

Ukraińskie spółki na GPW w Warszawie: stan obecny i perspektywy

Ukrainian companies on the Warsaw Stock Exchange: current situation and perspectives



Ukraińskie spółki na GPW w Warszawie: stan obecny i perspektywy

Raport analityczny vol. 1, nr 1

pod redakcją Pawła Perza

Opracowanie wydawnicze:
Zespół Wydawnictwa WSiIZ

ISBN 978-83-60583-62-3

© Copyright by WSiIZ
Rzeszów 2011

Wydawca:
Wydawnictwo Wyższej Szkoły Informatyki i Zarządzania
z siedzibą w Rzeszowie
ul. Sucharskiego 2; 35-225 Rzeszów
tel. (017) 86 61 144
e-mail: wydawnictwo@wsiz.rzeszow.pl

Spis treści

Ukraińskie spółki na GPW w Warszawie: stan obecny i perspektywy. Raport analityczny vol. 1, nr 1.....	1
CZĘŚĆ I. Finansowanie działalności gospodarczej na Ukrainie	5
1.1. Wprowadzenie	7
1.2. Przegląd sytuacji makroekonomicznej Ukrainy	7
1.3. Finansowanie działalności przy wykorzystaniu kredytu bankowego	8
1.4. Rozwój rynku papierów wartościowych na Ukrainie	14
CZĘŚĆ II. Emisja akcji w Polsce jako metoda pozyskania kapitału na rozwój	19
2.1. Wprowadzenie	21
2.2. GPW w Warszawie jako miejsce plasowania IPO zagranicznych spółek	24
2.3. Wybrane prawne aspekty emisji akcji w Polsce.....	30
CZĘŚĆ III. Analiza ukraińskich spółek z sektora spożywczego notowanych na GPW w Warszawie na tle branży	39
3.1. Wprowadzenie	41
3.2. Sektor spożywczy na GPW w Warszawie	42
3.3. IPO na rynku polskim: przykład Astarta Holding SA i Kernel Holding SA	45
3.4. Znaczenie ukraińskich spółek dla GPW w Warszawie.....	49
CZĘŚĆ IV. Prezentacja ukraińskich spółek notowanych na GPW w Warszawie.....	53

Ukrainian companies on the Warsaw Stock Exchange: current state and future trends. Analytical report vol. 1, nr 1	65
PART I. Financing economic activity in Ukraine	67
1.1 Introduction	69
1.2 Ukraine's macroeconomic situation	69
1.3 Bank loans as a method of raising capital for business	70
1.4 Stock market development in Ukraine	75
PART II. IPO in Poland as a method of raising capital	79
2.1 Introduction	81
2.2 Warsaw Stock Exchange as a place of conducting international IPO	84
2.3 Selected legal aspect of IPO in Poland.....	89
PART III. Ukrainian Food & Drink companies listed on the Warsaw Stock Exchange in the context of the F&D sector	99
3.1. Introduction	101
3.2. Food & Drink sector on the Warsaw Stock Exchange	101
3.3. IPO at the Warsaw Stock Exchange. Selected examples: Astarta Holding & Kernel Holding	105
3.4. Significance of Ukrainian companies for WSE.....	109
PART IV. Company profiles of Ukrainian companies listed on Warsaw Stock Exchange.....	113

Ruslan Harasym, Ulyana Dzyuma, Mihail Cebotari

CZĘŚĆ I

Finansowanie działalności gospodarczej
na Ukrainie

1.1. Wprowadzenie

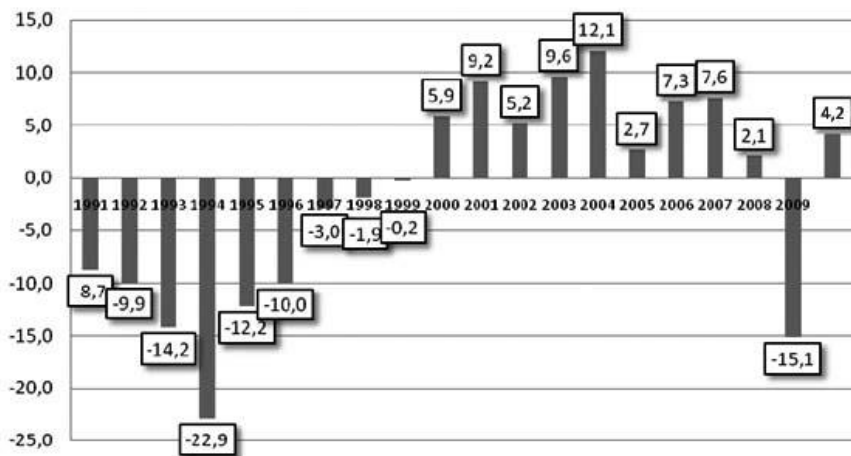
Niemal każdy przedsiębiorca niezależnie od wielkości prowadzonej działalności gospodarczej miał do czynienia z problemem braku wystarczającej ilości kapitału. Taka sytuacja spowalnia i utrudnia rozwój przedsiębiorstwa. Problem finansowania firmy zazwyczaj wymaga niezwłocznego rozwiązania. W niniejszym rozdziale przeanalizowano możliwości pozyskania kapitału na ukraińskim rynku finansowym, dokonano krótkiego przeglądu wskaźników makroekonomicznych na Ukrainie, następnie analizie poddano możliwości finansowania za pomocą kredytów bankowych oraz poprzez emisję akcji. Opisane zostały też problemy oraz trudności związane z pozyskiwaniem kapitału na rynku ukraińskim. Alternatywą dla wymienionych sposobów jest możliwość sięgnięcia po kapitał na zagranicznych rynkach finansowych.

Gospodarka ukraińska znajduje się w fazie transformacji zmieniającej jej dotychczasową strukturę na bardziej wolnorynkową. Obecnie można zaobserwować nasilenie procesów prywatyzacji własności państwowej oraz wzrost liczby prywatnych spółek akcyjnych. Podejmowane są działania zmierzające do udoskonalenia architektury rynku finansowego, którego sprawne funkcjonowanie ma kluczowe znaczenie w procesie zwiększania efektywności wykorzystania zasobów w gospodarce. Podstawowymi barierami rozwoju rynku finansowego na Ukrainie są: wolne tempo uaktualniania regulacji prawnych w stosunku do potrzeb przedsiębiorstw, brak przejrzystej informacji o działalności podmiotów rynku finansowego, brak motywacji do aktywnego działania na rynku papierów wartościowych, niewielkie zaufanie do krajowej waluty. Niewątpliwie dla dalszego rozwoju gospodarki Ukrainy wewnętrzne źródła finansowania nie będą wystarczające. Jednym ze sposobów na rozwiązanie tego problemu są działania zmierzające do przyciągnięcia kapitału zagranicznego. Zagraniczne środki finansowe nie tylko zaspokoją potrzeby kapitałowe, ale też ich zaangażowanie przyczyni się do rozwoju produkcji, udoskonalenia zaplecza technicznego oraz rozwoju innowacji.

1.2. Przegląd sytuacji makroekonomicznej Ukrainy

Po zerwaniu tradycyjnych powiązań gospodarczych w ramach ZSRR i przejściu do systemu gospodarki rynkowej w pierwszej połowie lat 90. XX w. Ukraina przeżywała okres długotrwałej recesji, której kulminacja nastąpiła w 1994 r., kiedy to PKB spadł o 22,9%. Na ścieżkę wzrostu gospodarka wróciła w roku 2000. W latach 2000–2008 ukraińska gospodarka odnotowywała systematyczny wzrost gospodarczy w tempie około 7% rocznie (średnio 6,9% w latach 2000–2008; wyjątkiem był rok 2005, kiedy wzrost wyniósł około 2,7%). Jednak pomimo pozytywnych tendencji pod koniec 2008 r. PKB Ukrainy stanowił nadal zaledwie 74,1% poziomu tego wskaźnika z 1990 r.

Wykres 1. Zmiany PKB Ukrainy w latach 1991–2010
(zmiana w stosunku do analogicznego okresu roku poprzedniego, dane w %)



Źródło: Państwowy Komitet Statystyki Ukrainy

W IV kwartale 2008 r. w wyniku negatywnych skutków światowego kryzysu gospodarczego rozwój gospodarczy Ukrainy uległ gwałtownemu zahamowaniu. Kryzys doprowadził do załamania się popytu na podstawowe towary eksportowe. O ile w pierwszych trzech kwartałach 2008 r. gospodarka Ukrainy rozwijała się w szybkim tempie (wzrost PKB odpowiednio o: 6,3%, 6,2% i 6,4%), to już w IV kwartale tego roku odnotowano załamanie gospodarki ukraińskiej (spadek PKB o 8%), w wyniku czego ostatecznie PKB Ukrainy wzrósł w 2008 r. jedynie o 2,1% w stosunku do roku poprzedniego. W 2009 r. ukraińska gospodarka wykazywała dalszy spadek poziomu produktu krajowego brutto, przy czym pod koniec 2009 r. zaczęto odnotowywać pewne oznaki wychodzenia gospodarki ukraińskiej z kryzysu. Ostatecznie w 2009 r. PKB Ukrainy obniżył się o 15,1%. W 2010 r. odnotowano wzrost PKB na poziomie 4,2%. W najnowszym raporcie Banku Światowego zakłada się, że wskaźnik wzrostu PKB na rok 2011 wyniesie 4%, a w perspektywie średniookresowej – 4–5%. W tabeli 1 zamieszczono zestawienie najważniejszych wskaźników makroekonomicznych dla gospodarki Ukrainy w latach 2007–2010.

1.3. Finansowanie działalności przy wykorzystaniu kredytu bankowego

Począwszy od 2006 r., na Ukrainie pojawiło się kilkanaście zagranicznych grup finansowych, które zainwestowały ponad 10 mld dolarów w banki krajowe. W latach 2006–2008 liczba banków z udziałem kapitału zagranicznego

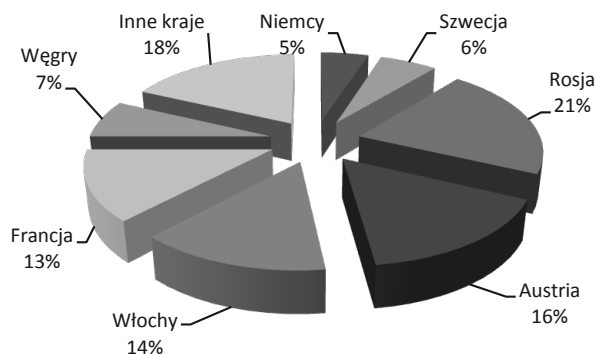
Tabela 1. Główne wskaźniki makroekonomiczne Ukrainy w latach 2007–2010

Wyszczególnienie	2007	2008	2009	2010
PKB wartość globalna (mld UAH)	712,9	949,9	914,7	1094,6
PKB wartość globalna (mld USD)	141,2	123,4	114,3	136,4
PKB per capita (ceny rynkowe, UAH)	15 374,2	20 534	19 901,3	23 910,8
PKB per capita (ceny rynkowe, USD)	3 044,4	2 667	2 487,7	2 979,6
PKB per capita (PPP, USD)	7100	7500	6400	6700
Realna zmiana PKB (%)	7,6	2,1	-15,1	4,2
Produkcja przemysłowa (zmiana %)	10,2	-3,1	-21,9	11
Produkcja rolna (zmiana %)	-6,5	17,5	0,1	-1
Dług publiczny (w % PKB)	12,3	20	34,7	39,5
Stopa inflacji (CPI, grudzień do grudnia)	16,6	22,3	12,3	9,1
Stopa bezrobocia (% metodologia MOP)	6,9	6,9	9,6	8,8
Obroty handlu zagranicznego (towary, mld USD)	109,9	152,5	85,1	112,1
Eksport towarów (mld USD)	49,2	67	39,7	51,4
Eksport towarów (zmiana %)	28,4	35,9	-40,7	29,6
Import towarów (mld USD)	60,7	85,5	45,4	60,7
Import towarów (zmiana %)	34,7	41,1	-46,9	33,7
Saldo handlu zagranicznego (towary, mld USD)	-11,4	-18,5	-5,7	-9,3
Saldo na rachunku obrotów bieżących (% PKB)	-4,2	-6,7	-1,5	-2,1
Wartość rocznego napływu BIZ (mld USD)	8,7	10,9	5,6	6
Skumulowana wartość BIZ na Ukrainie (mld USD)	29,5	35,7	40	44,7

Źródło: Państwowy Komitet Statystyki Ukrainy, Narodowy Bank Ukrainy, Ministerstwo Finansów

wzrosła z 35 do 53 (w tym 17 banków ze 100-procentowym udziałem kapitału zagranicznego), a udział tego kapitału w systemie bankowym – z 27,6% do 40,5%. Obecnie największy udział w aktywach systemu bankowego mają inwestorzy z Rosji i Austrii. Dość znaczące są też udziały francuskich, włoskich, węgierskich, niemieckich i szwedzkich inwestorów, co świadczy o sporym zainteresowaniu ukraińskim sektorem bankowym przez inwestorów z UE.

Wykres 2. Struktura aktywów systemu bankowego na Ukrainie kontrolowanych przez nierezydentów (stan na 1 stycznia 2009 r.)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie: www.bank.gov.ua

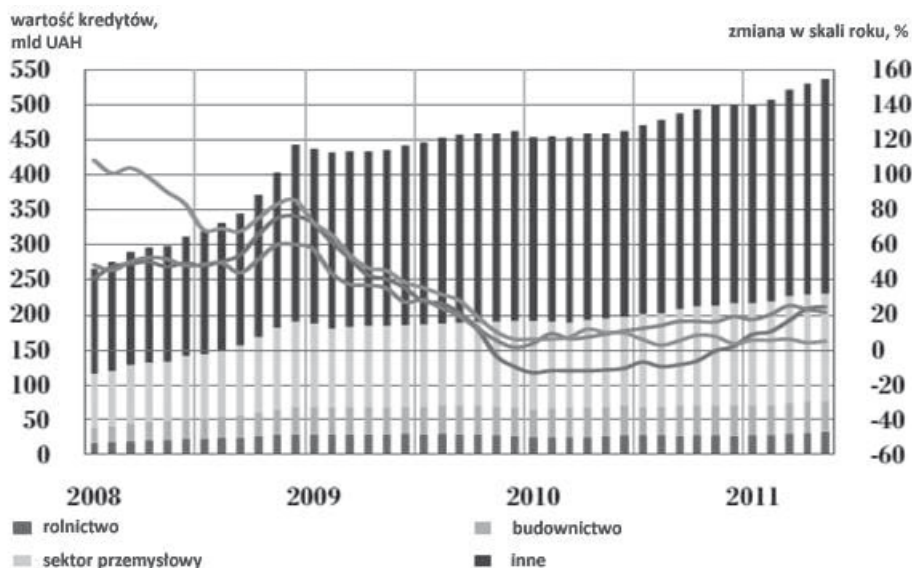
W odróżnieniu od innych gospodarek regionu, np. Estonii, gdzie ponad 80% aktywów jest kontrolowanych przez szwedzkie holdingi, struktura własnościowa aktywów ukraińskiego sektora bankowego nie jest zdominowana przez udziałowców reprezentujących jeden kraj. Takie zróżnicowanie właścicieli można uznać za pozytywną cechę ukraińskiego systemu bankowego, ponieważ nie jest on uzależniony od warunków gospodarczo-politycznych konkretnego kraju.

Dziś na ukraińskim rynku funkcjonują również bardzo różne instytucje finansowe – tak światowe, jak i regionalne. Niektóre z nich działają wyłącznie w pojedynczych segmentach rynku finansowego, podczas gdy inne – w kilku (np. w obszarze bankowości detalicznej, inwestycyjnej czy ubezpieczeniach). Analiza akcjonariatu banków z kapitałem zagranicznym pokazuje, że w sektorze bankowym Ukrainy działa 8 grup finansowych z Europy i Stanów Zjednoczonych, które posiadają cechy konglomeratów finansowych. Są to: Societe Generale, ING, Credit Agricole, Intesa Sanpaolo, RZB-UNIQA, SEB, Citigroup i BNP Paribas. Międzynarodowe konglomeraty finansowe posiadają zazwyczaj większościowe pakiety akcji banków krajowych, jak również instytucji ubezpieczeniowych. Zagraniczne banki często udzielały kredytu bardziej aktywnie niż podmioty ukraińskie. Rozwój systemu bankowego nie przyczynił się jednak do obniżenia kosztu kredytów i wydłużenia okresów ich przyznawania, a także poprawy wskaźników rentowności działalności bankowej. Było to spowodowane dość dużym tempem wzrostu inflacji, wysokością stopy dyskontowej Narodowego Banku Ukrainy (NBU) oraz ryzykiem związanym z kredytowaniem realnego sektora krajowej gospodarki.

Rynek kredytów bankowych na Ukrainie powoli się stabilizuje, a wartość udzielanych kredytów powraca do poziomów notowanych przed ostatnim kryzysem (wykres 3). Światowy kryzys finansowy negatywnie wpłynął na ten rynek. Brak zaufania do banków ze strony społeczeństwa, niska wartość depozytów i zbyt wysokie stopy procentowe doprowadziły do istotnego zmniejszenia wartości udzielanych kredytów (głównie przez wysokie koszty ich obsługi).

W latach 2009–2011 sytuacja na rynku kredytów bankowych poprawiała się. Stopy oprocentowania kredytów zaczęły się obniżać. Pomimo tego ich wysokość wciąż nie zachęca przedsiębiorców do zaciągania kredytów na finansowanie własnej działalności i dalszego rozwoju. Warunki kredytowania są nadal nie do zaakceptowania dla wielu ukraińskich przedsiębiorstw.

Wykres 3. Wartość kredytów udzielonych przez ukraiński sektor bankowy w latach 2008–2011



Źródło: www.bank.gov.ua

Pod koniec maja 2011 r. działające na Ukrainie przedsiębiorstwa otrzymały od banków kredyty o wartości 537 mld UAH (tabela 2), tempo przyrostu wartości kredytów stanowiło 16,9% w skali roku w porównaniu do 15,7% pod koniec kwietnia. Sektor rolniczy otrzymał 31,95 mld UAH kredytów (wzrost o 24,5% w skali roku), sektor przemysłowy – 153,4 mld UAH (wzrost o 21,2% w skali roku), budownictwo – 44,90 mld UAH (wzrost o 5% w skali roku), pozostała część ogólnej wartości udzielonych kredytów – 306,77 mld UAH (wzrost o 16% w skali roku) – przypadała natomiast na inne formy działalności gospodarczej.

W ogólnej wartości udzielonych kredytów 330,2 mld stanowiły kredyty w hrywnach ukraińskich, 175,05 mld w dolarze amerykańskim, 27,6 mld w euro, 2,6 mld w rublu rosyjskim oraz 1,8 mld w innych walutach. Charakterystyczne dla rynku ukraińskiego jest to, iż walutą często wybieraną przez kredytobiorców jest dolar amerykański. Na koniec maja 2011 r. kredyty w tej walucie stanowiły 32,59% ogółu udzielonych kredytów. Warto zauważyć jednak, iż w roku 2011 (zarówno w kwietniu, jak i maju) tempo przyrostu kredytów udzielanych w wa-

Tabela 2. Wartość kredytów udzielonych przez ukraiński sektor bankowy poszczególnym sektorom gospodarki

Sektory gospodarki	Kredyty			
	kwiecień 2011 r.		maj 2011 r.	
	wartość udzielonych kredytów w mld UAH	zmiana w skali roku w %	wartość udzielonych kredytów w mld UAH	zmiana w skali roku w %
Razem	530,63	15,7	537,03	16,9
rolnictwo	31,32	23,3	31,95	24,5
sektor przemysłowy	153,69	23	153,4	21,2
budownictwo	44,31	4,2	44,9	5
pozostałe sektory	301,31	13,5	306,77	16

Źródło: www.bank.gov.ua

lucie lokalnej przewyższało tempo przyrostu kredytów w dolarze amerykańskim. Dla maja 2011 r. wartość kredytów udzielonych w hrywnie ukraińskiej wzrosła rok do roku o 18,3%, podczas gdy dla dolara amerykańskiego wzrost rok do roku wyniósł 13,2% (tabela 3).

Tabela 3. Wartość kredytów udzielonych przez ukraiński sektor bankowy w podziale na waluty

Waluty	Kredyty			
	kwiecień 2011 r.		maj 2011 r.	
	wartość udzielonych kredytów w mld UAH	zmiana w skali roku w %	wartość udzielonych kredytów w mld UAH	zmiana w skali roku w %
Razem	530,63	15,7	537,03	16,9
hrywna	324,77	18	330,02	18,03
dolar amerykański	173,05	11,1	175,05	13,02

Źródło: www.bank.gov.ua

W tabeli 4 przedstawiono strukturę udzielonych kredytów ze względu na termin ich spłaty. W analizowanym okresie największa część kredytów była udzielona na okres od 1 do 5 lat – 242,47 mld UAH (45,15% ogółu udzielonych kredytów). Kredyty udzielone na okres poniżej 1 roku miały wartość 218,76 mld UAH, co stanowiło 40,74% ogółu udzielonych kredytów. Długo-

terminowe kredyty o terminach spłaty powyżej 5 lat stanowiły 14,11% wartości wszystkich udzielonych kredytów (ich wartość wynosiła 75,8 mld UAH).

Tabela 4. Wartość kredytów udzielonych przez ukraiński sektor bankowy w podziale na okres spłaty

Okres spłaty kredytu	kwiecień 2011 r.		maj 2011 r.	
	wartość udzielonych kredytów w mld UAH	zmiana w skali roku w %	wartość udzielonych kredytów w mld UAH	zmiana w skali roku w %
Razem	530,63	15,7	537,03	16,9
do 1 roku	214,78	14,3	218,76	16
od 1 do 5 lat	239,91	13,6	242,47	14,8
powyżej 5 lat	75,94	27,8	75,8	27,2

Źródło: www.bank.gov.ua

W maju 2011 r. średnia stopa oprocentowania kredytów dla przedsiębiorstw w hrywnach ukraińskich wyniosła 13,32%, w dolarach amerykańskich – 9,52%, w euro – 8,65%. Stopa oprocentowania kredytów dla gospodarstw domowych w hrywnach ukraińskich wynosiła 29,24%, w dolarach amerykańskich – 11,72%, w euro – 19,62% (tabela 5).

Tabela 5. Stopy oprocentowania kredytów udzielanych przez ukraiński sektor bankowy

Waluta	Przedsiębiorstwa			Gospodarstwa domowe		
	marzec 2011 r.	kwiecień 2011 r.	maj 2011 r.	marzec 2011 r.	kwiecień 2011 r.	maj 2011 r.
hrywna	13,26	13,11	13,32	29,47	28,64	29,24
dolar amerykański	10,34	10,07	9,52	10,93	12,91	11,72
euro	9,53	8,07	8,65	16,91	14,31	19,62

Źródło: www.bank.gov.ua

Kredyt bankowy jest jedną z najdroższych i jednocześnie stosunkowo słabo dostępnych form finansowania działalności gospodarczej na Ukrainie. Ze względu na wysokie stopy oprocentowania kredytów długoterminowych oraz wysokie wymagania, które musi spełnić przedsiębiorstwo, aby otrzymać kredyt, ukraińskie przedsiębiorstwa finansują swoją działalność w większej mierze kapitałem własnym, ewentualnie poprzez zaciągnięcie kredytów krótkookresowych.

1.4. Rozwój rynku papierów wartościowych na Ukrainie

Na Ukrainie obrót giełdowy istnieje od 1992 r. Rynek kapitałowy jest regulowany przez specjalny organ – Państwową Komisję Rynku Kapitałowego i Papierów Wartościowych – który wydaje licencje i reguluje interakcje pomiędzy wszystkimi uczestnikami rynku kapitałowego, jak również nadzoruje emisje i obrót papierami wartościowymi. Według stanu na 1 kwietnia 2011 r. na ukraińskim rynku papierów wartościowych działało dziesięć giełd. Zestawienie wartości obrotów na poszczególnych rynkach w latach 2008–2011 zaprezentowano w tabeli 6.

Tabela 6. Wartość obrotów na poszczególnych giełdach działających na Ukrainie w latach 2008–2011 (mln UAH)

Giełda	2008	2009	2010	IQ 2011
Ukrainian Stock Exchange	90,48	58,81	54,39	2,22
Stock Exchange – Innex	86,36	205,44	72,94	16,64
Prydniprowska Stock Exchange	212,2	970,39	220,16	39,41
PFTS	33991,9	13955,45	60901,26	17919,84
Kiev International Stock Exchange	1180,71	1573,49	2663,64	738,07
Ukrainian International Stock Exchange	529,89	1796,3	1808,97	260,94
Ukrainian Interbank Currency Exchange	101,88	1828,78	1267,59	0,6
Perspektiva	1374,51	11412,43	36649,58	18125
East European Stock Exchange	187,74	136,97	50,61	11,86
Ukrainian Exchange	–	3288,17	27510,42	19480,85
PTIS	4,02	787,79	–	–
Ogólna wartość obrotu	37759,69	36014,02	131199,6	56595,43

Źródło: www.ssmc.gov.ua

W I kwartale 2011 r. miała miejsce znacząca aktywizacja obrotu papierami wartościowymi. Ogólna wartość obrotów w tym czasie wyniosła około 56,6 mld UAH, podczas gdy w ciągu 2010 r. łączna wartość dokonanych transakcji nie przewyższała 131,2 mld UAH. W ciągu I kwartału 2011 r. wartość obrotu samymi tylko akcjami wyniosła ponad 25,6 mld UAH, 19 mld UAH więcej niż rok wcześniej oraz 23,7 mld UAH więcej niż w I kwartale 2009 r. Wartość obrotów obligacjami korporacyjnymi wyniosła 5,6 mld UAH, 4,7 mld UAH więcej niż w I kwartale 2010 r. oraz 3,7 mld UAH więcej niż w analogicznym okresie 2009 r. Największym przyrostem wartości obrotów odznaczały się instrumenty pochodne. Wartość obrotu tymi instrumentami w I kwartale 2011 r. wzrosła 275 razy w porównaniu do I kwartału 2010 r. (odpowiednio 19,4 mld UAH i 5,3 mld UAH). Dane te szczegółowo przedstawia tabela 7.

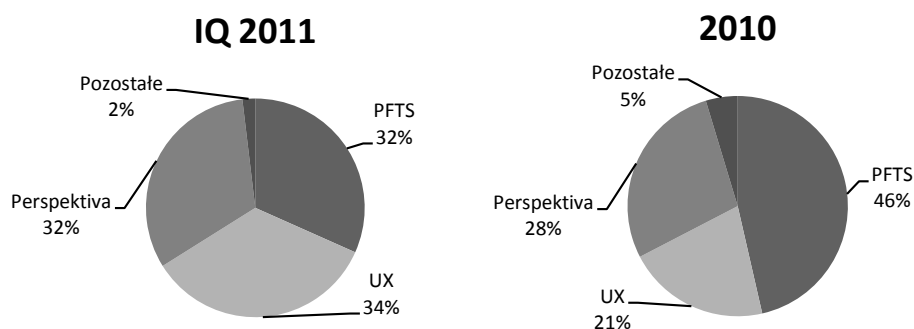
Tabela 7. Wartość obrotu poszczególnymi papierami wartościowymi w latach 2009–2011 (w mln UAH)

Papiery wartościowe	I kwartał 2010 r.	I kwartał 2011 r.	Przyrost		I kwartał 2009 r.	I kwartał 2011 r.	Przyrost	
			mln UAH	%			mln UAH	%
Akcje	6542,88	25584,7	19041,79	291,03	1866	25584,67	23718,67	1271,1
Obligacje korporacyjne	834,82	5574,66	4739,84	567,77	1861,84	5574,66	3712,82	199,42
Obligacje Skarbu Państwa	9334,06	16809,2	7475,15	80,08	1628,9	16809,21	15180,31	931,94
Obligacje samorządów terytorialnych	8,45	72,38	63,93	756,11	1,28	72,38	71,1	5554,69
Certyfikaty inwestycyjne	1476,91	3217,35	1740,44	117,84	19,23	3217,35	3198,12	16630,9
Derywaty	19,39	5337,18	5317,79	27425	2,82	5337,18	5334,36	189162
Razem	18216,5	56595,5	38378,94	210,68	5380,07	56595,45	51215,38	951,95

Źródło: www.ssmc.gov.ua

I kwartał 2011 r. przyniósł również pewne zmiany w strukturze giełd działających na Ukrainie. PFTS, która w ostatnich latach zajmowała pierwszą pozycję wśród wszystkich rynków giełdowych pod względem wartości obrotów (46,42% ogólnego obrotu w 2010 r.), w wyniku szybkiego rozwoju głównych konkurentów znalazła się na trzecim miejscu – 31,66% ogólnej wartości obrotu. Wiodącą pozycję zajęła Ukraińska Giełda – 34,4%. Zaraz za nią plasowała się Perspektywa – 32,03% ogólnej wartości obrotu papierami wartościowymi (wykres 4).

Wykres 4. Wartość udziałów poszczególnych giełd na rynku kapitałowym



Źródło: www.ssmsc.gov.ua

Na obecną sytuację i perspektywy rozwoju ukraińskich giełd papierów wartościowych rzutuje wiele nierozwiązanych problemów, które wymagają dogłębnej analizy. Dotyczy to przede wszystkim takich kwestii jak:

- niski poziom kapitalizacji rynku papierów wartościowych,
- niski poziom nadzoru korporacyjnego w przedsiębiorstwach-emitentach,
- niewystarczający poziom ujawnienia informacji o działalności spółek,
- brak odpowiedniej polityki w zakresie dywidendy,
- niewielka podaż kapitału inwestycyjnego na rynku papierów wartościowych,
- zbyt niski poziom przejrzystości informacji udzielanej przez uczestników rynku, która nie zawsze jest wystarczająca, aktualna i obiektywna,
- słabo rozwinięty rynek instrumentów bazowych, jak również niedoskonałe regulacje prawne w tym obszarze,
- złożoność sposobu organizacji i przeprowadzania pierwszych ofert publicznych instrumentów finansowych,
- brak skutecznego mechanizmu ochrony praw inwestorów,
- złożoność procedur restrukturyzacji, a w konsekwencji ograniczony rynek wtórny.

Aby rozwiązać te problemy i zapewnić skuteczny rozwój rynku papierów wartościowych na Ukrainie, Państwowa Komisja Giełdowa we wrześniu 2010 r. przedstawiła program rozwoju rynku papierów wartościowych na lata 2011–2015. Dokument ten proponuje mechanizmy rozwiązania problemów

odnoszących się do niskiej płynności rynku, stanu infrastruktury i kontroli dewizowej¹. Jest on częścią programu reform gospodarczych Ukrainy na lata 2010–2014 „Zamożne społeczeństwo, konkurencyjna gospodarka, efektywna władza”. Program określa warunki, których spełnienie ma doprowadzić do wzrostu i rozwoju rynku kapitałowego oraz sektora usług finansowych. Jego główne założenia to w szczególności:

- zaostrzenie wymagań dotyczących zarządzania ryzykiem, przejrzystości prowadzonej działalności i publikacji informacji o spółkach-uczestnikach rynku finansowego,
- stworzenie odpowiednich ram prawnych do wprowadzania nowych instrumentów finansowych oraz mechanizmów redystrybucji kapitału,
- stworzenie jednolitego systemu ewidencji papierów wartościowych,
- wprowadzenie jednolitych reguł obliczania giełdowego indeksu papierów wartościowych w celu uniknięcia możliwych manipulacji cenami tych instrumentów.

¹ www.rusnauka.com/14_NPRT_2011/Economics/3_86789.doc.htm.

Paweł Perz, Paweł Bochenek

CZĘŚĆ II

Emisja akcji w Polsce jako metoda pozyskania
kapitału na rozwój

2.1. Wprowadzenie

Ustawa z 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych definiuje ofertę publiczną jako udostępnienie co najmniej 100 osobom lub nieoznaczonemu adresatowi w dowolnej formie i w dowolny sposób informacji o papierach wartościowych i warunkach dotyczących ich nabycia. Te informacje powinny stanowić dla zainteresowanych uczestników rynku dostateczną podstawę do podjęcia decyzji o odpłatnym nabyciu tych papierów wartościowych (art. 3).

W literaturze poświęconej rynkom finansowym wiele miejsca zajmują zagadnienia związane z pierwszymi publicznymi ofertami akcji (IPO). Rozważania koncentrują się wokół dwóch problemów. Pierwszy dotyczy ceny, po jakiej sprzedawane są akcje w ramach IPO, ceny ich giełdowego debiutu oraz zachowania się kursów akcji IPO na giełdzie. Drugi dotyczy motywów, jakimi kierują się spółki, decydując się na publiczną emisję akcji, oraz konsekwencji finansowych przeprowadzonych emisji. Zgodnie z teorią hierarchii źródeł finansowania sformułowaną przez Donaldsona przedsiębiorstwa zazwyczaj w pierwszej kolejności wykorzystują kapitał własny wewnętrzny (wynikający z generowanych przez firmę przepływów pieniężnych), w drugiej kolejności próbują pozyskać kapitał obcy (zazwyczaj w postaci kredytu bankowego lub pożyczki), w ostatniej kolejności rozważane jest natomiast pozyskanie kapitału własnego (zasilenie kapitałowe dokonane przez właścicieli, pozyskanie nowych wspólników, udziałowców). W planie strategicznym właściciele firmy powinni skonfrontować przyszłe potrzeby inwestycyjne z możliwościami finansowymi wynikającymi z przyszłych przepływów pieniężnych. Jeśli planowane nakłady inwestycyjne nie będą mogły być sfinansowane ze źródeł wewnętrznych, firma musi rozważyć pozyskanie kapitału zewnętrznego. W przypadku braku możliwości pozyskania kapitału obcego (zbyt duży poziom zadłużenia, krótka historia działalności firmy, brak wystarczających zabezpieczeń itp.) często jedynym sposobem na realizację planów staje się pozyskanie kapitału własnego. Wybór sposobu jego pozyskania oraz rodzaju inwestorów, do których skierowana jest oferta, ma kluczowe znaczenie. Pozyskanie kapitału od dotychczasowych właścicieli jest dla spółki najłatwiejsze i najszybsze, zazwyczaj to pierwsza opcja, którą spółka rozważa. Głównym ograniczeniem jest brak wystarczającego kapitału przez dotychczasowych właścicieli. Inne alternatywne sposoby pozyskania kapitału to pozyskanie inwestora branżowego lub finansowego, prywatna lub publiczna emisja akcji. W tabeli 8 podsumowano najistotniejsze cechy różnych sposobów pozyskania kapitału własnego.

