłu Cukierniczego OTMUCHÓW	57 375 000,00	1 767 000,00	0,32	0,03	7,33
ZUE	90 000 000,00	3 807 990,00	0,63	0,04	1,27
OPTeam	5 440 000,00	966 944,50	0,97	0,18	3,86
INTERBUD-LUBLIN	30 000 000,00	1 850 000,00	0,93	0,06	15,33
POLMED	3 500 000,00	253 863,92	0,26	0,07	6,29
KRYNICIKI RECYKLING	14 705 120,90	1 184 642,10	0,30	0,08	4,59

1	2	3	4	5	6
ED INVEST	19 111 507,50	996 830,18	0,39	0,05	-2,53
ROBYG	78 000 000,00	4 829 197,54	0,12	0,06	0,50
TRANS POLONIA	4 181 088,00	752 896,27	1,44	0,18	12,50
4FUN MEDIA	14 400 000,00	1 430 000,00	2,88	0,10	-11,44
VOTUM	7 600 000,00	750 791,35	0,25	0,10	14,47
Europejskie Centrum Odszkodowań	10 800 000,00	1 663 551,00	0,98	0,15	0,44
	suma	suma	średnia	średnia	średnia
	969457064,50	61 113 699,19	0,83	0,09	4,10
			mediana	mediana	
			0,51	0,07	

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i prospektów emisyjnych poszczególnych spółek oraz [www.bankier.pl](http://www.bankier.pl), [www.gpw.pl](http://www.gpw.pl), [www.gpwinfostrefa.pl](http://www.gpwinfostrefa.pl).

Z danych zawartych w tabeli 3 wynika, że łączna wartość emisji nowych akcji dokonywanych przez 20 wymienionych tu spółek sięgnęła blisko 970 mln zł. Łączne koszty emisji wyniosły ponad 61 mln zł, przy czym największy udział 26% w tych kosztach miała spółka zagraniczna Kulczyk Oil Ventures Inc, która też w blisko 1/3 decydowała o wartości emisji nowych akcji. Relatywny koszt emisji kształtował się w granicach od 3% (Eko Holding SA, Zakłady Przemysłu Cukierniczego Otmuchów SA) do 21% (Dolnośląskie Surowce Skalne SA), przy średniej wynoszącej 9% i medianie na poziomie 7%.

Średni koszt przeprowadzenia subskrypcji przypadający na 1 subskrybowaną akcję był najwyższy dla spółki Dolnośląskie Surowce Skalne SA (3,57 zł) i najniższy dla spółki Kulczyk Oil Ventures Inc (0,10 zł), przy średniej wynoszącej 0,83 zł i medianie 0,51 zł. Największe niedowartościowanie emisji akcji zanotowała spółka Ferro SA (18,58%), przy średnim niedowartościowaniu wynoszącym 4,10%. Z usług subemitentów skorzystała jedynie spółka Kulczyk Oil Ventures Inc, jednak koszty subemisji inwestycyjnej stanowiły blisko 43% łącznych kosztów emisji akcji.

### 3.4. Koszty IPO akcji w 2011 roku

W 2011 roku istotnie zmalała w porównaniu z 2010 rokiem liczba debiutów spółek przeprowadzających IPO w trybie subskrypcji publicznej lub w powiązaniu z publiczną sprzedażą akcji. Było to 14 spółek. W tabeli 4 przedstawiono podstawowe dane dotyczące publicznej subskrypcji akcji tych spółek.

Tabela 4

## Publiczne subskrypcje akcji w 2011 roku

Spółka	Wartość emisji	Koszty emisji	Średni koszt na akcję	Koszt emisji/wartość emisji	Niedowartościowanie
BSC Drukarnia Opakowań	52 500 000,00	2 624 000,00	0,87	0,05	-0,63
Izostal	66 000 000,00	3 748 000,00	0,31	0,06	28,55
Inpro	66 066 000,00	2 819 044,00	0,28	0,04	1,52
IDEA TFI	9 000 000,00	780 611,38	0,52	0,09	5,00
Megaron	4 800 000,00	387 557,41	1,94	0,08	14,17
Open Finance	76 500 000,00	4 194 000,00	0,18	0,05	2,28
Kino Polska	38 000 000,00	1 849 541,63	0,46	0,05	6,95
Benefit Systems	21 400 000,00	502 802,00	2,51	0,02	14,02
Kruk	43 670 000,00	3 000 000,00	2,73	0,07	5,06
PBO Anioła	16 100 000,00	623 928,63	0,45	0,04	-21,91
Enel-Med	35 500 000,00	3 514 061,86	0,49	0,10	1,80
P.R.E.S.C.O. Group	22 200 000,00	1 044 800,00	0,28	0,05	6,67
JHM Development	43 995 000,00	819 136,11	0,03	0,02	0,67
TOYA	25 936 400,00	2 103 254,37	0,23	0,08	-1,43
	suma	suma	średnia	średnia	średnia
	521 667 400,00	28 010 737,39	0,81	0,06	4,48
			mediana	mediana	
			0,46	0,05	

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i prospektów emisyjnych poszczególnych spółek oraz [www.bankier.pl](http://www.bankier.pl), [www.gpw.pl](http://www.gpw.pl), [www.gpwinfostrefa.pl](http://www.gpwinfostrefa.pl).

Dane zawarte w tabeli 4 wskazują, że łączna wartość emisji nowych akcji 14 spółek wyniosła ponad 521 mln zł przy dość wyrównanych rozmiarach poszczególnych emisji. Koszty emisji wyniosły łącznie blisko 27,6 mln zł. W rezultacie średni relatywny koszt emisji dla analizowanych spółek wyniósł 6% przy 5% medianie.

