

**Krzystian Bober**

# Z kopalnią po kapitał

Artykuł ten ma za zadanie przybliżyć obecne możliwości pozyskania kapitału przez kopalnie odkrywkowe z wykorzystaniem dynamicznie się rozwijającego polskiego rynku kapitałowego. Czytelnik znajdzie w nim odpowiedzi na pytania o korzyści z emisji akcji lub obligacji, oraz ogólną procedurę wprowadzania firmy na rynek z wykorzystaniem zarówno oferty publicznej jak i prywatnej. Wiadza w nim zawarta stanowi swoistego rodzaju niezbędnik przy dokonywaniu decyzji o sposobie finansowania planowanej inwestycji z wykorzystaniem emisji papierów wartościowych.

## Możliwości pozyskania kapitału z rynku

W dniu dzisiejszym efekt globalizacji jest widoczny w każdej dziedzinie życia, szczególnie uwidacznia się w sferze szeroko pojętego biznesu, gdzie dotychczasowo dominujący w Polsce model niemiecko-japoński, opierający się na silnych powiązaniach przedsiębiorstw z bankami powoli ustępuje szybko rozwijającemu się modelowi anglosaskiemu opartemu na rynku kapitałowym oraz na zorientowanych na wzrost wartości firmy akcjonariuszach. Dynamicznie się rozwijający Polski rynek kapitałowy stwarza nieograniczone możliwości pozyskania kapitału na inwestycje od podmiotów nie bankowych, w formie innej niż tradycyjny kredyt od banku. Sytuacja ta stwarza przed firmami sektora górnictwa odkrywkowego liczne szanse na pozyskanie kapitału, szczególnie przy realizacji długoterminowych wymagających dużych nakładów finansowych projektów inwestycyjnych. W branży górnictwa odkrywkowego należącej do wyjątkowo kapitałochłonnych przedsięwzięć możliwość zdobycia kapitału w formie kapitału pozyskanego z rynku może umożliwić realizację dotychczas nieosiągalnych finansowo projektów mających na celu wzrost organiczny, jak i projektów zakładających wzrost zewnętrzny po przez przejęcia stwarzające szanse na powstanie korzystnego dla przedsiębiorstwa efektu skali oraz wielkości firmy. Polski rynek stwarza w chwili obecnej w zasadzie wszystkim przedsiębiorstwom szanse na pozyskanie kapitału, szczególnie dzięki stosunkowo młodemu rynkowi New Connect oraz inicjatywom ze strony Giełdy mającym na celu rozwój rynku instrumentów dłużnych Catalyst. Tak więc do dyspozycji kopalni chcących pozyskać kapitał inny niż w postaci kredytu bankowego jest szeroka oferta Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie prowadzącej handel na rynkach New Connect, głównym rynku GPW oraz rynku Catalyst. Taki podział na rynki wydaje się być niezbędny zarówno

ze względu na rodzaje podmiotów dokonujących na nich emisji jak i rodzaj instrumentów finansowych na nich notowanych. Wybór właściwego rynku, czy odpowiednich instrumentów finansowych jest uzależniony od wielu czynników, z których najistotniejszymi są możliwości spełnienia przez firmę wymogów formalno-prawnych oraz same oczekiwania firmy. Nie należy jednak zapominać o kosztach związanych z emisją papierów wartościowych jak i różnicach w czasie niezbędnym do przygotowania oferty publicznej a oferty prywatnej. Specyfika każdego z wymienionych wyżej rynków, zostanie przedstawiona szerzej w części poświęconej wyborowi właściwego rynku.