Tabela 8. Charakterystyka sposobów pozyskiwania kapitału własnego przez przedsiębiorstwa na rynku w Polsce

	Dotychczasowi właściciele	Inwestor branżowy	Inwestor finansowy (fundusze PE/V/C; <i>business angels</i>)	Emisja akcji typu private placement (NewConnect)	Publiczna emisja akcji (NewConnect lub GPW w Warszawie)
Ilość kapitału, który można pozyskać	Ograniczona możliwościami finansowymi właścicieli	Zależna od sytuacji finansowej i perspektyw spółki	Zależna od sytuacji finansowej i perspektyw spółki oraz sytuacji na rynku kapitałowym	Zależna od sytuacji finansowej i perspektyw spółki oraz sytuacji na rynku kapitałowym	Zależna od sytuacji finansowej i perspektyw spółki oraz sytuacji na rynku kapitałowym
Łatwość pozyskania kapitału	Bardzo duża przy założeniu posiadania niezbędnego kapitału przez właścicieli	Zazwyczaj bardzo trudno znaleźć zainteresowane podmioty	Procedura selekcji podmiotów, w które inwestują fundusze, jest bardzo rygorystyczna	Spora, jeśli firma potrafi przedstawić przekonujący plan dalszego rozwoju	Wymaga zgody KNF, procedura pozyskania kapitału jest skomplikowana
Kontrola nad spółką	Utrzymana	Zazwyczaj inwestor branżowy żąda uzyskania kontroli nad spółką	Inwestorzy finansowi zazwyczaj chcą mieć istotny wpływ na działalność spółki	Zazwyczaj dotychczasowi właściciele utrzymują kontrolę nad spółką	Zazwyczaj dotychczasowi właściciele utrzymują kontrolę nad spółką
Koszty	Bardzo małe	Bardzo małe	Bardzo małe	Małe	Duże
Dodatkowe korzyści	Brak	Pozyskanie <i>know-how</i> , dostęp do sieci dystrybucji, wspólne projekty	Wsparcie w procesie zarządzania firmą, aktywne uczestnictwo w opracowaniu strategii rozwoju, pomoc w pozyskaniu dalszego finansowania	Możliwość w miarę łatwego dokapitalizowania spółki w przyszłości, wzrost wiarygodności spółki i promocyjny	Możliwość w miarę łatwego dokapitalizowania spółki w przyszłości, wzrost wiarygodności spółki, efekt marketingowy i promocyjny
Pozostałe koszty	Brak	Brak	Brak	Konieczność wypełniania określonych obowiązków informacyjnych	Konieczność wypełniania bardzo rygorystycznych obowiązków informacyjnych

Źródło: Opracowanie własne

Przeprowadzanie IPO jest w świecie finansów odbierane jako swoiste osiągnięcie finansowej dojrzałości przez przedsiębiorstwo i jednocześnie niesie z sobą cały szereg pozytywnych, jak i negatywnych aspektów. Zalety i wady wprowadzenia spółki na publiczny rynek papierów wartościowych prezentuje tabela 9.

Tabela 9. Zalety i wady wprowadzenia spółki na giełdę papierów wartościowych

Zalety	Wady
Pozyskanie nowych źródeł finansowania	Poniesienie przez firmę kosztów obligatoryjnych związanych z: <ul style="list-style-type: none"> • przygotowaniem prospektu emisyjnego, • badaniem sprawozdań finansowych przez biegłego rewidenta, • opłatami na rzecz KDPW, KNF oraz GPW, • opłatami sądowymi i administracyjnymi
Zwiększenie wiarygodności i prestiżu firmy	
Nowe sposoby promocji firmy i działań marketingowych	
Większe prawdopodobieństwo sukcesu kolejnych emisji akcji, emisji obligacji i bonów komercyjnych	Poniesienie przez firmę kosztów fakultatywnych związanych z: <ul style="list-style-type: none"> • obsługą prawną, • wynagrodzeniem subemitenta usługowego lub inwestycyjnego, • promocją, • spotkaniami z analitykami, inwestorami i przedstawicielami mediów
Uzyskanie obiektywnej rynkowej wyceny wartości spółki	
Uporządkowanie działalności przedsiębiorstwa oraz stworzenie strategii rozwoju spółki	Podleganie obowiązkom informacyjnym
Możliwości konstruowania programów motywacyjnych dla pracowników	Ryzyko niepożądanego przejęcia kontroli nad przedsiębiorstwem jako konsekwencja nieograniczonej swobody zawierania transakcji giełdowych
Promowanie w spółce kultury ukierunkowanej na wyniki i poczucie własności	Ryzyko nieoczekiwanego niedojścia emisji do skutku
Ułatwienia w ewentualnym nabyciu lub połączeniu się z firmą notowaną na giełdzie	
Podwyższenie wartości akcji spółki w obrocie giełdowym i zwiększenie ich płynności	

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: M. Mikołajek-Gocejna, *IPO jako źródło finansowania rozwoju spółki*, CeDeWu, Warszawa 2008

Wejście na giełdę papierów wartościowych wymaga od władz spółki rozważenia wszystkich potencjalnych szans i zagrożeń. Kolejnym istotnym aspektem związanym z giełdowym debiutem są wszelkie działania natury organizacyjnej i prawnej, które należy podjąć podczas przygotowań do pierwszej publicznej oferty akcji.

2.2. GPW w Warszawie jako miejsce plasowania IPO zagranicznych spółek

W wyniku tendencji globalizacyjnych, które szczególnie silnie dotknęły rynki finansowe, przedsiębiorstwa (szczególnie duże) często mają możliwość pozyskiwania kapitału nie tylko na rynku krajowym, ale także na rynkach międzynarodowych. Decyzja o tym, gdzie przedsiębiorstwo będzie emitowało akcje, zależy przede wszystkim od jego wielkości, dostępności kapitału, kosztów związanych z emisją, obowiązków informacyjnych itp. Lokalne giełdy konkurują pomiędzy sobą, starając się przyciągnąć jak największą liczbę emitentów (w tym międzynarodowych). Państwo może wspierać taki kierunek rozwoju lokalnego rynku poprzez stworzenie niezbędnej infrastruktury oraz sprzyjających przepisów prawnych (w tym podatkowych). Trzeba zauważyć, że z punktu widzenia rozwoju lokalnych giełd przyciągnięcie międzynarodowych emitentów jest zjawiskiem pozytywnym, jednak dla lokalnych przedsiębiorstw może to oznaczać utrudnienia w dostępie do kapitału, gdyż muszą one konkurować o kapitał z większą liczbą emitentów. Z drugiej strony, rozwój rynku (między innymi wyrażony dużą liczbą notowanych spółek z różnych krajów) może przyciągnąć międzynarodowy kapitał. To z kolei może pozytywnie wpłynąć na całkowitą podaż kapitału na danym rynku. Tak więc wpływ pojawienia się na danym rynku emitentów międzynarodowych na możliwości pozyskania kapitału przez lokalne przedsiębiorstwa nie jest jednoznaczny.

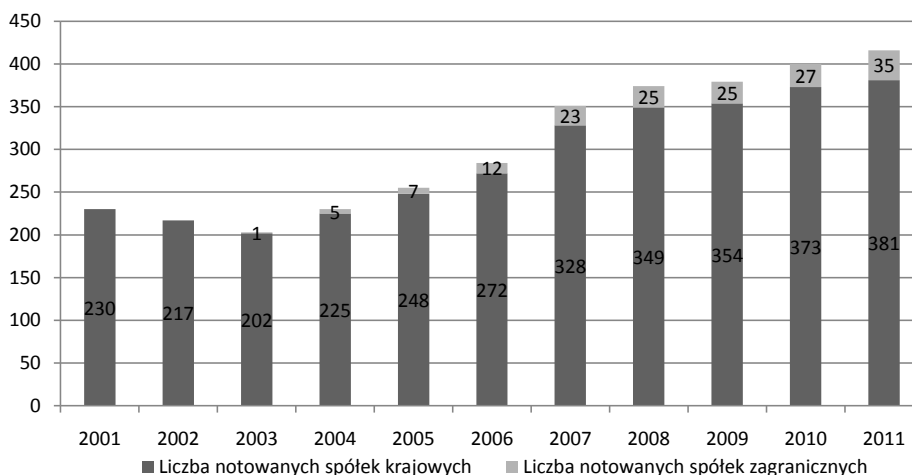
W chwili, kiedy powstawała Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie (12 kwietnia 1991 r.), zapewne niewielu obserwatorów spodziewało się, że po dwóch dekadach stanie się ona największym rynkiem instrumentów finansowych w Europie Środkowo-Wschodniej. Według stanu na koniec czerwca 2011 r. na głównym rynku GPW w Warszawie notowanych było 416 spółek, w tym 35 spółek zagranicznych. W alternatywnym systemie obrotu – na rynku NewConnect – notowanych jest 261 spółek (w tym 6 spółek zagranicznych). Pierwsza sesja giełdowa na GPW w Warszawie odbyła się 16 kwietnia 1991 r. Handlowano na niej akcjami pięciu sprywatyzowanych przedsiębiorstw państwowych (Exbud, Kable, Krosno, Próchnik i Tonsil). Na sesję złożono 112 zleceń, a wartość obrotu wyniosła 1 900 zł². Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie umożliwiła obrót instrumentami finansowymi na różnych prowadzonych przez siebie rynkach. W chwili obecnej giełda organizuje obrót na trzech rynkach. Są to:

- rynek główny,
- alternatywny system obrotu – rynek NewConnect,
- rynek obligacji – Catalyst.

² *Rynki, instrumenty i instytucje finansowe*, red. J. Czekaj, PWN, Warszawa 2008.

Od chwili powstania GPW w Warszawie w 1991 r. funkcjonuje rynek główny. Zgodnie z przepisami prawa rynek ten jest klasyfikowany jako rynek regulowany. Na tym rynku notowane są największe przedsiębiorstwa i najważniejsze oraz najbardziej płynne instrumenty finansowe. Aby instrumenty finansowe mogły zostać dopuszczone do notowań na tym rynku, muszą spełnić szereg warunków. Jednym z kluczowych warunków jest sporządzenie dokumentu informacyjnego, który musi zostać zatwierdzony przez właściwy organ nadzoru. W przypadku akcji iloczyn liczby akcji emitenta i prognozowanej ceny rynkowej musi być większy niż 15 mln euro, a ich zbywalność nie może być ograniczona. Spółka emitująca akcje nie może być również przedmiotem postępowania likwidacyjnego ani upadłościowego. Wykres 5 prezentuje liczbę spółek notowanych na GPW w Warszawie w latach 2001–2011. Pierwsza spółka zagraniczna na GPW w Warszawie zadebiutowała w 2003 r. Na rynku rozpoczęto wtedy notowania Banku Austria Creditanstalt AG. Na koniec czerwca 2011 r. na GPW w Warszawie na rynku głównym notowanych było 35 spółek zagranicznych.

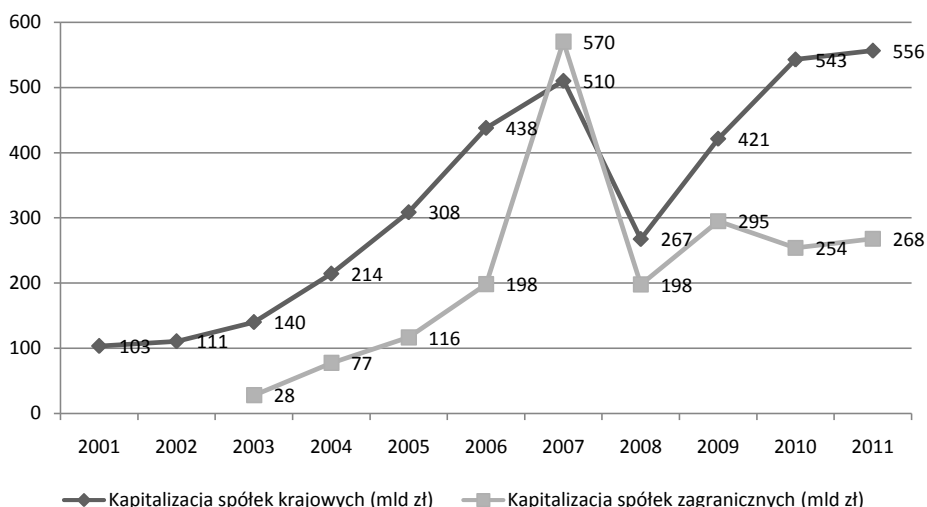
Wykres 5. Liczba spółek krajowych i zagranicznych notowanych na GPW w Warszawie w latach 2001–2011



Źródło: Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie

Wykres 6 przedstawia zmiany kapitalizacji spółek polskich i zagranicznych notowanych na GPW w Warszawie w latach 2001–2011. W latach 2001–2007 można zaobserwować systematyczny wzrost kapitalizacji rynkowej notowanych spółek. Ta tendencja została przerwana przez kryzys finansowy, którego efektem był spadek wszystkich indeksów giełdowych oraz zmniejszenie aktywności w zakresie IPO. Warto zauważyć, iż na koniec roku 2007 kapitalizacja notowanych na GPW w Warszawie spółek zagranicznych przekroczyła kapitalizację spółek krajowych.

Wykres 6. Kapitalizacja spółek krajowych i zagranicznych na GPW w Warszawie w latach 2001–2011



Źródło: Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie

Drugim rynkiem prowadzonym przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie jest rynek NewConnect, który rozpoczął funkcjonowanie 30 sierpnia 2007 r. Drogę do utworzenia tego rynku otworzyło uchwalenie ustawy z 25 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi, która umożliwiła powstanie alternatywnego systemu obrotu (ryнку prowadzonego przez podmiot prowadzący rynek regulowany). Jest to rynek, który ma ułatwić pozyskanie finansowania przez młode, dynamicznie rozwijające się przedsiębiorstwa, szczególnie operujące w obszarze nowoczesnych technologii. Na rynku tym mogą być notowane jedynie akcje, prawa do akcji, prawa poboru, kwity depozytowe oraz inne udziałowe papiery wartościowe. Z punktu widzenia prawa rynek NewConnect jest tzw. alternatywnym systemem obrotu, co powoduje, że wymogi związane z wprowadzeniem akcji do obrotu są znacznie łagodniejsze niż w przypadku rynku głównego GPW w Warszawie. Najważniejsze zalety tego rynku z punktu widzenia emitenta to:

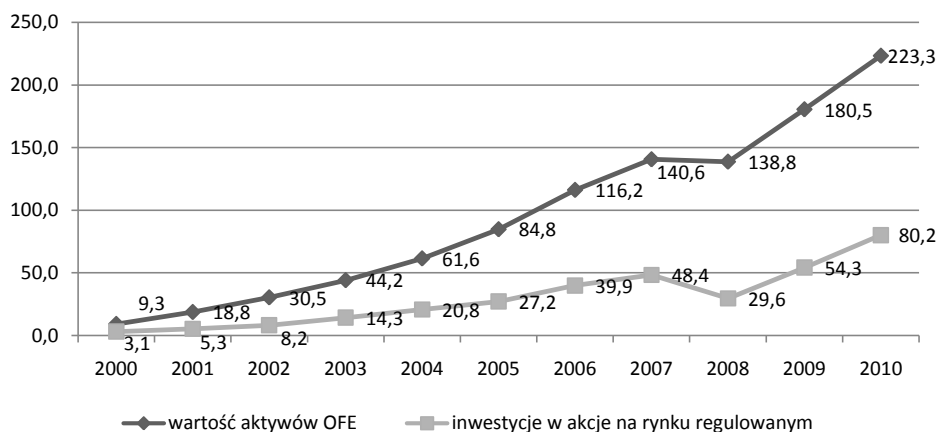
- niewielkie wymogi formalne związane z wprowadzeniem akcji do obrotu,
- uproszczone obowiązki informacyjne dla spółek,
- niskie koszty związane z wprowadzeniem akcji do obrotu,
- znaczący efekt promocyjno-marketingowy wynikający z faktu bycia spółką notowaną na NewConnect.

Jednym z kluczowych atutów tego rynku jest możliwość skorzystania ze stosunkowo łatwej i taniej procedury wprowadzania akcji do obrotu. Tak uproszczona procedura dopuszczeniowa ma miejsce w przypadku skierowania oferty do nie więcej niż 100 inwestorów (oferta prywatna). Zdecydowana większość spółek korzysta właśnie z takiego sposobu pozyskania kapitału.

Rynek Catalyst jest najmłodszym z giełdowych rynków GPW w Warszawie. Rozpoczęcie jego działalności miało miejsce 30 września 2009 r. Jest to rynek, na którym są notowane różnorodne instrumenty dłużne: obligacje komunalne, obligacje korporacyjne oraz listy zastawne. Obrót papierami wartościowymi odbywa się na platformie transakcyjnej GPW w Warszawie lub platformie transakcyjnej BondSpot (dawny rynek CeTO). Na platformie transakcyjnej GPW dokonywane są transakcje detaliczne, platforma transakcyjna BondSpot dedykowana jest natomiast klientom hurtowym. Rynek Catalyst daje szansę pozyskania środków finansowych poprzez emisję obligacji przedsiębiorstwom i jednostkom samorządu terytorialnego.

O atrakcyjności danego rynku decyduje umiejętność przyciągnięcia emitentów, inwestorów oraz pośredników finansowych. Kluczowe znaczenie mają regulacje rynkowe, jest to warunek konieczny, ale niewystarczający do rozwoju rynku. Istotne znaczenie ma jakość usług w zakresie technologii, instrumentów, praktyki operacyjnej danej giełdy. Mocną stroną GPW w Warszawie jest zdywersyfikowana baza inwestorów obejmująca zagranicznych i polskich inwestorów instytucjonalnych oraz krajowych inwestorów indywidualnych (w okresie pierwszych 6 miesięcy 2010 r. udział zagranicznych inwestorów instytucjonalnych wynosił 47%, krajowych inwestorów instytucjonalnych – 33%, krajowych inwestorów indywidualnych – 20%). Wśród krajowych inwestorów instytucjonalnych ważną rolę odgrywają otwarte fundusze emerytalne (OFE) i fundusze inwestycyjne. Szczególnie znacznie mają OFE, co wynika przede wszystkim z posiadania przez te podmioty bardzo dużych aktywów sprawiających, że są one jednymi z największych inwestorów na polskim rynku finansowym. Dodatkowo, ich inwestycje mają w dużej mierze charakter długoterminowy, są więc źródłem podaży kapitału dla spółek poszukujących na rynku możliwości finansowania. Na koniec roku 2010 inwestycje OFE w akcje na rynku regulowanym przekroczyły 80 mld zł.

Wykres 7. Wartość aktywów OFE i ich inwestycje w akcje w latach 2000–2010



Źródło: Dane Komisji Nadzoru Finansowego

W maju 2011 r. weszły w życie przepisy zmniejszające składkę przekazywaną do OFE z 7,3% wynagrodzenia do 2,3%. Jednocześnie wprowadzono stopniowy wzrost limitu na inwestycje w akcje spółek notowanych na regulowanym rynku giełdowym, a także w notowane na regulowanym rynku giełdowym prawa poboru, prawa do akcji i obligacje zamienne na akcje tych spółek z dotychczasowego poziomu 40%, poprzez 42,5% w 2011 r. do 62% w 2020 r. Docelowym limitem ma być 90%. Zmiany te mogą niekorzystnie wpłynąć (szczególnie w początkowym okresie) na podaż kapitału ze strony tych instytucji. Szansą na przyciągnięcie nowych inwestorów (szczególnie instytucjonalnych inwestorów zagranicznych) jest planowane wprowadzenie nowoczesnego systemu transakcyjnego. GPW na mocy umowy z NYSE/Euronext planuje wdrożenie systemu transakcyjnego UTP – Universal Trading Platform. Jest to obecnie jeden z wiodących systemów transakcyjnych na świecie. System może wykreować dodatkowe zainteresowanie polskim rynkiem przez instytucje finansowe stosujące strategie oparte o handel wysokiej częstotliwości (HFT – *high frequency trading*). To powinno doprowadzić do zwiększenia płynności rynku. Badania wskazują, że właśnie ten parametr jest jednym z istotnych czynników branych pod uwagę przy wyborze miejsca notowań akcji przez spółki³. Korzystny wpływ na płynność rynku powinno mieć również umożliwienie krótkiej sprzedaży akcji (GPW w Warszawie wprowadziła taką możliwość od 1 lipca 2010 r.).

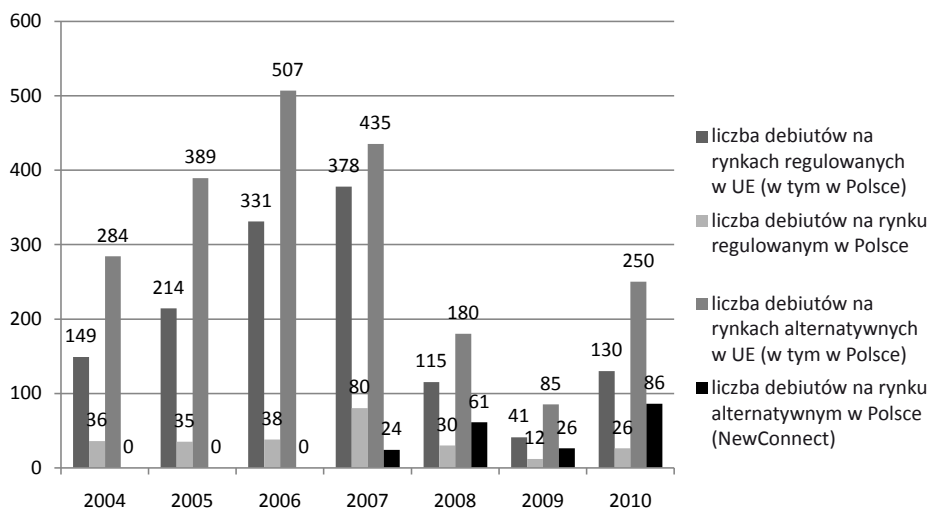
Przejrzyste regulacje prawne, szeroka baza inwestorów oraz niskie w porównaniu z czołowymi giełdami koszty przeprowadzenia emisji spowodowały, iż od kilku lat GPW w Warszawie zajmuje czołowe miejsce wśród wszystkich giełd działających w Unii Europejskiej, jeśli chodzi o liczbę debiutów giełdowych. Sprzyja temu zjawisku również trwający cały czas proces prywatyzacji. Stosunkowo dobre wyniki polskiej gospodarki na tle innych krajów UE, prężnie rozwijający się sektor prywatny oraz cały czas niska relacja kapitalizacji rynku do PKB stwarza podstawy dla dalszego stabilnego rozwoju GPW w Warszawie. Na wykresie 8 zaprezentowano ilość IPO na rynkach regulowanych i alternatywnych w UE i Polsce. Aktywność na rynku IPO w całej Europie utrzymywała się na wysokim poziomie w latach 2004–2007. W następstwie kryzysu finansowego liczba pierwszych ofert publicznych w latach 2008–2009 gwałtownie spadła. Warto zwrócić uwagę na wielki sukces, jaki w Polsce odniósł stworzony w 2007 r. rynek alternatywny New-Connect. W ciągu niespełna czterech lat działalności przyciągnął na swój parkiet 261 spółek, przy czym stało się to w okresie niezbyt sprzyjającym przeprowadzaniu IPO. W roku 2010 liczba debiutów na rynku alternatywnym w Polsce stanowiła ponad 34% ogółu debiutów na wszystkich rynkach alternatywnych w Europie.

Jednym ze strategicznych celów giełdy jest ułatwianie dostępu oraz zwiększanie liczby zagranicznych emitentów, inwestorów i pośredników finansowych aktywnie uczestniczących w transakcjach na rynkach prowadzonych przez spół-

³ Zob. np. A. Kuzmyn, V. Fedulova, *Why Ukrainian Companies Go Public Abroad: A Survey Based Approach*, Arhus 2008.

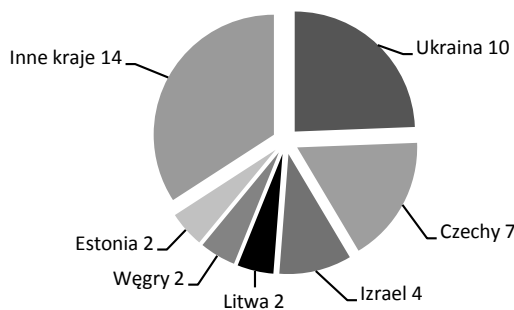
kę. Celem GPW w Warszawie jest osiągnięcie statusu wiodącego rynku w Europie Środkowej i Wschodniej. Realizacji tego celu może sprzyjać umiejętne przyciąganie na parkiet spółek z regionu. Na wykresie 9 pokazano najważniejsze kraje pochodzenia spółek notowanych na GPW w Warszawie. Wśród spółek zagranicznych notowanych w Warszawie największy odsetek stanowią spółki ukraińskie (ponad 34% ogółu).

Wykres 8. Liczba debiutów na regulowanych i alternatywnych rynkach w UE i Polsce w latach 2004–2010



Źródło: IPO Watch Europe, PwC

Wykres 9. Kraje pochodzenia spółek zagranicznych notowanych na GPW w Warszawie



Źródło: Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie

W 2008 r. Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie otworzyła swoje pierwsze zagraniczne przedstawicielstwo w Kijowie. Inną inicjatywą GPW w Warszawie jest program WSE IPO Partner. Celem programu jest pozyskanie zagranicz-

nych instytucji finansowych i firm doradczych chcących promować ideę pozyskania kapitału poprzez emisję akcji na rynku polskim. Obecnie (stan na koniec czerwca 2011 r.) w programie bierze udział 27 podmiotów. Obserwując aktywność w zakresie IPO emitentów zagranicznych na polskim rynku (głównie z Ukrainy), wydaje się, że działania GPW w Warszawie przynoszą spodziewany efekt.

2.3. Wybrane prawne aspekty emisji akcji w Polsce

Podstawowe regulacje prawne dotyczące zarówno pierwszej publicznej emisji akcji, jak i późniejszego funkcjonowania spółki na publicznym rynku papierów wartościowych w Polsce zostały określone w pakiecie trzech nowych ustaw⁴. Są to:

- ustawa z 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi,
- ustawa z 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych,
- ustawa z 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym.

Wymienione akty prawne zastąpiły ustawę z 21 sierpnia 1997 r. Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi (z późniejszymi zmianami). Zmiana ta była podyktowana koniecznością dostosowania regulacji prawnych w zakresie funkcjonowania polskiego rynku kapitałowego do przepisów określonych dyrektyw Unii Europejskiej, a w szczególności do⁵:

- dyrektywy 2003/6/EC z 28 stycznia 2003 r. w sprawie informacji poufnych i manipulacji na rynku,
- dyrektywy 2003/71/EC z 4 listopada 2003 r. w sprawie prospektu publikowanego w przypadku oferowania papierów wartościowych w sposób publiczny lub dopuszczonych do obrotu,
- dyrektywy 2004/39/EC z 21 kwietnia 2004 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych,
- dyrektywy 2004/109/EC z 15 grudnia 2004 r. w sprawie harmonizacji obowiązków przejrzystości (obowiązków informacyjnych) dla emitentów.

Do innych przepisów, które regulują zasady funkcjonowania rynku papierów wartościowych w Polsce, należą również:

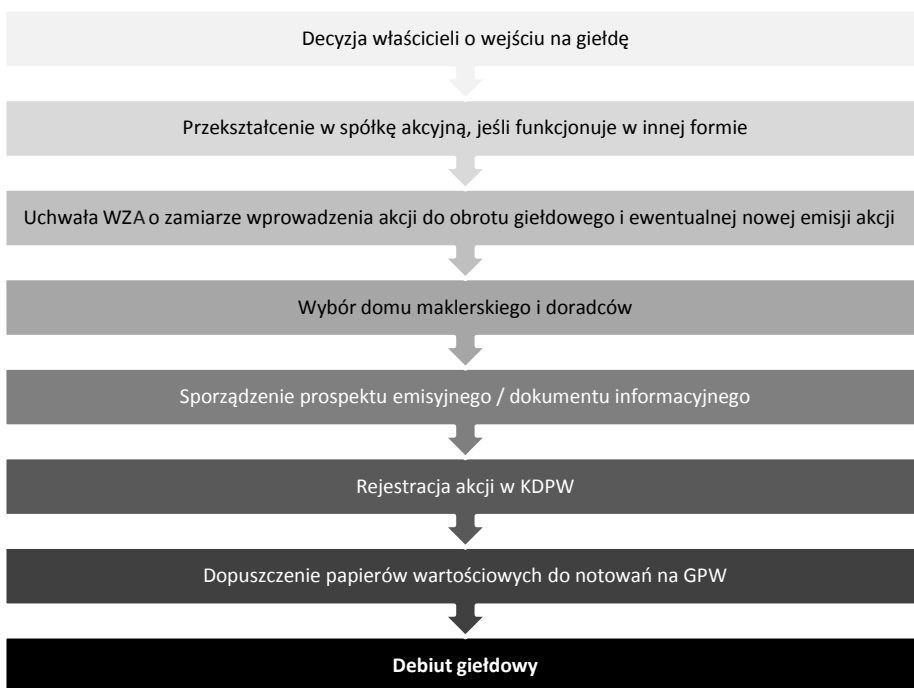
- ustawa z 29 czerwca 1995 r. o obligacjach,
- ustawa z 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych,
- kodeks spółek handlowych,
- kodeks postępowania cywilnego oraz regulaminy Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie, regulamin NewConnect, regulamin Rynku Treasury BondSpot Poland, regulamin KDPW.

⁴ <http://bossa.pl>.

⁵ W. Nawrot, *Emisja akcji w Polsce w nowej europejskiej perspektywie*, CeDeWu, Warszawa 2007, s. 32.

Proces przeprowadzenia publicznej emisji akcji i wprowadzenia ich do obrotu giełdowego składa się z kilku etapów, które zostały zaprezentowane na rysunku 1. Pierwszym jest przekształcenie dotychczasowej formy podmiotu w spółkę akcyjną lub komandytowo-akcyjną. Takie przekształcenie odbywa się w oparciu o przepisy kodeksu spółek handlowych⁶. Kolejną istotną kwestią jest wybór profesjonalnych doradców wspierających spółkę w przygotowaniu i przeprowadzeniu oferty publicznej. Na tym etapie spółka musi obowiązkowo skorzystać z usług biegłego rewidenta i firmy inwestycyjnej. Nie jest obowiązkowe korzystanie z usług doradców finansowych, doradców prawnych, subemitentów usługowych i inwestycyjnych oraz agencji public relations⁷. Innym elementem przygotowań spółki do publicznej emisji akcji jest ustalenie jej zasadniczych parametrów: terminu, wartości oraz struktury. Działania te powinny bezpośrednio wynikać z przeprowadzonej wcześniej analizy finansowej i prawnej spółki.

Rysunek 1. Proces publicznej emisji akcji i wprowadzenia ich do obrotu giełdowego



Źródło: GPW (Warsaw Stock Exchange), Oferta Giełdy Papierów Wartościowych – Główny Rynek GPW (Warsaw Stock Exchange Offer – WSE Main Market), NewConnect i Catalyst. Emisja akcji i obligacji, Warszawa 2011

⁶ *Ibidem*, s. 93

⁷ M. Mikołajek-Gocejna, *IPO jako źródło finansowania rozwoju spółki*, CeDeWu, Warszawa 2008, s. 43.

Przygotowania do podwyższenia kapitału spółki poprzez emisję akcji rozpoczynają się formalnie w wyniku uchwały walnego zgromadzenia akcjonariuszy (WZA).

Niezbędne elementy uchwały o podwyższeniu kapitału zakładowego wymienia art. 432 kodeksu spółek handlowych. Każda taka uchwała powinna zawierać⁸:

- sumę, o jaką kapitał zakładowy ma być podwyższony,
- oznaczenie, czy akcje nowej emisji są na okaziciela, czy imienne,
- szczególne uprawnienia, jeżeli uchwała przewiduje przyznanie takich uprawnień akcjom nowej emisji,
- cenę emisyjną nowych akcji lub upoważnienie zarządu albo rady nadzorczej do oznaczenia ceny emisyjnej,
- datę, od której nowe akcje mają uczestniczyć w dywidendzie,
- terminy otwarcia i zamknięcia subskrypcji albo upoważnienie udzielone zarządowi lub radzie nadzorczej do określenia tych terminów,
- przedmiot wkładów niepieniężnych i ich wycenę oraz osoby, które mają objąć akcje za takie wkłady, łącznie z podaniem liczby akcji, które mają przyjąć każdej z nich, jeżeli akcje mają być objęte za wkłady niepieniężne,
- dzień, według którego określa się akcjonariuszy, którym przysługuje prawo poboru nowych akcji (dzień prawa poboru).

