

Waldemar Rogowski, Kamil Gemra

Nasilenie zjawiska delistingu spółek na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie

Streszczenie: Artykuł dotyczy zjawiska delistingu spółek z Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie, a jego celem jest zidentyfikowanie przyczyn rezygnacji z giełdy przez emitentów. Została też podjęta próba przewidzenia tendencji dotyczących tego zjawiska w przyszłości. Scharakteryzowano przyczyny podawane w oficjalnych materiałach GPW, jak i zidentyfikowano inne czynniki, które bezpośrednio i pośrednio wpływają na wycofywanie spółek z giełdowego par-

kietu. Ponadto, zastosowano metodę *case study* opisującą wezwanie na akcje Prime Car Management i skutki regulacyjne, jakie wywołało to wezwanie. Na podstawie przeprowadzonej analizy stwierdzono, że warszawska giełda straciła swoją atrakcyjność dla spółek z tradycyjnych branż i zjawisko delistingu będzie nasilało się. Szansą dla GPW mogą być podmioty technologiczne, które uzyskują znacznie wyższe wyceny akceptowalne przez inwestorów.

Słowa kluczowe: giełda, GPW w Warszawie, pozyskiwanie kapitału

WSE in view of the intensification of the delisting companies

Summary: The article was devoted to the phenomenon of delisting companies from the Warsaw Stock Exchange. The purpose of the article is to identify the reasons of leaving the Stock Exchange by issuers and to predict trends related to this phenomenon in the future. The article describes reasons found in the official materials of the WSE as well as other direct and indirect factors that influence withdrawal of companies from the stock exchange. In addition, the case study method was

used, describing the tender offer for Prime Car Management shares and its regulatory consequences. Based on the analysis, it was found that the domestic Stock Exchange lost its attractiveness for companies from traditional industries and the phenomenon of deleting will continue to intensify with the simultaneous absence of new issuers debuting on the market. An opportunity for the WSE may be technology entities that obtain much higher pricing acceptable by investors.

Keywords: stock exchange, WSE, raising capital

W historii Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie wystąpiły jedynie dwa okresy, kiedy to liczba spółek opuszczających parkiet była wyższa niż nowo debiutujących emitentów. Pierwszy raz miało to miejsce w latach 2002-2003, a druga taka sytuacja trwa od 2017 roku. Co więcej, w 2018 roku parkiet GPW opuściło 25 spółek, co jest liczbą rekordową od momentu wznowienia działalności zorganizowanego rynku obrotu papierami wartościowymi w kwietniu 1991 roku.

Do głównych powodów delistingu można zaliczyć zarówno fuzje i przejęcia spółek, dematerializację na żądanie emitenta czy po prostu upadłości, które skutkują przymusowym wykluczeniem z obrotu. Ponadto, w ostatnich latach obserwuje się zjawisko ogłaszania wezwań na akcje notowanych spółek, zmierzające do osiągnięcia progu 90 proc. głosów na walnym zgromadzeniu i możliwości przeprowadzenia przymusowego wykupu pozostałych akcji. Taką sytuację obserwowano od listopada 2018 do kwietnia 2019 roku, kiedy to pierwszy potencjalny nabywca ogłosił wezwanie na akcje spółki Prime Car Management. Do licytacji o akcje tego emitenta dołączyło dwóch innych zainteresowanych przejęciem, rozpoczynając licytację pomiędzy sobą. Skutkiem licytacji na coraz wyższą cenę za jedną akcję było też wydanie rekomendacji przez KNF dotyczącej tego, jak mają wyglądać zmiany cen w wezwaniach, aby wszyscy inwestorzy mogli wybrać najkorzystniejszą ofertę.

