

UMOWA OBJĘCIA AKCJI

Tomasz Sójka



LEX

a Wolters Kluwer business

UMOWA OBJĘCIA AKCJI

Tomasz Sójka



LEX

a Wolters Kluwer business

Warszawa 2012

Stan prawny na 1 lipca 2012 r.

Recenzent

Prof. dr hab. Wojciech Popiołek

Wydawca

Grzegorz Jarecki

Redaktor prowadzący

Joanna Maź

Opracowanie redakcyjne

JustLuk

Łamanie

Wolters Kluwer Polska

Układ typograficzny

Marta Baranowska

© Copyright by

Wolters Kluwer Polska Sp. z o.o., 2012

ISBN 978-83-264-3803-5

ISSN 1897-4392

Wydane przez:

Wolters Kluwer Polska Sp. z o.o.

Redakcja Książek

01-231 Warszawa, ul. Płocka 5a

tel. 22 535 82 00, fax 22 535 81 35

e-mail: ksiazki@wolterskluwer.pl

www.wolterskluwer.pl

księgarnia internetowa www.profinfo.pl

Spis treści

Wykaz skrótów / 11

Wprowadzenie / 15

Rozdział pierwszy

Ekonomiczne i prawnoporównawcze aspekty procesu obejmowania akcji / 21

1. Finansowanie działalności spółki za pomocą emisji akcji / 21
2. Wybór sposobu subskrypcji akcji / 23
3. Rola firm inwestycyjnych pośredniczących w publicznym oferowaniu akcji / 32
4. Wyznaczanie ceny subskrybowanych akcji oraz dobór subskrybentów / 44
 - 4.1. Zjawisko „niedowartościowania” akcji w ramach pierwszych ofert publicznych / 44
 - 4.2. Budowanie księgi popytu – *bookbuilding* / 48
 - 4.3. Oferta po z góry określonej cenie (*fixed price offer*) / 54
 - 4.4. Aukcje / 57
 - 4.5. Konwergencja i rozwój metod wyznaczania ceny akcji oraz doboru subskrybentów / 64
5. Wnioski / 68

Rozdział drugi

Pojęcie i postaci umowy objęcia akcji / 69

1. Ogólna charakterystyka pojęcia objęcia akcji / 69
2. Pojęcie umowy objęcia akcji / 81
 - 2.1. Wstępne ustalenia terminologiczne / 81
 - 2.2. Przegląd poglądów prezentowanych w doktrynie / 82
 - 2.3. Stanowisko własne – umowa objęcia akcji jako umowa nazwana / 93

3. Subskrypcja akcji jako sposób zawarcia umowy objęcia akcji / **99**
4. Postaci umowy objęcia akcji / **100**
 - 4.1. Uwagi ogólne / **100**
 - 4.2. Subskrypcja zamknięta / **101**
 - 4.3. Subskrypcja otwarta / **103**
 - 4.4. Subskrypcja prywatna / **105**
 - 4.5. Objęcie akcji w ramach warunkowego podwyższenia kapitału / **107**
 - 4.6. Problem umowy objęcia akcji zawartej w drodze oferty publicznej / **108**
5. Zamknięty katalog metod obejmowania akcji / **109**
6. Pokrewne instytucje prawne / **111**
 - 6.1. Podwyższenie wartości nominalnej akcji / **111**
 - 6.2. Objęcie akcji w związku z zawiązaniem spółki akcyjnej / **112**

Rozdział trzeci

Zobowiązaniowo-korporacyjny charakter umowy objęcia akcji / 125

1. Umowa objęcia akcji jako umowa zobowiązaniowa / **125**
 - 1.1. Wprowadzenie / **125**
 - 1.2. Umowa konsensualna, dwustronnie zobowiązująca, odpłatna i kauzalna / **125**
 - 1.3. Problem wzajemności umowy objęcia akcji / **126**
2. Korporacyjne cechy umowy objęcia akcji / **130**
 - 2.1. Wprowadzenie / **130**
 - 2.2. Spółka akcyjna jako emitent obejmowanych akcji / **133**
 - 2.3. Reprezentacja spółki przy zawieraniu umowy objęcia akcji / **135**
 - 2.4. Związek uchwały o podwyższeniu kapitału z umową objęcia akcji / **135**
 - 2.5. Wpływ wadliwości uchwały o podwyższeniu kapitału na umowę objęcia akcji / **140**
 - 2.6. Wpływ uchylenia albo zmiany uchwały o podwyższeniu kapitału na umowę objęcia akcji / **151**
 - 2.7. Wpływ wadliwości umowy objęcia akcji na podwyższenie kapitału zakładowego / **154**

- 2.8. Problem przedwstępnej umowy objęcia akcji zawartej przed powzięciem uchwały o podwyższeniu kapitału zakładowego / **161**

Rozdział czwarty

Podstawowe metody subskrypcji akcji / 172

1. Subskrypcja zamknięta / **172**
 - 1.1. Uwagi wprowadzające / **172**
 - 1.2. Subskrypcja zamknięta – analiza poglądów doktryny / **174**
 - 1.3. Treść i forma ogłoszenia o prawie poboru / **191**
 - 1.4. Forma i treść zapisu / **199**
 - 1.5. Subskrypcja zamknięta w ramach oferty publicznej / **209**
2. Subskrypcja otwarta / **215**
 - 2.1. Uwagi wprowadzające / **215**
 - 2.2. Niepubliczna subskrypcja otwarta / **216**
 - 2.3. Publiczna subskrypcja otwarta / **227**
3. Subskrypcja prywatna / **229**

Rozdział piąty

Szczególne przypadki zawarcia umowy objęcia akcji / 238

1. Objęcie akcji w kapitale warunkowo podwyższonym / **238**
2. Objęcie akcji przez uprawnionych z warrantów subskrypcyjnych z prawem zapisu / **257**
3. Objęcie akcji dodatkowych (art. 443 § 2 pkt 1 k.s.h.), emitowanych w związku z podwyższeniem kapitału ze środków spółki / **263**
4. Obejmowanie akcji przez subemitentów / **268**
 - 4.1. Obejmowanie akcji przez subemitenta dystrybucyjnego / **268**
 - 4.2. Obejmowanie akcji przez subemitenta gwarancyjnego / **270**
 - 4.3. Obejmowanie akcji przez subemitenta inwestycyjnego / **272**
 - 4.4. Obejmowanie akcji przez subemitenta usługowego / **276**
5. Zawieranie umów objęcia akcji w trybie aukcji / **279**

Rozdział szósty

Obowiązki emitenta akcji / 283

1. Obowiązek wyemitowania akcji na rzecz subskrybenta / **283**
 - 1.1. Zagadnienia wprowadzające / **283**
 - 1.2. Obowiązek kontynuowania subskrypcji / **284**
 - 1.3. Obowiązek dokonania przydziału akcji / **288**
 - 1.4. Obowiązek rejestracji podwyższenia kapitału zakładowego / **318**
2. Problem obowiązku wydania dokumentu akcji / **319**
3. Problem obowiązku wprowadzenia wyemitowanych akcji do obrotu zorganizowanego / **322**
4. Obowiązek zwrotu wkładu w przypadku wygaśnięcia zobowiązań stron umowy / **325**
 - 4.1. Upływ terminu powodującego ustanie związania zapisem / **325**
 - 4.2. Niedojście do skutku podwyższenia kapitału zakładowego w rezultacie jego niezarejestrowania / **328**
 - 4.3. Nieskuteczność podwyższenia kapitału zakładowego z uwagi na niepowodzenie subskrypcji / **333**
 - 4.4. Uchylenie się od skutków prawnych złożonego zapisu / **338**

Rozdział siódmy

Obowiązki subskrybenta akcji / 342

1. Obowiązek wniesienia wkładu na rzecz spółki – zagadnienia ogólne / **342**
 - 1.1. Wprowadzenie / **342**
 - 1.2. Umowny i korporacyjny obowiązek wniesienia wkładu / **346**
 - 1.3. Cena emisyjna / **347**
 - 1.4. Wysokość wpłat na akcje / **354**
 - 1.5. Miejsce dokonywania wpłat na akcje / **355**
 - 1.6. Bezwarunkowy charakter zobowiązania do wniesienia wkładu / **360**
2. Obowiązek wniesienia wkładu niepieniężnego / **363**
 - 2.1. Wprowadzenie / **363**
 - 2.2. Zdolność aportowa / **364**
 - 2.3. Wpływ obejścia przepisów o wkładach niepieniężnych na umowę objęcia akcji / **380**

- 2.4. Sposób wniesienia wkładu niepieniężnego / **383**
- 3. Obowiązek wniesienia wkładu pieniężnego / **385**
 - 3.1. Pojęcie wkładu pieniężnego / **385**
 - 3.2. Sposób wniesienia wkładu pieniężnego / **387**
- 4. Problem dopuszczalności dwustopniowej emisji akcji oraz zobowiązaniowej nadwyżki emisyjnej wnoszonej na rzecz spółki po rejestracji podwyższenia kapitału / **390**

Rozdział ósmy

Konsekwencje naruszenia obowiązków strony umowy objęcia akcji / 402

- 1. Naruszenie obowiązków emitenta / **402**
 - 1.1. Obowiązek naprawienia szkody wynikłej z naruszenia obowiązku wyemitowania akcji / **402**
 - 1.2. Obowiązek naprawienia szkody wynikłej z naruszenia obowiązku wprowadzenia akcji do obrotu zorganizowanego / **407**
- 2. Naruszenie obowiązków subskrybenta / **410**
 - 2.1. Umownie określone skutki nieuiszczenia wpłat na akcje / **410**
 - 2.2. Odpowiedzialność za przeszacowanie wkładu niepieniężnego / **412**
 - 2.3. Odpowiedzialność za wady wkładu niepieniężnego / **416**
 - 2.4. Problem niedoszacowania wkładu niepieniężnego / **423**
 - 2.5. Problem zakresu stosowania ogólnych reguł kodeksu cywilnego dotyczących skutków nienależytego wykonania albo niewykonania zobowiązań / **423**

Podsumowanie / **427**

Literatura / **445**

Wykaz skrótów

Akty prawne

AktG	Aktiengesetz, niemiecka ustawa o spółce akcyjnej
druga dyrektywa	druga Dyrektywa Rady z dnia 13 grudnia 1976 r. w sprawie koordynacji gwarancji, jakie są wymagane w Państwach Członkowskich od spółek w rozumieniu art. 58 akapit drugi Traktatu, w celu uzyskania ich równoważności, dla ochrony interesów zarówno wspólników, jak i osób trzecich w zakresie tworzenia spółki akcyjnej, jak również utrzymania i zmian jej kapitału (77/91/EWG) (Dz. Urz. WE L 26 z 31.01.1977, s. 1; Dz. Urz. Polskie wydanie specjalne, rozdz. 17, t. 1, s. 8)
dyrektywa prospektowa	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 (Dz. Urz. UE L 345 z 31.12.2003, s. 64; Dz. Urz. Polskie wydanie specjalne, rozdz. 6, t. 6, s. 356)
k.c.	ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 r. – Kodeks cywilny (Dz. U. Nr 16, poz. 93 z późn. zm.)
k.h.	rozporządzenie Prezydenta Rzeczypospolitej Polskiej z dnia 27 czerwca 1934 r. – Kodeks handlowy (Dz. U. Nr 57, poz. 502 z późn. zm.)

k.p.c.	ustawa z dnia 17 listopada 1964 r. – Kodeks postępowania cywilnego (Dz. U. Nr 43, poz. 296 z późn. zm.)
k.s.h.	ustawa z dnia 15 września 2000 r. – Kodeks spółek handlowych (Dz. U. Nr 94, poz. 1037 z późn. zm.)
OR	Obligationenrecht, szwajcarska ustawa o prawie zobowiązań
Regulamin KDPW	Regulamin Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych
rozporządzenie nr 1606/2002	rozporządzenie (WE) nr 1606/2002 Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 19 lipca 2002 r. w sprawie stosowania międzynarodowych standardów rachunkowości (Dz. Urz. WE L 243 z 11.09.2002, s. 1; Dz. Urz. UE Polskie wydanie specjalne, rozdz. 13, t. 29, s. 609)
rozporządzenie prospektowe	rozporządzenie Komisji (WE) nr 809/2004 z dnia 29 kwietnia 2004 r. wykonujące Dyrektywę 2003/71/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie informacji zawartych w prospektach emisyjnych oraz formy, włączenia przez odniesienie i publikacji takich prospektów emisyjnych oraz rozpowszechniania reklam (Dz. Urz. UE L 149 z 30.04.2004, s. 1; Dz. Urz. UE Polskie wydanie specjalne, rozdz. 6, t. 7, s. 307)
u.o.	ustawa z dnia 29 czerwca 1995 r. o obligacjach (tekst jedn.: Dz. U. z 2001 r. Nr 120, poz. 1300 z późn. zm.)
u.o.i.f.	ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (tekst jedn.: Dz. U. z 2010 r. Nr 211, poz. 1384 z późn. zm.)
u.o.p.	ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (tekst jedn.: Dz. U. z 2009 r. Nr 185, poz. 1439 z późn. zm.)

u.p.e.	ustawa z dnia 18 września 2001 r. o podpisie elektronicznym (Dz. U. Nr 130, poz. 1450 z późn. zm.)
u.r.	ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości (tekst jedn.: Dz. U. z 2009 r. Nr 152, poz. 1223 z późn. zm.)
u.z.n.k.	ustawa z dnia 16 kwietnia 1993 r. o zwalczaniu nieuczciwej konkurencji (tekst jedn.: Dz. U. z 2003 r. Nr 153, poz. 1503 z późn. zm.)
ustawa o KRS	ustawa z dnia 20 sierpnia 1997 r. o Krajowym Rejestrze Sądowym (tekst jedn.: Dz. U. z 2007 r. Nr 168, poz. 1186 z późn. zm.)