Po zatwierdzeniu uchwały o podwyższeniu kapitału zakładowego przez WZA zarząd spółki lub rada nadzorcza jest upoważniona do prowadzenia wszelkich czynności związanych z emisją akcji. Ponadto, sam fakt podwyższenia kapitału zakładowego wiąże się również ze zmianą statutu spółki⁹.

Według ustawy z 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzenia instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych oferta publiczna i wprowadzenie akcji do obrotu na rynku regulowanym wymaga sporządzenia prospektu emisyjnego, zatwierdzenia go przez KNF oraz udostępnienia do publicznej wiadomości informacji zawartych w prospekcie. Prospekt emisyjny to kluczowy dokument, na podstawie którego przeprowadza się ofertę publiczną, i główne źródło informacji dla inwestorów¹⁰. Może on być sporządzony w formie jednolitego dokumentu bądź zestawu dokumentów obejmującego dokument rejestracyjny, dokument ofertowy i dokument podsumowujący¹¹. „Sposób przygotowania prospektu emisyjnego i szczegółowe warunki, jakim powinien on podlegać, określa rozporządzenie Komisji Wspólnot Europejskich nr 809/2004 z 29 kwietnia 2004 r. (obowiązujące od 1 lipca 2005 r.) w sprawie implementacji dyrektywy 2003/71/WE Parlamentu Europejskiego i Rady odnośnie do informacji zamieszczanych w pro-

⁸ Ustawa z 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych (DzU nr 94, poz. 1037 z późn. zm.).

⁹ W. Nawrot, *op.cit.*, s. 100.

¹⁰ M. Mikołajek-Gocejna, *op.cit.*, s. 53.

¹¹ Art. 21 ustawy z 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (DzU nr 184, poz. 1539 z późn. zm.).

spekcie emisyjnym, formy prospektu emisyjnego, zamieszczania informacji poprzez odwołania, publikacji prospektu emisyjnego oraz rozpowszechniania informacji o charakterze reklamowym¹². Dodatkowo, kwestie związane z prospektem emisyjnym reguluje rozporządzenie Ministra Finansów z 18 października 2005 r. w sprawie zakresu informacji wykazywanych w sprawozdaniach finansowych i skonsolidowanych sprawozdaniach finansowych wymaganych w prospekcie emisyjnym dla emitentów z siedzibą na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, dla których właściwe są polskie zasady rachunkowości.

Kolejnym krokiem związanym z prospektem emisyjnym jest jego zatwierdzenie przez Komisję Nadzoru Finansowego. W przypadku prospektu emisyjnego sporządzonego w formie dokumentu jednolitego należy złożyć odpowiedni wniosek za pośrednictwem firmy inwestycyjnej. Czynność tę reguluje art. 27 ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych. W przypadku prospektu emisyjnego sporządzonego w formie zestawu dokumentów, emitent powinien złożyć za pośrednictwem firmy inwestycyjnej dokument rejestracyjny oraz łącznie dokument rejestracyjny, ofertowy i podsumowujący.

Po złożeniu niezbędnych dokumentów rozpoczyna się procedura zatwierdzenia prospektu emisyjnego. Komisja zatwierdza prospekt w terminie 10 dni roboczych od daty złożenia wniosku. Jeżeli jednak żadne z dotychczas wyemitowanych i objętych papierów wartościowych emitenta nie były przedmiotem oferty publicznej, ani nie są dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym, to Komisja wydaje decyzję w ciągu 20 dni roboczych od daty złożenia wniosku. W przypadku braków w złożonej dokumentacji Komisja wzywa do ich uzupełnienia w terminie nie dłuższym niż 10 dni roboczych od daty złożenia tej dokumentacji¹³. Zatwierdzenie prospektu przez KNF oznacza zezwolenie na przeprowadzenie oferty publicznej lub dopuszczenie papierów wartościowych do obrotu na rynku giełdowym¹⁴. Akcje, które zostały dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym, muszą zostać zarejestrowane w Krajowym Depozycie Papierów Wartościowych¹⁵. Wymaga to zawarcia specjalnej umowy pomiędzy emitentem a KDPW. Wynika to z art. 5 ustawy z 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi¹⁶. Emitent składa w KDPW wniosek o rejestrację papierów wartościowych wprowadzanych do obrotu wraz z niezbędnymi załącznikami. Na podstawie złożonych dokumentów KDPW nadaje papierom wartościowym kod ISIN.

¹² B. Duszek, *Jak pozyskać kapitał z giełdy. Poradnik dla przyszłych emitentów*, Giełda Papierów Wartościowych, Warszawa 2011, s. 31.

¹³ K. Haładyj, *Odpowiedzialność odszkodowawcza emitentów za naruszenie obowiązków informacyjnych*, C.H. Beck, Warszawa 2008, s. 154.

¹⁴ M. Mikołajek-Gocejna, *op.cit.*, s. 59.

¹⁵ P. Siwek, *Praktyka pierwszych ofert publicznych w Polsce*, CeDeWu, Warszawa 2005, s. 79.

¹⁶ Art. 5 ust. 1, 4 ustawy z 25 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (DzU nr 183, poz. 1538 z późn. zm.).

Za główny etap oferty publicznej uważa się subskrypcję akcji. Najczęściej jest ona przeprowadzana w oparciu o jedną, ustaloną cenę emisyjną akcji. Pierwszą czynnością jest zebranie od zainteresowanych zapisów na akcje spółki. Gdy liczba zgłoszeń jest równa proponowanej liczbie walorów, wówczas każdemu z inwestorów przydziela się akcje w liczbie zadeklarowanej w zamówieniu¹⁷. Należy jednak zaznaczyć, że istnieją również inne sposoby subskrypcji występujące rzadziej od przedstawionego. Po dokonaniu przydziału akcji konieczne jest przygotowanie wykazu subskrybentów wraz z wyszczególnieniem liczby akcji przydzielonych każdemu z nich. Tak przygotowany wykaz powinien być udostępniony osobom zainteresowanym w terminie tygodnia od dnia przydziału akcji. Sama subskrypcja musi zostać ostatecznie rozliczona w terminie dwóch tygodni od dnia zakończenia przydziału akcji.

Ustawa z 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzenia instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych zobowiązuje ponadto emitentów do zawiadomienia KNF o zakończeniu publicznej subskrypcji akcji. Zawiadomienia dokonuje się za pomocą dokumentu, którego wzór znajduje się w załączniku do rozporządzenia Ministra Finansów z 5 lutego 2009 r. w sprawie sposobu prowadzenia przez Komisję Nadzoru Finansowego ewidencji instrumentów finansowych¹⁸.

Ponadto, pozyskanie kapitału w drodze publicznej subskrypcji wymaga rejestracji w sądzie rejestrowym. Jest to konsekwencją zmian w statucie spółki¹⁹. Aby wprowadzić akcje na rynek giełdowy, spółka jest zobowiązana uzyskać zgodę na dopuszczenie akcji do obrotu giełdowego, a także na wprowadzenie akcji na rynek giełdowy. Warunki dopuszczenia akcji do obrotu na rynku giełdowym wymienia regulamin GPW w Warszawie. Ogólnie rzecz biorąc, akcje mogą być dopuszczone do obrotu giełdowego pod trzema kluczowymi warunkami²⁰:

- został sporządzony odpowiedni dokument informacyjny zatwierdzony przez właściwy organ nadzoru albo został sporządzony odpowiedni dokument informacyjny, którego równoważność w rozumieniu przepisów ustawy o ofercie publicznej została stwierdzona przez właściwy organ nadzoru, chyba że sporządzenie, zatwierdzenie lub stwierdzenie równoważności dokumentu informacyjnego nie jest wymagane,
- ich zbywalność nie jest ograniczona,
- w stosunku do ich emitenta nie toczy się postępowanie upadłościowe lub likwidacyjne.

¹⁷ W. Nawrot, *op.cit.*, s. 111.

¹⁸ Załącznik nr 1 do Rozporządzenia Ministra Finansów z 5 lutego 2009 r. w sprawie sposobu prowadzenia przez Komisję Nadzoru Finansowego ewidencji instrumentów finansowych.

¹⁹ W. Nawrot, *op.cit.*, s. 113.

²⁰ § 3 Regulaminu Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie SA, stan prawny na 18 lutego 2011 r.

Zarząd giełdy ma obowiązek podjąć uchwałę w sprawie dopuszczenia instrumentów finansowych do obrotu giełdowego w terminie 14 dni od daty złożenia wniosku²¹.

Kolejnym etapem jest złożenie wniosku o wprowadzenie instrumentów finansowych do obrotu giełdowego. Przy czym, jeżeli wniosek ten nie zostanie złożony w terminie 6 miesięcy od daty podjęcia uchwały o dopuszczeniu instrumentów finansowych do obrotu giełdowego, zarząd giełdy może taką decyzję uchylić. Emitent składa wniosek o wprowadzenie akcji do obrotu giełdowego na rynku podstawowym lub równoległym. Wraz ze zgodą na wprowadzenie akcji do obrotu giełdowego zarząd giełdy określa m.in. system notowań, a także datę sesji, na której po raz pierwszy nastąpi notowanie²².

Obecnie większość spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie została wprowadzona do obrotu na podstawie jednolitego paszportu europejskiego. Instytucja ta uprawnia podmioty mające siedzibę w jednym z krajów Unii Europejskiej do emisji w innym kraju wspólnoty. Odbywa się to na podstawie prospektu emisyjnego zatwierdzonego przez organ nadzoru w kraju macierzystym danego emitenta.

Przeprowadzenie publicznej oferty akcji w Polsce przez emitenta z UE wymaga dostarczenia KNF następujących dokumentów²³:

- dokumentu notyfikującego potwierdzającego zatwierdzenie prospektu emisyjnego dotyczącego tych papierów wartościowych oraz wskazującego zakres informacji:
 - o objętych przez organ nadzoru zwolnieniem z obowiązku zamieszczenia w prospekcie emisyjnym lub
 - o niezamieszczonych w prospekcie emisyjnym ze względu na specyfikę działalności emitenta, jego formy prawnej lub papierów wartościowych albo inne uzasadnione okoliczności, które uzasadniają pominięcie ich w treści prospektu – wraz z uzasadnieniem tego zwolnienia lub niezamieszczenia,
- kopii zatwierdzonego prospektu emisyjnego sporządzonego i zaktualizowanego zgodnie z przepisami tego państwa członkowskiego wraz z jego tłumaczeniem na język polski lub angielski według wyboru emitenta lub wprowadzającego wraz z tłumaczeniem na język polski części prospektu emisyjnego zawierającej podsumowanie informacji w nim zamieszczonych.

Przedstawione dokumenty powinny być przekazane KNF przez jej odpowiednika z kraju macierzystego spółki. Następnie spółka ma obowiązek udostępnienia do publicznej wiadomości prospektu emisyjnego w języku polskim

²¹ § 8 pkt 1 Regulaminu Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie SA, stan prawny na 18 lutego 2011 r.

²² W. Nawrot, *op.cit.*, s. 125.

²³ Art. 37 ustawy z 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (DzU nr 184, poz. 1539 z późn. zm.).

lub angielskim. W przypadku przedstawienia prospektu w j. angielskim spółka ma obowiązek przedstawić podsumowanie w j. polskim razem z prospektem w j. angielskim w formie jednolitego dokumentu. Terminy oraz forma upublicznienia prospektu są takie same jak w przypadku polskich podmiotów. W przypadku zatwierdzenia prospektu emisyjnego w dowolnym kraju UE procedura dopuszczenia oraz wprowadzenia akcji do obrotu jest również identyczna jak w przypadku polskich firm. Spółka ubiegająca się o notowanie swoich akcji na GPW w Warszawie powinna także pamiętać o zasadzie dematerializacji akcji i zarejestrować je w Krajowym Depozycie Papierów Wartościowych. W przypadku, gdy akcje są już notowane na innym regulowanym rynku UE, wymagane jest ustanowienie linku pomiędzy macierzystym depozytem a KDPW²⁴.

Ostatnim krokiem oferty publicznej w Polsce dokonywanej przez spółkę z UE jest złożenie wniosku do Rady Giełdy o dopuszczenie akcji do obrotu giełdowego oraz wniosek o wprowadzenie akcji do obrotu giełdowego²⁵.

Spółki mające swoje siedziby poza krajami UE rejestrują najczęściej w jednym z krajów UE spółki specjalnego przeznaczenia (SPV), do których wnoszone są akcje firmy, która ma zamiar przeprowadzić ofertę publiczną na GPW w Warszawie. Krajami, które cieszą się największą popularnością, jeśli chodzi o tworzenie spółek SPV, są Luksemburg, Cypr i Holandia²⁶. Najliczniejszą grupą spółek zagranicznych spoza krajów UE notowanych na polskiej giełdzie są spółki ukraińskie. Tabela 10 zawiera zestawienie tych spółek wraz z wyszczególnieniem krajów, w których zostały zarejestrowane.

Tabela 10. Spółki z Ukrainy na GPW w Warszawie i kraj ich rejestracji w UE

Nazwa spółki	Kraj rejestracji
AgroligaGroup PLC	Cypr
Agroton Public Limited	Cypr
Astarta Holding NV	Holandia
IndustrialMilk Company SA	Luksemburg
Kernel Holding SA	Luksemburg
KSG Agro SA	Luksemburg
Milkiland NV	Holandia
Ovostar Union NV	Holandia
SadovayaGroup SA	Luksemburg
Westa Isic SA	Luksemburg

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: www.stooq.pl

²⁴ *Droga na giełdę. Jak przygotować spółkę do emisji publicznej*, praca zbiorowa ekspertów BDO, Difin, Warszawa 2008, s. 509.

²⁵ *Ibidem*.

²⁶ *Ibidem*.

Spółki, których akcje są przedmiotem obrotu na rynku publicznym, muszą przestrzegać określonych obowiązków informacyjnych. Ogólnie rzecz biorąc, podmioty, których akcje są przedmiotem obrotu na GPW w Warszawie, powinny przestrzegać zasad i praw w takim samym zakresie jak polscy emitenci. Od tej reguły istnieją jednak pewne odstępstwa²⁷. Pierwsze z nich dotyczy wszystkich emitentów zagranicznych, dla których Polska jest krajem przyjmującym. Każdy z nich „zapewnia dostępność informacji okresowych zgodnie z przepisami jego państwa macierzystego”²⁸. Emitenci mający siedzibę w innym państwie niż Polska nie są zobligowani do przekazywania raportów kwartalnych i półrocznych, jeżeli przekazują skonsolidowane raporty kwartalne i półroczne oraz nie sporządzają na podstawie obowiązujących ich przepisów kwartalnych i półrocznych sprawozdań finansowych²⁹. Ponadto, emitent mający siedzibę w jednym z krajów UE (innym niż Polska) „może przekazywać śródroczne raporty zarządu zamiast raportów kwartalnych i skonsolidowanych raportów kwartalnych, jeżeli przepisy obowiązujące w państwie macierzystym zobowiązują go do sporządzania śródrocznych raportów zarządu”³⁰. Emitenci spoza państw UE przekazują śródroczne raporty zarządu zamiast raportów kwartalnych i skonsolidowanych raportów kwartalnych³¹. Polskie prawo nakłada na emitentów z państw członkowskich UE restrykcyjne wymagania co do sporządzania sprawozdań finansowych. Sporządzają oni „sprawozdania finansowe i dane porównawcze zgodnie z krajowymi przepisami o rachunkowości, a skonsolidowane sprawozdania finansowe i dane porównywalne zgodnie z MSR”³².

Nieco więcej swobody w tym zakresie mają emitenci zarejestrowani poza państwami UE. Ich obowiązkiem jest sporządzać sprawozdania finansowe i dane porównywalne „zgodnie z krajowymi standardami rachunkowości, MSR, akceptowanymi standardami rachunkowości albo standardami rachunkowości równoważnymi do MSR, a skonsolidowane sprawozdania finansowe i dane porównywalne zgodnie z MSR, akceptowanymi standardami rachunkowości albo standardami rachunkowości równoważnymi do MSR”³³. Ponadto, w przypadku, gdy dane finansowe w przedstawionych dokumentach nie są wyrażone w złotych lub euro, emitent ma obowiązek przeliczenia co najmniej podstawowych pozy-

²⁷ W. Nawrot, *op.cit.*, s. 157.

²⁸ Art. 63 pkt. 3 ustawy z 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (DzU nr 184, poz. 1539 z późn. zm.).

²⁹ § 82 pkt. 3 rozporządzenia Ministra Finansów z 19 lutego 2009 r. w sprawie informacji bieżących i okresowych przekazywanych przez emitentów papierów wartościowych oraz warunków uznawania za równoważne informacji wymaganych przepisami prawa państwa niebędącego państwem członkowskim (DzU z 2009 r., nr 33, poz. 259).

³⁰ § 82 pkt. 4 *ibidem*.

³¹ § 82 pkt. 5 *ibidem*.

³² § 84 pkt. 3 *ibidem*.

³³ § 84 pkt. 6 *ibidem*.

cji skonsolidowanego sprawozdania finansowego i sprawozdania finansowego na jedną z dwóch wspomnianych walut, podając przy tym zasady ich przeliczania³⁴.

Sytuacja, w której emitent zagraniczny dokonuje naruszenia lub uzasadnionego podejrzenia naruszenia przepisów prawa, skutkuje przekazaniem informacji o tym fakcie właściwemu organowi nadzorcemu, który znajduje się w kraju macierzystym emitenta. Informację taką jest zobowiązana przekazać KNF.

Dodatkowymi środkami, które może zastosować KNF wobec danego emitenta, są:

- zakazanie oferty publicznej,
- wstrzymanie oferty publicznej,
- wstrzymanie przebiegu oferty publicznej na okres nie dłuższy niż 10 dni roboczych,
- opublikowanie na koszt emitenta informacji o działaniu niezgodnym z przepisami prawa regulującymi zasady oferty publicznej.

Należy zaznaczyć, że po zastosowaniu wyżej wymienionych czynności KNF jest zobligowana do powiadomienia Ministra Finansów o danych środkach. Kolejną informacją ta jest przekazywana do Komisji Europejskiej³⁵.

³⁴ § 85 pkt. 1 *ibidem*.

³⁵ *Droga na giełdę...*, *op.cit.*, s. 511.

Piotr Kaźmierkiewicz

CZĘŚĆ III

Analiza ukraińskich spółek
z sektora spożywczego notowanych na GPW
w Warszawie na tle branży

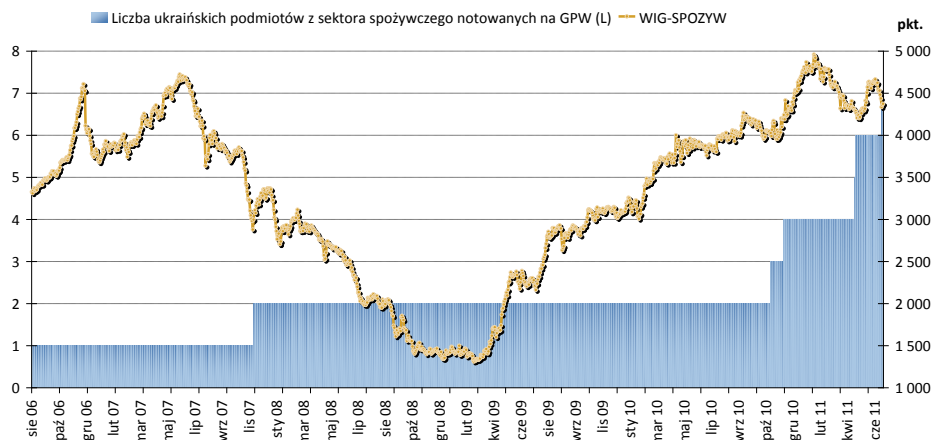
3.1. Wprowadzenie

W teorii ekonomii piramida potrzeb człowieka za najbardziej podstawowe uznaje te wynikające z funkcji życiowych, których konieczność realizacji dominuje nad pozostałymi potrzebami. Wśród tych elementarnych potrzeb znajdują się jedzenie i picie, których zaspokojenie warunkuje życie zarówno jednostki, jak i całego społeczeństwa. Znaczenie tej klasy produktów w strukturze wydatków gospodarstw domowych jest szczególnie istotne w krajach rozwijających się – nawet 70% dochodu rozporządzalnego przeznaczana jest na zaspokojenie potrzeb żywnościowych. Doskonale obrazują to tegoroczne zamieszki w Tunezji i Egipcie, gdzie spowodowany rekordowo wysokimi cenami niedobór żywności był jednym z zapalników późniejszych wydarzeń.

Także i nasz kraj pamięta wydarzenia, których punktem zapalnym były podwyżki cen produktów żywnościowych, jak choćby te z lipca 1980 r. Dziś, po ponad dwudziestu latach transformacji z gospodarki centralnie sterowanej do wolnorynkowej, okresie szybkiego rozwoju cywilizacyjnego i ekonomicznego obfitującego w znaczące przemiany w strukturze społecznej Polska znajduje się w odmiennej sytuacji społeczno-gospodarczej, a ryzyko powtórzenia tamtych wydarzeń wydaje się marginalne.

Dwadzieścia lat to także czas, jaki upłynął od pierwszej sesji na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, który bez przesady można nazwać okresem ogromnego rozwoju ilościowego i jakościowego polskiego rynku kapitałowego, rozwoju, którego istotną część stanowiły spółki z branży spożywczej. Wystarczy przypomnieć, iż na koniec pierwszego roku istnienia GPW trzy spośród dwunastu notowanych podmiotów stanowiły firmy z tego właśnie sektora. Były to niekwestionowane tuzy branży, która w ciągu następnych lat przeszła diametralną metamorfozę. Spośród „wielkiej trójki” zarówno Wedel, jak i Okocim swoją przygodę z giełdą już dawno zakończyły. Ostał się jedynie Żywiec, który z uwagi na niewielką liczbę akcji pozostających w obiegu nie odgrywa już istotnej roli w analizie sektora spożywczego na GPW. Przez lata na parkiecie pojawiały się i znikwały kolejne, kluczowe z punktu widzenia oceny kondycji krajowego sektora spółki takie jak: Agros, Animex, Bakoma, Brok, Drosed, Hławskie Zakłady Drobiarskie EKODROB, Farm Food, Morliny, Zakłady Mięsne POZMEAT w Poznaniu, Provimi-Rolimpex czy Sokołów. Większość z nich znikła z GPW w wyniku przejęć lub wykupu akcji własnych, choć zdarzały się też upadłości, jak to miało miejsce w przypadku spółki POZMEAT.

Wykres 10. Liczba ukraińskich spółek z branży spożywczej notowanych na GPW w Warszawie na tle kształtowania się indeksu WIG-SPOZYW



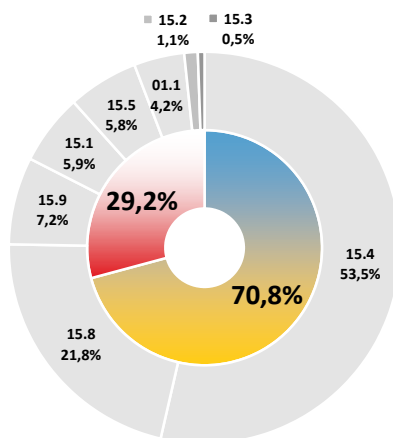
Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych z GPW w Warszawie

3.2. Sektor spożywczy na GPW w Warszawie

Na koniec II kwartału 2011 r. spośród 417 podmiotów notowanych na GPW 28 stanowiły spółki z sektora spożywczego, co czyniło ten sektor drugim co do liczebności sektorem na naszej giełdzie (liczniej reprezentowane było jedynie budownictwo). Pod względem kapitalizacji spółki te odgrywają już nieco mniejszą rolę w kształtowaniu zmian na GPW, a ich rynkowa wartość wyniosła niewiele ponad 23,1 mld zł, co stanowiło 2,81% wartości rynkowej całej giełdy i zarazem 9,82% kapitalizacji firm z sektora przemysłowego. Pod tym względem branża spożywcza plasuje się na siódmym miejscu, za bankami, energetyką, przemysłem paliwowym, surowcowym oraz ubezpieczeniami i telekomunikacją. Już tych kilka danych wskazuje na fakt, że dzisiejszy sektor spożywczy na GPW zupełnie odbiega od krajobrazu z początku lat 90. Główna w tym zasługa podmiotów ukraińskich, które coraz chętniej sięgają po kapitał na polskim rynku. Najlepszym obrazem tego jest subindeks WIG-SPOZYW. Ten syntetyczny miernik koniunktury w branży spożywczej dzięki kryterium kwalifikacji, jakim jest przynależność do sektora „spożywczy” i uczestnictwo w indeksie WIG, pozwala na szybki podgląd listy dostępnych do inwestycji spółek z sektora spożywczego notowanych na GPW. Indeks, który początkowo przedstawiał koniunkturę jedynie podmiotów zajmujących się przetwórstwem oraz działających głównie na polskim rynku, na koniec II kwartału 2011 r. składał się z 25 podmiotów, z których 6 to spółki ukraińskie stanowiące ponad 70% portfela omawianego subindeksu.

Jedną z nich jest Kernel Holding – największa notowana na warszawskim parkiecie firma wchodząca w skład WIG-SPOZYW, której kapitalizacja (5,6 mld zł) niewiele ustępuje Grupie Żywiec (6,2 mld zł). Do czołowych przedstawicieli sektora spożywczego na GPW należy zaliczyć także Astarta Holding, Kofola oraz Wawel, Milkiland i Polski Koncern Mięсны Duda (podmioty te stanowiły łącznie 80% udziału w portfelu). Według Europejskiej Klasyfikacji Działalności (EKD), w ramach indeksu WIG-SPOZYW przemysł spożywczy na koniec II kwartału reprezentowany był na GPW głównie przez producentów olejów i tłuszczów pochodzenia roślinnego i zwierzęcego (53,5%, 3 podmioty) oraz producentów pozostałych artykułów spożywczych (21,8%, 6 spółek).

Wykres 11. Klasyfikacja EKD spółek wchodzących w skład WIG-SPOZYW



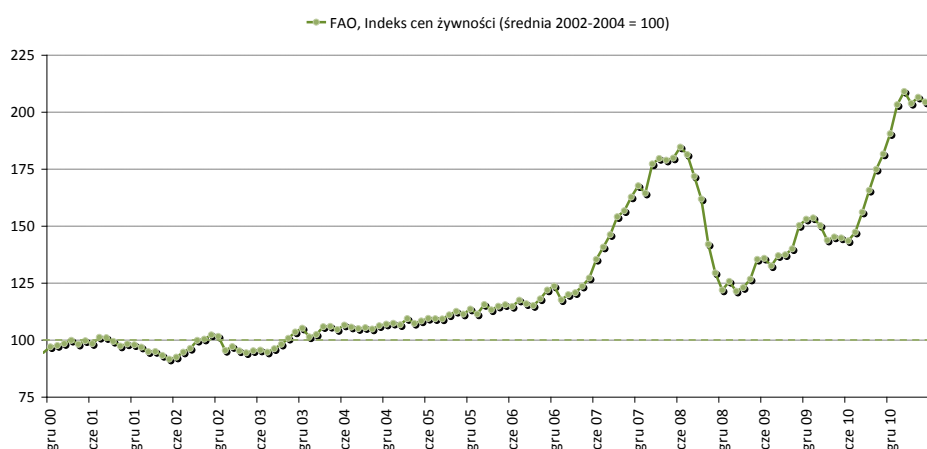
Legenda:

Symbol	Udział w %	Liczba podmiotów	Pełna nazwa w EKD
15.4	53,51	3	Produkcja olejów i tłuszczów pochodzenia roślinnego i zwierzęcego
15.8	21,79	6	Produkcja pozostałych artykułów spożywczych
15.9	7,25	3	Produkcja napojów
15.1	5,92	5	Produkcja, przetwórstwo i konserwowanie mięsa i produktów mięsnych
15.5	5,80	2	Produkcja artykułów mleczarskich
01.1	4,18	2	Uprawy rolne; warzywnictwo; ogrodnictwo
15.2	1,07	3	Przetwarzanie i konserwowanie ryb i produktów rybołówstwa
15.3	0,49	1	Przetwórstwo owoców i warzyw

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych z GPW w Warszawie

Czynników do takiej ekspansji spółek ukraińskich na naszym rynku kapitałowym jest wiele. Wśród nich należy podkreślić tańszy i łatwiej dostępny kapitał oraz spore zainteresowanie inwestorów zarówno instytucjonalnych, jak i indywidualnych. A potrzeby kapitałowe spółek ukraińskich są duże, tak samo jak wielkie są ich aspiracje. Ambitnym celom rozwojowym sprzyja bowiem koniunktura na rynku spożywczym, szczególnie korzystna dla producentów żywności. Ten sektor branży spożywczej ma jeden niekwestionowany atut – czynnik natury demograficznej. Prognozy Międzynarodowego Funduszu Rozwoju Rolnictwa mówią, iż w celu zaspokojenia potrzeb żywnościowych rosnącej populacji światowa produkcja musi być zwiększona o 70% w ciągu 40 lat, a to stwarza ogromne perspektywy rozwoju dla spółek operujących w ramach tego sektora. Dodatkową zachętą do ekspansji są rosnące ceny żywności na rynkach światowych, co widać w kształtowaniu się indeksu cen żywności tworzonego przez Organizację Narodów Zjednoczonych do spraw Wyżywienia i Rolnictwa.

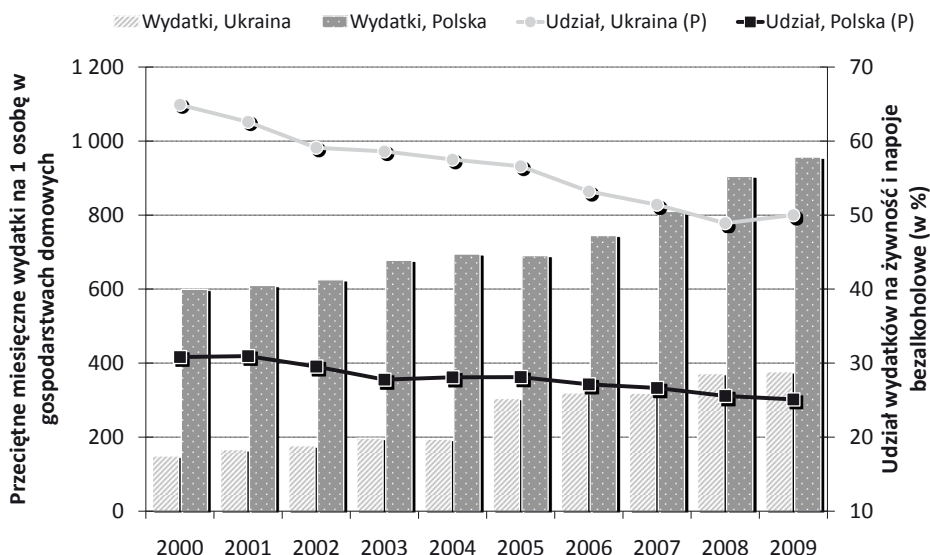
Wykres 12. Kształtowanie się indeksu cen żywności w latach 2001 – czerwiec 2011



Źródło: Organizacja Narodów Zjednoczonych do spraw Wyżywienia i Rolnictwa (FAO)

Dla spółek zajmujących się przetwórstwem spożywczym również nie brakuje czynników zachęcających do zwiększania skali działalności. Jednym z nich jest bogacące się społeczeństwo zarówno w Polsce, jak i na Ukrainie. Mimo iż przez ostatnie lata odsetek wydatków na wyroby żywnościowe i napoje w strukturze wydatków ogółem gospodarstw domowych w obu krajach uległ znaczącemu obniżeniu, to wartościowo obserwujemy znaczny wzrost tych wydatków.

Wykres 13. Przeciętne miesięczne dochody i wydatki na 1 osobę w gospodarstwach domowych ogółem za lata 2000–2010



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych GUS oraz Państwowej Służby Statystycznej Ukrainy

3.3. IPO na rynku polskim: przykład Astarta Holding SA i Kernel Holding SA

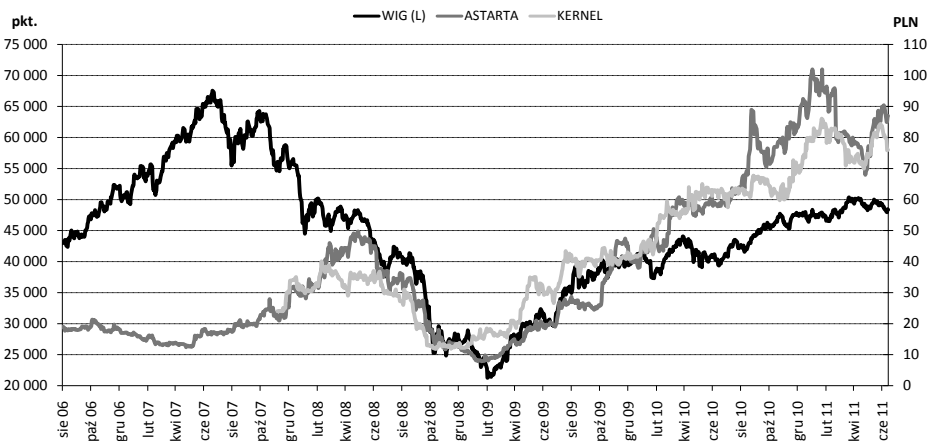
Historia spółki Astarta Holding SA najdobitniej świadczy o tym, jak wejście ukraińskiej spółki na GPW pozwala wykorzystywać powyższe czynniki wzrostu. Spółka zadebiutowała na warszawskim parkiecie 17 sierpnia 2006 r. i była pierwszą ukraińską spółką na GPW. Mimo trwającej hossy inwestorzy z dystansem odnieśli się do oferty, a popyt wśród inwestorów indywidualnych ledwo zaspokoił podaż oferowanych akcji (stopa redukcji w transzy inwestorów indywidualnych wyniosła 5,25%). W wyniku przeprowadzonej oferty inwestorom przydzielono 5 z 25 mln wprowadzonych do obrotu giełdowego akcji, choć wg pierwotnych planów spółka chciała oferować 6,7 mln akcji, z czego 5,8 mln akcji nowej emisji. Astarta pozyskała z polskiego rynku 95 mln zł, głównie na modernizację zakładów i optymalizację produkcji. Kurs otwarcia w dniu debiutu wyniósł 19,05 zł i był zaledwie o 5 gr wyższy od ceny ustalonej w wyniku budowy księgi popytu.