Celem artykułu jest zidentyfikowanie przyczyn opuszczania GPW w Warszawie przez emitentów oraz próba przewidzenia tendencji dotyczących tego zjawiska w przyszłości. Realizacja celu możliwa jest za pomocą analizy danych obrazujących polską giełdę oraz przeprowadzeniu *case study*. Wybrany przypadek będzie miał

wpływ na decyzje kolejnych emitentów, a szczególnie na tych, którzy schodzą z parkietu warszawskiej giełdy w wyniku przymusowego wykupu po ogłoszonym wezwaniu.

Giełda wobec strategii rozwoju przedsiębiorstw

Przedsiębiorstwa mogą stosować różne strategie rozwoju. Mogą powiększać rozmiary działalności w sposób organiczny lub skierować się ku transakcjom fuzji i przejęć (*mergers and acquisitions* – M&A). Są one jedną z metod zewnętrznego rozwoju przedsiębiorstwa. Ten sposób cieszy się współcześnie coraz większą popularnością i zyskuje na znaczeniu, w porównaniu z alternatywną metodą jaką jest wzrost organiczny (wewnętrzny).

Fuzje i przejęcia należą do procesów, które towarzyszą rozwojowi gospodarki od powstania produkcji masowej oraz dużych przedsiębiorstw, czyli od połowy XIX wieku. Są jednym ze sposobów rozwoju i wzrostu przedsiębiorstwa, alternatywą dla wzrostu opartego o własne zasoby i umiejętności lub tradycyjnie rozumiane inwestycje kapitałowe. Fuzje i przejęcia stały się najatrakcyjniejszą strategią rozwoju wielkich przedsiębiorstw, stając się główną wartością inwestycji rzeczowych (Lewandowski, 2011, s. 13). Procesy te dokonują się na publicznym i niepublicznym rynku kapitałowym (Korpus, 2014, s. 9).

Transakcje fuzji i przejęć są wykorzystywane z jednej strony – jako narzędzie pozwalające na szybką ekspansję, umożliwiającą uzyskanie pozycji dominującej na rynku, a z drugiej – jako narzędzie umożliwiające obniżenie kosztów funkcjonowania poprzez uzyskanie korzyści skali, co wiąże się z efektywniejszym wykorzystywaniem posiadanych zasobów (Korpus, 2013, s. 7). Fuzje i przejęcia są zatem motywowane chęcią wykorzystania ekonomii skali (Herban, Antolak, 2005, s. 22). Ponadto, realizacja strategii przed-

siębiorstwa poprzez przejęcia, szczególnie za granicą, umożliwia także ominięcie takich barier, jak np. narodowe przepisy administracyjne, cła, kontyngenty czy selektywny przydział licencji (Szczepankowski, 2000, s. 41).

Łączenie przedsiębiorstw może odbywać się w formie fuzji lub przejęcia. Fuzja jest połączeniem dwóch lub więcej przedsiębiorstw w jeden podmiot. Przejęcie to zdobycie kontroli przez firmę, inwestora lub grupę inwestorów nad innym podmiotem (przedsiębiorstwo-cel) (Czerwonka, 2011, s. 560-561).

W przypadku, gdy spółka jest notowana na giełdzie papierów wartościowych, przejęcie odbywa się w formie wezwania do sprzedaży akcji. Wiąże się to z przestrzeganiem odpowiednich regulacji. Akcjonariusz posiadający mniej niż 33 proc. akcji w liczbie głosów, jeżeli chce nabyć więcej niż 10 proc. ogólnej liczby głosów w okresie krótszym niż 60 dni, musi uczynić to w formie wezwania do sprzedaży lub zamiany akcji. Akcjonariusz, który ma więcej niż 33 proc. udziałów w ogólnej liczbie głosów, musi ogłosić wezwanie do sprzedaży lub zamiany akcji, jeżeli chce uzyskać akcje dające ponad 5 proc. ogólnej liczby głosów w okresie krótszym niż 12 miesięcy. Ponadto, przekroczenie 33 proc. ogólnej liczby głosów w spółce może nastąpić wyłącznie w wyniku ogłoszenia wezwania do sprzedaży lub zamiany akcji w liczbie zapewniającej osiągnięcie 66 proc. głosów. Przekroczenie 66 proc. ogólnej liczby głosów może nastąpić wyłącznie w wyniku ogłoszenia wezwania do sprzedaży lub zamiany wszystkich pozostałych akcji spółki. Cena wezwania nie może być niższa od najwyższej ceny, jaką wzywający płacił za akcje w okresie 12 miesięcy przed ogłoszeniem wezwania czy od średniej ceny rynkowej z okresu 6 miesięcy przed wezwaniem. (Ustawa, 2005). W dalszej części artykułu, na podstawie analizy badanego przypadku, zwróco-