Instytucje

EOG	Europejski Obszar Gospodarczy
GPW	Giełda Papierów Wartościowych S.A. w Warszawie
KDPW	Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych
KNF	Komisja Nadzoru Finansowego
NASD	National Association of Securities Dealers
SEC	Securities and Exchange Commission
SN	Sąd Najwyższy
UE	Unia Europejska
UNIDROIT	International Institute for the Unification of Private Law

Inne

GSP	Gdańskie Studia Prawnicze
M. Praw.	Monitor Prawniczy
MSiG	Monitor Sądowy i Gospodarczy
MSR	Międzynarodowe Standardy Rachunkowości

MSSF	Międzynarodowe Standardy Sprawozdawczości Finansowej
OSN	Orzecznictwo Sądu Najwyższego
OSNC	Orzecznictwo Sądu Najwyższego. Izba Cywilna
OSP	Orzecznictwo Sądów Polskich
PiP	Państwo i Prawo
PPH	Przegląd Prawa Handlowego
PPW	Prawo Papierów Wartościowych
Pr. Spółek	Prawo Spółek
PUG	Przegląd Ustawodawstwa Gospodarczego
RPEiS	Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny

Wprowadzenie

Przedmiotem niniejszej pracy jest umowa objęcia akcji, a więc czynność prawna, na mocy której dochodzi do objęcia akcji w podwyższanym kapitale zakładowym. Nie zajmuję się tu zatem innymi przypadkami obejmowania akcji, z którymi nie wiąże się konieczność zawarcia zdefiniowanej przez ustawodawcę umowy objęcia akcji. Staram się bowiem wykazać, że objęcie akcji w przypadku zawiązywania spółki akcyjnej nie następuje na mocy umowy objęcia akcji, lecz jest jednym z elementów treści umowy założycielskiej spółki akcyjnej. Pomijam także różnorodne sytuacje pierwotnego nabycia akcji nowej emisji, które nie wymagają objęcia – np. nabycia akcji gratisowych w ramach podwyższenia kapitału zakładowego ze środków spółki.

Fundamentalną tezę niniejszej pracy jest to, że na gruncie kodeksu spółek handlowych można zasadniczo mówić o jednym typie kontraktu, na mocy którego dochodzi do objęcia akcji w podwyższanym kapitale zakładowym – a mianowicie o umowie objęcia akcji, która jest umową nazwaną. Umowa objęcia akcji może być zawierana w różnorodnych trybach, zdefiniowanych przez ustawodawcę. Podstawowe sposoby zawarcia umowy objęcia akcji to: subskrypcja zamknięta, subskrypcja otwarta i subskrypcja prywatna. W zależności od zastosowanego trybu treść umowy objęcia akcji będzie nieco inna, jednak różnice te są na tyle nieznaczne, że nie pozwalają na wyróżnienie odrębnych typów umowy. Modelem podstawowym umowy objęcia akcji jest umowa zawarta w trybie subskrypcji zamkniętej. Umowy zawierane w pozostałych trybach są jej swoistymi podtypami, dla których ustawodawca przewidział pewne specyficzne unormowania, zarówno w zakresie procedury ich zawierania, jak i treści. Jednak te szczególne unormowania w zakresie treści są na tyle skąpe, że nie sposób na ich podstawie wyinterpretować treści praw i obowiązków stron tych umów bez odwoływania się do podstawowego modelu umowy objęcia akcji.

Umowa objęcia akcji jest umową o charakterze zobowiązaniowo-korporacyjnym. Jej korporacyjne cechy wynikają z faktu, że stanowi ona element ciągu korporacyjnych czynności konwencjonalnych, których ostatecznym skutkiem jest podwyższenie kapitału zakładowego spółki oraz wykreowanie akcji nowej emisji. Fakt ten ma daleko idące konsekwencje dla reżimu prawnego umowy objęcia akcji. Uchwała o podwyższeniu kapitału zakładowego jest przesłanką ważności umowy objęcia akcji, a treść praw i obowiązków stron tej umowy w istotnym stopniu wyznaczają obowiązujące przepisy kodeksu spółek handlowych.

Zawarcie umowy objęcia akcji jest niewrażliwym momentem dla całej procedury emisji nowych akcji i związanego z tym podwyższenia kapitału zakładowego. Umowa objęcia akcji zobowiązuje bowiem akcjonariusza do wniesienia na rzecz spółki wkładu celem pokrycia objętych akcji, a spółkę do wyemitowania tych akcji na rzecz subskrybenta. Wraz z zawarciem umów objęcia akcji ostatecznie określone zostają najważniejsze parametry finansowe nowej emisji akcji – ich cena emisyjna oraz liczba, a w efekcie także wielkość pozyskanego przez spółkę kapitału i stopień rozwodnienia udziału dotychczasowych akcjonariuszy. Efektywność procesu subskrypcji akcji, a więc zawierania umów objęcia akcji, w sposób bezpośredni wpływa zatem na koszty pozyskiwania kapitału przez spółki akcyjne, co wiąże się z efektywnością alokacyjną rynku kapitałowego i konkurencyjnością całej gospodarki.

W nowoczesnym systemie gospodarczym regulacje prawne umożliwiające efektywną ekonomicznie subskrypcję akcji stają się warunkiem dostępu do globalnego kapitału oraz czerpania korzyści ze wspólnego rynku kapitałowego w ramach UE. W poszczególnych krajach członkowskich Unii można dostrzec wzrost zainteresowania badaniami prawnoporównawczymi i ekonomicznymi w tym zakresie. Przykładem może być projekt badawczy prowadzony pod auspicjami UNIDROIT, dotyczący zasad i unormowań zdolnych wspierać obrót instrumentami finansowymi na rynkach wschodzących (*Principles and rules capable of enhancing trading in securities in emerging markets*), którego jednym z najistotniejszych zagadnień jest transakcyjna struktura emisji akcji, a w szczególności pierwszych ofert publicznych (*transactional structure of share issues (IPOs)*) – <http://www.unidroit.org/english/studies/study78b/main.htm>).

Wzrost znaczenia problematyki metod obejmowania emitowanych przez spółki praw udziałowych wiąże się z rosnącym znaczeniem publicznej oferty akcji jako metody pozyskiwania kapitału, gdyż w tych

okolicznościach proces kontraktowania, zmierzający do objęcia akcji, odbywa się na skalę masową, z udziałem inwestorów dotychczas niepowiązanych ze spółką. Nie bez przyczyny obejmowanie praw udziałowych w spółce z ograniczoną odpowiedzialnością zostało unormowane w sposób radykalnie prostszy, wręcz minimalistyczny, co jest prostą konsekwencją faktu, że na prawa udziałowe w takiej spółce nie mogą być wydawane papiery wartościowe, a tym samym nie stają się one przedmiotem zorganizowanego obrotu.

Umowa objęcia akcji zawsze znajdowała się w kręgu zainteresowań polskiej literatury prawniczej, jednak rzadko stanowiła centralny problem badawczy. Doktryna prawa spółek koncentrowała się przeważnie na problematyce ściśle korporacyjnej. Emisja akcji przez spółkę z reguły była analizowana przez pryzmat uchwały walnego zgromadzenia o podwyższeniu kapitału zakładowego oraz problematyki prawa poboru. Wynika to m.in. z faktu, że stosunek prawny płynący z umowy objęcia akcji jest tymczasowy – to stan przejściowy, poprzedzający zawiązanie się między subskrybentem i spółką organizacyjnego stosunku prawnego spółki akcyjnej. Ponadto analiza problematyki umowy objęcia akcji wymaga stosunkowo interdyscyplinarnego podejścia, gdyż na kształt tej instytucji wpływa nie tylko prawo spółek handlowych i ogólne przepisy kodeksu cywilnego, ale także prawo rynku kapitałowego.

Umowa objęcia akcji nie doczekała się jeszcze całościowego i kompleksowego omówienia w formie monograficznej. Z kolei odnotowane wypowiedzi doktryny na ten temat wykazują wprost zadziwiającą rozbieżność poglądów co do najbardziej podstawowych zagadnień. Wydaje się, że przyczyna takiego stanu rzeczy po części leży właśnie w tym, że umowa objęcia akcji niezwykle rzadko staje się centralnym problemem badawczym, a zbyt często traktowana jest jako czysto techniczny i poboczny aspekt podwyższenia kapitału zakładowego. Celem niniejszego opracowania jest próba wypełnienia tej luki oraz spojrzenia na omawianą instytucję z uwzględnieniem elementów najnowszych – mianowicie wzrostu znaczenia rynku kapitałowego i publicznych ofert akcji jako instrumentów finansowania działalności spółek akcyjnych, jak również doświadczeń kryzysu na rynkach finansowych.

Uważam, że umów objęcia akcji nie można nadal postrzegać wyłącznie z punktu widzenia zasady realnego wniesienia kapitału zakładowego, jak to czyniła tradycyjna doktryna europejskiego (kontynentalnego) prawa spółek, szczególnie prawa niemieckiego – którą reprezen-

towało w tym zakresie fundamentalne opracowanie M. Luttera z 1964 r., zatytułowane *Kapital, Sicherung der Kapitalaufbringung und Kapitalerhaltung in den Aktien – und GmbH-Rechten der EWG* (Karlsruhe 1964). Subskrypcję akcji należy bowiem analizować także przez pryzmat zasady ochrony inwestorów, która zajmuje centralne miejsce w ramach europejskiego i polskiego prawa rynku kapitałowego. Współczesne spółki akcyjne w Europie w coraz większym stopniu finansują swoją działalność za pomocą rynku kapitałowego i publicznych emisji akcji. Tym samym, rozpatrując problematykę obejmowania akcji nowych emisji, prawo spółek nie może brać pod uwagę wyłącznie interesów wierzycieli spółki, którym zależy na realnym pokryciu kapitału zakładowego spółki – powinno także uwzględniać interesy inwestorów na rynku kapitałowym, którzy te akcje mają obejmować. Nie oznacza to bynajmniej, że deprecjonują znaczenie zasady realnego wniesienia kapitału zakładowego – doświadczenia kryzysu na rynkach finansowych pokazują, że należyta kapitalizacja za pomocą kapitałów własnych największych przedsiębiorstw, zwłaszcza w sektorze finansowym, bynajmniej nie jest tematem przebrzmiałym. Ważne jest jednak, by zasada realnego pokrycia kapitału zakładowego nie była jedynym i najważniejszym paradygmatem badań nad subskrypcją akcji, gdyż należyta ochrona inwestorów jest w tym kontekście równie ważna.

W niniejszej pracy staram się zwrócić uwagę na specyficzne problemy publicznej subskrypcji akcji. Przede wszystkim analizuję problematykę przeprowadzenia publicznej subskrypcji akcji, w ramach której spółka składa propozycję zawarcia umowy objęcia akcji w prospekcie emisyjnym albo memorandum informacyjnym. Należy mieć także na uwadze, że interes typowego inwestora portfelowego na rynku kapitałowym nie sprowadza się jedynie do uzyskania objętych praw udziałowych w spółce, ale niemal równie istotne jest to, aby nabyte akcje były płynnymi papierami wartościowymi, a więc takimi, które mogą zostać zbyte w zorganizowanym obrocie. Dlatego też w niniejszej pracy rozważam charakter prawny oświadczeń składanych przez emitentów w prospekcie dotyczących zamiaru wprowadzenia emitowanych akcji do obrotu zorganizowanego (np. na giełdzie) oraz cywilnoprawnych konsekwencji niewywiązania się z tego zobowiązania.