W momencie oferty spółka mogła się pochwalić przychodami w wysokości 51,8 mln euro za 2005 r., co czyniło ją czwartym co do wielkości producentem cukru na Ukrainie z udziałem 4,6% w ogólnej produkcji (to zaspokajało 3,2% jego konsumpcji na tamtejszym rynku). Spółka wyprodukowała i uplasowała na rynku w 2005 r. 66,4 tys. ton cukru o wartości 27,1 mln euro, co stanowiło

52,3% ogółu przychodów ze sprzedaży. Na zamknięciu sesji debiutu kapitalizacja spółki wyniosła 475 mln zł. Od tego momentu Astarta aktywnie zwiększała zdolności operacyjne, przejmując przedsiębiorstwa rolne, a także zwiększając dzierżawiony areal przeznaczony pod uprawę. Rok 2008 przyniósł przejęcie kompleksu obiektów cukrowni Narkevychi, a działania w roku 2011 doprowadziły do przejęcia cukrowni Novoivankivskiy oraz kompleksu Savinskiy.

Dziś wartość rynkowa Astarta Holding to blisko 2,2 mld zł (stan na 30 czerwca 2011 r.), czyli ponad cztery i pół razy więcej niż w pierwszych dniach notowań na GPW. Dynamika ta napędzana była przez wyniki spółki, która zwiększyła przychody do 219,3 mln euro w 2010 r. głównie za sprawą stałego powiększania skali działalności (uprawiany areal wzrósł z 67 do 210 tys. ha, a produkcja cukru do około 200 tys. ton). Czyni to spółkę największym producentem cukru na Ukrainie z 13% udziałem w rynku (5 p.p. więcej niż drugi gracz na rynku – Ukrprominvest). W 2011 r. Astarta Holding otrzymała 348 tys. ton kwoty na krajową produkcję buraka cukrowego, którą chce w pełni wykorzystać, co oznaczałoby wzrost produkcji cukru o 76% w ujęciu rocznym. Dla porównania największy polski producent cukru – Krajowa Spółka Cukrowa SA – odpowiada za blisko 40% rynku w Polsce (wg danych Związku Producentów Cukru produkcja cukru w 2010 r. w Polsce wyniosła 1,433 mln).

Wykres 14. Kształtowanie się kursu spółek Astarta oraz Kernel na tle indeksu WIG



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych z GPW w Warszawie

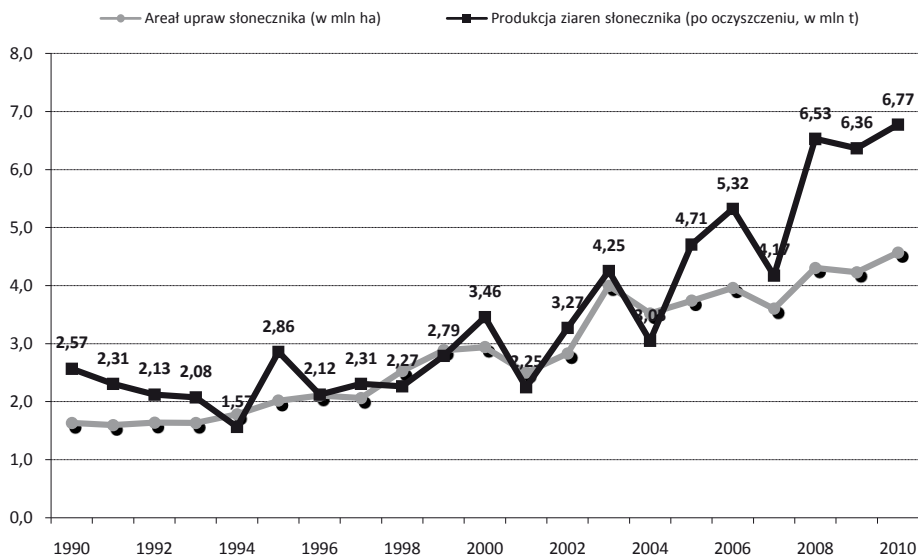
Podobną drogą podążył Kernel Holding SA, którego przygoda z polskim rynkiem kapitałowym sięga 23 listopada 2007 r., kiedy to na podstawie prospektu z tzw. paszportem europejskim zadebiutował na rynku podstawowym GPW. W ramach oferty inwestorzy nabyli 22,76 mln akcji, z czego 16,67 mln stanowiły akcje nowej emisji. Cena akcji oferowanych w ramach oferty publicznej zosta-

ła ustalona na 24 zł, co pozwoliło spółce pozyskać ponad 400 mln zł, czyli równowartość 160 mln dolarów, a wartość całej oferty wyniosła ponad 546 mln zł (około 218 mln dolarów). I choć ówczesne plany spółki były ambitne, a środki pozyskane z emisji nowych akcji miały zostać przeznaczone na realizację planu inwestycyjnego, który zakładał m.in. budowę nowej tłoczni do przerobu nasion różnych gatunków roślin oleistych, wzrost mocy produkcyjnych, kupno magazynu portowego i obiektu przeładunkowego, to debiut Kernel Holding na GPW nie był szczególnie okazały i wypadł równo po cenie emisyjnej. Na zakończenie pierwszego dnia notowań kapitalizacja spółki wyniosła 1,52 mld zł.

W prospekcie emisyjnym do ówczesnej oferty Kernel przedstawiał się jako największy producent i sprzedawca butelkowanych olejów jadalnych na Ukrainie z udziałem w rodzinnym rynku szacowanym na 35%. Był to wówczas także drugi pod względem wielkości przetwórcą roślin oleistych na Ukrainie przetwarzający rocznie około 15% zbiorów nasion słonecznika na Ukrainie i trzeci co do wielkości eksporter niebutelkowanego oleju słonecznikowego z 11-procentowym udziałem w krajowym eksporcie tego oleju. Ponadto, spółka należała do dziesięciu największych producentów i eksporterów zboża na Ukrainie, posiadając największą prywatną sieć silosów zbożowych na Ukrainie o łącznej pojemności magazynowej 1,7 mln ton. Trzy tłocznie posiadane przez spółkę mogły przetworzyć 730 tys. ton słonecznika rocznie, a dwie placówki zajmujące się rafinacją i butelkowaniem pozwalały wytworzyć rocznie 140 tys. ton oleju butelkowanego. W roku obrotowym 2006/2007 zakończonym 30 czerwca pion butelkowanych olejów jadalnych uplasował na rynku 74 mln litrów oleju, dodając do przychodów grupy 56,6 mln dolarów, co stanowiło 16,2% całkowitych przychodów ze sprzedaży wynoszących 350,4 mln dolarów.

Kolejne lata upłynęły pod znakiem rozbudowy infrastruktury (przejęcie Transbulkterminal – drugiego pod względem wielkości terminalu zbożowego na Ukrainie), a także akwizycji wysokiej jakości gruntów rolnych o powierzchni 50 tys. ha, co zwiększyło posiadany przez spółkę areal pod zasiew do 80 tys. ha. Wspomniana ekspansja była możliwa głównie dzięki udanemu uplasowaniu 5,4 mln nowych akcji w ramach oferty skierowanej do inwestorów instytucjonalnych. Cena emisyjna została ustalona na 36 zł, co oznaczało pozyskanie przez spółkę 194,4 mln zł. W 2009 r. spółka powiększyła zdolności przetwórcze w wyniku przejęcia tłoczni zlokalizowanej w porcie Illichevsk (w pobliżu Transbulkterminal). Kolejne miesiące przyniosły dalszą konsolidację sektora produkcji butelkowanych olejów jadalnych na Ukrainie, częściowo finansowaną poprzez emisję 4,3 mln akcji, tym razem o wartości 56 zł każda. Łączne wpływy z oferty wyniosły zatem 240,8 mln zł. Dzięki tym działaniom spółka nie tylko umocniła się na pozycji lidera w produkcji butelkowanego oleju na Ukrainie, ale również przyczyniła się do istotnego wzrostu znaczenia Ukrainy jako wiodącego producenta ziaren słonecznika oraz butelkowanego oleju słonecznikowego na świecie.

Wykres 15. Areał uprawny oraz produkcja ziaren słonecznika na Ukrainie w latach 1990–2020



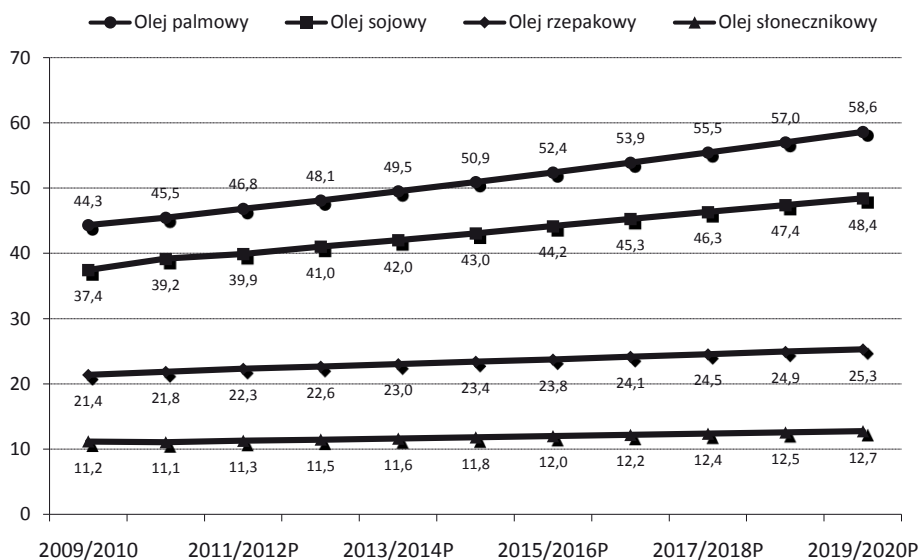
Źródło: Państwowa Służba Statystyczna Ukrainy

W roku obrotowym zakończonym 30 czerwca 2010 r. Kernel sprzedał 112,4 mln litrów oleju, uzyskując przychody w tym segmencie w wysokości 112,6 mln dolarów, co stanowiło 11% z 1 020,5 mln dolarów całkowitych przychodów spółki. W połowie 2010 r. Kernel posiadał już sześć tłoczní oraz 50% udziału siódmej o łącznych mocach przetwórczych 2,3 mln ton ziarna słonecznikowego rocznie. Tym samym spółka z nawiązką zrealizowała obietnicę z 2007 r., gdy za cel stawiała zwiększenie mocy przetwórczych o 60% do roku 2010. W tym samym roku obrotowym Kernel wytworzył i wyeksportował także 800 tys. ton pszenicy, 400 tys. ton jęczmienia, 600 tys. ton kukurydzy, 260 tys. ton rzepaku oraz 140 tys. ton pozostałych upraw, co dało razem 2,2 mln ton zbiorów oleistych (stanowiło to 10% całkowitego eksportu tych upraw z Ukrainy w sezonie 2009/2010). Blisko pół roku później spółka, chwając się wynikami za pierwsze półrocze roku obrotowego 2010/2011, raportowała już przychody w wysokości 912,4 mln dolarów w samym pierwszym półroczu.

Wykorzystując utrzymującą się koniunkturę oraz spoglądając na prognozy światowego popytu, spółka w dalszym ciągu konsekwentnie realizuje obraną strategię wzrostu, pozyskując w ostatnich miesiącach 399,4 mln zł w drodze oferty skierowanej wyłącznie do inwestorów instytucjonalnych (5,4 mln akcji zwykłych po 74 zł każda). Powodzenie tej oferty to swoiste wotum zaufania rynku do ukraińskiej spółki, która planuje zwiększenie areału. Niedawno Kernel poinformował także o przejęciu spółki Ukraińska Czarnomorska Industria, co pozwoli zwiększyć zdolności

holdingu w zakresie przetwórstwa słonecznika do 2,5 mln ton rocznie. Ma to stanowić około 36% prognozowanych zbiorów słonecznika na Ukrainie w 2012 r.

Wykres 16. Prognoza światowej konsumpcji oleju roślinnego według rodzaju na lata 2010–2020 (w mln ton)



Źródło: Instytut Badań Polityki Rolnej i Żywnościowej (FAPRI)

Z giełdowego punktu widzenia kolejnymi etapami rozwoju spółki było wejście do indeksów WIG oraz WIG-SPOZYW (27 listopada 2007 r.), zaś 19 września 2008 r. spółka weszła do indeksu mWIG40. Dziś Kernel Holding to składnik WIG20 – indeksu największych i najpłynniejszych spółek, a jego kapitalizacja rynkowa (na zakończenie sesji z 30 czerwca 2011 r.) wyniosła 5,6 mln zł.

3.4. Znaczenie ukraińskich spółek dla GPW w Warszawie

Dziś na rynku podstawowym notowanych jest dziewięć ukraińskich podmiotów, a zdecydowana większość z nich to przedsiębiorstwa rolno-spożywcze. Odstępstwa od tej reguły są dwa – pierwszym jest Sadovaya prowadząca wydobycie i przetwórstwo węgla, drugim zaś Westa Isic. – przedsiębiorstwo wytwarzające akumulatory samochodowe rozrusznikowe, oświetleniowe i zapłonowe nowej generacji (tzw. SLI). Ostatnim z debiutantów jest spółka Ovostar Union NV, która swoje pierwsze notowanie miała 29 czerwca 2011 r., co uczyniło ją 34. zagraniczną spółką notowaną na głównym parkiecie w Warszawie. Po zakończeniu sesji 1 lipca 2011 r. powiększyła ona skład indeksu WIG-SPOZYW, który obecnie

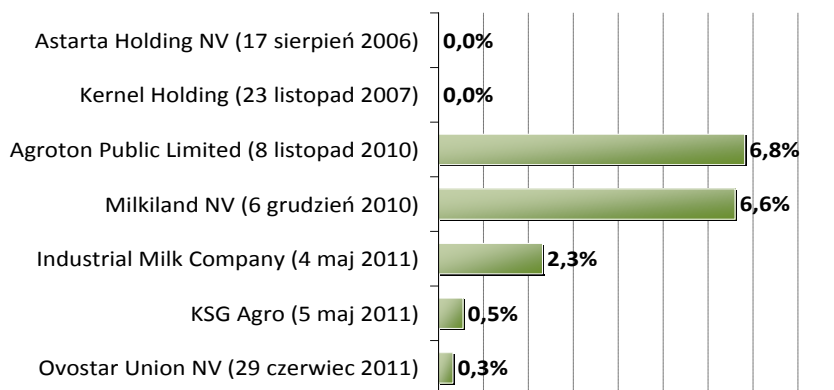
liczy 26 podmiotów. Grupa Ovostar Union NV jest jednym z liderów na rynku jaj spożywczych i produktów jajecznych na Ukrainie specjalizującym się w produkcji markowych produktów o wysokiej jakości. W 2010 r. udział grupy w rynku jaj spożywczych wyniósł 5,4% całkowitej liczby produktów jajecznych.

Obraz ukraińskich spółek, które już sięgnęły po kapitał polskich inwestorów, dopełnia jedyna jak dotąd spółka notowana na NewConnect (rynku alternatywnym GPW) – AgroligaGroup PLC.

Poniższy wykres obrazuje wciąż sporą dozę ostrożności inwestorów w odniesieniu do podmiotów zza wschodniej granicy. Czterech z siedmiu przedstawicieli branży rolno-spożywczej praktycznie nie zmieniło swojej ceny na zakończenie pierwszego dnia notowań w stosunku do ceny z oferty publicznej, zaś jedynymi podmiotami mogącymi pochwalić się tak liczoną stopą zwrotu wyższą niż 5% były Agroton oraz Milkiland. Inwestorzy zdają się istotnie uwzględniać w swoich wycenach ryzyka przypisane podmiotom zza wschodniej granicy, z których główne to ograniczenia i kwoty, cła eksportowe, różne wymogi jakościowe w stosunku do standardów unijnych oraz regulacje prawne, w myśl których działalność tamtejszych spółek może zostać ograniczona przepisami antymonopolowymi.

Do tego należy dodać pozostałe czynniki ryzyka, z którymi boryka się branża spożywcza. Sektor ten obarczony jest wysoką nieprzewidywalnością w kształtowaniu się cen surowca oraz jego podaży, co najlepiej obrazują coraz częstsze i intensywniejsze klęski żywiołowe jak choćby susze, które przyczyniły się w ubiegłym roku do słabych zbiorów w Rosji i na Ukrainie. Sumaryczny wpływ powyższych zmiennych znajduje przełożenie na powodzenie oferty spółek, które chcą pozyskać kapitał z naszego rynku. Doświadczyła tego spółka ViOil Holding (piąty co do wielkości producent oleju słonecznikowego na Ukrainie), która z uwagi na pogarszające się nastroje na rynku podjęła decyzję o przesunięciu oferty publicznej swoich akcji.

Wykres 17. Stopa zwrotu z inwestycji w IPO spółek na zakończeniu pierwszego dnia notowań ukraińskich przedstawicieli branży rolno-spożywczej



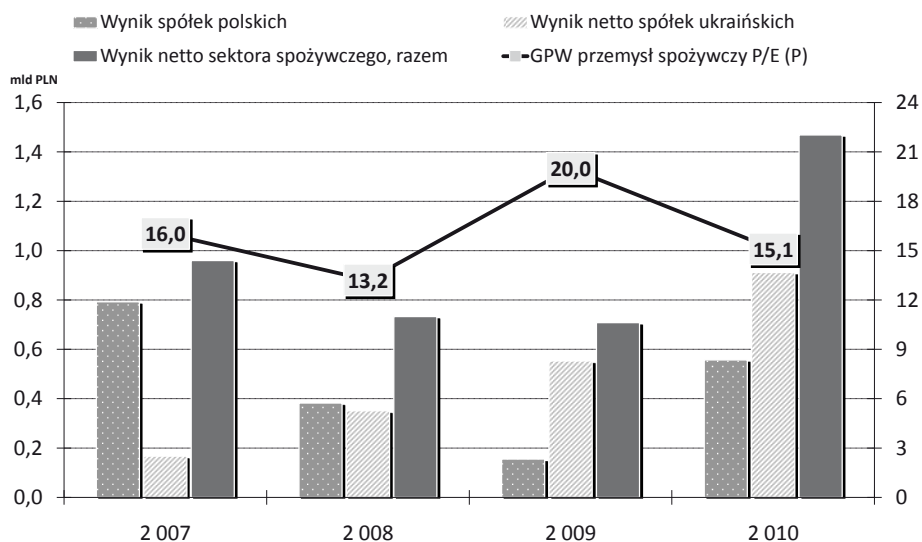
Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych z GPW w Warszawie oraz raportów spółek

Ukraina jest jednym z największych producentów i eksporterów produktów rolnych, co wynika z dostępu do dużego obszaru gruntów rolnych o wysokiej jakości. Z uwagi na duże rozdrobnienie w poszczególnych segmentach produkcji zbudowanie silnych grup kapitałowych jest możliwe głównie dzięki akwizycji, na co niezbędny jest kapitał. Na tym polu znaczenie GPW jest fundamentalne. Z drugiej strony, na zainteresowaniu ukraińskich spółek zyskuje także nasz rynek, systematycznie budując pozycję największego i najbardziej dynamicznie rozwijającego się rynku w tej części Europy. Jednym z wydarzeń zmierzających w tym kierunku było stworzenie indeksu spółek ukraińskich notowanych na GPW. Jak podaje giełda, to pierwszy taki indeks w Europie będący świadectwem rozwijających się relacji gospodarczych ukraińsko-polskich, a także pomysłu realizacji regionalnej strategii warszawskiego parkietu.

Jak istotnej przemianie uległ sektor spożywczy na GPW, obrazuje wykres z zagregowanymi wartościami wyników netto w rozbiciu na kraje, w których koncentruje się działalność operacyjna podmiotu. O ile jeszcze w 2007 r. ponad 80% zysków firm z tego sektora było generowane przez spółki krajowe, o tyle kolejne lata spowodowały przeniesienie punktu ciężkości ku spółkom ukraińskim. Jest to efekt zarówno rosnącej liczby przedsiębiorstw zza wschodniej granicy notowanych na naszym rynku, jak i specyfiki działalności tychże podmiotów (większość z nich to producenci żywności, którzy korzystają z dobrodziejstw trwającej od ponad roku hossy również na towary rolno-spożywcze). Wraz z nadejściem inflacyjnej fazy wzrostu gospodarczego rosnące ceny towarów rolno-spożywczych przyczyniają się do dynamicznej poprawy wyników ich producentów, stanowiąc podstawę do wzrostów w notowaniach walorów tychże spółek. Z drugiej strony, rosnące ceny zbóż, mleka oraz żywca wieprzowego i drobiowego wpływają na wzrost kosztów działalności przetwórców, które jedynie w ograniczonym zakresie mogą zostać przerzucone na konsumentów. Warto również zaznaczyć, że po wyłączeniu z obliczeń wyników Grupy Żywiec lata 2008–2009 były dla polskich spółek okresem balansowania na granicy rentowności.

Historia sukcesów spółek Astarta oraz Kernel w dużej mierze jest zasługą doskonałego wyczucia struktury sektorowej na GPW. Praktyczny brak reprezentantów segmentu producentów żywności na GPW spowodował, że aktywa tych spółek były niemal obowiązkowym składnikiem dobrze zdywersyfikowanego portfela. Obserwowany wzrost ich znaczenia w kształtowaniu głównych indeksów na GPW, jak również optymistyczne perspektywy dla rynku żywności powinny utwierdzać inwestorów w przekonaniu o atrakcyjności inwestycji w ukraińskie spółki notowane na GPW. Można zatem oczekiwać, że wytyczoną już drogą podążą kolejne podmioty poszukujące relatywnie tańszego źródła pozyskania kapitału niż ich rodzimy rynek. Dotyczy to nie tylko spółek z branży spożywczej, ale i innych kluczowych gałęzi ukraińskiej gospodarki. Z racji posiadania zasobów mineralno-surowcowych, które są jednymi z najlepszych jakościowo zasobów na świecie, nie zabraknie wśród nich z pewnością spółek wy-

Wykres 18. Wyniki netto spółek z branży spożywczej notowanych na GPW w Warszawie z podziałem na miejsce prowadzenia działalności operacyjnej



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych z GPW w Warszawie oraz raportów spółek

dobywczych, ten sektor jednak może okazać się dla polskich inwestorów stosunkowo mniej atrakcyjny z uwagi na coraz liczniejszą reprezentację krajowych podmiotów na GPW (sześć spółek o łącznym udziale w wartości rynkowej wynoszącej ponad 7,9%), a także perspektywę planowanych w niedalekiej przyszłości kolejnych IPO. O ile sektor surowcowy jest coraz liczniej reprezentowany na GPW, o tyle inwestorom trudno jest zdywersyfikować portfele o dużych graczy z przemysłu ciężkiego. Także branża chemiczna mimo pięciu przedstawicieli nie stanowi istotnego udziału w przeważonych w kierunku banków aktywach inwestorów instytucjonalnych. Brak potencjalnych podmiotów mogących uzupełnić tę niszę znacząco podnosi atrakcyjność spółek ze Wschodu, zwłaszcza że uwarunkowania ich działalności zbliżone są do polskich realiów.

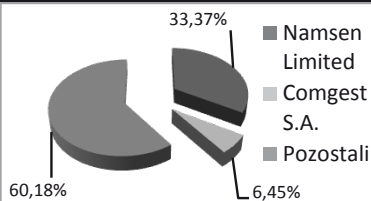
Scenariusz dalszej ekspansji ukraińskich spółek na GPW wydaje się tym bardziej prawdopodobny, że prywatyzacja majątku państwowego na Ukrainie powoli nabiera tempa. Zgodnie z informacjami prasowymi po sześciu miesiącach 2011 r. do budżetu państwa przekazano z tytułu dochodów ze sprzedaży mienia państwowego 11 mld UAH (wobec 244,6 mln UAH przekazanych do budżetu państwa w pierwszym półroczu 2010 r.). Gdyby choć część z tych podmiotów zwróciła się po kapitał do inwestorów na naszym rynku, warszawski indeks WIG-UKRAINE mógłby stać się doskonałym barometrem stanu gospodarki naszego wschodniego sąsiada.

CZĘŚĆ IV

Prezentacja ukraińskich spółek notowanych
na GPW w Warszawie

KERNEL Holding SA

Akcjonariat



Siedziba: Luksemburg
E-mail: p.conrad@kernel.ua
Strona [www: www.kernel.ua](http://www.kernel.ua)



Charakterystyka działalności:

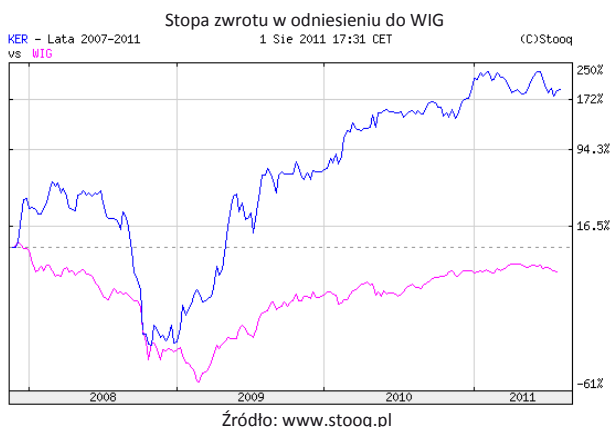
Kernel Holdings SA (KER) to największa na Ukrainie spółka rolniczo-przemysłowa. Spółka jest liderem na rynku krajowym wśród produkcji butelkowanego oleju słonecznikowego oraz czołowym eksporterem zboża i oleju słonecznikowego. Zakres działania holdingu obejmuje wszystkie etapy produkcji – od uprawy produktów rolnych do dostarczenia produktu do końcowego klienta. Zakłady Spółki (tłocznie, rafinerie, rozlewnie, sieć silosów zbożowych) funkcjonują na Ukrainie. Środki z emisji akcji przeznaczone są na realizację planu inwestycyjnego, który zakłada m.in. budowę nowej tłoczni do przerobu nasion różnych gatunków roślin oleistych na Ukrainie, wzrost mocy produkcyjnych, kupno magazynu portowego i obiektu przetwórczego.

IPO

Data debiutu: 23.11.2007
Cena emisyjna (zł): 24
Liczba sprzedanych akcji: 22 766 750
Pozyskany kapitał (zł): 546 402 000
Kurs pierwszego notowania (zł): 24
Bieżąca cena: 71,35*
Bieżąca kapitalizacja (zł): 5 222 180*

Firmy przeprowadzające IPO

ING Bank N.V., Odział w Londynie (Globalny Koordynator i Prowadzący Księgę Popytu)
Dom Maklerski ING Securities SA Warszawa (Oferujący i menedżer w Polsce)
ING Bank N.V., Odział w Londynie i ING Securities SA, Warszawa (Menedżerowie)



Sytuacja finansowa

	30.06.2008 (\$'000)	30.06.2009 (\$'000)	30.06.2010 (\$'000)
Przychody ze sprzedaży	663 140	1 047 113	1 020 471
EBIT	111 577	166 648	167 484
Zysk netto	83 227	135 548	152 005
Aktywa ogółem	755 608	699 706	1 124 773
Kapitał własny	396 807	355 834	601 862

* z 25 lipca 2011 r.

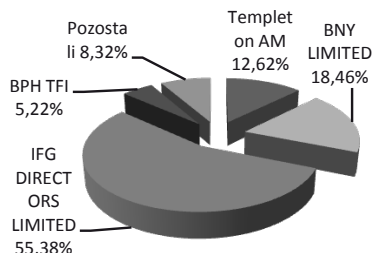
SADOVAYA GROUP SA

Akcjonariat	<p>25% Connektico Ventures Limited 75% Inni</p>			Siedziba: route d Esch 412f; Luxembourg Kod pocztowy: L-2086 E-mail: info@sadovayagroup.com Strona www: http://www.sadovayagroup.com	
	Charakterystyka działalności: Sadovaya jest spółką zarejestrowaną w Wielkim Księstwie Luksemburgu. W jej skład wchodzi mniejsze podmioty działające w branży górniczej na terenie Ukrainy. To czwarta co do wielkości prywatna spółka na Ukrainie, zajmująca się wydobywaniem węgla energetycznego. Główna działalność grupy to przeróbka mechaniczna i sprzedaż węgla. Ponadto, działalność grupy dzieli się na kilka segmentów takich jak górnictwo węglowe i wzbogacanie węgla (lub czyszczenie), odzysk węgla z odpadów pogórnich (lub przetwarzanie hałd pogórnich) oraz obrót węglem (działalność handlowa). Miejscem działalności spółki są dwa kompleksowe centra górnicze zlokalizowane w regionie Doniecka i Ługańska. Ich roczna wydajność to 600 tys. ton.				
IPO	Data debiutu: 30.12.2010			To czwarta co do wielkości prywatna spółka na Ukrainie, zajmująca się wydobywaniem węgla energetycznego. Główna działalność grupy to przeróbka mechaniczna i sprzedaż węgla. Ponadto, działalność grupy dzieli się na kilka segmentów takich jak górnictwo węglowe i wzbogacanie węgla (lub czyszczenie), odzysk węgla z odpadów pogórnich (lub przetwarzanie hałd pogórnich) oraz obrót węglem (działalność handlowa). Miejscem działalności spółki są dwa kompleksowe centra górnicze zlokalizowane w regionie Doniecka i Ługańska. Ich roczna wydajność to 600 tys. ton.	<p>Sty Lut Mar Kwi Maj Cze Lip</p> <p>Źródło: www.stooq.pl</p>
	Cena emisyjna (zł): 8,60				
	Liczba sprzedanych akcji: 10 770 930				
	Pozyskany kapitał (zł): 92 630 000				
	Kurs pierwszego notowania (zł): 10,44				
	Bieżąca cena (zł): 10,11*				
	Bieżąca kapitalizacja (zł): 435 596 356*				
Firmy przeprowadzające IPO	BG Capital JSC i BG Trading Limited (Główni Menedżerowie)			Stopa zwrotu w odniesieniu do WIG 27 Lip 2011 17:30 CET (C)Stooq	
	Dom Maklerski BZ WBK SA (Polski Menedżer)				
	Dom Maklerski BZ WBK SA (Oferujący)				
Sytuacja finansowa		31.12.2008 (\$'000)	31.12.2009 (\$'000)	31.12.2010 (\$'000)	
	Przychody ze sprzedaży	98 888	13 322	65 443	
	EBIT	28 111	-7 296	12 157	
	Zysk netto	37 866	-9 479	7 890	
	Aktywa ogółem	56 692	49 248	97 123	
	Kapitał własny	35 356	26 265	59 333	

* z 25 lipca 2011 r.

AGROTON PUBLIC LIMITED

Akcjonariat



Siedziba: LampousasStreet,
P.C. 1, Nikozja
E-mail: info@agrotón.lg.ua
Strona www: www.agrotón.com.ua



Charakterystyka działalności:

Agrotón jest przedsiębiorstwem zajmującym się produkcją rolną. Prowadzi działalność we wschodniej Ukrainie. Obecnie dzierżawi ponad 150 tys. hektarów ziemi uprawnej. Zajmuje się produkcją płodów rolnych, która stanowi 79% ogółu przychodów (Agrotón jest największym producentem nasion słonecznika na Ukrainie i czwartym producentem pszenicy), hodowlą i sprzedażą zwierząt (12% przychodów ogółem) oraz produkcją artykułów spożywczych (8% przychodów).

IPO

Data debiutu: 08.11.2010
Cena emisyjna (zł): 27
Liczba sprzedanych akcji: 22 766 750
Pozyskany kapitał (zł): 153 090000
Kurs pierwszego notowania (zł): 26,89
Bieżąca cena: 30,85*
Bieżąca kapitalizacja (zł): 668 519 500*

Firmy przeprowadzające IPO

Phonix Capital Limited (Władzący Menadżer Międzynarodowy)
Dom Maklerski BZ WBK SA, (Oferujący i menadżer w Polsce)
BZ WBK SA (Doradca Finansowy)



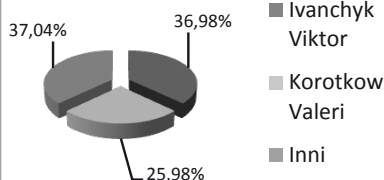
Sytuacja finansowa

	31.12.2008 (\$'000)	31.12.2009 (\$'000)	31.12.2010 (\$'000)
Przychody ze sprzedaży	93 432	76 095	97 100
EBIT	4 767	16 639	29 475
Zysk netto	-18 418	5 070	15 719
Aktywa ogółem	83 903	126 044	144 299
Kapitał własny	15 996	56 049	121 837

* z 25 lipca 2011 r.

ASTARTA Holding N.V.