no również uwagę na zmiany dotyczące ogłaszania cen w poszczególnych etapach wezwań.

W przypadku procesów M&A, istotną funkcję może pełnić giełda, jeżeli przejmowane przedsiębiorstwo jest na niej notowane. Zorganizowany rynek obrotu papierami wartościowymi jest jedną z głównych instytucji rynku kapitałowego. Giełdę określa się mianem rynku regulowanego, czyli działającego na podstawie odpowiednich unormowań prawnych (ustaw, rozporządzeń, regulaminów itp.) (Królik-Kołtunik, 2015, s. 291). W literaturze wskazuje się, że dla równomiernego rozwoju gospodarczego kraju niezbędne jest efektywne działanie całego rynku kapitałowego na jak najwyższym poziomie (Pietrzak, 1999, s. 3). Tylko wtedy bowiem rynek może wypełniać wszystkie swoje funkcje.

Rynek obrotu papierami wartościowymi może oddziaływać na gospodarkę dwojako. Z jednej strony, ma tu miejsce zasilenie przedsiębiorstw w kapitał o charakterze inwestycyjnym. Z drugiej zaś, rynek ten wyposażony jest w mechanizmy oddziaływania na wzrost efektywności działania spółek – emitentów papierów wartościowych.

Motywy opuszczania GPW przez emitentów

W ostatnich latach obserwuje się zjawisko opuszczania podmiotów notowanych z parkietu Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie. Od 2017 roku więcej podmiotów opuszcza GPW niż na nią wchodzi. W 2018 roku giełdę opuściło 25 emitentów, co jest rekordem w historii parkietu. Zjawisko to stało się o tyle istotne, że zainteresowały się nim nie tylko media branżowe, znające się na specyfice rynku finansowego, ale również inne, które zaczęły informować o wielkim kryzysie runku kapitałowego w Polsce.

Formalnie zejście z parkietu giełdowego wynika z regulaminu GPW, a kon-

kretnie z paragrafu 31 ust. 1 i 2. Należy jednak rozróżnić dwie sytuacje. Po pierwsze sytuację, w której zarząd giełdy musi wykluczyć spółkę z obrotu, a po drugie stan, w którym może to zrobić i jest to jego decyzja.

Otóż zarząd giełdy wyklucza instrumenty finansowe z obrotu w sytuacji:

- gdy zbywalność akcji stała się ograniczona,
- na żądanie KNF,
- w przypadku zniesienia dematerializacji akcji,
- w przypadku wykluczenia akcji z obrotu na rynku regulowanym przez właściwy organ.

Znacznie szerszy katalog występuje w przypadku, gdy zarząd giełdy może wykluczyć emitenta i jest to jego suwerenną decyzją. Dzieje się tak w przypadku:

- jeżeli akcje przestały spełniać warunki dopuszczenia do obrotu giełdowego na danym rynku, inne niż warunek ograniczonej zbywalności,
- jeżeli emitent uporczywie narusza przepisy obowiązujące na giełdzie,
- na wniosek emitenta,
- w związku z upadłością emitenta,
- jeżeli uzna, że wymaga tego interes i bezpieczeństwo uczestników obrotu,
- wskutek podjęcia decyzji o połączeniu emitenta z innym podmiotem, jego podziale lub przekształceniu,
- jeżeli w ciągu ostatnich 3 miesięcy