Omawiam również problem dopuszczalności na gruncie prawa polskiego tzw. dwustopniowej emisji akcji, która powszechnie jest stosowana w wielu krajach o najbardziej rozwiniętym rynku kapitałowym. Umożliwia ona ostatecznym inwestorom nabycie akcji już wyemitowa-

nych (to jest po rejestracji podwyższenia kapitału zakładowego) i dopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym. W tym przypadku całą emisję akcji obejmuje po wartości nominalnej firma inwestycyjna (a częściej ich konsorcjum), która następnie sprzedaje te akcje ostatecznym inwestorom po docelowej cenie emisyjnej, odprowadzając nadwyżkę emisyjną na rzecz emitenta.

Wreszcie analizuję także dopuszczalność stosowania aukcji jako metody wyznaczania ceny emisyjnej akcji oraz posługiwania się Internetem przy zawieraniu umowy objęcia akcji. Rozważam również kwestię sposobu obejmowania akcji przez specjalistycznych pośredników na rynku kapitałowym, jakimi są subemitenci.

Analiza problemów publicznej subskrypcji akcji nie jest możliwa bez rozwiązania najbardziej fundamentalnych kwestii, dotyczących konstrukcji umowy objęcia akcji. W niniejszej pracy staram się więc odpowiedzieć na pytania dotyczące charakteru prawnego umowy objęcia akcji, jej postaci, trybu zawierania, treści obowiązków stron, a wreszcie konsekwencji ich naruszeń.

Praca została podzielona na osiem rozdziałów. Pierwszy z nich opisuje wybrane aspekty funkcjonowania subskrypcji akcji w praktyce współczesnych rynków kapitałowych. Drugi wyjaśnia pojęcie umowy objęcia akcji i ukształtowane przez ustawodawcę jej postaci. Rozdział trzeci analizuje charakter prawny umowy objęcia akcji, a w szczególności jej korporacyjne cechy. Czwarty omawia podstawowe, wskazane przez ustawę, sposoby zawierania umowy objęcia akcji. Rozdział piąty został poświęcony tym szczególnym przypadkom obejmowania akcji nowej emisji, którym prawodawca nie przypisał jednoznacznie określonego trybu zawierania umowy objęcia akcji. Rozdziały szósty i siódmy analizują obowiązki stron umowy objęcia akcji, a ósmy – konsekwencje ich naruszenia.

Przedmiotem niniejszej pracy jest wyłącznie umowa objęcia akcji wyemitowanych przez spółkę akcyjną. Pominąłem tutaj kwestię obejmowania akcji w spółce komandytowo-akcyjnej, uznając, że analizowanie tej problematyki wymaga najpierw opracowania jej na gruncie spółki akcyjnej, co stworzy podstawę do rozpatrywania problemów specyficznych dla spółki komandytowo-akcyjnej. Pozostawiłem dla dalszych badań problematykę obejmowania udziałów w spółce z ograniczoną odpowiedzialnością z uwagi na radykalnie odmienne i wysoce minimalistyczne unormowania w tym zakresie.

Rozdział pierwszy

Ekonomiczne i prawnoporównawcze aspekty procesu obejmowania akcji

1. Finansowanie działalności spółki za pomocą emisji akcji

Spółki decydują się na emisję nowych akcji w celu pozyskania kapitału na prowadzoną działalność gospodarczą. W literaturze wciąż dyskusyjne jest zagadnienie przyczyn, dla których w niektórych sytuacjach spółki decydują się na finansowanie swojej działalności gospodarczej za pomocą emisji nowych akcji, a w innych z kolei za pomocą tzw. kapitału obcego – np. kredytów, pożyczek czy też emisji obligacji. Problematyką tą zajmuje się teoria struktury kapitałowej spółek (*capital structure theory*) – przy czym dyskusja na temat czynników determinujących „strukturę kapitałową”, czyli swoistą kompozycję różnych instrumentów finansowych służących spółkom do pozyskiwania środków finansowych na prowadzoną działalność gospodarczą, daleka jest od ostatecznych konkluzji¹.

W tym miejscu można jedynie wskazać, że dużo zależy m.in. od branży, w jakiej funkcjonuje spółka, skali jej działalności, stadium rozwoju czy też struktury majątku. Spółki o stabilnej strukturze przychodów oraz znacznym majątku trwałym (przykładowo będące właścicie-

¹ Dyskusję na ten temat rozpoczęli: F. Modigliani, M.H. Miller, *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*, American Economic Review 1958, nr 48, s. 433 i n. Ogólnie na ten temat zob. M. Harris, A. Raviv, *The Theory of Capital Structure*, Journal of Finance 1991, nr 46, s. 297 i n.; W.L. Megginson, *Corporate Finance Theory*, Nowy Jork, Sydney, Madryt, Amsterdam 1997, s. 306 i n. W literaturze polskiej zob. np. M. Jerzemska, *Kształtowanie struktury kapitału w spółkach akcyjnych*, Warszawa 1999, s. 81 i n.

lami nieruchomości mogących stanowić zabezpieczenie kredytów bankowych) mają tendencję do zwiększania zadłużenia w bilansie i mniej chętnie sięgają po kapitał pozyskiwany za pomocą emisji akcji. Przykładem mogą być duże, dojrzałe spółki z segmentu użyteczności publicznej (*utilities*). Natomiast spółki w początkowej fazie rozwoju, z mniejszym majątkiem trwałym oraz o mniej stabilnych przychodach, mają ograniczony dostęp do kapitału obcego (np. kredytów bankowych) i muszą w większym stopniu finansować swój rozwój za pomocą emisji nowych akcji. Przykładem mogą być spółki prowadzące działalność w sektorze nowych technologii, które finansują swoją działalność raczej za pomocą emisji akcji obejmowanych przez inwestorów o większej skłonności do ryzyka, ale za to liczących na większe zyski w przyszłości². W konkretnym przypadku istotną rolę odgrywać mogą także takie czynniki jak: system podatkowy danego kraju, stopień rozwoju rynku kapitałowego czy też struktura akcjonariatu lub struktura zadłużenia danej spółki³.

Jednym z elementów kluczowych dla procesu emisji akcji jest ich subskrypcja, rozumiana jako zawarcie umowy, na mocy której subskrybenci zobowiązują się wnieść na rzecz spółki wkład na pokrycie akcji, a spółka zobowiązuje się doprowadzić do uzyskania przez nich akcji. W literaturze wskazuje się, że należyte funkcjonowanie procesu subskrypcji akcji jest jednym z czynników wpływających na efektywność procesu alokacji kapitału w gospodarce, a co za tym idzie – na efektywność gospodarki jako całości. Sprawność procesu subskrypcji akcji wpływa bowiem na to, czy optymalna wielkość kapitału trafiać będzie do tych emitentów, którzy potrafią go w optymalny sposób wykorzystać dla rozwoju prowadzonej działalności gospodarczej⁴. Ma to istotne znaczenie zarówno dla małych spółek emitujących akcje na rynku krajowym⁵, jak i dużych emitentów, pragnących sięgać po kapitał na międzynarodowych rynkach kapitałowych⁶. Na efektywność procesu

² E. Ferran, *Principles of corporate finance law*, Oksford 2008, s. 63.

³ *Ibidem*, s. 64 i n.

⁴ K. Serfling, U. Pape, T. Kressin, *Emissionspreisfindung und Underpricing im Rahmen des Börsengangs junger Wachstumsunternehmen*, Die Aktiengesellschaft 1999, nr 7, s. 289 i n.

⁵ *Ibidem*, s. 289.

⁶ M. Willamowski, *Bookbuilding – Die marktorientierte Emission von Aktien nach deutschen und U.S.-amerikanischem Recht*, Kolonia, Berlin, Bonn, Monachium 2000, s. 2 i n.

subskrypcji akcji wpływają następujące czynniki: możliwości uzyskania optymalnej ceny za emitowane akcje, minimalizacja ryzyka niedojścia emisji do skutku oraz minimalizacja kosztów związanych z przeprowadzeniem subskrypcji. Elementy te zostaną szerzej omówione w dalszej części niniejszego rozdziału.

Jedną z kluczowych decyzji emitenta, determinujących kształt procesu subskrypcji akcji, jest określenie, czy akcje nowej emisji oferowane będą w sposób publiczny (*public offer*), czy też prywatny (*private placement*), a także czy oferty te będą powiązane z zachowaniem prawa poboru dotychczasowych akcjonariuszy, czy też zostanie ono wyłączone.

Kolejnym istotnym zagadnieniem jest zakres uczestnictwa w procesie subskrypcji akcji profesjonalnych pośredników i doradców, czyli firm inwestycyjnych. Wreszcie należy także wspomnieć o procedurze wyznaczenia ceny emisyjnej przez emitenta oraz doboru inwestorów, którzy nabędą akcje nowej emisji.

2. Wybór sposobu subskrypcji akcji

Czynniki wpływające na wybór przez spółkę sposobu subskrypcji akcji są przedmiotem licznych badań. Trudno uznać, by obraz wyłaniający się z tych opracowań był całkowicie jednoznaczny, jednak można na ich podstawie wskazać pewne zasadnicze tendencje. W tym celu należy osobno omówić sytuację spółek niepublicznych i publicznych.

Spółki niepubliczne z reguły pozyskują dodatkowy kapitał „udziałowy” (*equity capital*) poprzez emisję akcji skierowaną do swoich dotychczasowych akcjonariuszy – a więc najczęściej chodzi tutaj o subskrypcję zamkniętą związaną z podwyższeniem kapitału zakładowego z prawem poboru. Czynią to tak długo, dopóki dotychczasowi akcjonariusze mogą i chcą finansować rozwój działalności spółki. Najczęściej akcjonariusze spółki na pewnym etapie rozwoju spółki wyczerpują swoje zasoby finansowe i tracą możliwość dalszego finansowego wspierania jej rozwoju. Może jednak być i tak, że decyzja o zaprzestaniu finansowania spółki przez dotychczasowych akcjonariuszy jest wynikiem ich awersji do ryzyka i związanej z tym niechęci do angażowania

całego swojego majątku w jedną tylko spółkę, bez dywersyfikacji ryzyka inwestycyjnego⁷.

W takim więc przypadku, jeśli spółka nie dysponuje zakumulowanymi zyskami z lat ubiegłych lub możliwością pozyskania finansowania dłużnego (np. kredytu bankowego), zmuszona jest szukać inwestorów spoza grona dotychczasowych akcjonariuszy i pozyskiwać od nich kapitał w drodze niepublicznej subskrypcji akcji z wyłączeniem prawa poboru. W literaturze wskazuje się, że charakter tych inwestorów z reguły jest zróżnicowany na kolejnych etapach rozwoju spółki – są to zarówno różnego rodzaju tzw. aniołowie biznesu i fundusze *venture capital* inwestujący w spółki na wczesnych etapach rozwoju, jak i typowe fundusze *private equity* inwestujące w stosunkowo dojrzałe „przedsiębiorstwa”⁸.

Spółki niepubliczne szukające możliwości pozyskania kapitału udziałowego spoza grona dotychczasowych akcjonariuszy dysponują także możliwością przeprowadzenia pierwszej oferty publicznej swoich akcji i związanego z tym wprowadzenia tych akcji do zorganizowanego obrotu (np. giełdowego). Inwestorzy w obrocie zorganizowanym są bowiem w stanie oferować wyższą wycenę akcji spółki niż inwestorzy na rynku niepublicznym z uwagi na możliwość dywersyfikowania swojego ryzyka inwestycyjnego⁹. Pierwsza oferta publiczna nie zawsze jest jednak dostępną opcją pozyskania kapitału na rynku. Przeprowadzenie oferty publicznej, a także status spółki, której akcje znajdują się w obrocie zorganizowanym, pociąga za sobą znaczne koszty – zarówno o charakterze incydentalnym (pierwsza oferta publiczna), jak i stałym (funkcjonowanie jako spółka publiczna); w związku z tym nie każda spółka i nie w każdym momencie będzie zdolna przeprowadzić pierwszą emisję akcji na warunkach akceptowalnych dla dotychczasowych akcjonariuszy.