## Akcje czy obligacje

Która z tych formy pozyskania kapitału jest najatrakcyjniejsza dla przedsiębiorstwa? To zależy, wszystko jest uzależnione od potrzeb oraz możliwości firmy starającej się pozyskać kapitał. Biorąc pod uwagę specyfikę obligacji są one atrakcyjną czyt. tańszą formą kapitału niż akcje, bardziej elastyczną, i dostosowaną do potrzeb firmy. Emisja obligacji pozwala zgromadzić wymagany kapitał do realizacji określonego przedsięwzięcia, a dzięki rynkowi Catalyst zarówno premia za płynność jak i premia za ryzyko są mniejsze niż w przypadku emisji na rynku prywatnym, co znacząco się przekłada na obniżenie kosztu tego kapitału. Należy jednak pamiętać o konieczności wypłacenia okresowych odsetek które z podatkowego punktu widzenia stanowią koszt finansowy który obniża podstawę opodatkowania, aczkolwiek z punktu widzenia *cash flow* są wydatkiem, i firma musi je ponosić bez względu na swoją sytuację finansową. Dodatkowo na emitencie ciąży obowiązek spłaty wartości nominalnej w terminie wykupu obligacji. Elastyczność obligacji przejawia się w możliwości dopasowania terminów wykupu oraz ustalenia warunków spłaty. Emitent ma również większą swobodę przy decyzjach dotyczących zabezpieczenia emitowa-

nych papierów wartościowych, może on je zabezpieczyć w pełni, jak i dokonać emisji obligacji niezabezpieczonych lub zabezpieczonych częściowo. Kopalnie odkrywkowe posiadające aktywa materialne o dużej wartości mogą z powodzeniem wykorzystywać swoje zasoby aby zabezpieczyć emitowane obligacje w celu zachęcenia inwestorów do objęcia emisji. Dodatkowe korzyści emisji instrumentów dłużnych to między innymi efekt publicznej promocji firmy która dzięki swojej obecności na rynku staje się bardziej rozpoznawalna, oraz możliwość pozyskania kapitału na realizację inwestycji bez konieczności dzielenia się zyskami firmy z obligatariuszami (posiadaczami obligacji). Z tych powodów w firmach branży górnictwa odkrywkowego obligacje wydają się być dobrym sposobem na obniżenie kosztu kapitału obcego, dodatkowo stwarzając możliwość realizacji projektów inwestycyjnych których przewidywane przepływy są nieodległe w czasie a ich wartość będzie stabilna.

Akcje zwykle w przeciwieństwie do obligacji nie generują stałych obciążeń finansowych oraz nie wymagają spłaty ich wartości nominalnej. Dzięki emisji akcji spółka pozyskuje kapitał który może przeznaczyć na realizację planowanych inwestycji krótkoterminowych jak i długoterminowych, takich jak wykup koncesji czy przygotowania pod budowę nowej kopalni odkrywkowej. Dodatkowo firma stającą się spółką publiczną jest bardziej wiarygodna w oczach zarówno kapitałodawców jak i kontrahentów, zyskując zarazem na prestiżu i rozpoznawalności marki. Firmy które zdecydowały się emitować akcje otrzymują dodatkową korzyść w postaci rynkowej wyceny wartości firmy, dokonującej się każdego dnia na rynku za pośrednictwem ofert kupna/sprzedaży składanych przez inwestorów. Nie należy również zapominać o płynności akcji dzięki której można dokonać w każdej chwili sprzedaży posiadanych walorów po cenie rynkowej, a więc bez konieczności ponoszenia ryzyka ograniczonej płynności oraz wysokich kosztów transakcyjnych występujących na rynku niepublicznym. Dodatkowo firma już notowana na rynku będzie mogła w przyszłości łatwiej pozyskać nowy kapitał, ponieważ będzie już znana na rynku oraz będzie posiadała ugruntowane relacje inwestorskie. Akcje dają bardzo duże możliwości finansowania nowych inwestycji, nie należy jednak zapominać o konieczności „dzielenia” się zyskiem wypracowanym przez firmę pomiędzy dotychczasowymi i nowymi akcjonariuszami oraz o konieczności realizacji obowiązków informacyjnych związanych z posiadaniem statusu spółki

publicznej. Ponieważ spółka emitująca akcje nie jest zmuszona do ponoszenia w krótkim okresie wydatków z tytułu wyemitowanych akcji z powodzeniem może podjąć się realizacji przedsięwzięć których przewidywane przepływy są oddalone w czasie, bez ryzyka utraty płynności.