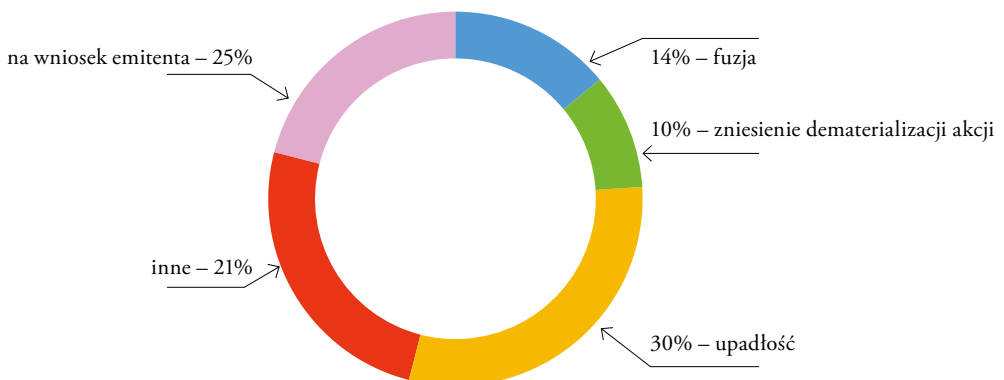
nie dokonano żadnych transakcji giełdowych na danym instrumencie finansowym,

- wskutek podjęcia przez emitenta działalności zakazanej przez obowiązujące przepisy prawa,
- wskutek otwarcia likwidacji emitenta.

Przyczyny opuszczenia giełdy przez emitentów analizowane są i opisywane w publikowanych rocznikach giełdowych. Na podstawie tych danych, w latach 1991-2018 GPW opuściło łącznie 213 spółek. Niestety, w rocznikach za lata 1991-1999 nie ma informacji o powodach opuszczania giełdy przez emitentów, ale wówczas taka sytuacja wystąpiła jedynie w przypadku 4 emitentów, zatem nie jest to istotne z punktu widzenia analizy. Na rysunku 1 zaprezentowano dane dotyczące lat 1999-2017. Za rok 2018 nie ukazał się jeszcze rocznik giełdowy.

Najczęstszym powodem wykluczenia z obrotu jest fuzja, czyli połączenie z innym podmiotem. Drugą główną przyczyną analizując statystyki jest zniesienie dematerializacji na wniosek emitenta. Dzieje się tak, gdy wszystkie akcje spółki są skupione przez jednego akcjonariusza lub porozumienie akcjonariuszy. Zatem te dwie dominujące przyczyny zależą od decyzji emitentów, co do strategii rozwoju. W jednej piątej przypadków spółki schodziły z rynku notowań w skutek upadło-

Rysunek 1 Przyczyny opuszczenia GPW przez emitentów w latach 1999-2017



Źródło: opracowanie własne na podstawie *Roczników Giełdowych*.

ści. Ciekawa kwestia dotyczy opuszczenia rynku na wniosek emitenta. Zazwyczaj wiąże się to z dematerializacją akcji, ale nie musi tak być. Decyzję o opuszczeniu giełdy może podjąć Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy w momencie, gdy uchwała zyska 4/5 wszystkich głosów. Wówczas jest to związane z koniecznością przeprowadzenia wezwania na akcje, ponieważ dochodzi do przekroczenia istotnych z punktu widzenia prawa progów w akcjonariacie, co było opisywane we wcześniejszej części artykułu. W przypadku, gdy dominujący akcjonariusz uzyska 90 proc. akcji, może ogłosić przymusowy wykup wszystkich akcji.

Obserwując polski rynek kapitałowy, a szczególnie falę wezwań i delistingu spółek rozszerzając statystyki podawane przez GPW, zidentyfikowaliśmy kilka powodów opuszczania rynku przez poszczególne emitentów.