Akcjonariat



Siedziba: Amsterdam, Holandia
E-mail: IR@astartakiev.com
Strona www:
http://www.astartaholding.com



Charakterystyka działalności:

Astarta Holding NV (AST) – jeden z liderów w produkcji cukru na Ukrainie. Działalność spółki koncentruje się na produkcji i sprzedaży cukru produkowanego z buraka cukrowego, jak również wytwarzaniu zbóż i roślin oleistych, takich jak przenica, jęczmien, kukurydza, owies, soja czy słoneczniki. Działalność rolną spółka prowadzi za pośrednictwem 60 przedsiębiorstw, posiada 8 cukrowni, a buraki rolne pochodzą z własnych upraw grupy oraz od niezależnych producentów. Spółka zamierza przeznaczyć środki z emisji m.in. na przejęcia cukrowni, modernizację zakładów i zwiększenie produkcji.

IPO

Data debiutu: 17.08.2006
Cena emisyjna (zł): 19
Liczba sprzedanych akcji: 5 000 000
Pozyskany kapitał (zł): 95 000 000
Kurs pierwszego notowania (zł): 19
Bieżąca (zł): 86,60*
Bieżąca kapitalizacja (zł): 2 372 500 000*

Firmy przeprowadzające IPO

ING Bank N.V., Oddział w Londynie (Globalny Koordynator i Prowadzący Księgę Popytu)
ING Bank N.V., Oddział w Londynie i ING Securities SA (Główni Menedżerowie)
ING Securities SA (Oferujący)

Stopa zwrotu w odniesieniu do WIG



Źródło: www.stooq.pl

Sytuacja finansowa

	31.12.2008 (€'000)	31.12.2009 (€'000)	31.12.2010 (€'000)
Przychody ze sprzedaży	130 909	128 239	219 330
EBIT	21 443	40 692	87 510
Zysk netto	-7 669	29 460	80 053
Aktywa ogółem	173 692	231 414	352 639
Kapitał własny	56 644	118 433	208 942

* z 25 lipca 2011 r.

OVOSTAR UNION N.V.

Akcjonariat	<p>■ Prime One Capital Limited ■ Inni</p>			Siedziba : Koningslaan 17; Amsterdam E-mail : info@marketing.ovostar.ua Strona www: http://www.ovostar.ua			
	IPO	Data debiutu: 29.06.2011			Charakterystyka działalności: Grupa przedsiębiorstw „Ovostar Union” to jedna z wiodących agroprzemysłowych firm Ukrainy, która wchodzi do trójki liderów w kraju produkujących jaja kurze. Grupa ma za sobą ponad 13 lat doświadczeń, pierwszeństwa na rynku i innowacji. Ovostar N.V. ma cztery podstawowe obszary działalności: (1) hodowla drobiu (stada rodzicielskie, inkubacja, pisklęta); (2) produkcja kurzych jaj; (3) dystrybucja krajowa (sieci handlowe na Ukrainie, własna firmowa sieć detaliczna); (4) produkcja suchych i płynnych produktów jajecznych. Dodatkowo rodzaje działalności to produkcja pasz, oleju słonecznikowego, śruty oraz brykietu opałowego.		
Cena emisyjna (zł): 62							
Liczba sprzedanych akcji: 1 500 000							
Pozyskany kapitał (zł): 93 000 000							
Kurs pierwszego notowania (zł): 62,20							
Bieżąca cena (zł): 58,20							
Bieżąca kapitalizacja (zł): 349 200 000*							
Firmy przeprowadzające IPO	Dom Maklerski BZ WBK SA (Główni Menedżerowie)			<p>Źródło: www.stooq.pl</p>			
	KBC Securities N.V. (Współmenedżerowie)						
	Dom Maklerski BZ WBK SA (Oferujący)						
Sytuacja finansowa		31.12.2008 (\$'000)	31.12.2009 (\$'000)	31.12.2010 (\$'000)			
	Przychody ze sprzedaży	42 021	28 302	38 170			
	EBIT	12 171	3 613	9 504			
	Zysk netto	5 150	2 695	9 731			
	Aktywa ogółem	43 116	41 806	40 804			
	Kapitał własny	25 343	27 080	29 072			

* z 25 lipca 2011 r.

WESTA ISIC SA

Akcjonariat	<ul style="list-style-type: none"> ■ Vankeria Consultants Limited ■ ING Otwarty Fundusz Emerytalny ■ Inni 	Siedziba: route d Esch 412F; Luxembourg Kod pocztowy: L-1471 E-mail: westa@westa-inter.com Strona www: http://www.westa.com.ua		
	<p>Charakterystyka działalności:</p> <p>WESTA ISIC SA jest spółką holdingową utworzoną zgodnie z prawem Wielkiego Księstwa Luksemburgu jako główne ogniwo holdingu Westa Dnepr oraz spółek zależnych prowadzących działalność operacyjną na Ukrainie. Początkowo spółka występowała pod firmą Tramine Development SA, jednak 24 listopada 2010 r. nazwa spółki została zmieniona na WESTA ISIC SA.</p> <p>Grupa posiada dwa zakłady (WESTA-DNEPR JSC i WESTA INDUSTRIAL LLC) produkujące akumulatory samochodowe rozrusznikowe, oświetleniowe i zapłonowe nowej generacji (akumulatory samochodowe SLI). Połączona zdolność produkcyjna obu zakładów to 21 200 akumulatorów konwencjonalnych dziennie i 7 600 000 akumulatorów konwencjonalnych rocznie.</p>			
IPO	Data debiutu: 15.06.2011	<p>Stopa zwrotu w odniesieniu do WIG</p> <p>WES - 3 Miesiące vs WIG</p> <p>27 Lip 2011 17:30 CET</p> <p>(C)Stooq</p> <p>Źródło: www.stooq.pl</p>		
	Cena emisyjna (zł): 11,75			
	Liczba sprzedanych akcji: 11 033 333			
	Pozyskany kapitał (zł): 129 641 663			
	Kurs pierwszego notowania (zł): 12,00			
	Bieżąca cena (zł): 10,99*			
	Bieżąca kapitalizacja (zł): 485 025 330*			
Firmy przeprowadzające IPO	BG Capital JSC i BG Trading Limited (Główni Menedżerowie)			
	Dom Maklerski BZ WBK SA (Współmenedżer)			
	Dom Maklerski BZ WBK SA (Oferujący)			
Sytuacja finansowa		31.12.2008 (\$'000)	31.12.2009 (\$'000)	31.12.2010 (\$'000)
	Przychody ze sprzedaży	144 585	83 004	154 305
	EBIT	22 642	7 417	50 120
	Zysk netto	-30 592	-22 075	33 487
	Aktywa ogółem	227 050	270 869	336 596
	Kapitał własny	-4 655	-34 973	539

* z 25 lipca 2011 r.

Agroliga Group PLC

Akcjonariat	<p>Pozostali 16,68%</p> <p>Oleksandr Berdnjuk 41,66%</p> <p>Irina Poplavska 41,66%</p>	Siedziba: 2 Romanou Street, Tlais Tower 1070, Nicosia, Cyprus E-mail: info@agroliga.com.ua Strona: www: www.agroliga.com.ua		
IPO	Data debiutu na NC: 04.05.2011	Charakterystyka działalności: Agroliga Group PLC jest spółką-matką dla holdingu spółek zajmujących się produkcją rolną w obwodzie charkowskim. Grupa prowadzi działalność produkcyjną w trzech obszarach: - produkcji oleju, - uprawy zbóż, - produkcji mleka. W 2010 r. przychody z tytułu sprzedaży oleju stanowiły 44% przychodów całkowitych, produkcji zbóż – 48%, produkcji mleka – 6%.		
	Cena emisyjna (zł): 81,00			
	Liczba sprzedanych akcji: 51 290			
	Pozyskany kapitał (zł): 4 154 490			
	Kurs pierwszego notowania (zł): 103,72			
	Bieżąca cena (zł): 73			
	Bieżąca kapitalizacja (zł): 22 451 880*			
Firmy przeprowadzające IPO	WDM Autoryzowany Doradca S. A. (autoryzowany doradca)			
	Progress Holding sp z o.o. (doradca finansowy)			
		Stopa zwrotu w odniesieniu do NCIndex AGL - Lata 2011-2011 vs NCINDEX 27 Lip 2011 9:00 CET (C)Stooq		
		<p>http://stooq.pl</p> <p>Źródło: www.stooq.pl</p>		
Sytuacja finansowa		31.12.2008 (€'000)	31.12.2009 (€'000)	31.12.2010 (€'000)
	Przychody ze sprzedaży	3449	2414	5543
	EBIT	298	536	3062
	Zysk netto	139	519	2917
	Aktywa ogółem	2461	2747	5559
	Kapitał własny	1319	1736	4177

* z 25 lipca 2011 r.

INDUSTRIAL MILK COMPANY SA

Akcjonariat	<p>10% ■ Agrolvalley Limited ■ Inni 90%</p>	Siedziba: 16 Avenue Pasteur; Luxembourg E-mail: office@imcmilk.com.ua Strona www: www.imcmilk.com.ua			
	Charakterystyka działalności: Industrial Milk Company jest spółką z sektora rolniczego zlokalizowaną w środkowej i północnej Ukrainie, działającą w obwodach połtawskim i czernihowskim. Spółka zajmuje się przede wszystkim uprawą kukurydzy, pszenicy, słonecznika, soi i ziemniaków, magazynowaniem i przetwarzaniem zbiorów, produkcją mleka. Spółka posiada zasób gruntów rolnych w środkowo-północnej Ukrainie oraz znaczne obiekty magazynowe do przechowywania swoich produktów rolnych. Jest także jednym z największych przemysłowych producentów mleka na Ukrainie pod względem wielkości produkcji.				
IPO	Data debiutu: 04.05.2011				
	Cena emisyjna (zł): 10,80				
	Liczba sprzedanych akcji: 7 475 000				
	Pozyskany kapitał (zł): 80 730 000				
	Kurs pierwszego notowania (zł): 10,80				
	Bieżąca cena (zł): 10,19*				
	Bieżąca kapitalizacja (zł): 252 712 000*				
Firmy przeprowadzające IPO	ING Bank N.V., Oddział w Londynie i ING Securities SA (Główni Menedżerowie)				
	Investment Capital Ukraine. (Współmenedżer)				
	ING Securities SA (Oferujący)				
Stopa zwrotu w odniesieniu do WIG IMC - 3 Miesiące vs WIG 1 Sie 2011 12:30 CET (C)Stooq					
Źródło: www.stooq.pl					
Sytuacja finansowa		31.12.2008 (\$'000)	31.12.2009 (\$'000)	31.12.2010 (\$'000)	
	Przychody ze sprzedaży	26 383	27 767	45 036	
	EBIT	20 820	4 875	14 492	
	Zysk netto	14 075	1 927	14 374	
	Aktywa ogółem	65 821	86 503	87 440	
	Kapitał własny	28 709	43 933	69 759	

* z 25 lipca 2011 r.

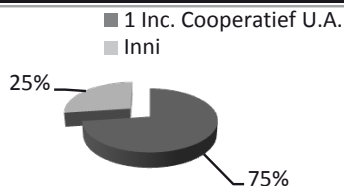
KGS AGRO SA

Akcjonariat				Siedziba: 46A Avenue J-F.Kennedy; Luxembourg E-mail: info@ksgagro.com Strona www: www.ksgagro.com		
				Charakterystyka działalności: KSG Agro jest jedną z największych zintegrowanych pionowo spółek branży rolniczej w rejonie Dniepropietrowska, działającą w niemal wszystkich segmentach rynku rolniczego, w tym w sektorze produkcji, magazynowania, przetwarzania i sprzedaży produktów rolnych. Spółka specjalizuje się głównie w uprawie, skupiając się na zbożach takich jak słonecznik, pszenica, jęczmień, rzepak, soja, jak również produkcji warzyw oraz dostarczaniu produktów spożywczych do sieci handlowych. Celem strategicznym kierownictwa spółki jest wzmocnienie dominującej pozycji w regionach docelowych (dniepropietrowskim, kirowohradzkim oraz sąsiadującymi z nimi obszarami w obwodach chersońskim, mikołajowskim oraz charkowskim). Region docelowy jest bogaty w czarnoziemy oraz charakteryzuje się korzystnym położeniem geograficznym ze względu na bliskość rzeki Dniepr, głównych linii kolejowych oraz portów Morza Czarnego.		
IPO	Data debiutu: 05.05.2011					
	Cena emisyjna (zł): 22,00					
	Liczba sprzedanych akcji: 4 925 500					
	Pozyskany kapitał (zł): 108 350 000					
	Kurs pierwszego notowania (zł): 22,12					
	Bieżąca cena (zł): 22,00*					
	Bieżąca kapitalizacja (zł): 328 261 000*					
Firmy przeprowadzające IPO	Dom Maklerski BZ WBK SA (Główni Menedżerowie)			Stopa zwrotu w odniesieniu do WIG 		
	Visum Capital Ltd. (Współmenedżer)					
	Dom Maklerski BZ WBK SA (Oferujący)					
Sytuacja finansowa		31.12.2008 (\$'000)	31.12.2009 (\$'000)	31.12.2010 (\$'000)		
	Przychody ze sprzedaży	12067	18 036	32 547		
	EBIT	2 826	5 240	11 607		
	Zysk netto	-1 212	2 287	9 362		
	Aktywa ogółem	22 762	26 133	26 330		
	Kapitał własny	1558	4 320	10 299		

* z 25 lipca 2011 r.

MILKILAND N.V.

Akcjonariat



Siedziba : Reinwardtstraat 232,
1093HP Amsterdam
E-mail : office@milkiland.nl
Strona www: http:// www.milkiland.nl



IPO

Data debiutu: 06.12.2010
Cena emisyjna (zł): 33,78
Liczba sprzedanych akcji: 7 000 000
Pozyskany kapitał (zł): 236 460 000
Kurs pierwszego notowania (zł): 36,10
Bieżąca cena (zł): 33,25*
Bieżąca kapitalizacja (zł): 1 039 062 500*

Charakterystyka działalności:

Milkiland jest producentem przetworów mlecznych o zróżnicowanej ofercie produktowej działającym na jednym z największych i dynamicznie rozwijających się rynków mleczarskich na świecie, jakim jest Wspólnota Niepodległych Państw. Kraje, w których Milkiland prowadzi działalność, to przede wszystkim Ukraina i Rosja. Milkiland N.V. (Emitent), podmiot dominujący grupy, jest spółką zarejestrowaną w Holandii, natomiast działalność gospodarcza w regionie WNP prowadzona jest za pośrednictwem w pełni zależnej spółki ukraińskiej DE Milkiland-Ukraine („Milkiland-Ukraine”) i rosyjskiej otwartej spółki akcyjnej Ostankiński Moloczni Kombinat („Ostankino”), w której grupa posiada 85,78% udziałów. Do grupy należy 11 zakładów produkcyjnych, w tym dziesięć na Ukrainie i jeden w Rosji.

Firmy przeprowadzające IPO

UniCredit Bank AG (Oddział w Londynie) (Główni Menedżerowie)
UniCredit Bank Austria A.G. (Współmenedżerowie)
UniCredit CAIB Poland SA (Oferujący)



Źródło: www.stooq.pl

Sytuacja finansowa

	31.12.2008 (€'000)	31.12.2009 (€'000)	31.12.2010 (€'000)
Przychody ze sprzedaży	270 417	200 008	258 495
EBIT	17 369	22 202	34 827
Zysk netto	6 227	8 109	21 777
Aktywa ogółem	173 636	184 048	267 934
Kapitał własny	20 014	37 562	116 847

* z 25 lipca 2011 r.

Ukrainian companies on the Warsaw Stock Exchange: current state and future trends

Analytical report vol. 1, nr 1

Ruslan Harasym, Ulyana Dzyuma, Mihail Cebotari

PART I

Financing economic activity in Ukraine

1.1. Introduction

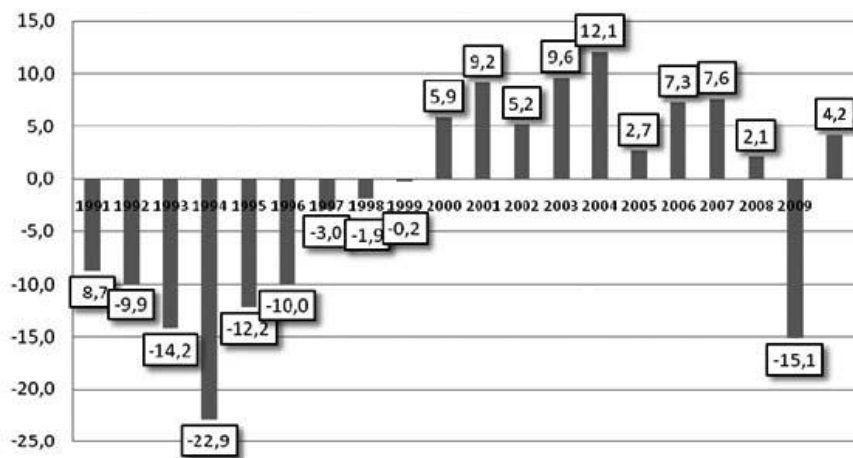
Almost each trader, regardless of the scale of their economic activity, had at some point a problem with lack of sufficient capital. Such a situation could cause much slower development or hamper it considerably. Problems of financing the company usually need to be resolved immediately. This chapter analyses the opportunities of getting capital on the Ukrainian financial market. The chapter presents a short review of the macroeconomic indicators on Ukraine, then an analysis of financing opportunities using bank loans and share issue. Moreover, problems and difficulties connected with obtaining capital on the Ukrainian market are reviewed. An alternative is a possibility to reach for capital of foreign finance markets.

The Ukrainian economy is now in a transformation phase, which changes its previous structure towards a free market economy. Currently we may notice stronger processes of privatizing state property and increased number of private joint stock companies. Steps are taken to improve the architecture of the financial market, whose efficient functioning is of key importance in the process of increasing the effectiveness of using economy resources. The basic barriers to the development of the financial market in Ukraine are: slow pace of updating legislation as compared to the needs of entrepreneurs; lack of clear information about the activity of financial market entities; lack of motivation to be active in the securities market; low trust to the domestic currency. For further development of Ukrainian economy, internal financing sources will undoubtedly be insufficient. One of the ways to solve this problem is attracting foreign capital. Foreign finances will not only satisfy capital-related needs, but their use will also contribute to production development, improve technical back-up and help develop innovations.

1.2. Ukraine's macroeconomic situation

After breaking the traditional economic ties within the USSR and adopting the market economy system in the early 1990s, Ukraine experienced a long recession, which reached its peak in 1994 as the GDP fell by 22.9%. The economy began to recover in 2000. Between 2000-2008, Ukrainian economy was experiencing steady economic growth at a rate of about 7% annually (6.9% on average in 2000-2008; an exception was noted in 2005, with a growth by about 2.7%). Yet despite the positive trends, by the end of 2008 Ukrainian GDP was still at a level of 74.1% of the indicator of 1991.

Figure 1. Ukraine % change in GDP at constant prices, between 1991–2010



Source: State Statistics Committee of Ukraine

In the fourth quarter of 2008, as a result of the negative effects of the global economic crisis, the economic development of Ukraine sharply curtailed. While in the first three quarters of 2008 Ukrainian economy grew rapidly (GDP growth rate: 6.3%, 6.2% and 6.4%, respectively) – a combination of global risk aversion and falling world commodity demand and prices resulted in an 8% GDP contraction during the 4Q of 2008. This reduced in cumulative GDP growth falling from 6.3% year-over-year (y-o-y) in the first three quarters of 2008 to just 2.1% y-o-y by the end of 2008. In 2009 Ukrainian economy showed a further decline of the gross domestic product, while in late 2009 some signs of economic recovery were noted. In 2009, the country's GDP fell by 15.1%. In 2010, GDP growth was recorded at 4.2%. A recent report published by the World Bank assumes that the GDP growth rate for 2011 will be about 4%, while in the midterm it should oscillate around 4-5%. Table 1 shows the key macroeconomic indicators for Ukraine between 2007–2010.

1.3. Bank loans as a method of raising capital for business

Starting from 2006, Ukraine was penetrated by several foreign financial groups, which invested more than \$ 10 billion in domestic banks. Between 2006–2008 the number of banks with foreign capital increased from 35 to 53 (including 17 banks with 100% of foreign capital), and the share of foreign capital in the banking system – from 27.6% to 40.5%. Currently, the largest share in banking system assets is held by investors from Russia and Austria. Quite significant are also market shares held by French, Italian, Hungarian, German and Swedish investors, which reflects EU investors' considerable interest in the Ukrainian banking sector.

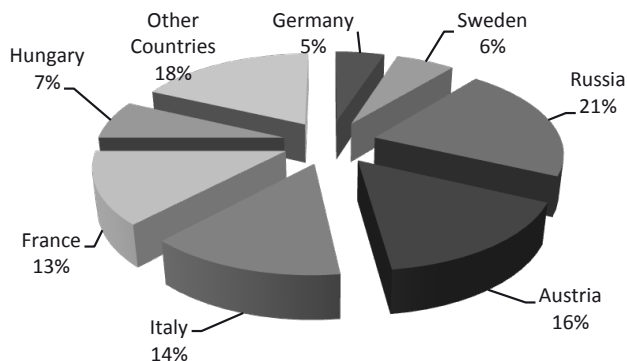
Table 1. Key macroeconomic indicators for Ukraine (2007–2010)

Indicators	2007	2008	2009	2010
Nominal GDP (UAH billion)	712,9	949,9	914,7	1094,6
Nominal GDP (USD billions)	141,2	123,4	114,3	136,4
GDP per capita (current prices, UAH)	15 374,2	20 534	19 901,3	23 910,8
GDP per capita (current prices, USD)	3 044,4	2 667	2 487,7	2 979,6
GDP per capita (PPP, USD)	7100	7500	6400	6700
Real GDP growth (%)	7,6	2,1	-15,1	4,2
Industrial production (% change)	10,2	-3,1	-21,9	11
Agricultural production (% change)	-6,5	17,5	0,1	-1
Government Debt to GDP (% of the GDP)	12,3	20	34,7	39,5
Inflation (CPI, % change EOP)	16,6	22,3	12,3	9,1
Unemployment Rate (% of Labor Force)	6,9	6,9	9,6	8,8
Foreign trade turnover (goods, USD billions)	109,9	152,5	85,1	112,1
Exports (USD billions)	49,2	67	39,7	51,4
Exports (% change)	28,4	35,9	-40,7	29,6
Imports (USD billions)	60,7	85,5	45,4	60,7
Imports (% change)	34,7	41,1	-46,9	33,7
Foreign trade balance (goods, USD billions)	-11,4	-18,5	-5,7	-9,3
Current Account Balance (% GDP)	-4,2	-6,7	-1,5	-2,1
Annual FDI inflow value (USD billions)	8,7	10,9	5,6	6
Cumulated FDI value in Ukraine (USD billions)	29,5	35,7	40	44,7

Source: State Statistics Committee of Ukraine, National Bank of Ukraine, Ukrainian Ministry of Finance

Unlike other economies in the region, such as e.g. Estonia, where more than 80% of assets are controlled by Swedish holding companies, ownership of the assets in the Ukrainian banking sector is not dominated by shareholders representing just one country. Such differentiation of ownership can be considered a positive feature of the Ukrainian banking system, because in this way it is not dependent on a single country's economic and political conditions. Today very different financial institutions can be found on the Ukrainian market – global as well as regional players. Some of them operate only in single financial market segments, while others – in several ones (such as retail banking, investment banking and insurance). An analysis

Figure 2. Foreign-owned banking system assets (as of 01.01.2009)



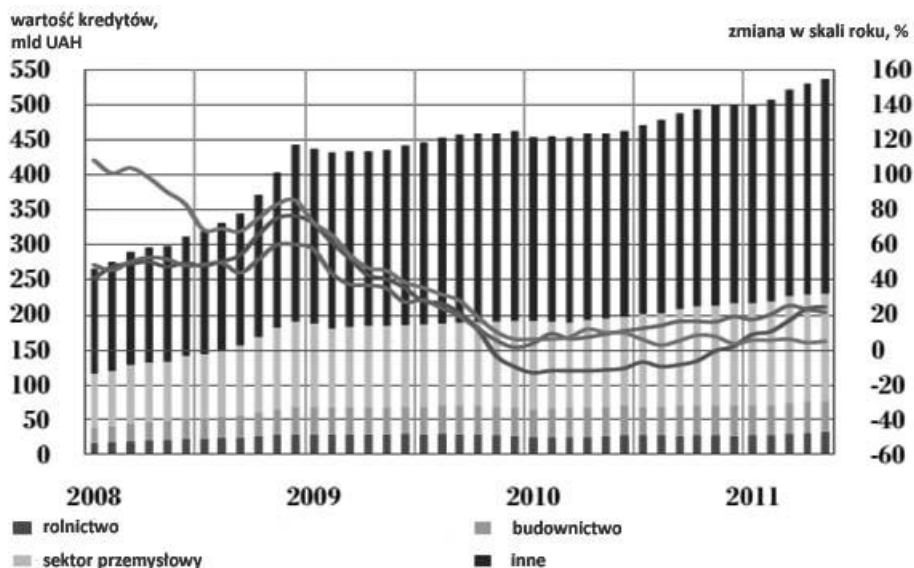
Source: Own study based on data from www.bank.gov.ua

of shareholders of banks with foreign capital shows that Ukraine's banking sector is dominated by eight financial groups from Europe and the United States, which show characteristics of financial conglomerates. These are: SocieteGenerale, ING, CreditAgricole, IntesaSanpaolo, RZB-UNIQA, SEB, BNP Paribas and Citigroup. International financial conglomerates usually have the control packages of shares in domestic banks as well as in insurance companies. Foreign banks were somewhat more likely than Ukrainian entities to provide credit. The development of the banking system, however, did not contribute to lowering the cost of credit and extending the periods of granting them, or to improving the profitability indicators of banking activity. This was due to a fairly high rate of inflation, the discount rate level of the National Bank of Ukraine (NBU) and also the risks associated with lending to the real sector of national economy.

The bank loans market in Ukraine is stabilizing and the value of credits returns to the levels recorded before the last crisis (Figure 3). The global financial crisis affected the market negatively. The dramatic loss of confidence in banks, low deposits and very high interest rates led to a substantial decrease in the value of credits (mainly due to the high service fees). In 2009–2011, the bank loans market situation has improved. Rates on loans began to fall. Despite this fact, the current rate still does not encourage businesses to take loans in order to finance their activity and invest in further development. Credit conditions are still unacceptable to many Ukrainian enterprises.

By the end of May 2011, companies operating in Ukraine have received bank loans of 537 billion UAH (Table 2). The growth rate of loans was 16.9% per annum, as compared to 15.7% at the end of April. The agricultural sector received 31.95 billion UAH in loans (an increase of 24.5% per annum), the industrial sector – UAH 153.40 billion (an increase of 21.2% per annum), the construction sector – UAH 44.90 billion (an increase of 5% per annum), and the total value of other loans – UAH 306.77 billion (an increase of 16% per year) – covered other forms of economic activity.

Figure 3. Loan Structure by sectors of the economy (2008-2011)



Source: www.bank.gov.ua

Table 2. Value of loans given to individual economy branches by the Ukrainian bank sector

Economy branch	Loans			
	April 2011		May 2011	
	value of loans given (in billions of UAH)	annual change (%)	value of loans given (in billions of UAH)	annual change (%)
Total	530,63	15,7	537,03	16,9
Agriculture	31,32	23,3	31,95	24,5
Industry	153,69	23	153,4	21,2
Construction	44,31	4,2	44,9	5
Other branches	301,31	13,5	306,77	16

Source: www.bank.gov.ua

In the global value of the given loans, 330.2 billion were loans (credits) in Ukrainian hryvnias, 175.05 billion in American dollars, 27.6 billion in euros, 2.6 billion in Russian roubles and 1.8 in other currencies. It is typical for the Ukrainian market that American dollar is often chosen as a currency by debtors. At the end of May 2011, the credits in foreign currencies made up 32.59 % of all the credits given. It is interesting, however, that in 2011 (both in April and May) the pace of growth of credits given in the local currency was higher than

the pace of growth of credits in American dollars. As for May 2011, the change of the value of credits given in Ukrainian hryvnias increased by 18.3% per year whereas for American dollars the increase of the value was 13.2% (table 3).

Table 3. Value of loans given by the Ukrainian bank sector by currencies

Currencies	Credits			
	April 2011		May 2011	
	value of loans given (in billions of UAH)	annual change (%)	value of loans given (in billions of UAH)	annual change (%)
Total	530,63	15,7	537,03	16,9
Hryvnia	324,77	18	330,02	18,03
US dollar	173,05	11,1	175,05	13,02

Source: www.bank.gov.ua

Table number 4 shows the structure of loans by their term of repayment. In the analyzed period most loans were granted for a period of 1 to 5 years – UAH 242.47 billion (45.15% of all loans). Loans granted for less than 1 year had a value of UAH 218.76 billion, representing 40.74% of all loans. Long-term loans, with maturities over 5 years, accounted for 14.11% of all loans (their value amounted to UAH 75.80 billion).

Table 4. The value of loans granted by the Ukrainian banking sector by maturity

Period of loan repayment	April 2011		May 2011	
	value of loans in billions of UAH	annual change in %	value of loans in billions of UAH	annual change in %
Total	530,63	15,7	537,03	16,9
below 1 year	214,78	14,3	218,76	16
from 1 to 5 years	239,91	13,6	242,47	14,8
more than 5 years	75,94	27,8	75,8	27,2

Source: www.bank.gov.ua

In May this year, the average interest rate on loans to Ukrainian enterprises was 13.32% in UAH, 9.52% in US dollars and 8.65% in euro. The interest rate on loans to households was 29.24% in UAH, 11.72% in U.S. dollars, 19.62% in euro (Table 5).

Table 5. Rates on loans granted by the Ukrainian banking sector

Currency	Enterprises			Households		
	March 2011	April 2011	May 2011	March 2011	April 2011	May 2011
Hryvnia	13,26	13,11	13,32	29,47	28,64	29,24
US dollar	10,34	10,07	9,52	10,93	12,91	11,72
Euro	9,53	8,07	8,65	16,91	14,31	19,62

Source: www.bank.gov.ua

A bank loan is one of the most expensive and also relatively poorly available forms of business financing in Ukraine. Due to the high rate of long-term loans and the difficult conditions that must be met to receive a credit, Ukrainian companies finance their activities to a greater extent through equity or by incurring short-term loans.

1.4. Stock market development in Ukraine

In Ukraine exchange trading exists since 1992. The capital market is regulated by a special authority – the National Commission of the Capital Market and Securities, which issues licenses and regulates the interactions between all capital market participants, as well as monitors the issues and trading of securities. Turnover at the particular markets in 2008–2011 is presented in Table 6.

Table 6. The value of turnover in the stock exchanges operating in Ukraine in 2008–2011 (in millions of UAH)

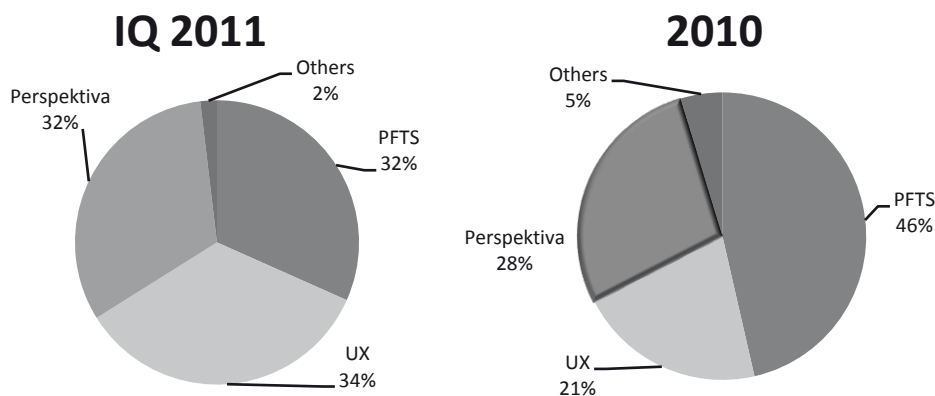
Stock exchange	2008	2009	2010	IQ 2011
Ukrainian Stock Exchange	90,48	58,81	54,39	2,22
Stock Exchange – Innex	86,36	205,44	72,94	16,64
Prydniprovskya Stock Exchange	212,2	970,39	220,16	39,41
PFTS	33991,9	13955,45	60901,26	17919,84
Kiev International Stock Exchange	1180,71	1573,49	2663,64	738,07
Ukrainian International Stock Exchange	529,89	1796,3	1808,97	260,94
Ukrainian Interbank Currency Exchange	101,88	1828,78	1267,59	0,6
Perspektiva	1374,51	11412,43	36649,58	18125
East European Stock Exchange	187,74	136,97	50,61	11,86
Ukrainian Exchange	–	3288,17	27510,42	19480,85
PTIS	4,02	787,79	–	–
Total value of turnover	37759,69	36014,02	131199,6	56595,43

Source: www.ssmc.gov.ua

In the first quarter of 2011, a significant increase of securities trading took place. The total value of securities turnover in this period was approximately 56.6 billion UAH, while in 2010 the total value of transactions did not exceed 131.2 billion UAH. During the first quarter of 2011 the value of shares' turnover amounted to more than 25.6 billion UAH, which is UAH 19.0 billion more than in the same period last year and 23.7 billion UAH more than in the first quarter of 2009. Derivatives were characterized by the biggest turnover increase. The value of trading in these instruments in the first quarter of 2011 increased 275 times as compared to the first quarter of 2010 (19.4 billion UAH and 5.3 billion UAH, respectively). Detailed information is shown in Table 7.

The first quarter of 2011 brought also some changes in the structure of stock exchanges operating in Ukraine. PFTS, which in recent years had the top position among all stock markets in terms of turnover (46.42% of the total turnover in 2010), due to the rapid development of major competitors is now on the third place – 31.66% of the total securities turnover. The leading position is held by Ukrainian Stock Exchange – 34.4%. Second is the Stock Exchange “Perspektiva” with 32.03% of the total securities turnover (Figure 4).