### Oferta publiczna czy prywatna

Spółka może dokonać emisji akcji za pośrednictwem oferty publicznej lub prywatnej, oba te przypadki różnią się między sobą dość istotnie, i tak w przypadku oferty publicznej akcje oferowane są nieoznaczonemu adresatowi lub co najmniej 100 osobom gdzie w przypadku oferty prywatnej spółka może zaoferować swoje walory do mniej niż 100 osób, a więc maksymalnie 99. Ten aspekt sprawia że oferta publiczna jest bardziej efektywna i możliwości pozyskania zakładanego kapitału w tej formie jest znacznie pewniejsza, gdzie w przypadku oferty prywatnej cały kapitał firma pozyskuje od stosunkowo nie dużej grupy stanowiącej do 99 osób. Jak widać pozyskanie dużych kwot w przypadku oferty prywatnej jest znacznie trudniejsze niż w przypadku oferty publicznej. Z drugiej jednak strony firmy decydujące się na ofertę prywatną mogą dokonać emisji bardzo szybko oraz na uproszczonych warunkach względem firm planujących debiut z wykorzystaniem oferty publicznej dokonywanej na podstawie przepisów Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej zobligowanych do spełnienia większej ilości warunków, wynikających z potrzeby zabezpieczenia interesów inwestorów. Dodatkowo na korzyść oferty prywatnej wpływają mniejsze koszty związane z emisją. Dla kopalni odkrywkowych poszukujących znaczącego zastrzyku kapitału oferta prywatna może okazać się nieefektywna, w związku z ograniczoną ilością potencjalnych inwestorów, jest to jednak ciekawa opcja optymalizacji kosztu kapitału, czy też możliwości pozyskania kapitału do realizacji mnie kapitałochłonnych inwestycji, do kilku milionów PLN. Kopalnia chcąc pozyskać znaczne kwoty preferować będzie ofertę publiczną, pozwalającą na zgromadzenie wymaganych funduszy do realizacji planowanych przedsięwzięć. Koszty związane z emisją publiczną są większe niż przy ofercie prywatnej, przy czym wraz ze wzrostem wartości emisji koszt ten ma coraz mniejszy udział w wartości pozyskanych środków. Jako przykład warto podać koszt emisji akcji PZU S.A. który kształtował się na poziomie poniżej 0,5% wartości emisji, przy czym była to emisja o bardzo dużej wartości.

### Wybór właściwego rynku

Jak dokonać wyboru rynku? Firma decydująca się na emisję papierów wartościowych musi rozważyć wiele czynników, w tym za i przeciw wynikające z różnic pomiędzy