1. Zaostrzenie obowiązków informacyjnych, w tym zwiększenie potencjalnych kar dla zarządów.
2. Brak korzyści z obecności na GPW związany z trudną sytuacją rynkową, uniemożliwiająca pozyskiwanie kapitału.
3. Odmienna wizja rozwoju, restrukturyzacji spółki, kiedy to status spółki publicznej uniemożliwia przeprowadzenie tego procesu.
4. Przejęcie przez inwestora strategicznego.
5. Spadek atrakcyjności rynku dla tradycyjnych branż, gdzie uzyskuje się wyższe wyceny chociażby od funduszy *private equity*.

Jeżeli chodzi o punkt pierwszy, to mówimy tutaj o wprowadzeniu dyrektywy MAR/MAD w lipcu 2016 roku, która zwiększa kary dla członków zarządu oraz rady nadzorczej za niewłaściwe wypełnianie obowiązków informacyjnych. Co więcej, przepisy te zmieniły też podejście cho-

ciażby do polityki informacyjnej spółek.

Kolejny powód opuszczania giełdy to trudna sytuacja rynkowa związana z niską płynnością rynku oraz brakiem zainteresowania ze strony inwestorów indywidualnych oraz instytucjonalnych. Poprzez utratę kapitału Polskie TFI nie są chętne do brania udziału w transakcjach IPO czy SPO. Ponadto, faktyczny demontaż OFE też pozbawił rynek świeżego napływu kapitału.

Trzeci powód jaki zidentyfikowaliśmy związany jest również pośrednio z punktem pierwszym. Ze względu na obowiązki informacyjne niekiedy trudno jest przeprowadzić proces restrukturyzacji w obawie chociażby przed konkurencją. Podobnie rzecz ma się z przejściem przez inwestora strategicznego.

Wreszcie należy spojrzeć również na wyceny, które są niskie. Fundusze *private equity* czy inwestorzy finansowi oferują znacznie wyższe wyceny. Dobrym przykładem będzie tutaj opisane w dalszej części artykułu wezwanie na akcje Prime Car Management, gdzie kurs akcji wynosił nieco ponad 6 zł, a ostatecznie inwestor strategiczny przejął spółkę płacąc 23,75 zł za jedną akcję.

Case study: wezwania na akcje Prime Car Management

Wezwanie na akcje spółki Prime Car Management S.A. jest jednym z ciekawszych przykładów próby delistingu emitenta z GPW w ostatnich latach. Jest to podmiot dominujący grupy kapitałowej działającej na rynku flotowym pod marką Masterlease. W skład grupy kapitałowej spółki Prime Car Management S.A., oprócz jednostki dominującej, wchodzi spółki: Futura Leasing S.A., Masterlease sp. z o.o. oraz Futura Prime sp. z o.o. W ramach swojej działalności Grupa Masterlease oferuje trzy rodzaje usług: leasing (finansowy lub operacyjny), leasing z usługami (FSL oraz semi-FSL) oraz zarządzanie flotą.

Tablica 1 Harmonogram zdarzeń związanych z wezwaniem na Prime Car Management S.A.