Figure 4. The share of the particular stock exchanges in the capital market



Source: www.ssmc.gov.ua

The current situation and development prospects of the Ukrainian stock market are affected by many unresolved problems that require thorough analysis. This applies to such issues as:

- 1) low level of capitalization of the securities market,
- 2) low level of corporate governance in companies-issuers
- 3) insufficient level of disclosure of company activities,
- 4) lack of proper policy on dividends,
- 5) small supply of investment capital in the securities market,

Table 7. The value of turnover in particular financial instruments in 2009-2011 (in millions of UAH)

Securities	I quarter 2010	I quarter 2011	Growth		I quarter 2009	I quarter 2011	Growth	
			in millions of UAH	in %			in millions of UAH	in %
Shares	6542,88	25584,7	19041,79	291,03	1866	25584,67	23718,67	1271,1
Corporate bonds	834,82	5574,66	4739,84	567,77	1861,84	5574,66	3712,82	199,42
Treasury Bonds	9334,06	16809,2	7475,15	80,08	1628,9	16809,21	15180,31	931,94
Bonds of local governments	8,45	72,38	63,93	756,11	1,28	72,38	71,1	5554,69
Investment certificates	1476,91	3217,35	1740,44	117,84	19,23	3217,35	3198,12	16630,9
Derivatives	19,39	5337,18	5317,79	27425	2,82	5337,18	5334,36	189162
Total amount	18216,5	56595,5	38378,94	210,68	5380,07	56595,45	51215,38	951,95

Source: www.ssmc.gov.ua

- 6) low transparency level of information provided by market participants, which is not always sufficient, up-to-date and objective,
- 7) poorly developed market for the basic instruments, as well as imperfect legislation in that area,
- 8) complicated organization of initial public offerings of financial instruments,
- 9) lack of an effective mechanism to protect investor rights,
- 10) complicated restructuring procedures and, consequently, a limited aftermarket.

To solve these problems and ensure effective development of the securities market in Ukraine, the National Stock Exchange Commission presented in September 2010 a securities market development program for 2011–2015. The document proposes mechanisms designed to solve problems relating to the low liquidity of the market, its infrastructure and foreign exchange control¹. It is part of Ukraine's economic reform program for 2010–2014: „Wealthy people, competitive economy, effective government”. The program defines the conditions required for the growth and development of the capital market and the financial services sector. Its main objectives are in particular:

- strengthening the requirements for risk management, transparency of business and publication of information on companies – financial market participants;
- creating an appropriate legal framework to introduce new financial instruments and mechanisms for the redistribution of capital;
- creating a uniform system of securities registration;
- introducing uniform rules for calculating the stock exchange index, in order to avoid possible manipulation of prices of these instruments.

¹ www.rusnauka.com/14_NPRT_2011/Economics/3_86789.doc.htm.

Paweł Perz, Paweł Bochenek

PART II

IPO in Poland as a method of raising capital

2.1. Introduction

The act of 29th July 2005 on Public Offering and Terms and Conditions of Introducing Financial Instruments to an Organised Trading System and on Public Companies defines public offering as making information on securities and the conditions of their purchase available to at least 100 people or an undetermined addressee, in any way and form. Such information should be enough for the interested market members to make an informed decision on the purchase of such securities (art. 3 of the act of 29th July 2005 on Public Offering and Terms and Conditions of Introducing Financial Instruments to an Organised Trading System and on Public Companies).

Many of issues concerning initial public offering (IPO) are discussed in the literature on financial markets. The considerations are focused on two groups of issues. The first group refers to the price at which shares are sold in the IPO, the price of their stock market debut, and the behavior of stock prices of IPOs at the stock exchange. The second concerns the motives which lead the company to a decision to issue shares and the financial consequences of IPO. According to the theory of funding sources hierarchy formulated by Donaldson, companies usually use internal equity first (from the company cash flows), then secondly they try to obtain external capital (usually in the form of a bank loan or a loan). The last option which is considered is to obtain capital by issuing shares (only for the owners of the company, or for new shareholders). In the company's strategic plan, the owners of the company should compare the future investment needs with future cash flows generated by the company. If the planned capital expenditure cannot be financed from internal sources, the company must consider issuing new shares. In the absence of a possibility to raise external capital in a form of debt (too high debt level, brief history of the company etc.), usually the only way to implement the plans is gaining equity. Choosing how to raise equity capital and to what type of investors it should be directed is very important. Raising capital from present owners of the company is the easiest and fastest way, so it is usually the first option considered by the company. The main limitation is lack of sufficient capital held by the current owners. Other ways of raising capital are to acquire a branch investor or a financial investor, or private or public issue of shares. Table 8 summarizes the key features of different ways to raise equity capital.

Table 8. Characteristics of the ways firms may raise capital on the Polish market

	Present Owners	Branch Investor	Financial Investor (PE/VC funds; business angels)	Private placement (NewConnect)	Public offering (NewConnect or Warsaw Stock Exchange)
Amount of capital which can be raised	Limited to the financial capabilities of the owners	Dependent on the financial situation and growth perspectives of the company	Dependent on the financial situation and growth perspectives of the company as well as the situation on the capital market	Dependent on the financial situation and growth perspectives of the company as well as the situation on the capital market	Dependent on the financial situation and growth perspectives of the company as well as the situation on the capital market
Ease of raising capital	Very high assuming the owners have the necessary capital	Usually quite difficult to find an interested investor	The procedure of selecting a firm for investment by these funds is quite rigorous	High, if the firm is able to present a convincing business development plan	Requires the Securities Commission's acceptance, the procedure of raising capital this way is complicated
Company control	Retained	Usually the branch investor demands control of the company	Financial investors usually want to have a significant influence on the company's activities	Usually the present owners retain control of the company	Usually the present owners retain control of the company
Costs	Very low	Very low	Very low	Low	High
Additional benefits	None	Gaining know-how, access to distribution networks, joint projects	Support in company management, active participation in developing a growth strategy, assistance in getting further financing	Possibility of a relatively easy further capitalization of the firm in the future, company is seen as more reliable, positive marketing and promotional effects	Possibility of a relatively easy further capitalization of the firm in the future, company is seen as more reliable, positive marketing and promotional effects
Additional costs	None	None	None	Required to provide specific obligatory reporting	Required to provide specific and quite rigorous obligatory reporting

Source: Own analysis

IPO is viewed in the financial world as a sign of a company reaching financial maturity, and at the same time results in a range of both positive and negative aspects. The benefits and drawbacks of introducing a company to the public securities market are given in Table 9.

Table 9. Benefits and drawbacks of making a company public.

Benefits of making a company public	Drawbacks of making a company public
Gaining new sources of financing	Company bearing obligatory costs in connection with: <ul style="list-style-type: none"> • Preparing a prospectus • An expert auditor examining financial reports • Fees for the National Securities Depository (KDPW), the Financial Supervision Authority (KNF), and WSE • Court and administrative fees
Greater reliability and prestige of the company	
New ways to promote the company and conduct marketing activities	
Greater probability of success of successive issues of shares, bonds and commercial papers	
Gaining an objective market evaluation of the company's worth	Company bearing optional costs in connection with: <ul style="list-style-type: none"> • Legal services • Remunerating a service or investment underwriter • Promotion • Meetings with analysts, investors and media representatives
Ordering company activity and creating a company development strategy	Notification duty
Possibility to construct motivation programmes for employees	The risk of undesirable acquisition of control over a company as a consequence of unlimited freedom to make stock transactions
Promoting a result-oriented culture and the sense of ownership in the company	The risk of unexpected failure to issue the shares
Facilitated possibilities of purchase of or merger with another listed company	
Increasing the value of company shares in exchange trading and their float	

Source: Own study based on: M. Mikołajek-Gocejna, IPO jako źródło finansowania rozwoju spółki, CeDeWu, Warszawa 2008

Entering the stock exchange requires the company authorities to consider all potential chances and threats. Another important aspect connected with the debut on the stock exchange are all actions of an organisational and legal nature which have to be taken when preparing for the initial public offering of shares.

2.2. Warsaw Stock Exchange as a place of conducting international IPO

As a result of globalization, which has particularly strongly affected financial markets, companies (especially large) often have the ability to raise capital not only on domestic financial market but also on international financial markets. The decision about where the company shares will be issued depends primarily on the size of the company, availability of capital, costs associated with the issue, notification requirements, etc. The local stock exchanges compete with each other, trying to attract the largest number of issuers (including international ones). The government may support the local stock market in its efforts in attracting foreign companies by creating the necessary infrastructure and favorable legislation (including taxation). It worth noticing that from the viewpoint of the development of local stock exchanges attracting international issuers is positive, but for local companies this can mean greater difficulties in access to capital, since they must compete for capital with a greater number of issuers. On the other hand, development of the market (expressed among others in a large number of listed companies from different countries) can attract international capital. This in turn can positively affect the total supply of capital in the market. Thus, the impact of the appearance of international companies which issue stocks on local financial market on local companies' ability to raise capital is not clear.

At the time when the Warsaw Stock Exchange was created (12 April 1991), probably few observers expected that after two decades it would become the largest market for financial instruments in Central and Eastern Europe. By the end of June 2011, on the main floor there were 416 listed companies, including 35 foreign ones. In the alternative NewConnect trading system there were 261 listed companies (including 6 foreign ones). The first session on the Warsaw Stock Exchange was held on 16 April 2011, and shares of five privatized state-owned enterprises (Exbud, Cables, Krosno, and Tonsil Próchnik) were traded. There were 112 orders and the value of trading amounted to 1,900 zlotys². The Warsaw Stock Exchange conducts trading of financial instruments on three markets. These are:

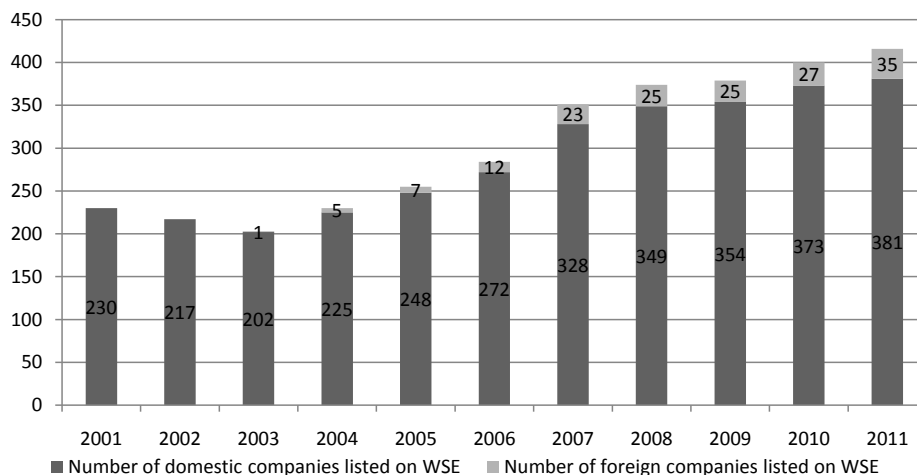
- The Main List
- NewConnect - alternative trading system
- Catalyst - Bond Market

Since its inception in 1991, the Warsaw Stock Exchange conducts operations on the Main List. Under the law, this market is classified as a regulated market. The largest, most important and most liquid companies are listed on this market. Several conditions must be fulfilled by companies to achieve admission for trading on that market. One of the key conditions is preparing a prospectus, which must be approved by a financial supervision authority. In the case of company capitalization the product of all the issuer's shares and the forecasted market price of such shares must be greater than the PLN equivalent of 15 million EUR.

² *Rynki, instrumenty i instytucje finansowe*, red. J. Czekaj, PWN, Warszawa 2008.

The graph shows the number of companies listed on the Warsaw Stock Exchange in the years 2001-2011. The first foreign company on the Warsaw Stock Exchange appeared in 2003, when trading of Bank Austria Creditanstalt AG shares began. At the end of June 2011, 35 foreign companies were listed on the Main List of the Warsaw Stock Exchange.

Figure 5. The number of domestic and foreign companies listed on the Warsaw Stock Exchange in 2001-2011

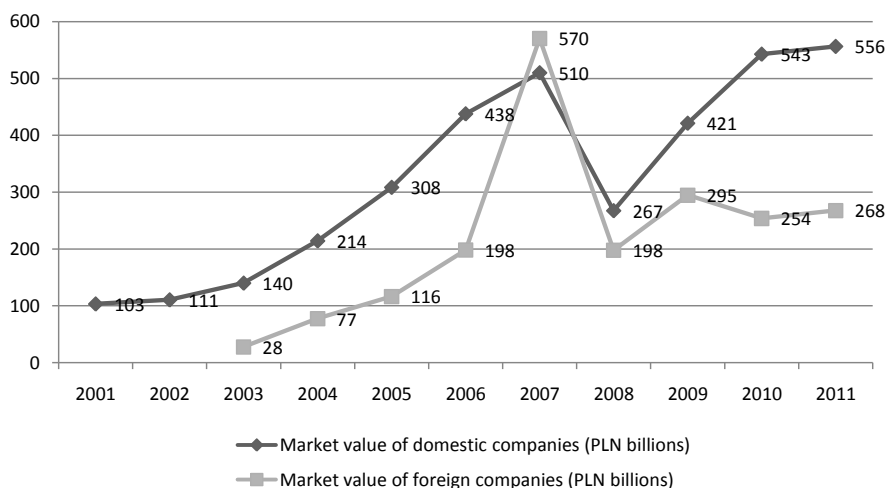


Source: WSE

The next graph shows the changes in the market value of Polish and foreign companies in the years 2001–2011. Systematic increase in market value of the listed companies can be observed in the years 2001-2007. This trend was interrupted by the financial crisis, which resulted in a decrease in all stock indexes and a decrease in IPO activity. It is worth noticing that at the end of 2007 the market value of all foreign companies listed on the WSE was greater than the market value of all domestic companies.

The second market conducted by the Stock Exchange in Warsaw is NewConnect. It was opened on 30th August 2007. It was possible to create this market when the Act of 25th July 2005 on trading in financial instruments was passed, which allowed the creation of an alternative trading system. It is a market in which it is easier to obtain funding for young fast-growing companies, particularly those operating in the area of modern technologies. Shares, rights to shares, subscription rights, depository receipts and other equity securities can be traded on NewConnect. From the legal point of view, NewConnect is not a regulated market in the understanding of EU law and Polish legislation. Trading in this market is organized and regulated by the Warsaw Stock Exchange. In this alternative trading system, regulations associated with listing shares are less stringent than in the Main List of WSE. Key benefits of this market from the perspective of the issuer are:

Figure 6. Market value of domestic and foreign companies on the WSE in 2001–2011



Source: WSE

- Small formal requirements associated with listing shares
- Simplified notification duties for companies
- Low cost of listing shares
- A significant promotional and marketing effect resulting from the fact of being listed on the NC

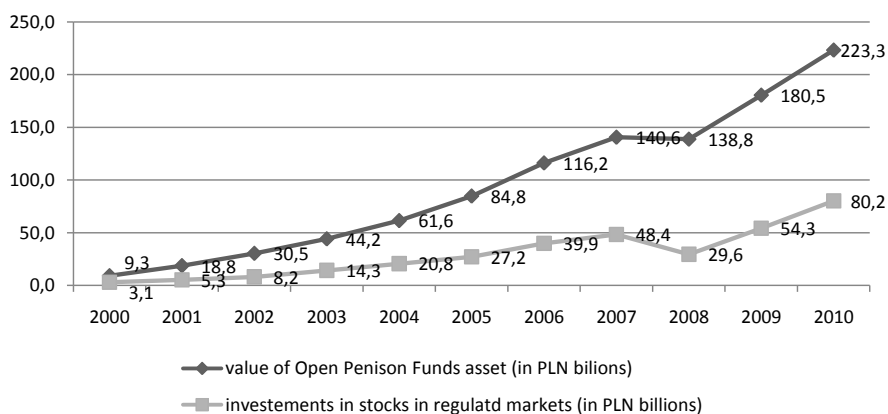
One of the major strengths of this market is the relatively easy and cheap procedure for placing shares to trading. Such simplified admission procedure is possible only if the company shares are offered to no more than 100 investors (private placement). A vast majority of NC companies uses this method to raise capital.

Catalyst is the youngest of all markets conducted by WSE. It started to operate on 30th September 2009. A variety of debt instruments: bonds, municipal, corporate and mortgage bonds, can be traded on Catalyst. Trading takes place on the Warsaw Stock Exchange trading platform or on the BondSpot trading platform (former CeTO market). The WSE trading platform is for retail customers, while the BondSpot trading platform is dedicated to wholesale clients. Catalyst provides an opportunity to obtain funds by issuing bonds to businesses and local government units.

The attractiveness of the market means the ability to attract issuers, investors and financial intermediaries. Good market regulations are a necessary but not a sufficient condition for market development. The quality of services in the area of technology, instruments, operating practices of the exchange are also very important. The strong point of the Warsaw Stock Exchange is a diversified investor base which includes foreign and Polish institutional investors and domestic individual investors (within the first 6 months of 2010, the share in overall turnover for foreign institutional investors was 47%, for domestic institutional investors 33%, for domestic retail investors 20%). Open Pension Funds and investment funds play

an important role among the domestic institutional investors. Pension funds are particularly important primarily due to their very large assets, which makes them one of the biggest investors in the Polish financial market. In addition, their investments are usually long-term therefore they are a source of capital supply for companies seeking funding opportunities in the market. At the end of 2010, open pension funds investments in shares on a regulated market exceeded 80 billion PLN.

Figure 7. The value of Open Pension Funds assets and their investment in stocks in 2000–2010



Source: Data of the Financial Supervision Commission

In May 2011 new legislation was introduced. According to the new law, contribution to pension funds decreased from 7.3% to 2.3% of salary. At the same time Open Pension Funds were allowed to gradually increase their investments in shares of companies listed on the regulated stock market (also investments in pre-emptive rights to shares and convertible bonds of companies listed on regulated markets) from the current level of 40% through 42.5% in 2011 year to 62% in 2020. The ultimate limit will be 90%. These changes may have an adverse effect (especially during the initial period) on the supply of capital from these institutions.

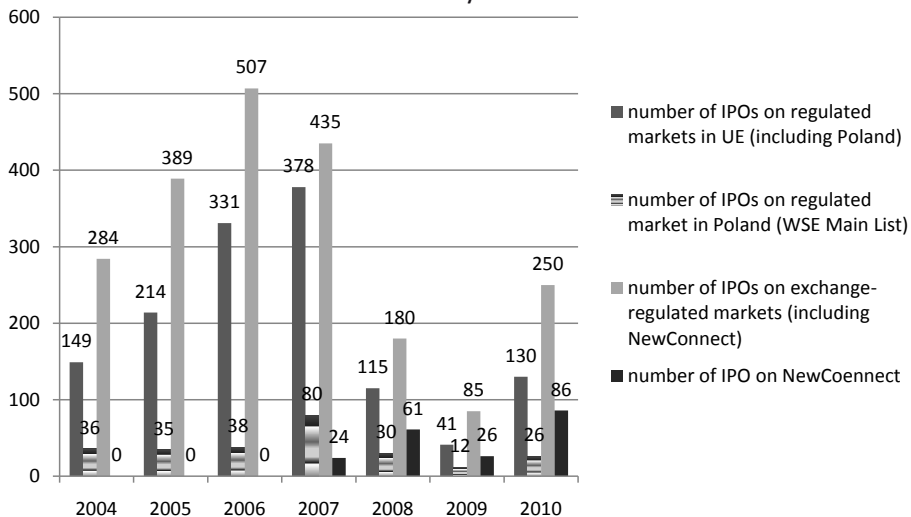
WSE will introduce a new, modern transaction system which can mean a chance to attract new investors (especially institutional investors). WSE has signed an agreement with the NYSE/Euronext which allows WSE to implement the UTP – Universal Trading Platform transaction system. It is now one of the leading transactional systems in the world. The system may create additional interest in the Polish market from financial institutions applying strategies based on high frequency trading (HFT). This should lead to increased market liquidity. Research indicates that this parameter is one of the important factors taken into consideration when choosing a place for trading shares by the company³. Positive impact on market

³ Zob. np. A. Kuzmyn, V. Fedulova, *Why Ukrainian Companies Go Public Abroad: A Survey Based Approach*, Aarhus 2008.

liquidity should also allow short selling of shares (Stock Exchange has introduced such a possibility from 1st July 2010).

Transparent regulations, a broad investor base, and low cost of conducting IPO compared with the leading stock exchanges helped the Warsaw Stock Exchange occupy a leading place among all stock exchanges operating in the European Union as concerns the number of IPOs per number of years. The ongoing privatization process also favorably affects the number of IPOs. The relatively good performance of Polish economy in comparison to other EU countries, booming private sector and low ratio of market capitalization to GDP provides a basis for further stable development of the Warsaw Stock Exchange. The graph presents the number of IPOs in regulated and alternative markets in the EU and Poland. As can be seen, activity in the IPO market in Europe remained at a high level between 2004–2007. Following the financial crisis, the number of initial public offerings in 2008–2009 fell quite rapidly. It is worth noticing the successful launch of the alternative trading system in Poland – NewConnect. Created in 2007, in less than four years of activity it managed to attract 261 companies which is even more remarkable when one considers that it happened in a period not very conducive to making an IPO. In 2010, the number of IPOs on the alternative market in Poland accounted for more than 34% of all IPOs in all markets in Europe’s alternative investment markets.

Figure 8. Number of IPOs in regulated and alternative markets in the EU and Poland in the years 2004-2010

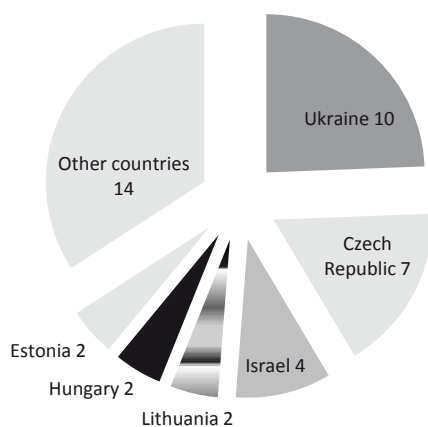


Source: IPO Watch Europe, PwC

One of the strategic aims of WSE is to facilitate access and increase the number of foreign companies, investors and financial intermediaries actively participating

in transactions on the market. The Warsaw Stock Exchange would like to become a leading market in the Central and Eastern Europe. This objective can be achieved by attracting foreign companies to have their shares listed on WSE. The graph shows the most important countries of origin of companies listed on the Warsaw Stock Exchange. As can be seen, the largest group among the foreign companies listed in Warsaw are Ukrainian companies (more than 34% of all companies)

Figure 9. Countries of origin of foreign companies listed on the Warsaw Stock Exchange



Source: WSE

In 2008, the Stock Exchange in Warsaw opened its first overseas representative office in Kiev. Another initiative of the Warsaw Stock Exchange is the WSE IPO Partner Programme. The program aims to attract foreign financial institutions and consulting firms which want to promote the idea of raising capital by issuing shares on the Polish market. Currently (as of the end of June 2011) there are 27 institutions involved in the program. Observing the activity of IPOs of foreign issuers on the Polish market (mainly from Ukraine), it seems that the initiative of WSE produces the desired effect.

2.3. Selected legal aspect of IPO in Poland

Entering the stock exchange requires the company authorities to consider all potential chances and threats. Another important aspect connected with the debut on the stock exchange are all actions of an organisational and legal nature which have to be taken when preparing for the initial public offering of shares.

An extremely important matter are thus legal regulations concerning both the first public issue of shares and the company's later functioning on the public stock exchange.

On 24th October 2005, three new legal acts regulating the capital market in Poland came into force:⁴

- 1) Act of 29th July 2005 on Trading in Financial Instruments.
- 2) Act of 29th July 2005 on Public Offering and Terms and Conditions of Introducing Financial Instruments to an Organised Trading System and on Public Companies.
- 3) Act of 29th July 2005 on Capital Market Supervision.

The above mentioned acts replaced the Law on Public Trading in Securities-act of 21st August 1997(with later amendments). The change was caused by the necessity to adjust legal regulations concerning the functioning of the Polish capital market to the provisions of specific directives of the European Union, and in particular the following ones:⁵

- 1) Directive 2003/6/EC of 28th January 2003 on insider dealing and market manipulation.
- 2) Directive 2003/71/EC of 4th November 2003 on the prospectus to be published when securities are offered to the public or admitted to trading.
- 3) Directive 2004/39/EC of 21st April 2004 on markets in financial instruments.
- 4) Directive 2004/109/EC of 15th December 2004 on the harmonisation of transparency requirements (notification duty) for underwriters.

Provisions regulating the principles of the functioning of the securities market in Poland include also:

- 1) Act of 29th June 1995 on bonds.
- 2) Act of 27th May 2004 on investment funds.
- 3) Commercial Companies Code.
- 4) Code of Civil Procedure.
- 5) Warsaw Stock Exchange Rules, Regulations of the Central Table of Offers and of the National Securities Depository.

The figure shows the particular stages of the process of public share issue and their listing on the stock exchange.

The first step for an enterprise which considers making a public offer is to change its current form into a joint stock company or a limited joint stock company. The transformation is based on the provisions of the Commercial Companies Code⁶.

Another important issue is to choose professional advisors who would support the company in preparing and making the public offer. At this stage the company must obligatorily use the services of an expert auditor and an investment company. It is not compulsory to use the services of financial advisors, legal advisors, service and investment underwriters and public relations agencies⁷.

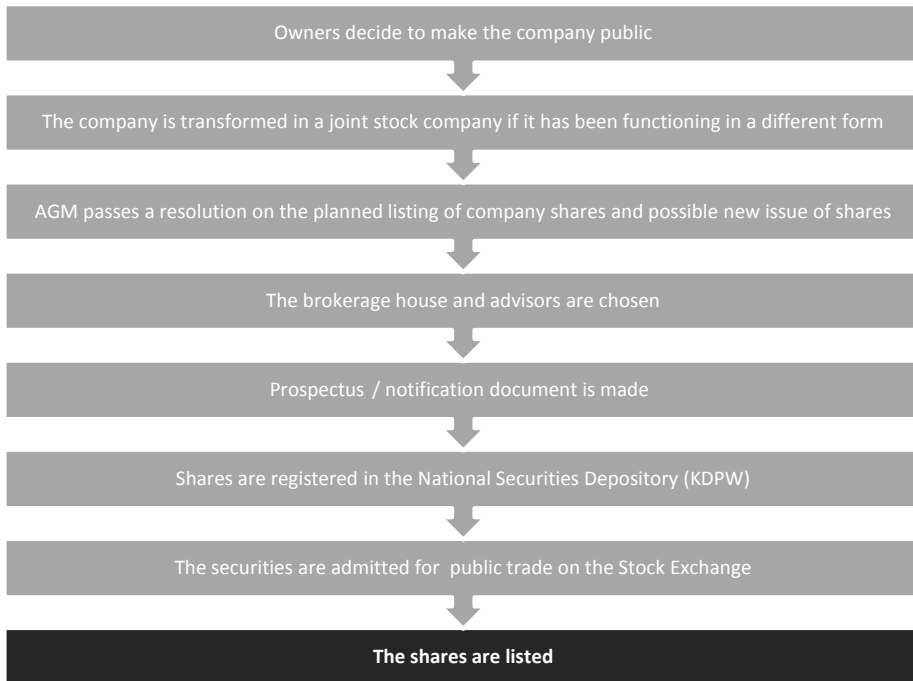
⁴ <http://bossa.pl>.

⁵ W. Nawrot, *Emisja akcji w Polsce w nowej europejskiej perspektywie*, CeDeWu, Warszawa 2007, s. 32.

⁶ *Ibidem*, s. 93

⁷ M. Mikołajek-Gocejna, *IPO jako źródło finansowania rozwoju spółki*, CeDeWu, Warszawa 2008, s. 43.

Figure 10. The process of public emission and listing of shares on the stock exchange



Source: GPW (Warsaw Stock Exchange), Oferta Giełdy Papierów Wartościowych – Główny Rynek GPW (Warsaw Stock Exchange Offer – WSE Main Market), New Connecti Catalyst, Emisja akcji i obligacji, Warszawa 2011

Another element of preparations for the public issue of shares is to establish its basic parameters: the time, value and structure. These actions should result directly from an earlier financial and legal analysis of the company.

Preparations to raising the company's capital by issuing shares begin formally in effect of a resolution of the general meeting of shareholders.

The required elements of a resolution on raising company capital are listed in art. 432 of the Commercial Companies Code. Each such resolution should contain⁸:

- 1) the sum by which company capital should be raised,
- 2) designation whether the new shares are bearer shares or registered shares,
- 3) specific rights if there solution provides for such rights for new shares,
- 4) issue price of the new shares, or authorisation for the management or board to set an issue price,
- 5) date from which the new shares should participate in the dividend,

⁸ Ustawa z 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych (DzU nr 94, poz. 1037 z późn. zm.).

- 6) dates of opening and closing subscription, or authorisation for the management or board to set these dates,
- 7) object of non-cash contributions and their valuation as well as people who are to have shares for such contributions, including the number of shares for each such person if shares are given for the non-cash contributions,
- 8) the day by which shareholders who have the pre-emptive right to new shares are defined (date of pre-emptive right).

After the resolution on raising company capital is approved by the general meeting of shareholders, the company management or board is authorised to perform any activities related to the issue of shares. The fact of raising company capital also enforces a change in the company status⁹.

According to the act on Public Offering and Terms and Conditions of Introducing Financial Instruments to an Organised Trading System and on Public Companies, a public offering and introducing shares to trading on a regulated market requires the company to prepare a prospectus, have it approved by the Polish Financial Supervision Authority (KNF), and make the information from the prospectus publicly available. The prospectus is a key document on which the public offering is based and which is the main source of information for investors¹⁰.

It may be made as one document or a set of documents including the registration document, offering document and summary document¹¹.

“The way of preparing the prospectus and its detailed requirements are defined by the EC Regulation No. 809/2004 of 29th April 2004 (binding since 1st July 2005) on implementing Directive 2003/71/EC of the European Parliament and of the Council as regards information contained in prospectuses as well as the format, incorporation by reference and publication of such prospectuses and dissemination of advertisements”¹².

Additionally, issues related to the prospectus are regulated by the Regulation of the Minister of Finance of 18th October 2005 on the scope of information provided in financial reports and consolidated financial reports as required in the prospectus for issuers seated in the Republic of Poland, to whom Polish accounting principles apply.

The next step in relation to the prospectus is its approval by the Polish Financial Supervision Authority (KNF). If the prospectus is made as one document, a suitable application should be submitted via the investment company. This action is regulated by art. 27 of the act on Public Offering and Terms and Conditions of Introducing Financial Instruments to an Organised Trading System and on Public Companies.

⁹ W. Nawrot, *op.cit.*, s. 100.

¹⁰ M. Mikołajek-Gocejna, *op.cit.*, s. 53.

¹¹ Art. 21 ustawy z 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (DzU nr 184, poz. 1539 z późn. zm.).

¹² B. Duszek, *Jak pozyskać kapitał z giełdy. Poradnik dla przyszłych emitentów*, Giełda Papierów Wartościowych, Warszawa 2011, s. 31.

In the case of a prospectus made in the form of a set of separate documents, the issuer should submit the following documents via the investment company: registration document and including a registration document, offer document and summary.

On submitting the required documents, the procedure of approving the prospectus begins. The Commission approves a prospectus within 10 working days from the date of application submission. However, if none of the previously issued and acquired securities of the issuer were an object of a public offering nor are they admitted to trading on a regulated market, the Commission makes a decision within 20 working days from the date of application submission. If the submitted documentation is incomplete, the Commission calls the issuer to complete it no later than within 10 working days from the date of submitting the documentation in question¹³.

The Commission's approval of the prospectus means permission to make a public offering, or admission of the securities to exchange trading¹⁴.

Shares admitted to trading on a regulated market must be registered in the National Securities Depository (KDPW)¹⁵. It requires a special contract between the issuer and KDPW. This results from article 5 of the act of 29th July 2005 on Trading in Financial Instruments¹⁶. The issuer applies to KDPW for registering the securities introduced to the market, enclosing all the required attachments. Based on the submitted documents, KDPW gives an ISIN code to the securities.

Share subscription is considered the main stage of the public offering. It is mostly done based on a fixed share issue price. The first step is to gather registrations for the company shares from those interested. When the number of applications equals the proposed number of securities, each investor is assigned the shares in the number declared in their order¹⁷. However, it must be noted that there are also other forms of subscription, less frequent than the one presented. After assigning the shares, it is necessary to prepare a list of subscribers together with the numbers of shares assigned to each of them. Such a list should be then made available to those interested within one week from the date of assigning the shares. The subscription itself must be finally settled within two weeks from the day on which share assignment is completed.

The act of 29th July 2005 on Public Offering and Terms and Conditions of Introducing Financial Instruments to an Organised Trading System and on Public Companies also requires issuers to notify KNF of completing public share subscription. The notification document is done according to the sample to be found in an attach-

¹³ K. Haładaj, *Odpowiedzialność odszkodowawcza emitentów za naruszenie obowiązków informacyjnych*, C.H. Beck, Warszawa 2008, s. 154.

¹⁴ M. Mikołajek-Gocejna, *op.cit.*, s. 59.

¹⁵ P. Siwek, *Praktyka pierwszych ofert publicznych w Polsce*, CeDeWu, Warszawa 2005, s. 79.

¹⁶ Art. 5 ust. 1, 4 ustawy z 25 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (DzU nr 183, poz. 1538 z późn. zm.).

¹⁷ W. Nawrot, *op.cit.*, s. 111.

ment to the Regulation of the Minister of Finance of 5th February 2009 on the Way of Keeping Records of Financial Instruments by the Financial Supervision¹⁸.