akcjami i obligacjami oraz specyfiką oferty publicznej i prywatnej. Dodatkowo należy rozważyć wartość planowanej emisji oraz gdzie w chwili obecnej się znajduje firma (sytuacja ekonomiczno-finansowa). Przedsiębiorstwa planujące pozyskać niewielkie kwoty od kilkuset tysięcy do kilku milionów złotych powinny rozważyć emisje obligacji lub akcji w formie oferty prywatnej na rynku Catalyst (obligacje) lub New Connect (akcje), przy czym mając na uwadze specyfikę rynku NC oraz rodzaju podmiotów na nim notowanych, a więc firm posiadających perspektywę bardzo dynamicznego wzrostu, który jest czynnikiem niezbędnym do tego aby zainteresować niewielką grupę inwestorów mających zainwestować środki w to przedsięwzięcie o podwyższonym poziomie ryzyka. Bezspornymi korzyściami emisji na tym rynku są niskie koszty, w porównaniu z ofertą publiczną oraz mniejsze wymogi informacyjne względem emitenta. Alternatywą dla emisji akcji na rynku New Connect jest debiut na rynku głównym Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie, należy tu jednak mieć na uwadze konieczność spełnienia warunków ilościowych takich jak minimalna kapitalizacja spółki (rozumiana jako iloczyn liczby wszystkich akcji emitenta i prognozowanej ceny rynkowej) wynosząca w złotych równowartość 15 mln. Euro. Jest to rynek na którym kopalnie mogą pozyskać znaczne kwoty, przy czym sam proces debiutu wydłuża się a wraz z nim koszty przeprowadzenia emisji. W sytuacji gdy firma zdecyduje się na emisję obligacji do jej dyspozycji pozostaje rynek Catalyst który podzielony został na rynek regulowany oraz alternatywny system obrotu prowadzony przez GPW (detal) oraz BondSpot (hurt). Rynek regulowany obsługuje emisje o równowartości co najmniej 4 mln PLN, podczas gdy w alternatywnym systemie obrotu można dokonać oferty prywatnej na znacznie mniejsze kwoty, nawet nie przekraczające 0,5 mln PLN. W każdym z powyższych przypadków należy brać pod uwagę koszty i czas wprowadzania instrumentów finansowych na rynek. Podsumowując w sytuacji niewielkich emisji w grę wchodzi New Connect (oferta prywatna) oraz alternatywny system obrotu Catalyst (również oferta prywatna), firmy chcące pozyskać większe kwoty mogą skorzystać z oferty rynku głównego.

### Wprowadzenie akcji na główny rynek

Firmy planujące debiut na głównym rynku, a więc na rynku regulowanym są zobligowane do spełnienia szeregu wymogów formalno-prawnych, których początek stanowi dostosowanie statusu organizacyjno prawnego przedsiębiorstwa, poprzez przekształcenie bądź zawiązanie spółki akcyjnej. Kolejnym krokiem jest podjęcie przez Walne Zgromadzenie uchwały o ofercie publicznej akcji, ich materializacji oraz ubieganiu się o dopuszczenie akcji spółki do obrotu na

rynku regulowanym. Aby spółka mogła przeprowadzić emisję wymagane jest stworzenie prospektu emisyjnego, co wymusza nawiązanie przez firmę współpracy z takimi podmiotami jak biuro maklerskie i biegły rewident oraz opcjonalnie w zależności od potrzeb doradców prawnych oraz finansowych. Gotowy prospekt zostaje przekazany do Komisji Nadzoru Finansowego w celu jego weryfikacji oraz zatwierdzenia. Po otrzymaniu decyzji dotyczącej zatwierdzenia prospektu emisyjnego, spółka może rozpocząć proces rejestracji akcji w Krajowym Depozycie Papierów Wartościowych, po którym to spółka może przeprowadzić ofertę publiczną. Jeśli oferta dojdzie do skutku, a więc zostanie zasubskrybowana minimalna wymagana ilość akcji, spółka składa wniosek o dopuszczenie do obrotu emitowanych akcji a po jego zatwierdzeniu przez Zarząd Giełdy składa kolejny wniosek tym razem o wprowadzenie do obrotu akcji. Szczegółowe warunki dopuszczenia do obrotu giełdowego akcji zawarte są w Regulaminie Giełdy oraz w Rozporządzeniu Ministra Finansów z dnia 12 maja 2010 roku w sprawie szczegółowych warunków, jakie musi spełniać rynek oficjalnych notowań giełdowych oraz emittenci papierów wartościowych dopuszczonych do obrotu na tym rynku. Zarząd Giełdy podejmując decyzje o wprowadzeniu akcji do obrotu określa dla nich właściwy system notowań oraz dzień sesyjny na którym nastąpi ich pierwsze notowanie.

### Czy kopalnia odkrywkowa może zaistnieć z powodzeniem na dość wymagającym ale i stwarzającym liczne możliwości głównym rynku akcji?