data	wydarzenie
8.11.2018	PKO Leasing ogłasza wezwanie na 100% akcji w cenie 11,38 zł za jedną akcję, zapisy do 15.02.2019.
28.12.2018	Hitachi Capital Polska ogłasza wezwanie na 100% akcji w cenie 12,09 zł za jedną akcję, zapisy do 18.02.2019.
31.12.2018	Zarząd PCM uważa cenę w wezwaniu PKO Leasing za nieodpowiadającą wartości godziwej.
16.01.2019	Zarząd PCM uważa cenę w wezwaniu Hitachi Capital Polska za nieodpowiadającą wartości godziwej.
18.01.2019	PKO Leasing wydłuża zapisy na akcje do 18.02.2019.
4.02.2019	Hitachi Capital Polska wydłuża zapisy na akcje do 22.02.2019.
7.02.2019	Hitachi Capital Polska podnosi cenę w wezwaniu do 18,05 zł za jedną akcję.
11.02.2019	PKO Leasing wydłuża zapisy na akcje do 25.02.2019.
20.02.2019	Fundusz Pollen Street Capital ogłasza wezwanie na 100% akcji po cenie 20 zł za akcję, zapisy do 15 kwietnia.
21.02.2019	Hitachi Capital Polska podnosi cenę w wezwaniu do 22,25 zł za jedną akcję.
22.02.2019	PKO Leasing podnosi cenę w wezwaniu do 23 zł za jedną akcję.
25.02.2019	Hitachi Capital Polska nie nabywa akcji i wycofuje się z procesu.
25.02.2019	Fundusz Pollen Street Capital podnosi cenę w wezwaniu do 23,25 zł za jedną akcję.
26.02.2019	Wezwanie ogłoszone przez PKO Leasing nie dochodzi do skutku.
11.03.2019	Zarząd PCM ogłasza, że cena Pollen Street Capital odpowiada wartości godziwej.
9.04.2019	Fundusz Pollen Street Capital przedłuża zapisy w wezwaniu do 24 kwietnia 2019.
18.04.2019	PKO Leasing ogłasza ponowne wezwanie na akcje w cenie 23,75 zł za akcje, z terminem zapisów do 11 czerwca 2019.
24.04.2019	Wezwanie ogłoszone przez fundusz Pollen Street Capital nie dochodzi do skutku.
27.05.2019	PKO Leasing przejmuje 94% akcji Prime Car Management.

Źródło: opracowanie własne.

Grupa Masterlease jest niezależnym podmiotem świadczącym w Polsce usługi leasingowe i usługi zarządzania flotą, tj. *car fleet management* (CFM). Pod względem liczności floty pojazdów, Grupa Masterlease jest jednym z liderów na rynku usług zarządzania flotą w Polsce oraz jednym z wiodących podmiotów świadczących usługi leasingowe. Początki spółki sięgają 1995 roku. Ważnym momentem był 16 kwietnia 2014, kiedy to spółka zadebiutowała na GPW. Kolejne istotne wydarzenie miało miejsce rok później, kiedy

to większościowy pakiet akcji sprzedał dotychczasowy właściciel – fundusz Ab-ris. Nowymi akcjonariuszami zostały krajowe fundusze inwestycyjne. Oznaczało to, że spółka może stać się celem przejęcia przez inwestora strategicznego, ponieważ struktura akcjonariatu była mocno rozproszona. Rzeczywiście, po trzech latach spółka znalazła się „na oku” inwestorów strategicznych. Wydarzenia związane z tą transakcją zawarto w tablicy 1.

Próba przejęcia Prime Car Management rozpoczęła się od ogłoszenia wezwa-

nia przez PKO Leasing, czyli konkurenta spółki. Później do gry włączył się podmiot Hitachi Capital Poland, który również działa na tym samym rynku. Wydawało się, że tylko te dwa podmioty będą walczyć ze sobą o przejęcie, podnosząc ceny. Jednak prawdziwa walka pomiędzy wzywającymi rozegrała się od 20 do 26 lutego 2019. Po pierwsze, do gry włączył się fundusz *private equity* Pollen Street Capital, a dotychczasowi wzywający, widząc termin zakończenia ogłoszonych zapisów, zaczęli licytować się podnosząc ceny. Inwestorzy indywidualni natomiast zaczęli skarżyć się na uniemożliwienie im wyboru najkorzystniejszej oferty, co wynikało z zasady rozliczania wezwań stosowanej przez KDPW, dotyczącej konieczności złożenia zapisu na dwa dni przed końcem wezwania. W związku z tym inwestorzy indywidualni, przy tak krótkim czasie zmiany ceny w stosunku do końca wezwania, nie mogli odpowiadać na coraz wyższe oferty. Ostatecznie okazało się, że jeden z wzywających, jakim był fundusz *private equity*, znów podniósł cenę i cały proces rozciągnął się w czasie.