Czynniki, które sprzyjają przeprowadzeniu przez spółkę pierwszej oferty publicznej swoich akcji, to temat budzący duże zainteresowanie nauk ekonomicznych i nadal wysoce kontrowersyjny, jeśli chodzi

⁷ A.N. Berger, G.F. Udell, *The Economics of Small Business Finance: The Roles of Private Equity and Debt Markets in the Financial Growth Cycle*, Journal of Banking and Finance 1998, nr 22, s. 7.

⁸ T. Jenkinson, *Private equity (w:) The 2009 European Advisory Group Report on the European Economy*, www.cesifo.org, s. 124 i n.

⁹ I. Welch, J. Ritter, *A Review of IPO Activity, Pricing and Allocation*, The Journal of Finance 2002, t. 57, nr 4, s. 1798.

o szczegóły. Ogólnie rzecz ujmując, do korzystnego (z punktu widzenia dotychczasowych akcjonariuszy) przeprowadzenia pierwszej oferty publicznej bardziej nadają się spółki większe, które osiągnęły już pewien etap rozwoju – pod względem wielkości przychodów, rentowności i pozycji na rynku – pozwalający na atrakcyjną wycenę ich akcji przez raczej pasywnych inwestorów na rynku kapitałowym¹⁰. Drugim raczej niekontrowersyjnym czynnikiem jest sprzyjająca koniunktura na rynku kapitałowym, pozwalająca uzyskać atrakcyjniejszą wycenę emitowanych akcji niż, przykładowo, na rynku niepublicznym, a także większą niż wycena wynikająca z przeświadczenia dotychczasowych akcjonariuszy o pewnej „fundamentalnej” (wewnętrznej) wartości tych akcji¹¹. Ten pierwszy czynnik przy tym jest wprawdzie warunkiem koniecznym, ale jednak niewystarczającym dla przeprowadzenia atrakcyjnej oferty publicznej – dodatkowo niezbędna jest jeszcze dobra koniunktura na rynku kapitałowym¹².

Spółki publiczne dysponują całą gamą metod przeprowadzenia subskrypcji akcji nowej emisji. Mogą to być zarówno oferty z zachowaniem prawa poboru, jak i przewidujące jego wyłączenie. W ramach ofert z prawem poboru wyróżnia się oferty powiązane z gwarancją powodzenia emisji ze strony firmy inwestycyjnej (subemisja), jak i tzw. nieubezpieczone oferty z prawem poboru (*uninsured rights offerings*). Z kolei w przypadku emisji z wyłączeniem prawa poboru w literaturze wyróżnia się oferty niepubliczne (*private placement*) – a więc skierowane do określonych adresatów, jak również oferty publiczne. Te ostatnie mogą z kolei być w większym lub mniejszym stopniu powiązane z gwarancją powodzenia emisji (subemisja), udzieloną przez firmy inwestycyjne pośredniczące w oferowaniu akcji¹³.

Nadal dyskusyjna jest jednak kwestia czynników wpływających na wybór przez emitenta tej, a nie innej metody subskrypcji akcji. W literaturze silnie prezentowany jest pogląd, który uzależnia wybór metody subskrypcji od stopnia asymetrii informacyjnej w zakresie wyceny spółki między zarządem (kadrami menedżerską) a zewnętrznymi inwesto-

¹⁰ *Ibidem*.

¹¹ *Ibidem*, s. 1799.

¹² *Ibidem*, s. 1802.

¹³ B.E. Eckbo, O. Norli, *The equity flotation method pecking order, working paper*, www.ssrn.com, 2005, June, s. 1. Por. także B.E. Eckbo, R.W. Masulis, O. Norli, *Security Offerings* (w: *Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance*, t. 1, red. B.E. Eckbo, Amsterdam 2007, s. 238 i n.

rami. Wskazuje się, że przy bardzo niskim poziomie asymetrii informacyjnej spółki wybierają tzw. nieubezpieczone oferty z prawem poboru¹⁴. Z kolei przy umiarkowanej asymetrii informacyjnej spółki wybierają „ubezpieczone” oferty z prawem poboru (*stand-by commitments*) lub otwarte oferty publiczne powiązane z gwarancją powodzenia emisji ze strony firmy inwestycyjnej pośredniczącej w oferowaniu akcji (*underwritten offerings*). Gwarancja powodzenia emisji udzielona przez firmę inwestycyjną w pewnym sensie „certyfikuje” jakość emitenta i jego wycenę, a więc niweluje ową asymetrię informacyjną¹⁵.

Badania empiryczne wskazują, że po oferty skierowane do oznaczonego inwestora (*private placement*) sięgają spółki o znacznym poziomie asymetrii informacyjnej¹⁶. Pojedynczy inwestor instytucjonalny jest bowiem w stanie zniwelować ewentualne braki w zakresie informacji, przeprowadzając niezbędny audyt (*due dilligence*) spółki. Jest to rozwiązanie w wielu przypadkach korzystniejsze od publicznej oferty akcji, gdyż w tym ostatnim przypadku inwestorzy domagaliby się znacznego „dyskonta” w ramach ceny emisyjnej od ceny rynkowej, które miałyby rekompensować ryzyko związane z asymetrią informacyjną, lub też spółka musiałaby pokryć znaczne koszty firmy inwestycyjnej gwarantującej powodzenie emisji¹⁷. Spółki o wysokiej asymetrii informacyjnej często charakteryzują się następującymi cechami:

- 1) przeprowadziły pierwszą ofertę publiczną w stosunkowo wczesnej fazie rozwoju;
- 2) nie były „wprowadzone na giełdę” przez fundusze *venture capital*;
- 3) nie posiadają wielu inwestorów instytucjonalnych w akcjonariacie;
- 4) płynność handlu ich akcjami nie jest znaczna¹⁸.

Spółki publiczne stosują także emisje akcji skierowane do indywidualnie oznaczonych adresatów w przypadku tworzenia strategicznych powiązań kapitałowych z innymi spółkami¹⁹ – np. w celu włączenia spółki do szerszego zgrupowania spółek (holdingu). W tym przypadku

¹⁴ H. Cronqvist, M. Nilsson, *The Choice Between Rights Offerings and Private Equity Placements*, Journal of Financial Economics 2005, nr 78 (2), s. 735 i n.

¹⁵ *Ibidem*, s. 736 i n.

¹⁶ *Ibidem*.

¹⁷ Y. Wu, *The choice of equity-selling mechanisms*, Journal of Financial Economics 2004, nr 24, s. 94 i n.

¹⁸ *Ibidem*, s. 95.

¹⁹ H. Cronqvist, M. Nilsson, *The Choice...*, s. 736 i n.

bowiem chodzi nie tylko o pozyskanie kapitału przez emitenta, ale także o stworzenie szerszych powiązań gospodarczych między spółką a potencjalnym inwestorem. Publiczna oferta akcji z natury rzeczy nie spełniałaby tej funkcji²⁰.

Bardzo dobrze udokumentowany badaniami empirycznymi w literaturze przedmiotu pozostaje ten nurt, który wiąże dobór metody subskrypcji akcji z potencjalnym zainteresowaniem subskrypcją ze strony dotychczasowych akcjonariuszy²¹. Autorzy ci wychodzą z dość oczywistego założenia, że spółki wybierają najtańszą metodę subskrypcji akcji. Jednak dla prawidłowego zrozumienia rzeczywistych kosztów poszczególnych metod subskrypcji należy brać pod uwagę nie tylko jej koszty bezpośrednie – np. koszty wszystkich procedur wewnątrzkorporacyjnych, związanych z emisją nowych akcji, czy też wynagrodzenie firmy inwestycyjnej pośredniczącej w emisji – ale także koszty pośrednie, szczególnie dyskonto w stosunku do wartości rynkowej akcji, które należałoby zaproponować inwestorom, aby zdecydowali się objąć emitowane akcje²².

W tym kontekście kluczowym zagadnieniem dla kształtowania się wielkości kosztów subskrypcji akcji staje się stopień, w jakim dotychczasowi akcjonariusze są skłonni objąć i trzymać akcje nowej emisji²³. Jeżeli wszyscy albo prawie wszyscy dotychczasowi akcjonariusze zdecydowani są objąć akcje nowej emisji, najtańszą i najlepszą metodą subskrypcji jest emisja z prawem poboru pozbawiona zobowiązań gwarancyjnych ze strony firmy inwestycyjnej (*uninsured rights offer*). Cechują ją bowiem bardzo niskie koszty, zarówno bezpośrednie, jak i pośrednie. Koszty bezpośrednie są niskie, gdyż emitent nie musi płacić firmie inwestycyjnej wynagrodzenia za gwarantowanie powodzenia emisji; zdarza się nawet, że emitenci w tego rodzaju przypadku w ogóle rezygnują z pośrednictwa firmy inwestycyjnej, gdyż spółka przed powzięciem uchwały uzyskała zapewnienia ze strony dużej części akcjonariuszy,

²⁰ *Ibidem*.

²¹ Zob. ogólnie na ten temat B.E. Eckbo, R.W. Masulis, O. Norli, *Security Offerings...*, s. 240 i n.

²² E.E. Eckbo, *Equity Issues and Disappearing Rights Offer Phenomenon*, Journal of Applied Corporate Finance 2008, nr 20 (4), s. 72 i n. Zob. także B.E. Eckbo, O. Norli, *The equity flotation method...*, s. 72 i n.

²³ E.E. Eckbo, *Equity Issues...*, s. 75 i n. Zob. także B.E. Eckbo, W.R. Masulis, *Adverse selection and the rights offer paradox*, Journal of Financial Economics 1992, nr 32, s. 293 i n.

że skorzystają oni z prawa poboru i obejmą akcje. Jednocześnie problem pośrednich kosztów emisji akcji w zasadzie nie istnieje, gdyż korzyści wynikające z ewentualnego dyskonta w stosunku do rynkowej ceny akcji i tak przypadają dotychczasowym akcjonariuszom. Tym samym nie ponoszą oni negatywnych skutków majątkowych emisji akcji z dyskontem, gdyż nie dochodzi do rozwodnienia ich udziału w spółce²⁴.

Jeżeli jednak nie można liczyć na wysoki udział dotychczasowych akcjonariuszy w ofercie, przeprowadzenie „nieubezpieczonej” (to jest pozbawionej gwarancji firmy inwestycyjnej) subskrypcji akcji z prawem poboru może okazać się bardzo kosztowne dla spółki z uwagi na wysokie koszty pośrednie. Mianowicie akcje nieobjęte przez akcjonariuszy w ramach prawa poboru przez dotychczasowych akcjonariuszy musiałyby zostać zaoferowane „zewnętrznym” inwestorom z bardzo dużym dyskontem. Z reguły emisja akcji nie jest pozytywnie odbierana przez inwestorów na rynku kapitałowym – czego dowodem jest dostrzegana negatywna reakcja kursowa na ogłoszenie o nowej emisji akcji. Inwestorzy, pozbawieni pełnej wiedzy o sytuacji spółki (asymetria informacyjna), mają tendencję do interpretowania tej decyzji w sposób negatywny – jako przejawu złej sytuacji finansowej spółki i przewartościowania jej akcji na rynku. Nieskorzystanie z prawa poboru przez znaczną część akcjonariuszy spółki byłoby dodatkowym, silnie negatywnym sygnałem dla zewnętrznych inwestorów, świadczącym o tym, że także jej dotychczasowi akcjonariusze negatywnie oceniają perspektywy rozwoju spółki. Mając tak wyraźne sygnały świadczące o ryzyku inwestycji w nowe akcje danego emitenta, inwestorzy będą domagać się bardzo dużego dyskonta w stosunku do aktualnej ceny rynkowej starych akcji tej spółki, jako swoistego wynagrodzenia za ponoszone ryzyko²⁵. Tego rodzaju dyskonto, wliczone do ceny emisyjnej akcji oferowanych zewnętrznym inwestorom, stanowi pośredni koszt emisji akcji, ponoszony w ostateczności przez dotychczasowych akcjonariuszy, gdyż prowadzi do przysporzenia na rzecz nowych akcjonariuszy kosztem „starych” akcjonariuszy.

Tym samym jeżeli spółka nie spodziewa się bardzo wysokiego udziału dotychczasowych akcjonariuszy w emisji akcji z prawem poboru, powinna sięgnąć po emisję z prawem poboru powiązaną z gwarancją firmy inwestycyjnej objęcia akcji, które nie zostały subskrybowane

²⁴ E.E. Eckbo, *Equity Issues...*, s. 75 i n.