Moreover, gaining capital by way of public subscription requires registration in the registration court. This results from the changes in the company statute¹⁹.

To list the shares on the stock exchange, the company must obtain consent for admitting the shares to the stock exchange and consent to list the shares on the stock exchange.

The conditions for admitting shares to exchange trading are listed by WSE rules.

Generally, shares may be admitted to exchange trading under three key conditions²⁰:

- 1) an appropriate information document has been prepared and approved by the relevant supervision authority, or an appropriate information document has been prepared that was recognised to be equivalent in the understanding of Public Offering Act by the relevant supervision authority, unless such information document is not required to be prepared, approved or certified to be equivalent;
- 2) the shares' transferability is not restricted;
- 3) no bankruptcy or liquidation proceedings are underway with respect to their issuer.

The Exchange Management Board must pass a resolution on the admission of financial instruments to exchange trading within 14 days of the application's submission date²¹.

Another, already mentioned step is submitting an application for the introduction of the financial instruments to exchange trading. However, if no such application is filed within six months from the day of passing a resolution admitting financial instruments to exchange trading, the Exchange Management Board may repeal such a decision.

The issuer applies for admitting the shares to exchange trading on the main or parallel market. Together with its consent to admit the shares to exchange trading, the Exchange Management Board defines among others the quotation systems, as well as the first trading date²².

Currently most companies listed on the Warsaw Stock Exchange were introduced to trading on the basis of the single European passport. The institution gives entities whose main seat is located in an EU country the right to issue in another EU country. It is done based on a prospectus approved by a supervision authority in the particular issuer's home country.

¹⁸ Załącznik nr 1 do Rozporządzenia Ministra Finansów z 5 lutego 2009 r. w sprawie sposobu prowadzenia przez Komisję Nadzoru Finansowego ewidencji instrumentów finansowych.

¹⁹ W. Nawrot, *op.cit.*, s. 113.

²⁰ § 3 Regulaminu Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie SA, stan prawny na 18 lutego 2011 r.

²¹ § 8 pkt 1 Regulaminu Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie SA, stan prawny na 18 lutego 2011 r.

²² W. Nawrot, *op.cit.*, s. 125.

When making a public share offering in Poland, an issuer from the EU is required to submit the following documents to KNF²³:

- 1) a notification document confirming approval of the prospectus concerning the securities and indicating the scope of information:
 - a) covered by the supervision authority's exemption from the duty to include it in the prospectus, or
 - b) omitted from the prospectus due to the issuer's specific activity, legal form or securities or other circumstances which justify such omission from the prospectus
– together with a justification of such exemption or omission;
- 2) a copy of the approved prospectus, made and updated according to the provisions of the given member state, together with its translation into Polish or English, as chosen by the issuer or selling shareholder, together with a translation into Polish of the part of the prospectus which summarises the information contained therein.

The documents should be submitted to the Commission by its counterpart from the company's home country.

Then the company must make the prospectus publicly available in Polish or in English. If the prospectus is presented in English, the company must present a summary in Polish, together with the prospectus in English, as a single document. The time limits and form of making the prospectus public are the same as for Polish entities.

If a prospectus is approved in any EU country, the procedures of admitting and introducing shares to trading are also identical as for Polish companies.

A company applying to have its shares listed on WSE should also remember about the principle of dematerialisation and register them in the National Securities Depository. If the shares are already listed on another regulated market of the EU, the company must make a link between the home depository and KDPW²⁴.

The last stage of an EU company making a public offering in Poland is submitting an application to the stock exchange council to admit the shares to exchange trading and an application to introduce the shares to exchange trading²⁵.

Companies with seats located outside of the European Union most commonly register special purpose vehicles (SPVs) in an EC country, to which they transfer shares of the company which wants to make a public offering on WSE. The most popular countries with respect to establishing SPVs are Luxembourg, Cyprus and the Netherlands²⁶.

²³ Art. 37 ustawy z 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (DzU nr 184, poz. 1539 z późn. zm.).

²⁴ *Droga na giełdę. Jak przygotować spółkę do emisji publicznej*, red. M. Adamska, Difin, Warszawa 2008, s. 509.

²⁵ *Ibidem*.

²⁶ *Ibidem*.

The largest group of foreign companies from outside the EU, listed on the Polish stock exchange are Ukrainian companies. Table 10 summarizes these companies, along with details of the countries in which they are registered.

Table 10. Companies from Ukraine on the WSE and the country of their registration

Company's name	Place of registration
AgroligaGroup PLC	Cyprus
Agroton Public Limited	Cyprus
Astarta Holding NV	Netherlands
IndustrialMilk Company SA	Luxembourg
Kernel Holding SA	Luxembourg
KSG Agro SA	Luxembourg
Milkiland NV	Netherlands
Ovostar Union NV	Netherlands
SadovayaGroup SA	Luxembourg
Westa Isic SA	Luxembourg

Source: Own work based on: www.stooq.pl

Generally, entities whose shares are traded on WSE should comply with the binding principles and regulations to the same extent as Polish issuers. There are, however, certain exceptions thereto²⁷.

The first one concerns all foreign issuers for whom Poland is the host country. Each such issuer “makes their periodic information available according to the provisions of their home country”²⁸.

Issuers whose main seat is not in Poland do not have to provide quarterly and semi-annual reports if they provide consolidated quarterly and semi-annual reports and they do not prepare quarterly and semi-annual financial reports, based on the provisions binding for them²⁹.

Moreover, issuers whose main seat is in a EU country (but not in Poland) “may provide interim management reports instead of quarterly reports and con-

²⁷ W. Nawrot, *op.cit.*, s. 157.

²⁸ Art. 63 pkt. 3 ustawy z 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (DzU nr 184, poz. 1539 z późn. zm.).

²⁹ § 82 pkt. 3 rozporządzenia Ministra Finansów z 19 lutego 2009 r. w sprawie informacji bieżących i okresowych przekazywanych przez emitentów papierów wartościowych oraz warunków uznawania za równoważne informacji wymaganych przepisami prawa państwa niebędącego państwem członkowskim (DzU z 2009 r., nr 33, poz. 259).

solidated quarterly reports, if the law of their home country obliges them to prepare interim management reports”³⁰.

Issuers from abroad the EU provide interim management reports instead of quarterly reports and consolidated quarterly reports³¹.

The Polish law imposes restrictive requirements on issuers from EU countries as concerns preparing financial reports. They have to prepare “financial reports and benchmarking according to Polish accounting law, and consolidated financial reports and benchmarking according to IAS”³².

Issuers whose main seat is in a country outside of the EU have some more freedom in this respect. They are obliged to prepare financial reports and benchmarking according to Polish “accounting standards, IAS, accepted accounting standards or accounting standards equivalent to IAS, and consolidated financial reports and benchmarking according to IAS, accepted accounting standards or accounting standards equivalent to IAS”³³.

Moreover, if the financial data in the provided documents are not expressed in zlotys or in euro, the issuer must convert at least the basic positions of the consolidated financial report and the financial report to one of the above mentioned currencies, providing also the principles of converting those data³⁴.

If the foreign issuer is in breach of the law or there is a reasonable suspicion of such a breach, the competent supervisory authority located in the issuer’s home country must be informed of that fact. Such information will be forwarded to the Financial Supervision Authority (KNF).

Additional measures that KNF may apply against the issuer are:

- 1) prohibiting the public offering,
- 2) withholding the public offering,
- 3) withholding a public offering process for a period not longer than 10 working days,
- 4) publishing, at the issuer’s cost, information about the issuer infringing on the law governing public offerings.

It should be noted that after applying the above measures, KNF must notify the Minister of Finance of the given means. The information is then passed to the European Commission³⁵.

³⁰ § 82 pkt. 4 *ibidem*.

³¹ § 82 pkt. 5 *ibidem*.

³² § 84 pkt. 3 *ibidem*.

³³ § 84 pkt. 6 *ibidem*.

³⁴ § 85 pkt. 1 *ibidem*.

³⁵ *Droga na giełdę...*, *op.cit.*, s. 511.

Piotr Kaźmierkiewicz

PART III

Ukrainian Food & Drink companies listed
on the Warsaw Stock Exchange in the context
of the F&D sector

3.1. Introduction

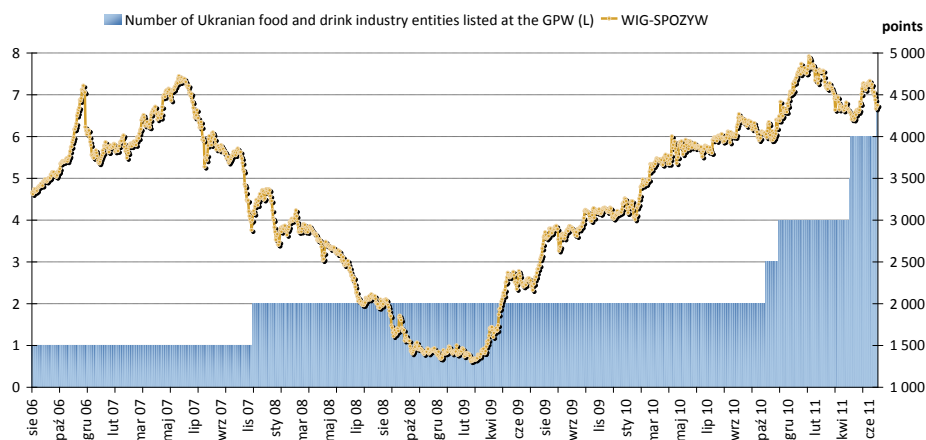
The pyramid of human needs in the theory of economics considers the needs stemming from life functions which take precedence over the others to be fundamental. Food and drink are found amongst those elementary needs, the fulfilment of which is required for the life of an individual as well as the whole society. The importance of this class of expenditures within the structure of household spending is particularly significant in developing countries where up to 70% of disposable income is designated for the fulfilment of food and drink needs. This was evident in this year's riots in Tunisia and Egypt, where a shortage of food caused by record prices was one of the trigger points of later events.

Our country also remembers events which were triggered by price increases of food and drink products, for example those in July 1980. Today, after more than 20 years of transformation from a centralised to free market economy, a period of rapid civilisation and economic development with abundant significant social structure changes, Poland finds itself in a different socio-economic situation, and the risk of the aforementioned events repeating themselves seems marginal. Twenty years is also the time, which elapsed since the first session of the Warsaw Stock Exchange which without exaduration can be labelled a time of great quantitative and qualitative development of the Polish capital market. Development in which food and drink sector companies played a significant part. Suffices to mention that as of the end of the first year of its operation, three out of twelve WSE listed companies were from this sector. They were unquestionably market leaders in an industry which during the next few years underwent a major metamorphosis. From the "big three" both Wedel and Okocim have ended their adventure with the stock exchange a long time ago. Only Żywiec is left, which, due to a small number of traded shares, is not significant in the WSE food and drink sector analysis. Over the years, many key companies considering the evaluation of the national industry appeared and disappeared from the floor: Agros, Animex, Bakoma, Brok, Drosed, Iławskie Zakłady Drobiarskie EKODROB, Farm Food, Morliny, Zakłady Mięsne POZMEAT w Poznaniu, Provimi-Rolimpeks and Sokółów. Most of them disappeared from the WSE due to takeovers or share buyouts, however bankruptcies also occurred, as was the case with POZMEAT.

3.2. Food & Drink sector on the Warsaw Stock Exchange

As of the end of Q2 2011, out of the 417 entities listed on the WSE, 28 were food and drink sector companies, which makes this sector the second most populated sector at out stock exchange (only the construction sector had more listed entities). When it comes to capitalisation these companies played a somewhat smaller part in the shaping of changes at the WSE, and their market value amounted to just over PLN 23.1 billion, which constituted 2.81% of the total

Figure 11. Number of Ukrainian food and drink companies listed on the WSE in the context of the WIG-SPOZYW index

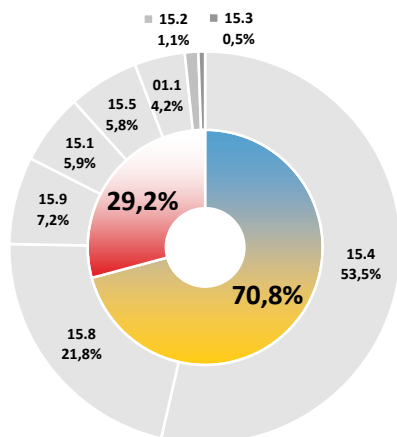


Source: Own work based on WSE data

stock exchange market value and 9.82% of capitalisation of industrial companies. In this respect, the food and drink industry is in seventh place being banks, energy, fuel, raw materials industries as well as insurance and telecommunication. This data alone indicates that today's food and drink sector at the WSE is significantly different from the landscape of the early 90's. Ukrainian entities, which increasingly often look for capital on the Polish markets are mainly responsible for this. This is best pictured by the WIG-SPOZYW sub index. This synthetic measure of the economic situation in the food and drink industry, due to the qualifying criteria (membership of the "food and drink" sector and participation in the WIG index) allows for a fast viewing of the food and drink companies listed on the WSE whose shares are available. The index, which initially only presented the economic condition of entities involved in processing and operating predominantly within the Polish market, as of the end of Q2 2011 comprised of 25 entities out of which, 6 were Ukrainian companies constituting in excess of 70% of the portfolio of the sub index in question.

One of them in Kernel Holding – the largest WSE listed company which is also part of the WIG-SPOZYW, whose capitalisation of PLN 5.6 billion is not far behind that of Grupa Żywiec (PLN 6.2 billion). The following should also be included in the group of leading food and drink companies at the WSE: Astarta Holding, Kofola and Wawel, Milkiland and Polski Koncern Mięsny Duda (these entities comprise in excess of 80% share of the portfolio). According to the European Classification of Business Activity (ECBA), within the scope of the WIG-SPOZYW index, food and drink industry as of the end of Q2 was represented at the WSE mainly by oil as well as vegetable and animal fats producers (53.5%, 3 entities) as well as producers of remaining food and drink products (21.8%, 6 companies).

Figure 12. ECBA classifications of WIG-SPOZYW companies

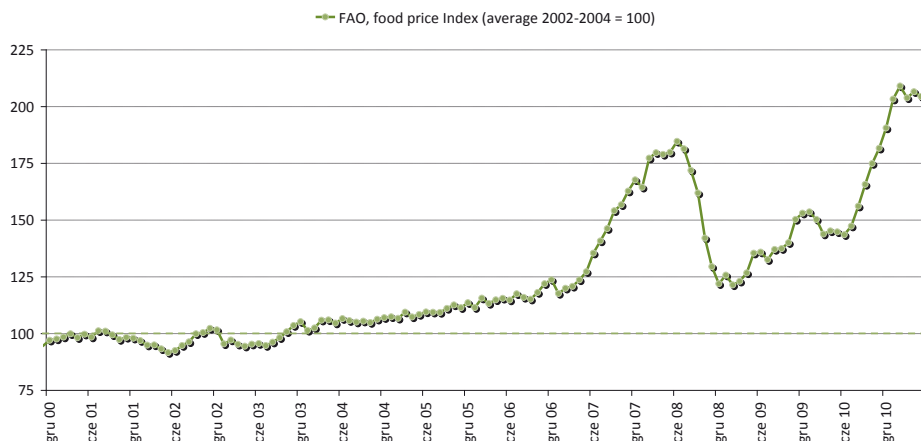


Symbol	Share	Number of entities	Full ECBA name
15.4	53,51	3	Production of oils as well as vegetable and animal fats
15.8	21,79	6	Production of other food and drink products
15.9	7,25	3	Production of soft drinks
15.1	5,92	5	Production, processing and preserving of meats and meat products
15.5	5,80	2	Production of dairy products
01.1	4,18	2	Farm crops: vegetables and fruits
15.2	1,07	3	Processing and preserving of fish and fish products
15.3	0,49	1	Processing of fruit and vegetables

Source: Own work based on WSE data

There are many factors contributing to the expansion of Ukrainian companies on pour capital markets. Cheaper and more easily available capital is amongst them as well as significant interest from both private and institutional investors. And the capital requirements of Ukrainian companies are as big as their aspirations. The economic condition of the food and drink market is right for the ambitious expansion goals for food producers. This sector of the food and drink industry has one unquestionable trump card – the demographic factors. Forecasts by the International Agricultural Development Fund state, that in order to satisfy the food and drink needs of the growing population, world production will have to increase by 70% over the next 40 years and this presents ample opportunities for the development of companies operating within this sector. An additional incentive for expansion are increasing food prices on the world markets, which is evident from the food price index created by the United Nations Food and Agriculture Organisation/

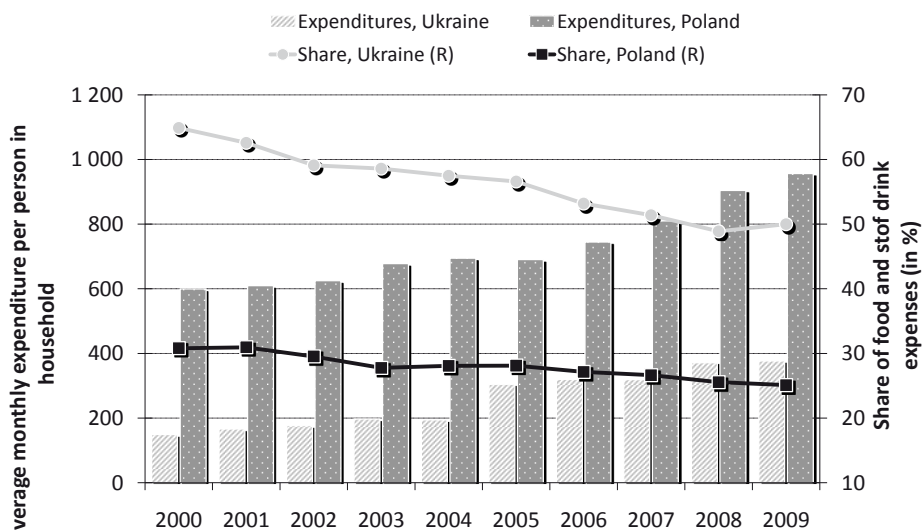
Figure 13. Food index during 2001 – June 2011



Source: United Nations Food and Agriculture Organisation (FAO)

There is no lack of incentives for enlarging the scope of operations for companies involved with food and drink processing. One of them is the ever increasing wealth of the Polish and Ukrainian societies. Despite the fact that over the last few years in both countries the percentage of household spending on food and drink products in the overall spending decreased significantly, the actual value of this expenditure increased significantly.

Figure 14. Average monthly incomes and spending per person in households in total for 2000–2010



Source: Own work based on CSO and Ukrainian National Statistical Office data

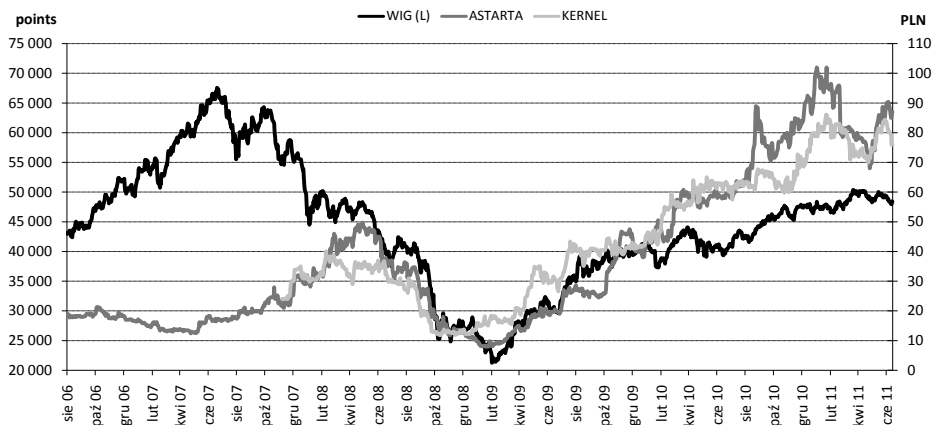
3.3. IPO at the Warsaw Stock Exchange. Selected examples: Astrata Holding & Kernel Holding

The history of Astarta Holding SA bears witness to the fact how entry of a Ukrainian company onto the WSE provides opportunities to take advantage of the abovementioned growth factors. The company made its debut on the Warsaw floor on 17 October 2006 and it was the first Ukrainian company at the WSE. Despite the bullish market investors approached the offering with caution and the demand amongst private investors was just about sufficient to cover the supply of shares (the rate of reduction in the private investor's tranche was 5.25%). As a result of the offering, private investors were allocated 5 out of the 25 million traded shares, despite the fact that initially the company aimed to offer 6.7 million shares, out of which 5.8 million were to be newly issued shares. Thus Astarta raised PLN 95 million on the Polish market, mainly for plant modernisation and production optimisation. The opening price of the shares was PLN 19.05, just PLN 0.05 more than the offering price.

On the opening day, the company could boast an income of EUR 51.8 million in 2005, which made it the fourth largest sugar producer in Ukraine with a 4.6% share in overall production, which was enough to satisfy 3.2% of Ukrainian consumption. The company produced and supplied 66 400 tons of sugar in 2005, valued at EUR 27.1 million, which constituted 52.3% of total sales income. At the closing of the debut session the company was valued at PLN 475 million. Since that time, Astarta has been actively increasing operational capabilities taking over other agricultural companies as well as increasing its leased farmlands. In 2008 it took over the Narkevychi sugar plant buildings complex and this year's activities led to the taking over of the Novoivankivskiy sugar plant and the Savinskiy complex.

Today, Astarta Holding's market value is nearly PLN 2.2 billion (as of 30 June 2011), other words four and a half times as much as during the first days of trading at the WSE. This growth has been fuelled by the company's performance, as it increased its income to EUR 219.3 million in 2010, mainly due to an ever increasing scale of operations (area of farmlands increased from 67 to 210 thousand hectares and sugar production to around 200 thousand tons). This makes the company the largest sugar producer in Ukraine with 13% of the market share (5% points more than the second largest player on the market – Ukrprominvest). In 2011 Astarta Holding received a 348 thousand tons quota for domestic production of sugar beets, which it wants to use in full, which would translate into an annual increase in sugar production of 76%. As a comparison, the largest Polish sugar producer – Krajowa Spółka Cukrowa SA – is responsible for nearly 40% of the Polish market (according to data from the Sugar Producers Association 1.433 million of sugar was produced in Poland in 2010).

Figure 15. Prices of Astrata and Kernel as compared to the WIG index



Source: Own work based on WSE data

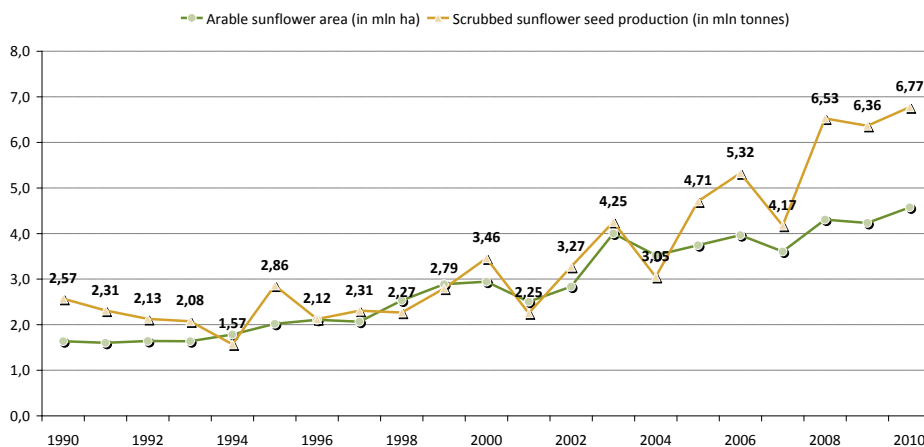
Kernel Holding SA took a similar path, and their adventure with the Polish capital; market stems back to 23 November 2007, when based on the so called “European Passport” it made its debut on the WSE. As part of the offering, investors purchased 22.76 million shares out of which 16.67 million were new issues. The price of the shares as part of the public offering was set at PLN 24 which allowed the company to raise over PLN 400 million (equivalent to USD 160 million) and the total value of the offering reached over PLN 546 million (around USD 218 million). And despite the fact that the company had ambitious plans, the funds raised as a result of issuing new shares were to be allocated for the implementation of an investment plan, which assumed the construction of a new press to process different types of oil plant seeds, an increase in production capacity, purchase of a port warehouse and reloading facilities, Kernel Holding debut at the WSE was not overly impressive and shares traded at the issue price. At the closing of the debut session the company was valued at PLN 1.52 million.

In the issue prospectus Kernel presented itself as the largest producer and seller of bottled consumption oils in Ukraine, with an estimated 35% share of the domestic market. At the time it was also the second largest oil plant processing company in Ukraine, going through around 15% of sunflower seeds in Ukraine and third largest exporter of un-bottled sunflower oil, with an 11% share in the national exports of this product. Furthermore, the company belonged to the group of ten largest producers and exporters of grain in Ukraine, with the largest private network of grain silos in Ukraine, boasting total storage volume of 1.7 million tons. The three presses owned by the company were able to process 730 thousand tonnes of sunflower per annum, and the two plants involved with refining and bottling had a capacity of 140 thousand tonnes of bottled oil. In the 2006/2007

financial year ended on the 30 June, the bottled consumption oils section placed 74 million litres of oil on the market, adding USD 56.6 million to the Group's income, which constituted 16.2% of total sales of USD 350.4 million.

The following years passed under the banner of infrastructure expansion (Transbulkterminal takeover – second largest Ukrainian grain terminal) as well as the acquisition of high quality farmland with a total area of 50 thousand ha, which increased the company's total arable farmland to 80 thousand ha. The aforementioned expansion was made possible predominantly due to a successful placement of 5.4 million of new shares within the scope of an offer to institutional investors. The issue price was set at PLN 36, which meant the company raised PLN 194.4 million. In 2009 the company increased its production capacity as a result of taking over a press plant in the port of Illichevsk (near Transbulkterminal). The following months brought a further consolidation of the bottled consumption oils production section in Ukraine, partly financed by the issuing of 4.3 million shares, this time at PLN 56. Therefore total income from the offering was PLN 240.8 million. Due to these activities, the company not only solidified its position as the bottled oil producer's leader in Ukraine, but also went a long way to a significant rise in the importance of Ukraine as a leading producer of sunflower seeds and bottled sunflower oil in the world.

Figure 16. Arable farmland and the production of sunflower seeds in Ukraine 1990–2020

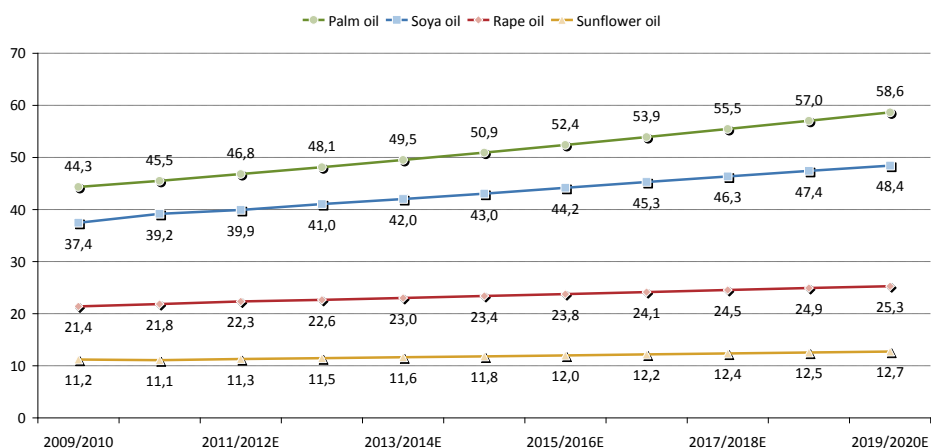


Source: Ukrainian National Statistical Office

In the financial year ended on the 30 June 2010, Kernel sold 112.4 million litres of oil, reaching an income in this sector of USD 112.6 million which constituted 11% of the USD 1 020.5 million of total income of the company. In mid 2010 Kernel owned six press plants and a 50% share in a seventh one, with total annual production capacity of 2.3 million tonnes of sunflower seeds per annum.

By which the company exceeded its promise of 2007, when it set as its goal an increase in the production capacity of 60% up to 2010. In that financial year, Kernel also produced and exported 800 tonnes of wheat, 400 thousand tonnes of barley, 600 thousand tonnes of maize, 260 thousand tonnes of rape as well as 140 thousand tonnes of other crops which totalled 2.2 million tonnes of oil crops, constituting 10% of the total export of such crops from Ukraine during the 2009/2010 season. Almost half a year down the line, the company boasting its half year results for the 2010/2011 financial year reported incomes at a level of USD 912.4 million just in the first six months.

Figure 17. World vegetable oil consumption forecast, by type in 2010–2020 (million tonnes)



Source: Food and Agricultural Policy Research Institute (FARPI)

Taking advantage of the prevailing market conditions and looking at the forecasts for world demand, the company still implements its chosen growth strategy, raising PLN 399.4 million by means of an offering directed solely to institutional investors (5.4 million shares at PLN 74 each). The success of this offering constitutes a vote of confidence by the markets for the Ukrainian company, which plans to increase its stock of arable land. Recently Kernel also provide information regarding its taking over of the Ukraïnska Czarnomorska Industria company, which will allow the holding to increase sunflower seeds processing capacity to 2.5 million tonnes per annum, which will constitute around 36% of forecast sunflower crops in Ukraine in 2012.

From the stock exchange point of view, the next steps in the company's development were entry into the WIG and WIG-SPOZYW indexes (27 November 2007) and on 19 September 2008 the company entered the mWIG index. Today, kernel Holding is a part of WIG20 index, an index for the largest and most liquid companies, and its market value (as of the end of the session of 30 June 2011) was PLN 5.6 million.

3.4. Significance of Ukrainian companies for WSE

Today nine Ukrainian entities are listed on the main market, predominantly farming and food and drink companies. There are two exceptions to this rule – Sadovaya which is involved in mining and processing of coal and Westa Isic – a company which manufactures automotive new generation SLI batteries. The last of the debutants is a company called Ovostar Union NV, which was first listed on the 29 June this year and was the 34th foreign company to be listed on the main floor in Warsaw. At the closing of the 1 July 2011 session, it enlarged the WIG-SPOZYW index, which now numbers 26 entities. Ovostar Union NV Group is one of the leaders on the eggs and their products market in Ukraine, specialising in manufacturing branded, high quality products. In 2010 the Group's share on the consumption eggs market was 5.4% of the total egg products.

The landscape of Ukrainian companies which reached for the capital of Polish investors is made complete by the only company listed on the NeweConnect (WSE alternative market) – Agroliga Group PLC.

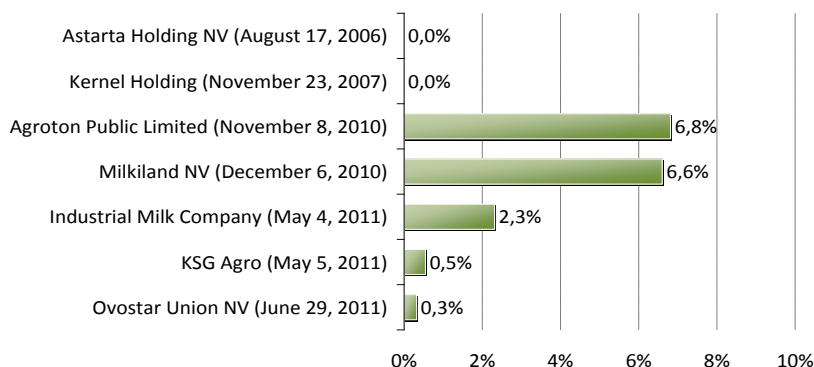
The graph below shows the still cautious investors with relation to entities from beyond the eastern border. Four out of the seven representatives of the agricultural and food and drink industries achieved a practically unchanged price at the end of the first day of listing as compared to the offering price and the only entities which were able to boast rate of return of more than 5% Agroton and Milkiland. It seems that investors in their valuations are taking into consideration the risks associated to entities from beyond the eastern border, mainly limits and quotas, export duties, various qualitative requirements in respect to EU standards and legal regulations due to which the operations of these companies may be cut back in light of anti monopoly regulations.

Other risk factors present in the food and drink industry should be added to the above. This sector is burdened with a high level of unpredictability due to raw materials prices and its supply, which is evident in the ever more frequent natural disasters such as draughts which contributed to the poor crops in Russia and Ukraine last year. The combined influence of the above variables translates into the success or otherwise of companies which wish to raise capital from our market. This was experienced by ViOil Holding (fifth largest sunflower oil producer in Ukraine) which due to the worsening markets, decided to postpone its public offering.

Ukraine is one of the largest producers and exporters of agricultural products, which is a result of the availability of large, high quality arable lands. Due to the large fragmentation in individual productions sectors, the creation of strong capital groups is possible by acquisition, for which capital is essential. Here, the significance of WSE is fundamental. On the other hand, our markets also benefit from the interest in Ukrainian companies, systematically establishing the position of the largest and fastest growing market in this part of Europe. One of the events leading the way was the establishment of an index for Ukrai-

nian companies listed at the WSE. As announced by the Stock Exchange, this is the first such index in Europe, constituting proof of the developing economic Polish – Ukrainian relations as well as the successful implementation of the regional strategy of the Warsaw floor.