Jednak po tych wydarzeniach KNF wydał specjalną rekomendację dotyczącą zmian cen w wezwaniach. W związku z wątpliwościami inwestorów KNF wskazał, że zgodnie z § 8 ust. 1 Rozporządzenia (Rozporządzenie, 2017), podmiot nabywający akcje może, w terminie przeprowadzania wezwania, dokonywać zmiany ceny po jakiej mają być nabywane akcje lub zmiany parytetu zamiany, nie częściej jednak niż co 5 dni roboczych. Ponadto, zgodnie z ust. 2 powołanego paragrafu, cena po jakiej mogą być nabywane akcje może być zmieniona bez zachowania terminu o którym mowa w ust. 1, w przypadku gdy inny podmiot ogłosił wezwanie dotyczące tych samych akcji.

Przywołany przepis wyraźnie stanowi, że w przypadku dokonywania zmiany ceny w wezwaniu, obowiązuje odstęp 5 dni roboczych pomiędzy poszczególnymi

zmianami ceny w danym wezwaniu. W opinii UKNF, powyższy pięciodniowy termin należy liczyć od daty pierwszej zmiany ceny w wezwaniu, a nie od dnia ogłoszenia wezwania. Zgodnie z literalną wykładnią tego przepisu, po ogłoszeniu wezwania uprawniony podmiot może zmienić cenę w wezwaniu w dowolnym terminie, ale już kolejnych zmian ceny jest obowiązany dokonywać z zachowaniem odstępu co najmniej 5 dni roboczych od ostatniej zmiany. Ponadto, zdaniem UKNF zmiana ceny w wezwaniu w odstępach krótszych niż 5 dni roboczych jest możliwa jedynie w przypadku, gdy inny podmiot ogłosi wezwanie dotyczące tych samych akcji. Należy pamiętać przy tym, że zmiana ceny w wezwaniu ogłoszonym przez inny podmiot nie jest ogłoszeniem nowego wezwania, co oznacza, że w takim przypadku termin pięciodniowy nie może być skrócony.

Wezwanie na akcje Prime Car Management jest ciekawym przypadkiem z kilku powodów. Po pierwsze, po nim nastąpiła zmiana rekomendacji KNF dotyczących prowadzenia takich procesów. Po drugie, pokazuje ono, że wyceny oferowane na parkiecie GPW mogą nie odzwierciedlać wartości spółek. Wspomniano o tym przy okazji podawania powodów wycofywania spółek z notowań. Problemem rynku jest niska płynność oraz brak kapitału, szczególnie w segmencie małych i średnich spółek. Okazało się bowiem, że ostateczna cena w wezwaniu i przejęciu spółki była blisko czterokrotnie wyższa niż cena akcji w ostatnich miesiącach przed transakcją. Ponadto, przykład ten pokazał, że spółki w których akcjonariacie znajdują się głównie instytucje finansowe mogą stać się celami do przejęć, ponieważ taka transakcja jest dla inwestorów instytucjonalnych szansą na sprzedaż swojego pakietu akcji ze względu na niską płynność. Należy zatem spodziewać się kolejnych wezwań, które będą prowadzić do delistingu spółek.

Zakończenie

Zjawisko delistingu emitentów notowanych na GPW w ostatnich dwóch latach przybrało na sile. Jest ono tym bardziej negatywne dla rynku, że liczba spółek schodzących z parkietu przewyższa liczbę debiutów. Biorąc pod uwagę dane dostępne w rocznikach statystycznych publikowanych przez GPW oraz własne obserwacje autorów, jako główną przyczynę takiego stanu rzeczy można wskazać spadek atrakcyjności rodzimego rynku dla emitentów. Wynika on z zaostżenia przepisów dotyczących obowiązków informacyjnych, ale przede wszystkim zapewne z braku dostępu do nowego kapitału. Giełda służy pozyskiwaniu kapitału, a gdy nie może tego zapewnić to nie jest atrakcyjnym źródłem finansowania i nie spełnia jednej z podstawowych swoich funkcji. Należy też zwrócić uwagę na spadek zaufania do rynku, nasilony m.in. niewypłacalnością GetBack czy innymi zdarzeniami uderzającymi w wizerunek