²⁵ *Ibidem*, s. 75 i n.

w ramach emisji (*stand-by rights offer*). Tego rodzaju gwarancja skutkuje tym, że emitent nie ryzykuje konieczności poszukiwania za wszelką cenę zewnętrznych inwestorów skłonnych objąć akcje. Po pierwsze bowiem, zobowiązanie gwarancyjne firmy inwestycyjnej w pewnym sensie „certyfikuje” należyta jakość emisji akcji wobec zewnętrznych inwestorów, gdyż stanowi dowód dobrej kondycji finansowej spółki. Po drugie, jeśli pomimo powyższej „certyfikacji” emisji inwestorzy nie zdecydują się objąć akcji nowej emisji, spółka ma pewność, że w ostateczności uczyni to firma inwestycyjna gwarantująca emisję. Tego typu emisja akcji wiąże się z wyższymi kosztami bezpośrednio obciążającymi emitenta, z uwagi na konieczność zapłaty wynagrodzenia firm inwestycyjnych gwarantujących powodzenie emisji. Jednakże, w kontekście niezadowolającej reakcji akcjonariuszy na ofertę z prawem poboru, koszt ten może okazać się mniejszy niż pośrednie koszty związane z przeprowadzeniem w tych warunkach „nieubezpieczonej” emisji akcji z prawem poboru²⁶.

Jeżeli natomiast emitent spodziewa się bardzo niskiego udziału dotychczasowych akcjonariuszy w subskrypcji akcji, w literaturze postuluje się sięgnięcie po emisję akcji z wyłączeniem prawa poboru i zawarcie z firmą inwestycyjną umowy o pośrednictwo w oferowaniu akcji nowej emisji, powiązaną z udzieleniem w tej umowie gwarancji powodzenia emisji (*firm commitment underwriting*)²⁷. Umowa ta zakłada przeprowadzenie przez firmę inwestycyjną pełnego postępowania mającego na celu prawidłową wycenę oferowanych akcji na rzecz zewnętrznych inwestorów (*fully marketed offer*) – w zdecydowanej większości przypadków będzie to procedura budowania księgi popytu (*bookbuilding*) przez firmę inwestycyjną²⁸. Jeśli chodzi o bezpośrednie koszty emitenta, jest to zdecydowanie najdroższy sposób oferowania akcji z uwagi na konieczność pozyskiwania z rynku informacji na temat wyceny akcji spółki (budowanie księgi popytu) oraz gwarancję powodzenia emisji ze strony pośrednika. Metoda ta jednak pozwala zminimalizować koszty pośrednie w postaci ewentualnego niedowartościowania akcji w ofercie. Innymi słowy, ewentualne dyskonto ceny emisyjnej wobec ceny rynkowej będzie wyłącznie odzwierciedlało koszty pozyskania z rynku informacji na temat wyceny akcji, natomiast zmini-

²⁶ *Ibidem*, s. 73 i n.

²⁷ Na temat *firm commitment underwriting* zob. niżej.

²⁸ Na temat budowania księgi popytu zob. niżej.

malizowane zostanie dyskonto wynikające z obaw inwestorów o kondycję finansową emitenta oraz ryzyko „przeplącenia” za obejmowane akcje²⁹.

Oczywiście przedstawione wyżej metody emisji akcji mają wiele różnych podtypów i wersji zmodyfikowanych. Na przykład duże i płynne spółki dla swoich wtórnych ofert publicznych stosują często procedurę tzw. przyspieszonego budowania księgi popytu, która zakłada mniejszy skład konsorcjum firm inwestycyjnych oferujących akcje oraz bardzo krótki (48 godzin) okres budowania księgi popytu – co pozwala zmniejszyć koszty emisji w stosunku do pełnej procedury³⁰. W praktyce brytyjskiego rynku kapitału stosuje się także *open offers*, które przewidują pierwszeństwo objęcia akcji przez dotychczasowych akcjonariuszy, jednak akcjonariusze nie mogą zbyć tego prawa. Tym samym jeżeli nie skorzystają z prawa poboru, definitywnie tracą korzyść wynikającą z ewentualnego dyskonta w cenie emisyjnej (wartość prawa poboru w obrocie z reguły odpowiada wielkości tego dyskonta)³¹. W typowej *open offer* całość emisji zazwyczaj obejmuje po określonej cenie firma inwestycyjna, która następnie oferuje te akcje na rzecz określonych inwestorów instytucjonalnych (*private placement*) oraz wszystkich albo wybranych akcjonariuszy spółki. Inwestorzy instytucjonalni nabywają akcje pod warunkiem, że dotychczasowi akcjonariusze w określonym terminie nie zdecydują się skorzystać z przyznanego im pierwszeństwa³².

Zreferowane wyżej badania dotyczące metod subskrypcji akcji przyczyniły się także do wyjaśnienia zjawiska zanikania emisji akcji z prawem poboru na takich rynkach jak rynek amerykański. Trend ten został zapoczątkowany w Stanach Zjednoczonych na przełomie lat 80. i 90., i doprowadził do sytuacji, w której emisje z prawem poboru stanowią znikomy procent wszystkich emisji na amerykańskim rynku kapitałowym. Obecnie trend ten obserwuje się także wśród spółek notowanych na innych dużych giełdach światowych – np. w Japonii i Kanadzie. Procentowy spadek liczby emisji z prawem poboru jest też zauważalny w Londynie, Paryżu, Oslo czy Hongkongu. Oferty z prawem

²⁹ E.E. Eckbo, *Equity Issues...*, s. 73 i n.

³⁰ Ibidem, s. 75 i n. Na temat przyspieszonego budowania księgi popytu zob. niżej, a także B. Bortolotti, W. Megginson, S.B. Smart, *The Rise of Accelerated Seasoned Equity Underwritings*, *Journal of Applied Corporate Finance* 2008, nr 20 (3), s. 37 i n.

³¹ E.E. Eckbo, *Equity Issues...*, s. 73 i n.

³² Ibidem.

poboru stosowane są za to częściej na mniejszych giełdach, na których notowane są spółki mniejsze pod względem kapitalizacji. W literaturze zjawisko praktycznego zmniejszania się liczby ofert z prawem poboru ze strony dużych spółek na rozwiniętych rynkach kapitałowych przypisywane jest stosunkowo ograniczonej chęci dotychczasowych akcjonariuszy do obejmowania nowych akcji tych spółek. Przy tym statystycznie im większa spółka, tym mniejszy stopień partycypacji dotychczasowych akcjonariuszy w subskrypcji. Duże instytucje finansowe, będące akcjonariuszami takich spółek, niechętnie obejmują akcje nowych emisji, gdyż narusza to optymalny, zakładany poziom dywersyfikacji ryzyka inwestycyjnego. Innymi słowy, preferują one lokowanie posiadanego kapitału w inne instrumenty finansowe zamiast zwiększania ryzyka związanego z zaangażowaniem dodatkowych środków w nowe akcje emitenta, którego już mają w swoim portfelu inwestycyjnym³³. Z tego punktu widzenia inwestorzy ci kładą raczej nacisk na maksymalizację ceny emisyjnej w ramach oferty publicznej z wyłączeniem prawa poboru, tak aby zminimalizować ewentualny „transfer wartości” od starych do nowych akcjonariuszy spółki, związany z ustaleniem ceny emisyjnej poniżej wartości godziwej oraz rozwodnieniem ich udziału w spółce³⁴. Duże spółki akcyjne najczęściej sięgają po publiczną ofertę akcji połączoną z określeniem ceny emisyjnej za pomocą budowania księgi popytu³⁵. Tym samym trend polegający na zanikaniu emisji akcji z prawem poboru jest zasadniczo skorelowany z rozwojem gospodarczym i statystycznym zwiększaniem się kapitalizacji emitentów giełdowych. Wiąże się z tym także większe rozproszenie akcjonariatu dużych spółek akcyjnych, w których zaczynają dominować pasywni inwestorzy instytucjonalni, starający się optymalizować ryzyko inwestycyjne, odpowiednio dywersyfikując portfel inwestycyjny³⁶.

³³ *Ibidem*, s. 74 i n.

³⁴ P. Myrners, *A study into the impact of shareholder's rights on a public company's ability to raise new capital*, 2005, www.dti.gov.uk, s. 15.

³⁵ E.E. Eckbo, *Equity Issues...*, s. 74 i n.

³⁶ Por. *ibidem*.

3. Rola firm inwestycyjnych pośredniczących w publicznym oferowaniu akcji

Powszechną praktyką rozwiniętych rynków kapitałowych jest przeprowadzanie publicznych emisji akcji za pośrednictwem profesjonalnych pośredników – firm inwestycyjnych (w nomenklaturze amerykańskiej: banków inwestycyjnych)³⁷. Wprawdzie z reguły nie ma przeszkód formalnoprawnych, aby emitent samodzielnie, bez pośredników znalazł subskrybentów na emitowane akcje, a następnie przeprowadził ich emisję (tzw. bezpośrednia oferta akcji – *direct offering*), jednak w rzeczywistości działania takie należą do rzadkości³⁸.

Bezpośrednia oferta akcji jest możliwa w sytuacji, gdy emitent w chwili podejmowania decyzji o rozpoczęciu emisji posiada wiedzę o potencjalnych inwestorach, a ci z kolei dysponują dostateczną wiedzą na temat sytuacji emitenta albo też mogą ją stosunkowo łatwo uzyskać. W takich przypadkach emitenci niejednokrotnie decydują się zrezygnować z usług pośredników, by obniżyć koszty emisji.

W praktyce takie wyjątkowe przypadki bezpośrednich ofert akcji dotyczą więc np. ofert skierowanych wyłącznie do dotychczasowych akcjonariuszy spółki; sporadycznie spotyka się też bezpośrednie oferty skierowane do pracowników emitenta³⁹. Innym często spotykanym przykładem bezpośredniej oferty są niektóre *private placement*, czyli oferty skierowane przez emitenta do wybranej instytucji finansowej, prywatnego inwestora lub czy jednego z dotychczasowych akcjonariuszy⁴⁰.

W przypadku zdecydowanej większości publicznych ofert akcji emitenci znajdują nabywców dla emitowanych akcji poprzez firmy inwestycyjne. W praktyce bowiem gwarancję powodzenia emisji daje tylko stabilna sieć inwestorów, których łączą z pośrednikiem relacje wzajemnego zaufania. Pojedynczy emitent zbyt rzadko sięga po kapitał z rynku, aby *ad hoc* taką sieć zbudować, a ponadto utrzymanie sieci

³⁷ L.M. Benveniste, W.Y. Busaba, W.J. Wilhelm, *Information Externalities and the Role of Underwriters in Primary Equity Markets*, Journal of Financial Intermediation 2002, nr 11 (1), s. 71 i n.

³⁸ T.L. Hazen, *The law of securities regulation*, St. Paul (Mn) 2006, s. 68.

³⁹ *Ibidem*, s. 69.

⁴⁰ *Ibidem*.

relacji z inwestorami ma także swoje koszty⁴¹. Udział w sieci inwestorów wiąże się z oczekiwaniem firmy inwestycyjnej, że dany inwestor będzie stosunkowo regularnie uczestniczyć w pierwszych ofertach publicznych; w zamian za to inwestor oczekuje, że będzie mógł obejmować atrakcyjnie wycenione akcje, a więc po cenach uwzględniających upust (dyskonto) wobec szacowanej ceny rynkowej⁴². Ponadto firma inwestycyjna jest w stanie do pewnego stopnia ograniczać ryzyko nagłych perturbacji na rynku kapitałowym i zapewnić pewną stabilność popytu, gdyż może wynagrodzić swoim inwestorom uczestnictwo w gorszych ofertach lub w gorszych okresach na rynku poprzez przyznanie im pierwszeństwa i odpowiedniego dyskonta przy okazji najbardziej atrakcyjnych ofert publicznych⁴³.