Średni koszt przeprowadzenia subskrypcji przypadający na 1 subskrybowaną akcję wyznaczony dla 14 spółek wyniósł 0,81 zł. Względnie wysoki był ten koszt w dwóch spółkach: Kruk SA (2,73 zł) i Benefit Systems SA (2,51 zł). Średni poziom niedowartościowania emisji wyniósł 4,48% dla badanych spółek, osiągając najwyższy poziom 28,55% w przypadku spółki Izostal SA. Najbardziej przewartościowaną spółką okazała się natomiast PBO Anioła SA (-21,91%).

Wyróżnione w tabeli 4 spółki debiutujące w 2011 roku na GPW nie korzystały z usług subemitentów w procesie IPO akcji.

### 3.5. Koszty IPO akcji w 2012 roku

W 2012 roku na GPW zadebiutowało jedynie 8 spółek, z których 5 przeprowadziło wyłącznie subskrypcję publiczną akcji, zaś 3 – subskrypcję publiczną połączoną z publiczną ofertą sprzedaży akcji. W tabeli 5 zawarto podstawowe dane dotyczące publicznej subskrypcji akcji 8 wymienionych spółek.

Tabela 5

Publiczne subskrypcje akcji w 2012 roku

Spółka	Wartość emisji	Koszty emisji	Średni koszt na akcję	Koszt emisji/wartość emisji	Niedowartościowanie
Grupa Nokaut	20 400 000,00	2 039 137,00	0,78	0,10	-0,75
Vantage Development	145 562 270,08	1 127 000,00	0,03	0,01	-61,65
Work Service	30 707 286,00	6 780 889,11	1,32	0,22	31,67
Mex Polska	10 000 000,00	1 204 513,82	1,20	0,12	0,50
ATM Systemy Informatyczne	96 309 862,00	347 292,96	0,01	0,00	-18,11
PCC Exol	12 806 127,99	1 224 216,00	0,12	0,10	8,53
Alior Bank	700 000 014,00	24 584 591,85	1,99	0,03	6,84
Czerwona Torebka	18 823 945,00	4 691 017,63	1,74	0,25	66,28
	suma	suma	średnia	średnia	średnia
	1034609505,07	41998658,37	0,90	0,10	4,16
			mediana	mediana	
			0,99	0,10	

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów bieżących i prospektów emisyjnych poszczególnych spółek oraz [www.bankier.pl](http://www.bankier.pl), [www.gpw.pl](http://www.gpw.pl), [www.gpwinfostrefa.pl](http://www.gpwinfostrefa.pl).

Jak wskazują dane zawarte w tabeli 5, łączna wartość emisji nowych akcji 8 spółek przekroczyła nieznacznie 1 mld zł, przy czym blisko 70% tej wartości przypadało na Alior Bank SA. Warto przy okazji zauważyć, że wspomniany bank przeprowadził skojarzoną ofertę publiczną akcji o wartości ponad 2 mld zł, bardzo dużą, jak na warunki polskie. Koszty emisji poniesione przez spółki wyniosły łącznie niespełna 42 mln zł, ale znów aż ponad 58,5% tych kosztów przypadało na Alior Bank SA. Relatywny koszt emisji wyniósł 10%, przy identycznej medianie.

Średni koszt przeprowadzenia subskrypcji przypadający na 1 subskrybowaną akcję wyznaczony dla 8 spółek wyniósł 0,90 zł, przy medianie na poziomie 0,99 zł. Koszt ten był istotnie wyższy w przypadku dwóch spółek: Alior Bank SA (1,99 zł) i Czerwona Torebka SA (1,74 zł). Średni poziom niedowartościowania emisji wyniósł dla analizowanych spółek 4,16%, przy czym najbardziej niedowartościowaną spółką okazała się Czerwona Torebka SA (66,28%), natomiast najbardziej przewartościowaną – Vantage Development SA. (61,65%). Dwie spółki skorzystały z usług subemitentów inwestycyjnych. Były to: Alior Bank SA i Work Service SA.

### **Podsumowanie**

Na podstawie przeprowadzonej analizy można ostatecznie sformułować następujące wnioski:

- liczba i wartość emisji nowych akcji jest wrażliwa na zmiany koniunktury giełdowej;
- koszty publicznych subskrypcji akcji w stosunku do wartości emisji są relatywnie wysokie w przypadku mniejszych emisji i obniżają się w miarę wzrostu wartości emisji;
- spółki, przeprowadzając subskrypcję publiczną akcji, stosunkowo rzadko korzystają z usług subemitentów inwestycyjnych;
- w okresie 2008–2012 ujawniło się średnie niedowartościowanie emisji publicznych akcji, największe w 2009 roku.

### **Literatura**

Fabozzi F., Modigliani F. [1995], *Capital Markets Institutions and Instruments*, New Jersey.

Ustawa z 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.).

### **Źródła internetowe**

www.bankier.pl.

www.gpw.pl.

www.gpwinfostrefa.pl.

## **THE COST OF AN INITIAL PUBLIC OFFERING ON THE STOCK EXCHANGE IN POLAND IN 2008–2012**

### **Summary**

This article has been devoted to the analysis of the costs of IPO borne by companies – domestic ones in great majority – having their debut on Warsaw Stock Exchange (WSE) between January 2008 and December 2012. The analysis covered seventy six companies which carried out public subscription for shares and, consequently, introduced them into trading on the WSE. The author pointed to total costs of new issues, relative costs of issues, the average cost of subscription for one share covered by subscription as well as economic costs as the costs of the possible undervaluation of IPO.

**Keywords:** the cost of an initial public offering, stock exchange in Poland

*Translated by Mieczysław Puławski*