rynku kapitałowego. Przez to inwestorzy indywidualni nie chcą lokować swoich nadwyżek na giełdzie. Dotyczy to zarówno inwestycji pośrednich poprzez fundusze inwestycyjne jak i bezpośrednich.

Jednocześnie spodziewamy się, że nadal więcej spółek będzie opuszczać parkiet niż na niego wchodzić. Rynek będzie się zmniejszał, a ponadto zmieni się jego struktura. Wyższe wyceny przedsiębiorstwa mogą bowiem uzyskać na rynku niepublicznym, szczególnie dotyczy to spółek z tzw. tradycyjnej gospodarki. Polska giełda może być jednak atrakcyjna dla spółek technologicznych, gdzie inwestorzy akceptują wysokie wyceny. Dobrym przykładem potwierdzającym ten trend może być zachowanie jednego z najbogatszych Polaków – Michała Sołowowa, który wycofał swoje spółki z tradycyjnych branż, takie jak Rovese, Barlinek czy Synthos z rynku publicznego, jednocześnie wprowadził na niego OncoArendi, innowacyjny podmiot z branży biotechnologicznej.

Bibliografia:

1. Lewandowski M. (2011), *Fuzje i przejęcia w Polsce na tle tendencji światowych*, Warszawa: WIG-Press.
2. Korpus J. (2014), *Fuzje i przejęcia. Kluczowe czynniki sukcesu i przyczyny niepowodzeń transakcji*, Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.
3. Korpus J. (2013), *Czynniki podatności spółek na wrogie przejęcia*. Warszawa: Oficyna Wydawnicza SGH.
4. Herdan A., Antolak L. (2005), *Połączenia przedsiębiorstw – teoria i praktyka*. Kraków: Instytut Ekonomii i Zarządzania UJ.
5. Szczepankowski P. J. (2000), *Fuzje i przejęcia. Techniki oceny opłacalności i sposoby finansowania*, Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.
6. Czerwonka L. (2011), *Wezwanie do sprzedaży akcji – ceny wezwań a nadzwyczajne stopy zwrotu*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Finanse, Rynki finansowe, ubezpieczenia nr 38. Szczecin: Wydawnictwo Uniwersytetu Szczecińskiego.

7. Królik-Kołtunik K. (2015), *Przymusowy wykup akcji na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie*, Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska, Sectio H Oeconomia 4.
8. Pietrzak E. (1999), *Projekcja rozwoju rynku kapitałowego, polityki kursowej i rynku walutowego oraz rynku pochodnych instrumentów finansowych do roku 2003*, Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową, Gdańsk 1999.
9. Regulamin Giełdy (2018), Regulamin Giełdy według stanu prawnego na 3.04.2018 r. https://www.gpw.pl/pub/GPW/files/PDF/regulacje/regulamin_gpw_30.04.18.pdf z dnia 24.04.2019 r.
10. Rozporządzenie (2017), Rozporządzenie Ministra Rozwoju i Finansów z dnia 14 września 2017 r. w sprawie wzorów wezwań do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji spółki publicznej, szczegółowego sposobu ich ogłaszania oraz warunków nabywania akcji w wyniku tych wezwań.
11. Ustawa (2005), Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, DzU 2005, nr 184, poz. 1539, art. 72.

Dr hab. **Waldemar Rogowski**, prof. nadzw. SGH, Szkoła Główna Handlowa
w Warszawie, wrogow@sgh.waw.pl

Dr **Kamil Gemra**, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, kgemra@sgh.waw.pl