Firma inwestycyjna buduje więc rynek dla akcji nowej emisji, wykorzystując sieć współpracujących z nią inwestorów – przede wszystkim inwestorów instytucjonalnych⁴⁴. Owa sieć relacji firmy inwestycyjnej z inwestorami działa, po pierwsze, jako system dystrybucji oferowanych papierów wartościowych, a po drugie – jako swoisty mechanizm przepływu informacji o emitencie oraz o szacunkowej wycenie oferowanych papierów wartościowych⁴⁵. W sytuacji braku trwałych relacji inwestorów instytucjonalnych z firmą inwestycyjną ci pierwsi niechętnie dzieliliby się z emitentem i innymi inwestorami swoją wyceną oferowanych papierów wartościowych⁴⁶. Przekazują oni wyniki swojej wyceny oferowanych akcji na rzecz firmy inwestycyjnej, licząc na atrakcyjną cenę emisyjną akcji (zawierającą dyskonto wobec szacowanej ceny rynkowej i pierwszeństwo ich przydziału)⁴⁷. W pewnym stopniu tłumaczy to także zjawisko budowania przez firmy inwestycyjne konsorcjów, w których oprócz członków zarządzających procesem oferowania akcji – a więc tzw. menedżera księgi popytu (*book manager*) oraz współza-

⁴¹ L.M. Benveniste, W.Y. Busaba, W.J. Wilhelm, *Information Externalities...*, s. 71 i n.

⁴² *Ibidem*.

⁴³ *Ibidem*.

⁴⁴ W.J. Wilhelm, *Bookbuilding, Auctions, and the Future of the IPO Process*, Journal of Applied Corporate Finance 2005, nr 17 (1), s. 3 i n.

⁴⁵ S.A. Corwin, P. Shulz, *The Role of IPO Syndicates: Pricing, Information Production, and Underwriter Competition*, The Journal of Finance 2005, nr 60 (1), s. 443 i n.

⁴⁶ L.M. Benveniste, W.Y. Busaba, W.J. Wilhelm, *Information Externalities...*, s. 71 i n.

⁴⁷ W.J. Wilhelm, *Bookbuilding...*, s. 4.

rzządzających (*co-managers*) – funkcjonują także członkowie, którzy nie zarządzają procesem budowania księgi popytu – dobierani m.in. zależnie od charakterystyki inwestorów, z którymi współpracują, względnie kryteriów geograficznych⁴⁸. Duże konsorcjum firm inwestycyjnych zapewnia odpowiednio rozległą i zróżnicowaną sieć inwestorów, do których może być skierowana oferta i od których można pozyskać informacje na temat potencjalnej wyceny oferowanych akcji⁴⁹.

Firma inwestycyjna pośrednicząca w oferowaniu akcji nie tylko pomaga emitentom dotrzeć do inwestorów, ale także pełni ważną funkcję dla tychże inwestorów. Firma inwestycyjna w pewnym sensie certyfikuje jakość papierów wartościowych, w których emisji uczestniczy⁵⁰. Ważnym „kapitałem”, którym dysponuje firma inwestycyjna pośrednicząca w oferowaniu papierów wartościowych, jest zaufanie inwestorów, z którymi współpracuje. Zaufanie to z kolei istnieje dzięki budowanej długo reputacji pośrednika, który oferuje atrakcyjne papiery wartościowe o wysokiej jakości, czyli takie, które – mówiąc kolokwialnie – „pozwalają inwestorom zarobić”⁵¹. Wprawdzie sam emitent też powinien dbać o reputację na rynku kapitałowym, aby zachować dostęp do kapitału, jednak firma inwestycyjna „powraca na rynek” po kapitał – pomagając różnym emitentom – zdecydowanie częściej niż poszczególny emitent, a więc ewentualny uszczerbek w reputacji szybko odbija się na osiągniętych wynikach⁵². Certyfikacyjna funkcja firm inwestycyjnych pośredniczących w oferowaniu akcji znajduje silne oparcie w badaniach empirycznych, które dość jednoznacznie wskazują, że im lepsza jest reputacja firmy inwestycyjnych uczestniczących w ofercie, tym niższe niedowartościowanie akcji w ramach pierwszej oferty publicznej⁵³. Teorię tę potwierdzają także trudności w uplasowaniu akcji nowych emisji na rynku przez te spółki, które zdecydowały się przeprowadzić ofertę bez udziału pośredników za pomocą Internetu⁵⁴.

⁴⁸ S.A. Corwin, P. Shulz, *The Role of IPO Syndicates...*, s. 444 i n.

⁴⁹ *Ibidem*, s. 445 i n.

⁵⁰ *Ibidem*.

⁵¹ L.M. Benveniste, W.Y. Busaba, W.J. Wilhelm, *Information Externalities...*, s. 71 i n.

⁵² *Ibidem*.

⁵³ S.A. Corwin, P. Shulz, *The Role of IPO Syndicates...*, s. 445 i n.

⁵⁴ Szerzej na ten temat zob. niżej.

Wskazane wyżej czynniki sprawiają, że przeprowadzenie publicznej emisji akcji bez udziału profesjonalnego pośrednika jest wysoce utrudnione, a w przypadku emisji o większej wartości praktycznie niemożliwe. Kluczowa rola firm inwestycyjnych w przypadku publicznych emisji akcji sprawia, że pełnią one na rzecz emitentów szereg innych usług związanych z organizacją publicznej emisji akcji, które teoretycznie mogą być świadczone także przez inne podmioty, lecz w rzeczywistości najczęściej świadczy je właśnie firma inwestycyjna, która organizuje konsorcjum pośredniczące przy subskrypcji akcji i zarządza nim. Chodzi tutaj przede wszystkim o usługi doradcze w zakresie ogólnych założeń dotyczących pozyskiwania kapitału i publicznej oferty papierów wartościowych (przykładowo jej wielkości, ram czasowych, struktury, a także doboru członków konsorcjum pośredniczącego w ofercie) oraz pomocy przy sporządzeniu prospektu emisyjnego i jego zatwierdzaniu przed organem nadzoru, z czym wiąże się także przeprowadzenie niezbędnego audytu emitenta (*due dilligence*)⁵⁵.

Jak już o tym była wyżej mowa, podstawową rolą firmy inwestycyjnej, pośredniczącej przy publicznej ofercie akcji, jest pozyskanie od inwestorów informacji na temat godziwej wartości emitowanych akcji w celu ustalenia ceny emisyjnej. Dzieje się tak w toku tzw. premarketingu oferty, prowadzącego do ustalenia widełek cenowych na potrzeby prospektu emisyjnego, oraz procesu budowania księgi popytu, czyli zbierania od inwestorów deklaracji zainteresowania objęciem określonej liczby akcji po określonej cenie⁵⁶.

Proces emisji akcji jest długotrwały i kosztowny pod względem nakładów finansowych, ale także pod względem czasu i energii poświęconej temu zadaniu przez osoby funkcjonujące w ramach struktury organizacyjnej spółki. Emitentowi z reguły zależy więc na tym, by firma inwestycyjna pośrednicząca w publicznej ofercie akcji udzieliła mu pewnych „gwarancji” powodzenia emisji i uzyskania satysfakcjonujących wpływów z emisji. Jak daleko idące mogą być te gwarancje, zależy natomiast od okoliczności konkretnego przypadku, szczególnie od cha-

⁵⁵ T. Jenkinson, H. Jones, *Competitive IPOs*, European Financial Management 2009, nr 15 (4), s. 733 i n.

⁵⁶ *Ibidem*, s. 734 i n.

rakterystyki emitenta – jego wielkości, skali działalności, stopnia złożoności jego wyceny itd.⁵⁷

Współpraca emitenta z firmą inwestycyjną przy organizacji emisji rozpoczyna się od określenia przez firmę inwestycyjną – w ramach jej działań doradczych – możliwej do osiągnięcia ceny emisyjnej oraz potencjalnych wpływów z emisji. Wycena taka z reguły jest jednak niewiążąca i jedynie szacunkowa, gdyż nie jest jeszcze poparta pogłębionym audytem emitenta oraz badaniami rynku. W praktyce więc w celu zdobycia klienta firmy inwestycyjne przedstawiają emitentom stosunkowo optymistyczne perspektywy dotyczące ich wyceny i możliwości pozyskania środków z emisji, które po dokonaniu audytu emitenta oraz głębszych analiz rynkowych ulegają korekcie w dół (zjawisko nazywane *bait and switch*; w wolnym tłumaczeniu: „najpierw zanęć, a potem zmień warunki”)⁵⁸.

Na pewnym etapie przygotowań do oferty publicznej firma inwestycyjna oraz emitent podejmują decyzję, czy i w jakim stopniu firma inwestycyjna będzie gwarantowała powodzenie emisji. W praktyce wyróżnia się więc różne rodzaje pośrednictwa w oferowaniu papierów wartościowych, w ramach których dość różnorodnie mogą kształtować się obowiązki firmy inwestycyjnej w zakresie zapewnienia emitentowi pozyskania oczekiwanych środków z emisji akcji.

Praktyka rynku kapitałowego zna bowiem pośredniczenie w emisji akcji „na zasadzie starannego działania”. W tym przypadku umowę prowadzącą do objęcia akcji zawierają emitent i ostateczni inwestorzy za pośrednictwem firmy inwestycyjnej, która działa jako swoisty agent lub pełnomocnik emitenta. Firma inwestycyjna jest więc zobowiązana podjąć działania celem znalezienia subskrybentów przy wykorzystaniu swoich „kanałów dystrybucji” – czyli sieci współpracujących z nią inwestorów – przez odpowiednie doradzanie emitentowi oraz promowanie oferty. W przypadku jednak, gdy popyt ze strony inwestorów okaże się niewystarczający, pomimo działań pośrednika oferta nie dochodzi do skutku. Tym samym ryzyko niedojścia oferty do skutku, z uwagi na niedostateczny popyt inwestorów, nie spoczywa na firmie inwestycyjnej, lecz obciąża przede wszystkim emitenta, który w przypadku niepowo-

⁵⁷ Por. *ibidem*.

⁵⁸ *Ibidem*, s. 733 i n.

dzenia nie uzyskuje środków z emisji i musi pokryć dotychczas poniesione koszty przygotowań do oferty⁵⁹.

W Stanach Zjednoczonych opisany wyżej typ pośrednictwa określa się jako *best effort underwriting*. Stosowany jest on przez niewielkie lub mało znane na rynku spółki, których akcje stanowią na tyle ryzykowną inwestycję, że żadna firma inwestycyjna nie podejmuje się gwarantować powodzenia ich emisji. Niekiedy sięgają po niego także bardzo duże spółki o utrwalonej renomie wśród inwestorów, które są pewne powodzenia emisji⁶⁰.

Pośrednictwo w oferowaniu akcji na zasadzie starannego działania wydaje się dominować na polskim rynku kapitałowym. W takim przypadku pomiędzy emitentem a firmą inwestycyjną dochodzi do zawarcia jedynie umowy o oferowanie instrumentów finansowych (art. 72 u.o.i.f.)⁶¹. Wydaje się, że przyczyną takiego stanu rzeczy jest to, że większość emitentów na polskim rynku kapitałowym jak na standardy europejskie czy światowe należy do mniejszych, a przez to bardziej ryzykownych „przedsiębiorstw”.

W większości krajów o rozwiniętym rynku kapitałowym – takich jak Stany Zjednoczone, Niemcy i Wielka Brytania – dominujący model gwarantowania większych emisji akcji przez firmę inwestycyjną pośredniczącą w oferowaniu akcji zakłada jednak, że firma inwestycyjna lub konsorcjum takich firm w celu dalszej odsprzedaży obejmuje całą emisję akcji. Z chwilą objęcia emisji akcji przez firmy inwestycyjne zasadniczo one biorą na siebie ryzyko niezrealizowania ostatecznych inwestorów na te papiery wartościowe⁶².

Zagadnienie to ma także drugi aspekt, który wiąże się z minimalizacją ryzyka płynącego z możliwych przeszkód natury prawno-organizacyjnej, które mogą utrudnić lub wręcz uniemożliwić emisję nowych akcji. W przypadku emisji akcji skierowanej do znacznej liczby potencjalnych inwestorów rośnie zarówno ryzyko pojawienia się prawnych czy też proceduralnych komplikacji, jak i stopień trudności rozwiązania

⁵⁹ T.L. Hazen, *The law...*, s. 72.

⁶⁰ L. Loss, J. Seligman, *Fundamentals of Securities Regulation*, Nowy Jork 2001, s. 74 i n.

⁶¹ Por. R. Walkiewicz, *Underwriting, gwarantowanie emisji akcji*, Warszawa 2001, s. 38 i n.