Praktyka pokazuje że tak, świetnym tego przykładem jest zesłotoczny debiut spółki Dolnośląskie Surowce Skalne której prawie 99,2% akcji zostało zasubskrybowanych, w efekcie czego DSS pozyskała z rynku ponad 40 mln PLN brutto. Bez wątplenia efektami tego zastrzyku kapitału są obecne prognozy ponad 500 mln PLN przychodów oraz 50 mln PLN przewidywanego zysku netto za rok 2011 (odpowiednio w 2010 r. - 127 mln PLN przychodów oraz 12,5 mln PLN zysku netto). Cena emisyjna akcji DSS wynosiła 17 PLN za walor, dziś akcje notowane są po 21,70 PLN.

Oferta publiczna jest znacznie bardziej wymagająca niż oferta prywatna, ze względu na liczne wymogi które zobowiązane jest spełnić spółka oraz konieczność sporządzenia prospektu emisyjnego koszty tej formy pozyskania kapitału są znacznie większe niż w przypadku oferty prywatnej kierowanej na New Connect. Oprócz kosztów związanych z samym debiutem, spółka musi ponosić okresowe opłaty na rzecz Giełdy oraz KDPW, oraz koszty związane z koniecznością badania sprawozdań finansowych przez biegłego rewidenta.

Źródło: DSS.pl



Fot. 1. Kopalnia w Piławie Górnej należąca do DSS SA

## Oferta prywatna na New Connect

Emisja akcji na NC w większości przypadków odbywa się za pośrednictwem oferty prywatnej, a więc z wykorzystaniem uproszczonych procedur i niewielką pracochłonnością, w stosunku do oferty publicznej. Sam proces wprowadzania akcji na New Connect rozpoczyna decyzja właściwego organu w firmie dotycząca emisji akcji. Pierwszą czynnością po podjęciu decyzji o emisji akcji jest podpisanie umowy z autoryzowanym doradcą, który to przeprowadza firmę przez wszystkie etapy debiutu, a następnie wspomaga firmę w wypełnianiu swoich obowiązków wynikających z posiadania statusu spółki publicznej notowanej na rynku New Connect.

Następnym etapem jest dostosowanie się przedsiębiorstwa do wymogów stawianych przed firmami planującymi debiut na tym rynku, które zgodnie z ideą przyświecającą utworzeniu tego rynku zostały ograniczone do niezbędnego minimum stanowiącego podstawę do zapewnienia szybkiej i sprawniej emisji oraz wystarczającej przejrzystości i bezpieczeństwa obrotu. Podstawowym wymogiem stawianym przed firmą planującą debiut w alternatywnym systemie obrotu jest posiadanie odpowiedniego statusu organizacyjno prawnego, dopuszczalne są dwa rodzaje spółek, spółka akcyjna oraz spółka komandytowa-akcyjna. Dodatkowo wymagane jest od przedsiębiorstwa zapewnienie nieograniczonej zbywalności akcji. Gdy spółka spełnia powyższe kryteria następuje przygotowanie we współpracy z autoryzowanym doradcą uproszczonego dokumentu informacyjnego będącego podstawą do dokonania oferty prywatnej, sam dokument informacyjny zatwierdza i akceptuje autoryzowany doradca z którym spółka podpisała umowę. W kolejnym etapie spółka składa wniosek do Krajowego Depozytu Papierów