Figure 18. IPO investments rate of return at the end of the opening day for Ukrainian agriculture and food and drink companies

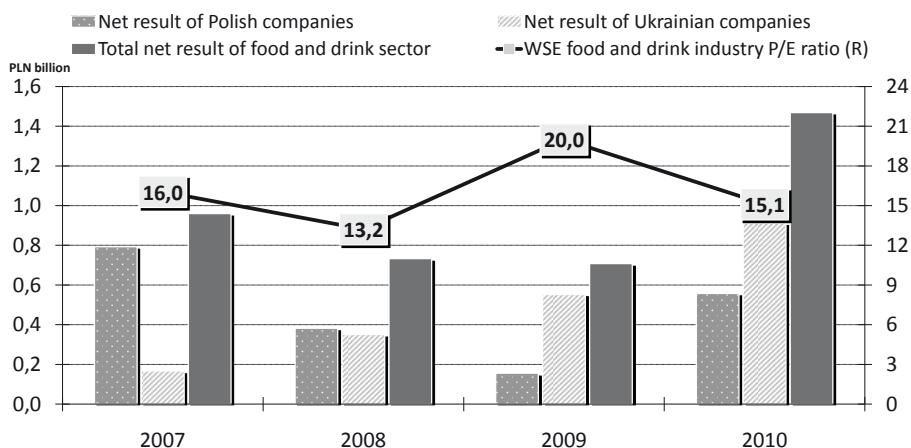


Source: Own work based on WSE data and companies' brochures

The scope of the changes to the food and drink industry at the WSE can be seen on the graph depicting aggregated net results per country, within which the entity's operations are located. Whilst in 2007 over 80% of profits from companies in this sector were generated by domestic companies, the following years saw a shift of the balance towards Ukrainian companies. This is an effect of the growing number of companies from beyond the eastern border listed on out exchange as well as the peculiarity of the operations of these entities (mostly they are food producers, which have been taking advantage of the bullish markets for agricultural and food and drink markets). As the inflationary growth ensues, increasing prices of agricultural and food and drink products are contributing to the dynamic improvement of the results of their producers, constituting the basis for the growth in the listed prices of the said companies. On the other hand, increasing prices of grains, milk as well as pork and poultry livestock influence the increasing operational costs of the producers, which can only partially be passed onto the consumers. It should also be noted that after excluding Grupa Żywiec from the calculations, 2008-2009 were years of balancing on the verge of profitability for Polish companies.

The success stories of Astarta and Kernel to are due, to a large extent, to the excellent feel of the sectoral structure at the WSE. A practical lack of representatives of food producing companies at the WSE made the assets of these companies a must for a well balanced portfolio. The observed increase to their significance in the shaping of the main WSE indexes, as well as the optimistic perspectives for the food industry – should confirm the investors' belief in the attractiveness

Figure 19. Net results of companies in the food and drink industry listed at the WSE, as per location



Source: Own work based on WSE data and companies' statements

of investments in Ukrainian companies listed on the WSE. It could be expected that this path will be taken by more entities looking for relatively cheaper source of capital than their domestic market. This relates not only to companies from the food and drink industry, but also from other key branches of Ukrainian industry. Due to the mineral and raw material assets, which are qualitatively one of the best in the world, undoubtedly there will be no shortage of mining companies amongst them. However, this sector may prove a little less attractive for Polish investors due to the ever increasing presence of domestic entities on the WSE (six companies with a total share in the market value exceeding 7.9%) as well as the perspective of forthcoming IPOs in the near future. On the one hand the raw material sector is becoming more numerous at the WSE, however on the other it is difficult for the investors to diversify their portfolios with the large players in the heavy industry. Also the chemical industry, despite its five representatives, does not constitute a significant share in the assets of institutional investors which are weighed in favour of banks. The lack of potential entities to fill this niche significantly increases the attractiveness of eastern companies, particularly because their operational conditions are similar to the Polish reality.

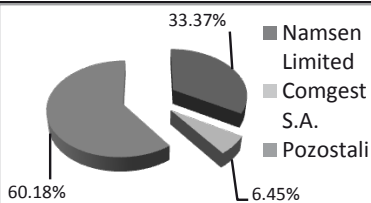
The scenario of further expansion of Ukrainian companies at the WSE seems more probable now that the privatisation of the national wealth in Ukraine is slowly gaining in speed. According to press releases, after the initial six months of 2011, UAH 11 billion found its way to the national budget from the sale of national assets (as compared to UAH 244.6 million in the first half of 2010). If only some of these entities will turn to our markets for capital from investors, the Warsaw WIG-UKRAINE index could become an excellent barometer for the state of the economy of our Eastern neighbour.

PART IV

Profiles of Ukrainian companies listed
on Warsaw Stock Exchange

KERNEL Holding S.A.

Shareholders



Headquarters: Luxembourg
Email: p.conrad@kernel.ua
www: www.kernel.ua



Description of activity:

Kernel Holdings SA (KER) is the largest agricultural company in Ukraine. The company is the market leader in the domestic production of bottled refined oil and also a leading exporter of grain and refined oil. The scope of the holding's activity covers all stages of production – from cultivation of agricultural products to delivering them to the end customer. Company plants (presses, refineries, bottling plants, a network of grain silos) operate in Ukraine.

Funds from the share issue are intended for implementing the investment plan, which covers e.g. building a new press to process the seeds of various species of oil plants in Ukraine, increasing production capacity, purchasing a port storage and handling facility.

Performance relative to WIG



Source: www.stooq.com

IPO Underwriters

ING Bank N.V., Branch in London (Global coordinator)
 Broker ING Securities S.A., Warszawa (Listing Agent and Polish Manager)
 ING Bank N.V., Branch in London and ING Securities S.A., Warszawa (Managers)

Financial results

	30.06.2008(\$'000)	30.06.2009(\$'000)	30.06.2010(\$'000)
Total revenue	663 140	1 047 113	1 020 471
EBIT	111 577	166 648	167 484
Net profit	83 227	135 548	152 005
Total assets	755 608	699 706	1 124 773
Total equity	396 807	355 834	601 862

* as of 25.07.2011

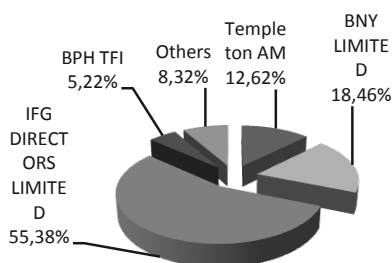
SADOVAYA GROUP S.A.

Shareholders	<p>25% 75%</p> <ul style="list-style-type: none"> Connektic o Ventures Limited Others 			<p>Address: route d Esch 412f; Luxembourg Email: info@sadovayagroup.com www: http://www.sadovayagroup.com</p> <p>Description of activity: Sadovaya is a company registered in the Grand Duchy of Luxembourg. It is composed of smaller operators in the mining industry in Ukraine. This is the fourth-largest private company in Ukraine in the trade of coal mining. The main activities of the group include mechanical processing and sale of coal. In addition, the activity of the group is divided into several segments, such as coal mining and enrichment (or cleaning) of carbon, the recovery of coal from waste dumps (or dumps processing) and carbon trading (trading activity). The company is placed in two comprehensive mining centers located in the Donetsk and Lugansk region, with a performance of 600 thousand tons yearly.</p>	
	<p>IPO</p> <ul style="list-style-type: none"> First trading day on WSE: 30.12.2010 Issue price (PLN): 8.60 Number of stocks sold: 10 770 930 Value of IPO (PLN): 92 630 000 Price on first trading day on WSE (PLN): 10.44 Current price (PLN): 10.11* Market capitalization (PLN): 435 596 356* 				
Companies conducting IPO	<p>BG Capital JSC and BG Trading Limited (Main Managers)</p>			<p>Performance relative to WIG. SGR - 1 Rok vs WIG 27 Lip 2011 17:30 CET (C)Stooq</p> <p>Source: www.stooq.pl</p>	
	<p>Dom Maklerski BZ WBK S.A. (Polish Manager)</p>				
	<p>Dom Maklerski BZ WBK S.A. (Listing Agent)</p>				
Financial results		31.12.2008(\$'000)	31.12.2009(\$'000)	31.12.2010 (\$'000)	
	Total revenue	98 888	13 322	65 443	
	EBIT	28 111	-7 296	12 157	
	Net profit	37 866	-9 479	7 890	
	Total assets	56 692	49 248	97 123	
	Total equity	35 356	26 265	59 333	

* as of 25.07.2011

AGROTON PUBLIC LIMITED

Shareholders



Address: Lampousas Street, P.C. 1, Nicosia, Cyprus

Email: info@agrotón.lg.ua

www: www.agrotón.com.ua



Description of activity:

Agrotón is a company involved in agricultural production. It operates in eastern Ukraine and currently leases over 150 thousand hectares of arable land. Agrotón's core business is crop production which constitutes 79% of total revenues (Agrotón is the largest manufacturer of sunflower seeds in Ukraine and the fourth producer of wheat). Agrotón is involved also in livestock processing (12% of total revenues) and food processing (8% of revenues).

IPO

First trading day on WSE: 08.11.2010

Issue price (PLN): 27.00

Number of stocks sold: 22 766 750

Value of IPO (PLN): 153 090 000

Price on first trading day on WSE (PLN): 26.89

Current price: 30.85*

Market capitalization (PLN): 668 519 500*

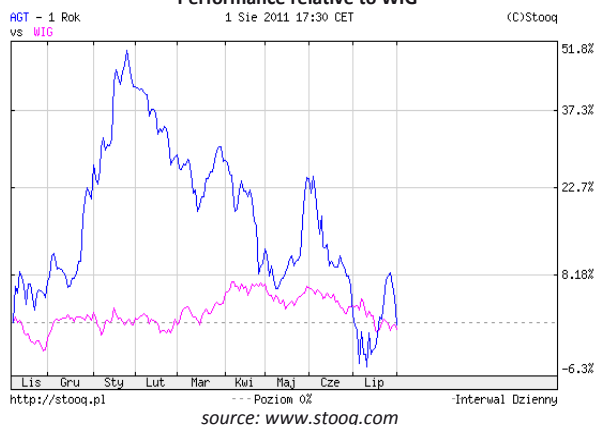
IPO Underwriters

Phonix Capital Limited (International Lead Manager)

Dom Maklerski BZ WBK S.A.,
(Domestic Lead Broker, Offering Broker)

BZ WBK S.A. (Financial advisor)

Performance relative to WIG

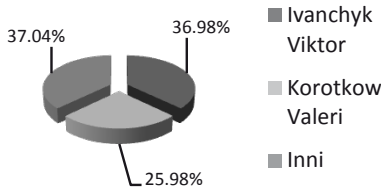




Financial results

	31.12.2008(\$'000)	31.12.2009(\$'000)	31.12.2010(\$'000)
Total revenue	93 432	76 095	97 100
EBIT	4 767	16 639	29 475
Net profit	-18 418	5 070	15 719
Total assets	83 903	126 044	144 299
Total equity	15 996	56 049	121 837


* as of 25.07.2011

ASTARTA Holding N.V.

Shareholders	 <ul style="list-style-type: none"> ■ Ivanchyk Viktor ■ Korotkow Valeri ■ Inni 			<p>Headquarters:Amsterdam, Holland; Email:IR@astartakiev.com www:http://www.astartaholding.com</p>  <p>ASTARTA-KYIV agri-industrial holding</p> <p>Description of activity: Astarta Holding NV (AST) is one of the leaders in the production of sugar in Ukraine. The company is focused on the manufacturing and selling sugar produced from sugar beets. It also produces cereals and oilseeds, such as wheat, barley, corn, oats, soybeans or sunflowers. The company conducts business through 60 companies, has eight sugar mills and beet farm crops come from the Group's own agricultural crops and from independent producers. The Company intends to allocate funds from the share issue to acquisition of sugar factories, modernising plants and increasing production.</p>
	<p>First trading day on WSE: 17.08.2006</p> <p>Issue price (PLN): 19</p> <p>Number of stocks sold: 5 000 000</p> <p>Value of IPO (PLN): 95 000 000</p> <p>Price on first trading day on WSE (PLN): 19</p> <p>Current price (PLN): 86.60*</p> <p>Market capitalization (PLN): 2 372 500 000*</p>			
IPO Underwriters	ING Bank N.V., Branch in London (Global Coordinator)			
	ING Bank N.V., Branch in London and ING Securities S.A. (Global Managers)			
	ING Securities S.A. (Listing Agent)			
<p style="text-align: center;">Performance relative to WIG</p>  <p>AST - Lata 2006-2011 vs WIG 1 Sie 2011 17:07 CET (C)Stooq</p> <p style="text-align: center;">Source: www.stooq.com</p>				
Financial results		31.12.2008(€'000)	31.12.2009(€'000)	31.12.2010(€'000)
	Total revenue	130 909	128 239	219 330
	EBIT	21 443	40 692	87 510
	Net profit	-7 669	29 460	80 053
	Total assets	173 692	231 414	352 639
	Total equity	56 644	118 433	208 942

* as of 25.07.2011

OVOSTAR UNION N.V.

Shareholders	<p>■ Prime One Capital Limited ■ Others</p> <p>25% 75%</p>	<p>Headquarters : Koningslaan 17; Amsterdam; E-mail : info@marketing.ovostar.ua Website : http://www.ovostar.ua</p> 		
	IPO	First trading day on WSE: 29.06.2011	Description of activity:	
Issue price (PLN): 62.00		The «Ovostar Union» group of companies is one of Ukraine's leading agro-industrial companies, which is among TOP 3 Ukrainian egg producers. The Group has a 13-year history of experience, leadership and innovations. Ovostar N.V. has 4 main business areas: (1) Poultry (parental flock, hatching, replacement chickens); (2) Egg production; (3) National distribution (Ukrainian sales networks, self-brand retail network); (4) Dry and liquid egg products. Additional activity includes producing feed, sunflower oil, groats and fuel briquettes.		
Number of stocks sold: 1 500 000				
Value of IPO (PLN): 93 000 000				
Price on first trading day on WSE (PLN): 62.20				
Current price (PLN): 58.20*				
Market capitalization (PLN): 349 200 000*				
IPO Underwriters	Dom Maklerski BZ WBK S.A. (Lead Manager)	<p>Performance relative to WIG</p> <p>Source: www.stooq.pl</p>		
	KBC Securities N.V. (Co-Lead Manager)			
	Dom Maklerski BZ WBK S.A. (Listing Agent)			
Financial results		31.12.2008 (\$'000)	31.12.2009 (\$'000)	31.12.2010 (\$'000)
	Total Revenue	42 021	28 302	38 170
	EBIT	12 171	3 613	9 504
	Net profit (loss)	5 150	2 695	9 731
	Total Assets	43 116	41 806	40 804
	Total equity	25 343	27 080	29 072

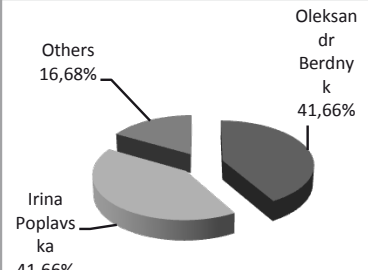

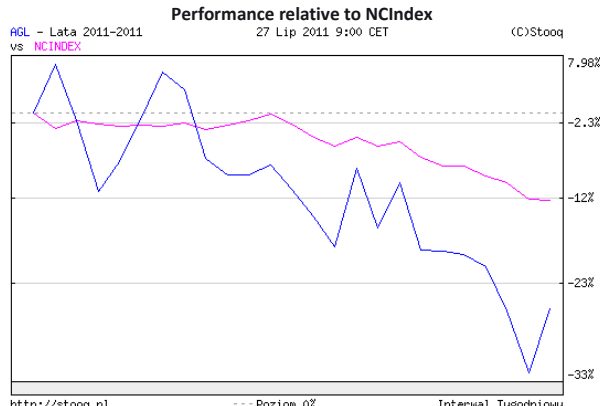
* as of 25.07.2011

WESTA ISIC S.A.

Shareholders	<ul style="list-style-type: none"> ■ Vankeria Consultants Limited ■ ING Otworthy Fundusz Emerytalny ■ Others 			<p>Address: route d Esch 412F; Luxembourg; Email: westa@westa-inter.com www: http://www.westa.com.ua</p>		
	IPO	First trading day on WSE: 15.06.2011			<p>Description of activity: ISIC WESTA SA is a holding company incorporated under the laws of the Grand Duchy of Luxembourg as the main link between the Westa Dnepr holding and its subsidiary companies operating in Ukraine. Initially, the company performed under the name of Tramin Development SA, but on 24 November 2010 the company name was changed to WESTA ISIC SA.</p> <p>The Group has two factories (WESTA-Dnepr JSC and WESTA INDUSTRIAL LLC) which produce new-generation automobile starter, lighting and ignition batteries (SLI automotive batteries). The joint production capacity of the plants is 21 200 conventional batteries a day, or 7 600 000 conventional batteries per year.</p>	
Issue price (PLN): 11.75						
Number of stocks sold: 11 033 333						
Value of IPO (PLN): 129 641 663						
Price on first trading day on WSE (PLN): 12.00						
Current price (PLN): 10.99*						
Market capitalization (PLN): 485 025 330*						
Companies conducting IPO	BG Capital JSC and BG Trading Limited (Main Managers)			<p>Performance relative to WIG</p> <p>WES - 3 Miesiace vs WIG</p> <p>27 Lip 2011 17:30 CET (C)Stooq</p> <p>Source: www.stooq.pl</p>		
	Dom Maklerski BZ WBK S.A. (Co-manager)					
	Dom Maklerski BZ WBK S.A. (Listing Agent)					
Financial results		31.12.2008(\$'000)	31.12.2009(\$'000)	31.12.2010 (\$'000)		
	Total revenue	144 585	83 004	154 305		
	EBIT	22 642	7 417	50 120		
	Net profit	-30 592	-22 075	33 487		
	Total assets	227 050	270 869	336 596		
	Total equity	-4 655	-34 973	539		

* as of 25.07.2011

Agroliga Group PLC

Shareholders	 <p>Oleksandr Berdnjuk 41,66%</p> <p>Irina Poplavskaya 41,66%</p> <p>Others 16,68%</p>			<p>Address: 2 Romanou Street, Tlais Tower 1070, Nicosia, Cyprus.</p> <p>Email: info@agroliga.com.ua</p> <p>www: www.agroliga.com.ua</p>		
	<p>Description of activity:</p> <p>Agroliga Group PLC is the parent company to several companies engaged in agricultural production in the east of Ukraine, in Dvurechansky District in the Kharkov Region. The group conducts business in three areas:</p> <ul style="list-style-type: none"> - Oil production, - Crop growing, - Milk production. <p>In 2010, revenues from sunflower oil sales accounted for 44% of total revenues, revenues from crop production accounted for 48% of total revenues and milk production accounted for 6% of total revenues.</p>					
IPO	First trading day on WSE: 04.05.2011			<p>Performance relative to NCIndex</p> <p>AGL - Lata 2011-2011 vs NCINDEX 27 Lip 2011 9:00 CET (C)Stooq</p>  <p>7.98%</p> <p>-2.3%</p> <p>-12%</p> <p>-23%</p> <p>-33%</p> <p>http://stooq.pl -- Pozion 0% Interwal Tygodniowy</p> <p>source: http:// stooq.pl</p>		
	Issue price (PLN): 81.00					
	Number of stocks sold: 51 290					
	Value of IPO (PLN): 4 154 490					
	Price on first trading day on WSE (PLN): 103.72					
	Current price: 73.00*					
	Market capitalization (PLN): 22 451 880*					
Companies conducting IPO	WDM Autoryzowany Doradca S. A. (WSE Authorized Adviser)					
	Progress Holding sp z o.o. (financial advisor)					
Financial results		31.12.2008(€'000)	31.12.2009(€'000)	31.12.2010 (€'000)		
	Total revenue	3449	2414	5543		
	EBIT	298	536	3062		
	Net profit	139	519	2917		
	Total assets	2461	2747	5559		
Total equity	1319	1736	4177			


* as of 25.07.2011

INDUSTRIAL MILK COMPANY S.A.

Shareholders	<p>10% ■ Agrolvalley Limited ■ Inni 90%</p>			<p>Address: 16 Avenue Pasteur; L-2310 Luxembourg; Email: office@imcmilk.com.ua www: www.imcmilk.com.ua</p>		
	IPO	<p>Description of activity: The Industrial Milk Company is a company from the agricultural sector, located in central and northern Ukraine and operating in the Poltava and Chernihiv districts. The company focuses on: cultivation of certain crops, predominantly corn, wheat, sunflower, soybean and potatoes; crop storage and processing; milk production. The company operates an arable farmland bank in central and northern Ukraine and has extensive storage facilities for its agricultural products. The Group is also one of the largest industrial milk producers in Ukraine as concerns production volume.</p>			<p>Performance relative to WIG</p> <p>IMC - 3 Miesiace vs WIG 1 Sie 2011 12:30 CET (C)Stooq</p> <p>Źródło: www.stooq.pl</p>	
First trading day on WSE: 04.05.2011						
Issue price (PLN): 10.80						
Number of stocks sold: 7 475 000						
Value of IPO (PLN): 80 730 000						
Price on first trading day on WSE (PLN): 10.80						
Current price (PLN): 10.19*						
Companies conducting IPO	Market capitalization (PLN): 252 712 000*			<p>ING Bank N.V., Branch in London and ING Securities S.A. (International Lead Manager)</p> <p>Investment Capital Ukraine. (Domestic Lead Broker, Offering Broker)</p> <p>ING Securities S.A. (Financial advisor)</p>		
	ING Bank N.V., Branch in London and ING Securities S.A. (International Lead Manager)					
	Investment Capital Ukraine. (Domestic Lead Broker, Offering Broker)					
	ING Securities S.A. (Financial advisor)					
Financial results		31.12.2008(\$'000)	31.12.2009(\$'000)	31.12.2010(\$'000)		
	Total revenue	26 383	27 767	45 036		
	EBIT	20 820	4 875	14 492		
	Net profit	14 075	1 927	14 374		
	Total assets	65 821	86 503	87 440		
	Total equity	28 709	43 933	69 759		

* as of 25.07.2011

KGS AGRO S.A.

Shareholders	<p>■ ICD Investments SA ■ Inni</p> <p>34% 66%</p>	<p>Address:: 46A Avenue J-F. Kennedy; L-1855 Luxembourg; Email: info@ksgagro.com www: www.ksgagro.com</p> 		
	<p>Description of activity: KSG Agro is one of the largest vertically integrated agricultural companies in the Dnepropetrovsk district, active in almost all segments of the agricultural market, including production, storage, processing and sale of agricultural products. The company specializes mainly in cultivation, focusing on cereals such as sunflower, wheat, barley, canola, soybean, production of vegetables and supplying food products to retail chains. The strategic focus of the company management is to strengthen its dominant position in the target districts (Dnepropetrovsk and Kirovograd districts, and neighbouring areas of the Kherson, Mykolayiv, and Kharkiv districts). The Target Region is rich in black soils and has favorable geographic location due to its proximity to the Dnieper River, main railway lines and Black Sea ports.</p>			
IPO	First trading day on WSE: 05.05.2011	<p>Performance relative to WIG</p> <p>KSG - 3 Miesiace vs WIG 1 Sie 2011 12:00 CET (C)Stooq</p> <p>Source: www.stooq.pl</p>		
	Issue price (PLN): 22.00			
	Number of stocks sold: 4 925 500			
	Value of IPO (PLN): 108 350 000			
	Price on first trading day on WSE (PLN): 22.12			
	Current price (PLN): 22.00*			
	Market capitalization (PLN): 328 261 000*			
Companies conducting IPO	Dom Maklerski BZWBK S.A. (International Lead Manager)			
	Visum Capital Ltd. (Domestic Lead Broker, Offering Broker)			
	Dom Maklerski BZ WBK S.A. (Financial advisor)			
Financial results		31.12.2008(\$'000)	31.12.2009(\$'000)	31.12.2010(\$'000)
	Total revenue	12067	18 036	32 547
	EBIT	2 826	5 240	11 607
	Net profit	- 1 212	2 287	9 362
	Total assets	22 762	26 133	26 330
	Total equity	1558	4 320	10 299

* as of 25.07.2011

MILKILAND N.V.

Shareholders	<p>■ 1 Inc. Cooperatief U.A. ■ Others</p> <p>25% 75%</p>			Headquarters: Reinwardtstraat 232,1093HP Amsterdam; E-mail : office@milkiland.nl Website : http:// www.milkiland.nl						
	IPO	First trading day on WSE: 06.12.2010			Description of activity: Milkiland is a diversified dairy producer operating in the CIS, one of the largest and dynamic dairy markets globally, with principal operations in Ukraine and Russia. The Group's holding company Milkiland N.V. (the Issuer) is incorporated in the Netherlands, while the activities in the CIS are conducted through its wholly-owned Ukrainian subsidiary DE Milkiland-Ukraine ("Milkiland-Ukraine") and the Russian OJSC Ostankinsky Molochny Combinat ("Ostankino") where the Group owns 85.78 percent of shares. The Group operates 10 production facilities in Ukraine and one plant in Russia.					
Issue price (PLN): 33.78										
Number of stocks sold: 7 000 000										
Value of IPO (PLN): 236 460 000										
Price on first trading day on WSE (PLN): 36.10										
Current price (PLN): 33.25*										
Market capitalization (PLN): 1 039 062 500*										
IPO Underwriters	UniCredit Bank AG (London branch) (Lead Manager)			<p>Performance relative to WIG</p> <p>MLK - 5 Miesiecy vs WIG 1 Sie 2011 9:48 CET (C)Stooq</p> <p>Source: www.stooq.pl</p>						
	UniCredit Bank Austria A.G. (Co-Lead Manager)									
	UniCredit CAIB Poland S.A. (Listing Agent)									
Financial results		31.12.2008 (€'000)	31.12.2009 (€'000)	31.12.2010 (€'000)						
	Total Revenue	270 417	200 008	258 495						
	EBIT	17 369	22 202	34 827						
	Net profit (loss)	6 227	8 109	21 777						
	Total Assets	173 636	184 048	267 934						
	Total equity	20 014	37 562	116 847						

* as of 25.07.2011



**INSTYTUT BADAŃ
I ANALIZ FINANSOWYCH**

Instytut Badań i Analiz Finansowych Wyższej Szkoły Informatyki i Zarządzania z siedzibą w Rzeszowie objął patronatem merytorycznym panel dyskusyjny pt. „Migracja kapitału w dobie globalizacji”, będący częścią XXI Forum Ekonomicznego, które odbędzie się w dniach 7–9 września 2011 r. w Krynicy-Zdrój.

Panelistami reprezentującymi Instytut będą prof. Bałtomej Kamiński z University of Maryland, prof. Tomasz Mickiewicz z University College London i prof. Jan Winiecki, członek Rady Polityki Pieniężnej. Tegoroczny temat przewodni Forum to „Europejskie dylematy: partnerstwo czy rywalizacja?”.

Forum Ekonomiczne w Krynicy, organizowane corocznie od 1991 r., jest uznanym wydarzeniem w Europie Środkowej i Wschodniej. Jego misją jest stworzenie korzystnego klimatu dla rozwoju współpracy politycznej i gospodarczej między Unią Europejską a krajami sąsiadującymi. Kryzys finansów publicznych państw strefy euro, działalność agencji ratingowych, wytrzymałość europejskich banków na możliwe zawirowania gospodarcze to motywy przewodnie dyskusji poświęconych makroekonomii na XXI Forum w Krynicy-Zdroju.

Więcej informacji na stronie www.forum-ekonomiczne.pl.



**WYŻSZA SZKOŁA
INFORMATYKI I ZARZĄDZANIA**
z siedzibą w Rzeszowie

Wyższa Szkoła Informatyki i Zarządzania z siedzibą w Rzeszowie została powołana decyzją Ministra Edukacji narodowej w 1996 r. Obecnie kształci ponad 10 000 studentów na 11 kierunkach studiów I i II stopnia, jednolitych magisterskich i podyplomowych.

Według ogólnopolskich rankingów jest największą i najlepszą uczelnią niepubliczną na Podkarpaciu oraz jedną z dwóch najlepszych szkół w kraju kształcących na poziomie magisterskim. Wśród uczelni niepublicznych w kraju zajmuje 1 miejsce pod względem liczby studentów-obcokrajowców. Kształci się tutaj m.in. młodzież z Chin, Singapuru, Indii, Iranu, Nepalu, Malezji, Ukrainy, Białorusi, Rosji, Nigerii, Pakistanu i Bangladeszu. WSiIZ jest liderem na polskim rynku edukacyjnym w zakresie wprowadzania nowoczesnych rozwiązań informatycznych do zarządzania uczelnią i obsługą procesu dydaktycznego. Wspólnie z Wyższą Szkołą Europejską w Krakowie oraz Wyższą Szkołą Zarządzania i Administracji w Zamościu stworzyła pionierską w skali kraju konsolidację uczelni, powołując „przymierze” szkół wyższych o wysokiej jakości usług edukacyjnych.



INSTITUTE FOR FINANCIAL
RESEARCH AND ANALYSES

The Institute of Financial Research and Analysis at the University of Information Technology and Management in Rzeszow will be the meritorial patron of the discussion panel on: 'Migration of capital in a time of globalization' at the XXI Economic Forum to be held September 7-9, 2011 in Krynicy-Zdrój.

Panelists representing the Institute will include Prof. Bartłomiej Kamiński from the University of Maryland, Prof. Tomasz Mickiewicz from the University College London, and Prof. Jan Winięcki, member of the Monetary Policy Council. This year the forum's leading topic will be: 'European dilemmas: partnership or rivalry?'

The Economic Forum in Krynicy, organized annually since 1991, is recognized as a key event in Central in Eastern Europe. Its mission is the creation of a proper climate for political and economic cooperation between the European Union and neighboring countries. The financial crisis in the public sector in the euro zone, the role of rating agencies, the capability of European banks to survive economic fluctuations are all issues for discussion devoted to macroeconomics at the XXI Forum in Krynicy-Zdroj.

More information at www.forum-ekonomiczne.pl.



UNIVERSITY of INFORMATION
TECHNOLOGY and MANAGEMENT
in Rzeszow, POLAND

The University of Information Technology and Management, UITM is one of the biggest private universities in Poland. UITM has been listed at the top of many national independent ranking surveys since its foundation in 1995. UITM is a modern university, rapidly expanding and adjusting to the changes in the job

market. Each year new fields of study are opened and existing specialized courses are adjusted to the requirements of the market economy and the integration of Poland with the European Union.

Intercultural exchange is highly valued and of prime importance to UITM, that is why we have been engaged in international projects and entered into partnerships with foreign institutions. UITM offers study programmes to international students, whose current number reaches 700. They include students from: Algeria, Belarus, Brazil, China, India, Iran, Finland, France, Germany, Malaysia, Moldova, Nepal, Nigeria, Portugal, Romania, Russia, Turkey, Ukraine und USA.

The UITM is a partner in the training programs offered by the best IT companies in the world: CISCO, MICROSOFT, NOVELL, SUN and ATLAS. Our students have a possibility to complete authorized courses and earn internationally recognized certificates: Cisco Certified Networking Associate – CCNA or Microsoft Certified Professional – MCP.



Instytut Badań i Analiz Finansowych (www.ibaf.edu.pl)

IBAF jest jednostką wewnętrzną Wyższej Szkoły Informatyki i Zarządzania z siedzibą w Rzeszowie. Prowadzi działalność naukowo-badawczą oraz doradczo-szkoleniową. Realizacje Instytutu obejmują m.in. wycenę wydawcy „Rzeczpospolitej”, spółki Presspublica oraz ekspertyzy finansowe dla urzędów miejskich, w tym Rzeszowa. Instytut publikuje dwujęzyczny kwartalnik internetowy „e-Finanse” (www.e-finanse.com), uwzględniony na liście Ministerstwa Nauki i Szkolnictwa Wyższego (9 punktów) i indeksowany w renomowanych repozytoriach (m.in. EBSCO i ProQuest). Jest też jednym z kilku w Polsce akredytowanych ośrodków szkoleniowych prestiżowego brytyjskiego Instytutu Rachunkowości Zarządczej (CIMA). Przy Instytucie powstało specjalistyczne laboratorium finansowe (www.laboratorium-finansowe.pl) – jedyna tak wyposażona uniwersytecka sala tradingowa w Europie Środkowo-Wschodniej, do której sprzęt dostarczyła firma wyposażająca m.in. Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie.



The Institute for Financial Research and Analyses (www.ibaf.edu.pl)

IFRA is part of the University of Information Technology and Management headquartered in Rzeszow. It is involved in academic research, consulting and training. Its works have included valuations for the publisher of ‘Rzeczpospolita’, Presspublica, and financial expertise for city governments such as Rzeszow. The Institute publishes a bilingual internet quarterly ‘e-Finanse’ (www.e-finanse.com), noted on the list of the Ministry of Science and Higher Education (9 points) and indexed in distinguished repositories (such as EBSCO and ProQuest). It is one of the few training centers in Poland accredited by the prestigious British Chartered Institute of Management Accountants (CIMA). The Institute also opened a specialist financial laboratory (www.laboratorium-finansowe.pl) – the only such university trading room in Central-Eastern Europe equipped by the same firm which supplied the Warsaw Stock Exchange.

Konfederacja Akademickie
Wydawnictwo



WYŻSZA SZKOŁA
INFORMATYKI I ZARZĄDZANIA
ul. Świdzińska 14, Rzeszów



WYŻSZA SZKOŁA
EUROPEJSKA
ul. Świdzińska 14, Rzeszów



WYŻSZA SZKOŁA
ZARZĄDZANIA I ADMINISTRACJI
ul. Świdzińska 14, Rzeszów



INSTITUTE FOR FINANCIAL
RESEARCH AND ANALYSES

INSTITUTE FOR FINANCIAL RESEARCH AND ANALYSES

University of Information Technology and Management
ul. Sucharskiego 2, 35-225 Rzeszow
phone: +48 17 866 11 85 / fax: +48 17 866 12 22
kontakt@ibaf.edu.pl / www.ibaf.edu.pl