⁶² T.L. Hazen, *The law...*, s. 72; J. Ekkenga, H. Maas, *Das Recht der Wertpapieremissionen*, Berlin 2006, s. 49 i n.; P.L. Davies, *Gower and Davies Principles of Modern Company Law*, Londyn 2008, s. 863.

ewentualnego problemu. Dzięki objęciu całej emisji przez firmę inwestycyjną lub konsorcjum wszelkie problemy natury organizacyjno-prawnej związane z emisją akcji ulegają swoistej internalizacji – to znacząco mogą być rozwiązywane pomiędzy spółką i działającą na jej zlecenie firmą inwestycyjną; natomiast w relacji do szerokiego kręgu inwestorów zawierane są umowy sprzedaży już wykreowanych akcji.

Na rynku amerykańskim w przypadku tzw. *firm commitment underwriting* wiodący bank inwestycyjny (*managing underwriter*) organizuje konsorcjum, które ma za zadanie zająć się plasowaniem akcji na rynku. Akcje obejmowane są przez konsorcjum banków inwestycyjnych, a następnie sprzedawane na rzecz ostatecznych inwestorów bezpośrednio lub za pośrednictwem innych banków inwestycyjnych, które nie należą już do konsorcjum gwarantującego emisję, natomiast należą do szeroko pojętej „grupy sprzedającej” akcje (*selling group*)⁶³.

W praktyce niemieckiego rynku kapitałowego w związku z pośrednictwem banków w plasowaniu akcji nowych emisji na rynku kapitałowym powszechnie stosowana jest dwustopniowa emisja akcji (*die zweistufige Aktienemission*). Bank pośredniczący w oferowaniu akcji nowej emisji na rynku obejmuje całość emisji akcji, pokrywając je jedynie w zakresie wartości nominalnej. Przed rozpoczęciem oferowania tych akcji ostatecznym inwestorom zostaje zarejestrowane podwyższenie kapitału zakładowego, a bank uzyskuje całą pulę akcji nowej emisji, które następnie bezpośrednio lub za pośrednictwem innych banków sprzedaje na rynku. Kapitał uzyskany w wyniku sprzedaży akcji, po potrąceniu przez bank kwoty odpowiadającej wartości nominalnej akcji oraz prowizji banku, wpłacany jest na rzecz spółki jako szczególne, „zobowiązaniowe *agio*” – to jest uzyskana po rejestracji podwyższenia kapitału zakładowego nadwyżka ponad wartość nominalną akcji⁶⁴.

Bliższa analiza umów o pośrednictwo w oferowaniu akcji na rynku kapitałowym typu *firm commitment*, czyli zawierających „pewne” zobowiązanie firmy inwestycyjnej do objęcia całej puli akcji, wskazuje, że to zobowiązanie wcale nie jest takie „pewne”. Po pierwsze, w praktyce umowy takie zawierają klauzule *market out*, pozwalające firmie inwestycyjnej odstąpić od umowy w przypadku istotnej zmiany sytuacji

⁶³ T.L. Hazen, *The law...*, s. 72.

⁶⁴ M. Hoffman-Becking, *Neue Formen der Aktienemission* (w:) E. Niederleithinger, R. Werner, G. Wiedemann, *Festschrift für Otfried Lieberknecht zum 70. Geburtstag*, Monachium 1997, s. 30 i n. Zob. M. Wittschen, *Die Zulässigkeit der zweistufigen Aktienemission*, Berlin 2004, s. 23 i n.

emitenta lub okoliczności na rynku kapitałowym⁶⁵. Po drugie, przy umowach tego typu firmy inwestycyjne starają się minimalizować swoje ryzyko poprzez odpowiednią strukturę transakcji. W praktyce niemieckiego rynku kapitałowego bank pośredniczący w oferowaniu akcji nie bierze na siebie całego ryzyka powodzenia publicznej emisji akcji, gdyż przed sprzedażą akcji na rynku wpłaca na rzecz spółki jedynie wartość nominalną akcji. Warunki rynkowe i powodzenie emisji akcji wpływają natomiast na wielkość „zobowiązaniowego *agio*” pozyskanego przez emitenta w związku ze zbyciem akcji przez firmę inwestycyjną na rzecz inwestorów⁶⁶. Z kolei w praktyce amerykańskiego rynku kapitałowego firmy inwestycyjne ograniczają swoje ryzyko poprzez odpowiednie umiejscowienie w czasie momentu zawarcia samej umowy subemisyjnej: z reguły umowa o pośrednictwo (*underwriting agreement*) zostaje zawarta po uzyskaniu przez bank inwestycyjny informacji na temat wielkości popytu ze strony inwestorów na oferowane akcje⁶⁷. Do tego momentu bank inwestycyjny współpracuje z emitentem na podstawie listu intencyjnego⁶⁸.

W literaturze wskazuje się, że w przypadku większych lub międzynarodowych ofert akcji *firm commitment underwriting* ukształtowany zostaje w tzw. wersji „miękkiej” (*soft*), co oznacza, że w rzeczywistości firma inwestycyjna podejmuje decyzję, czy zagwarantuje powodzenie emisji i na jakim poziomie cenowym, dopiero po przeprowadzeniu praktycznie całej procedury budowania księgi popytu. W takiej sytuacji zawarcie umowy o pośrednictwo i objęcie akcji w jej wykonaniu przez pośrednika następuje w przeddzień przydziału akcji na rzecz ostatecznych inwestorów, kiedy pośrednik w wyniku przeprowadzenia procesu budowania księgi popytu posiada pełną wiedzę o inwestorach skłonnych nabyć wszystkie akcje danej emisji⁶⁹. Tym samym ryzyko pośrednika niezłożenia zapisów przez inwestorów trwa w zasadzie kilkanaście albo kilkadziesiąt godzin – od momentu podpisania umowy o pośrednictwo do chwili przydziału akcji. Nieco dłużej trwa ryzyko niedokonania wpłat przez subskrybentów z tytułu złożonych zapisów, jednak

⁶⁵ L. Loss, J. Seligman, *Fundamentals...*, s. 68.

⁶⁶ M. Hoffman-Becking, *Neue Formen...*, s. 23 i n.

⁶⁷ T.L. Hazen, *The law...*, s. 73.

⁶⁸ L. Loss, J. Seligman, *Fundamentals...*, s. 69.

⁶⁹ T. Jenkinson, H. Jones, *Competitive IPOs...*, s. 735 i n.

w praktyce ryzyko zwłoki z wpłatami na akcje ze strony inwestorów jest niewielkie⁷⁰.

Zdecydowanie rzadziej spotyka się tzw. twardą (*hard*) wersję umowy o pośrednictwo (*firm commitment underwriting*), kiedy to bank zobowiązuje się objąć całą emisję po określonej cenie przed rozpoczęciem procesu budowania księgi popytu, to znaczy zaledwie po wstępnych badaniach rynku w fazie premarketingu oferty⁷¹. W takiej sytuacji bank inwestycyjny bierze na siebie zdecydowanie większe ryzyko inwestycyjne, choć i tak będzie starał się je ograniczyć poprzez odpowiednie ustalenie ceny emisyjnej dla ostatecznych inwestorów. *Hard underwriting* nie zawsze jest więc korzystny dla emitenta, gdyż w takiej sytuacji bank inwestycyjny, prowadzący proces budowania księgi popytu i ustalający cenę emisyjną akcji dla ostatecznych inwestorów, będzie miał tendencję do ustalenia ceny poniżej optymalnego poziomu, by ograniczyć swoje ryzyko. W takiej bowiem sytuacji banki inwestycyjne wolą zrezygnować z maksymalizacji zysków z tytułu „prowizji” od pozyskanego kapitału, celem ograniczenia ryzyka, że nie uda im się sprzedać objętych akcji na rzecz inwestorów z powodu wygórowanej ceny⁷². Także w tym przypadku gwarancja powodzenia emisji oferowana przez bank inwestycyjny wydaje się względna – gdyż jest uzależniona od pozytywnej oceny oferowanych akcji przez rynek (w fazie premarketingu) oraz dokonana kosztem większego niedoszacowania akcji w ofercie.

Pełną gwarancję powodzenia emisji firmy inwestycyjne oferują wyłącznie w przypadku tzw. wykupionych ofert (*bought deals*), określanych w Stanach Zjednoczonych jako „handel pakietowy” (*block trade*). Ten typ pośrednictwa w oferowaniu akcji na rynku kapitałowym stosuje się jednak wyłącznie w stosunku do wtórnych ofert akcji (SEO – *Seasoned Equity Offerings*), a więc emisji przeprowadzanych przez spółki, których „stare” akcje notowane są już w obrocie na rynku kapitałowym, zatem znana jest też wycena rynkowa spółek. Przy tym dotyczy to raczej dużych spółek o utrwalonej reputacji na rynku kapitałowym, których „stare” akcje są przedmiotem płynnego obrotu na rynku. W przypadku „wykupionych ofert” pośrednik obejmuje całą emisję po określonej cenie (z reguły uwzględniającej pewien upust w stosunku do aktualnej

⁷⁰ *Ibidem*.

⁷¹ *Ibidem*, s. 738 i n.

⁷² *Ibidem*.

ceny rynkowej) bez przeprowadzania jakiegokolwiek badania wielkości popytu na te akcje. Tym samym przejmuje na siebie całkowite ryzyko powodzenia emisji. Dopiero po nabyciu przedmiotowych papierów wartościowych przystępuje do ich sprzedaży inwestorom na rynku kapitałowym – co z reguły następuje niezwykle szybko (24 godziny) po objęciu akcji⁷³. Dla emitentów wspomniana metoda ma ten walor, że zdecydowanie przyspiesza proces plasowania na rynku akcji nowej emisji, dzięki czemu zmniejsza okres negatywnego oddziaływania informacji o nowej emisji akcji na kurs spółki. Dla firmy inwestycyjnej z kolei stanowi ryzykowną, ale zarazem intratną okazję inwestycyjną z uwagi na różnicę między ceną emisyjną a ceną rynkową akcji⁷⁴. Należy zauważyć, że tej metody pośrednictwa w oferowaniu papierów wartościowych na rynku nie można zastosować w stosunku do pierwszej oferty publicznej – gdyż nie jest wiadoma rynkowa cena oferowanych akcji.

Odrębnym typem umowy o pośrednictwo w oferowaniu akcji na rynku kapitałowym jest tzw. *stand-by underwriting*. W tym przypadku umowa prowadząca do objęcia akcji jest zawierana pomiędzy emitentem a ostatecznymi inwestorami za pośrednictwem firmy inwestycyjnej, która działa jako swoisty agent lub pełnomocnik emitenta. Jednak w tej sytuacji firma inwestycyjna bierze na siebie ryzyko niepowodzenia emisji, gdyż zobowiązuje się objąć akcje, na które nie zostały złożone zapisy przez inwestorów. Oczywiście wspomniana gwarancja powodzenia emisji nie ma charakteru absolutnego, gdyż także w tych umowach interes firmy inwestycyjnej jest chroniony za pomocą klauzuli pozwalającej odstąpić od umowy w przypadku istotnej, negatywnej zmiany sytuacji emitenta albo sytuacji na rynku kapitałowym. Umowy tego typu stosowane są często w praktyce brytyjskiego rynku kapitałowego w odniesieniu do emisji z prawem poboru⁷⁵. Przypomina ona stosowaną na polskim rynku umowę o oferowanie instrumentów finansowych (art. 72 u.o.i.f.), powiązaną z umową o subemisję inwestycyjną (art. 14 u.o.p.).

⁷³ B. Bortolotti, W. Megginson, S.B. Smart, *The Rise...*, s. 37 i n.

⁷⁴ J.A. Pandes, *Bought Deals: The Value of Underwriter Certification in Seasoned Equity Offerings*, *Journal of Banking and Finance* 2010, nr 34 (7), s. 1576 i n. Zob. także B. Bortolotti, W. Megginson, S.B. Smart, *The Rise...*, s. 35 i n.

⁷⁵ T.L. Hazen, *The law...*, s. 70 i n.; L. Loss, J. Seligman, *Fundamentals...*, s. 63 i n.

Wraz z początkiem ery Internetu pojawiły się nadzieje, że nowe rozwiązania w zakresie technologii informatycznych i telekomunikacyjnych przyczynią się do zmian w zakresie metod oferowania papierów wartościowych na rynku kapitałowym, szczególnie do „odpośredniczenia” emisji akcji, ułatwiając bezpośrednio oferty akcji skierowane do szerokiego kręgu inwestorów. Internet umożliwia bowiem nawiązanie przez emitenta bezpośredniego kontaktu na masową skalę z niegraniczonym gronem potencjalnych inwestorów oraz stosunkowo tanią i sprawną wymianę informacji między emitentem i inwestorami⁷⁶.