Wartościowych o dematerializację akcji, a więc ich ewidencję w postaci elektronicznego zapisu (brak formy materialnej akcji). Po procesie dematerializacji następuje ich rejestracja w KDPW, która to stwarza podstawę do dokonania oferty prywatnej, w której to następuje poszukiwanie inwestorów skłonnych zainwestować w daną firmę/przedsięwzięcie, zgodnie z założeniem oferty prywatnej jest to maksymalnie 99 osób. Etapy finalizujące proces emisji akcji na rynek New Connect to podpisanie umowy z animatorem rynku, do którego obowiązków należy wspieranie płynności obrotu papierami wartościowymi emitenta z którym podpisał umowę. Animator rynku realizuje swoje obowiązki wobec emitenta dokonując transakcji na rachunek własny na warunkach ustalonych z organizatorem alternatywnego systemu obrotu (GPW). Po spełnieniu wszystkich powyższych warunków spółka składa wniosek do GPW o wprowadzenie akcji do obrotu na New Connect, załączając do wniosku zatwierdzony przez autoryzowanego doradcę dokument informacyjny. Giełda ma 5 dni na zatwierdzenie przedłożonego przez spółkę dokumentu informacyjnego oraz podjęcie decyzji o wprowadzeniu akcji do obrotu. Następuje pierwsze notowanie akcji na rynku.

Cały ten proces przeprowadzony sprawnie może zająć od 1 do 3 miesięcy, w związku z ograniczoną pracochłonnością związaną przygotowaniem stosunkowo krótkiego dokumentu informacyjnego jest to relatywnie tani sposób pozyskania kapitału. Oprócz kosztów ponoszonych na rzecz autoryzowanego doradcy spółka musi również opłacić animatora rynku, który nie jest obciążony kosztami przez GPW, w celu nie przzerwiania ich na emitentów. GPW pobiera dodatkowo opłaty za notowania na parkiecie New Connect w kwocie nie przekraczającej 3 tys. PLN rocznie.

## Emisja obligacji korporacyjnych na Catalyst

Gdy firma podejmie już decyzje o emisji obligacji rozpoczyna się wieloetapowy proces, którego początek stanowi poszukiwanie domu maklerskiego oraz doradców mających wspierać emitenta w przygotowywaniu emisji. Szczególnie istotne jest właściwe przygotowanie dokumentacji związanej z emisją, w tym stworzenie właściwego dokumentu informacyjnego, dlatego proces wyboru firmy obsługującej emisję obligacji jest bardzo istotny. Przygotowany dokument informacyjny zostaje przedłożony Komisji Nadzoru Finansowego której zadaniem jest jego weryfikacja oraz podjęcie decyzji o tym czy spełnia on wymagane kryteria. Emitent uzyskując zatwierdzenie dokumentu informacyjnego od Komisji dokonuje rejestracji obligacji w Krajowym Depozycie Papierów Wartościowych a następnie zostaje przeprowadzona oferta, jest to etap w którym zostaje przedstawiona oferta inwestorom którzy za pośrednictwem właściwych domów maklerskich mogą dokonać zapisu na oferowane obligacje korporacyjne. Po udanej ofercie następuje przydział obligacji zgodnie z dokonany zapisami przez inwestorów. Ostatnim etapem emisji obligacji jest złożenie przez emitenta na giełdę wniosku o dopuszczenie obligacji do obrotu na rynku regulowanym lub alternatywnym systemie obrotu. Zwierczenie wszystkich tych czynności stanowi pierwsze notowanie nowej emisji obligacji na rynku. Cały proces emisji obligacji może trwać od 2 do 3 miesięcy i zależy od wielu czynników, szczególnie pracochłonny jest etap tworzenia dokumentu informacyjnego, który w sytuacji wykrycia w nim błędów lub niezgodności przez Komisję może znacząco wydłużyć cały proces. Oczywiście w sytuacji przeprowadzania oferty prywatnej, zarówno koszty i pracochłonność są znacząco mniejsze, a czas niezbędny do przeprowadzenia oferty krótszy niż w przypadku oferty publicznej.

### Bibliografia

- [1] <http://www.gpw.pl/>
- [2] <http://www.gpwcatalyst.pl/>
- [3] <http://www.newconnect.pl/>
- [4] <http://www.dss.pl/>

Archiwalne numery  
czasopisma znajdziesz  
na naszej stronie  
[www.kopaliny.net.pl](http://www.kopaliny.net.pl)