W Stanach Zjednoczonych pierwsze bezpośrednio oferty akcji przez Internet miały miejsce już w połowie lat 90. – jednak ten sposób oferowania akcji nie zyskał sobie dużej popularności. Z reguły sięgają po niego niewielkie spółki, których nie stać na poniesienie kosztów pomocy ze strony banków inwestycyjnych⁷⁷ – wynagrodzenia firm inwestycyjnych pośredniczących w oferowaniu akcji to z reguły około kilku procent wartości emisji; przy czym im mniejsza wielkość emisji, tym większą część środków pozyskanych z emisji należy przeznaczyć na pokrycie wynagrodzenia pośredników, gdyż niezależnie od wielkości emisji ich nakład pracy jest relatywnie podobny⁷⁸. Co więcej, skuteczność oferowania akcji za pomocą Internetu jest co najmniej dyskusyjna – np. w 1999 r. spośród 562 ofert internetowych przeprowadzonych w USA mniej niż 40% zakończyło się pozyskaniem jakichkolwiek środków z emisji⁷⁹.

W literaturze podkreśla się, że przyczyną tak małej skuteczności i popularności internetowych ofert akcji jest właśnie brak pośrednika, który swoją reputacją i majątkiem gwarantowałby odpowiednią jakość spółek, których akcje są przedmiotem oferty. Przez to subskrybent musi samodzielnie przeprowadzić wszystkie, nawet najbardziej podstawowe analizy prawne i finansowe dotyczące emitenta⁸⁰. Z tej przyczyny te oferty internetowe, które odniosły sukces, były skierowane do dużej i lojalnej struktury klientów spółek, którzy doskonale znali emitenta: np. producent ekologicznych makaronów zaoferował akcje swoim od-

⁷⁶ W.K. Sjostrom, *Going Public Through an Internet Direct Public Offering: A Sensible Alternative for Small Companies*, Florida Law Review 2001, nr 53, s. 581.

⁷⁷ *Ibidem*, s. 530 i n.

⁷⁸ *Ibidem*, s. 575.

⁷⁹ *Ibidem*, s. 532.

⁸⁰ *Ibidem*, s. 581.

biorcom⁸¹. Ponadto banki inwestycyjne pośredniczące w oferowaniu akcji podlegają rozbudowanym regulacjom ich samorządu maklerów (NASD) w zakresie metod prowadzenia subskrypcji oraz promocji publicznej oferty akcji. Tymczasem emitenci bezpośrednio oferujący swoje akcje takim regulacjom nie podlegają, stąd też pierwsze oferty internetowe w Stanach Zjednoczonych spotkały się z poważnymi restrykcjami ze strony organu nadzoru nad rynkiem kapitałowym (SEC)⁸². Obawy SEC budziło to, że oferty internetowe nie gwarantują należytego poziomu ochrony inwestorów ani przed zwykłymi oszustami, ani przed nieuczciwymi metodami marketingowymi⁸³.

W literaturze wskazuje się, że warunkiem sukcesu internetowych ofert akcji jest – paradoksalnie – pojawienie się profesjonalnych pośredników internetowych o znacznej reputacji, którzy gwarantowaliby należyłą jakość przeprowadzanych ofert. Na amerykańskim czy też niemieckim rynku kapitałowym funkcjonuje bowiem dużo firm zajmujących się świadczeniem pomocy dla emitentów w zakresie organizacji internetowych ofert akcji, jednak są to nowe, alternatywne wobec tradycyjnych firm inwestycyjnych podmioty, które nie posiadają ugruntowanej reputacji⁸⁴. Z kolei dla wyrobienia sobie renomy w zakresie oferowania akcji wysokiej jakości emitentów podmioty te musiałyby zacząć intensywnie inwestować w ich analizę. Koszty z tym związane zniwelowałyby z kolei atrakcyjność internetowych ofert publicznych dla małych spółek. W literaturze zauważa się więc, że bezpośrednie, internetowe oferty akcji raczej pozostaną marginalną metodą przeprowadzania subskrypcji akcji⁸⁵.

⁸¹ *Ibidem*, s. 582.

⁸² T.L. Hazen, *The law...*, s. 68 i n.

⁸³ *Ibidem*.

⁸⁴ W.K. Sjostrom, *Going Public...*, s. 593.

⁸⁵ *Ibidem*, s. 593.

4. Wyznaczanie ceny subskrybowanych akcji oraz dobór subskrybentów

4.1. Zjawisko „niedowartościowania” akcji w ramach pierwszych ofert publicznych

Problematyka publicznych emisji akcji – a ściślej rzecz ujmując pierwszych ofert publicznych (IPO) – już od początku lat 70. cieszy się dużym zainteresowaniem nauk ekonomicznych, a zagadnienia związane ze sposobem wyznaczania ceny akcji i przydzielania akcji subskrybentom w przypadku pierwszych ofert publicznych akcji do dziś należą do najgoręcej dyskutowanych⁸⁶. Przedmiotem tych badań są pierwsze oferty publiczne akcji, a więc akcji, dla których w momencie zawarcia umowy subskrypcyjnej nie istnieje zorganizowany i płynny rynek określający ich wartość. Określanie ceny akcji i dobór subskrybentów w ramach pierwszych ofert publicznych są najbardziej interesujące, gdyż w istocie rzeczy oznaczają proces organizowania *ad hoc* swego rynku dla akcji, które dotychczas nie były przedmiotem zorganizowanego handlu⁸⁷.

Wspomniane wyżej badania mają pewne znaczenie także dla innych sposobów emitowania akcji przez spółki akcyjne: wtórnych ofert publicznych (*secondary offerings*) czy też ofert niepublicznych. Również wtedy pojawia się problem wyceny i przydziału akcji. W przypadku wtórnych ofert publicznych istnieje już wprawdzie zorganizowany rynek dla akcji danego emitenta określający ich cenę, jednak często nie jest on wystarczająco płynny i głęboki, aby mógł „zaabsorbować” podaż nowych akcji. Powstaje zatem konieczność zorganizowania dla akcji nowej emisji, przy udziale firmy inwestycyjnej, procedury dotyczącej: znalezienia potencjalnych inwestorów, określenia ceny, po której będą oni skłonni objąć akcje nowej emisji (z reguły z pewnym dyskontem wobec ceny rynkowej), a także przydziału akcji na rzecz nowych inwestorów.

⁸⁶ I. Welch, J. Ritter, *A Review...*, s. 1804. W literaturze polskiej por. D. Sukacz, *Pierwsze oferty publiczne na rynkach kapitałowych*, Warszawa 2005, s. 11 i n. Na temat badań nad polskim rynkiem kapitałowym zob. P. Siwek, *Praktyka pierwszych ofert publicznych w Polsce*, Warszawa 2005, s. 137.

⁸⁷ W.J. Wilhelm, *Bookbuilding...*, s. 3.

Optymalne wyznaczenie ceny emisyjnej staje się kluczowe dla realizacji interesu spółki emitującej akcje – to jest maksymalizacji wpływów z emisji, a tym samym obniżenia kosztów pozyskania kapitału (im wyższa cena emisyjna jednej akcji, tym niższy koszt pozyskania kapitału w drodze emisji akcji). Z kolei decyzja dotycząca przydziału akcji na rzecz tych, a nie innych inwestorów, którzy wyrazili zainteresowanie nabyciem akcji, wpływa na strukturę akcjonariatu spółki po sfinalizowaniu pierwszej oferty publicznej, a więc także na zachowanie kursu akcji po debiucie giełdowym.

Teoretycznie rzecz biorąc, spółki emitujące akcje w ramach pierwszych ofert publicznych powinny dążyć do maksymalizacji ceny emisyjnej nowych akcji, gdyż zwiększa to wielkość pozyskiwanego kapitału. Tymczasem badania statystyczne dotyczące większości rynków kapitałowych – zarówno tych rozwiniętych, jak i wschodzących – wskazują na powtarzające się zjawisko dodatniej stopy zwrotu z akcji w dniu debiutu w stosunku do ceny emisyjnej⁸⁸. Innymi słowy, w pierwszym dniu notowań akcji na rynku kurs akcji jest istotnie wyższy niż ich cena emisyjna w trakcie subskrypcji. Jeżeli bowiem kurs akcji na rynku traktować jako najdoskonalszy (choć oczywiście nie idealny) mechanizm wyceny akcji, wzrost kursu w pierwszym dniu notowań w stosunku do ceny emisyjnej można interpretować jako wyraz faktu, że cena emisyjna została ustalona na zbyt niskim poziomie. W literaturze zjawisko to zwykło się określać mianem „niedowartościowania” (*underpricing*) akcji w pierwszych ofertach publicznych⁸⁹. Wielkość takiej różnicy może wahać się od kilku do kilkunastu procent, choć w przypadku tzw. gorących debiutów pierwszych spółek internetowych na rynku amerykańskim czy niemieckim wynosiła ona nawet kilkadziesiąt procent⁹⁰.

Zjawisko to jest obszernie analizowane w literaturze ekonomicznej i często przypisuje się je metodzie oferowania akcji nowej emisji, jaką jest budowanie księgi popytu (*bookbuilding*), i roli odgrywanej przez firmy inwestycyjne pośredniczące w oferowaniu akcji na rynku kapitałowym, które dysponują dużą swobodą decyzji w zakresie określania

⁸⁸ Zob. N. Wunderlich, *Preisfindung, Underpricing und Zuteilungsverfahren beim Börsengang von Tochtergesellschaften*, Baden-Baden 2003, s. 18 i n., wraz ze wskazaną tam literaturą.

⁸⁹ *Ibidem*.

⁹⁰ *Ibidem*, s. 19.

ceny emisyjnej i przydziału akcji na rzecz wybranych grup inwestorów⁹¹. Krytycy takiego stanu rzeczy wskazują, że w istocie niedowartościowanie akcji przy okazji publicznych ofert oznacza nieuzasadnione przysporzenie dokonane kosztem emitenta na rzecz subskrybentów, którym zostały przydzielone akcje po „zaniżonej” cenie emisyjnej⁹². Można bowiem argumentować, że gdyby emitent miał maksymalizować wielkość kapitału pozyskiwanego z emisji, to cena emisyjna powinna zostać ustalona na poziomie zbliżonym do ceny, której można by oczekiwać w dniu debiutu giełdowego. Niedowartościowanie akcji w przypadku pierwszych ofert publicznych stanowi pośredni koszt publicznej oferty akcji, który zmniejsza atrakcyjność rynku kapitałowego jako sposobu finansowania działalności gospodarczej⁹³.

Jednocześnie duża dyskrecjonalność firm inwestycyjnych w zakresie przydziału takich „okazyjnie tanich” akcji stanowi niekiedy źródło patologicznych zachowań na rynku. Polegają one m.in. na tym, że pośrednicząca w oferowaniu akcji firma inwestycyjna przydziela akcje „zaprzyjaźnionym” subskrybentom w zamian za odpowiednio wysokie prowizje⁹⁴. Innym spotykanym przykładem nadużyć na rynku kapitałowym był przydział atrakcyjnie wycenionych akcji na rzecz menedżerów samego emitenta w zamian za ich przychyłność przy wyborze dostawcy usług maklerskich dla tej spółki (tzw. *spinning*)⁹⁵.

Główny nurt literatury przedmiotu wskazuje jednak, że dominująca praktyka rynkowa – jakkolwiek daleka od doskonałości – jest dość racjonalna ekonomicznie. Najnowsze badania w tej kwestii wykazują, że niedowartościowanie akcji w ramach pierwszych ofert publicznych jest zjawiskiem towarzyszącym wszystkim metodom wyceny i przydziału akcji w ramach pierwszych ofert publicznych: a więc zarówno ofertom po z góry wyznaczonej cenie (*fixed price offers*), jak i aukcjom czy też

⁹¹ Zob. np. S.J. Griffith, *Spinning and Underpricing*, Brooklyn Law Review 2004, t. 69, nr 2, s. 590 i n.

⁹² N. Wunderlich, *Preisfindung, Underpricing und Zuteilungsverfahren...*, s. 26.

⁹³ A.P. Ljungqvist, W.J. Wilhelm, *IPO Allocations: Discriminatory or Discretionary?*, Journal of Financial Economics 2002, t. 65, nr 2, s. 169.

⁹⁴ E.R. Levy, *The Law and Economics of IPO Favoritism and Regulatory Spin*, Southwestern University Law Review 2004, t. 33, s. 192.

⁹⁵ Zob. szerzej S.J. Griffith, *Spinning and Underpricing...*, s. 585 i n.