

## Debiuty

### GPW

**Central European Pharmaceutical Distribution NV (CEPD)** – w drugiej połowie roku planowana jest emisja akcji właściciela sieci aptek, zlokalizowanych w Polsce, Wielkiej Brytanii i na Litwie. Nie jest pewne, czy emisja będzie miała charakter prywatny czy publiczny, ani nawet czy odbędzie się na GPW, czy też na innym rynku europejskim. CEPD, należąca w 100 proc. do Polskiej Grupy Farmaceutycznej, planuje ekspansję w regionie Europy Środkowo-Wschodniej.

**Dom Kredytowy Notus SA** – do KNF ma wkrótce trafić prospekt emisyjny jednego z liderów w branży pośrednictwa kredytów hipotecznych. DK Notus wybierał się na GPW już w 2008 r., jednak sytuacja ekonomiczna pokrzyżowała te plany. Spółka chce przeznaczyć środki na rozwój sieci placówek i zdobycie większego udziału w rynku.

**Krajowa Spółka Cukrowa SA** – trwają prace nad prospektem emisyjnym, który ma być gotowy w czerwcu br. 30 proc. akcji KSC przeznaczonych jest dla uprawnionych plantatorów oraz pracowników KSC. Uprawnieni do zakupu akcji będą mogli zaciągnąć pożyczkę na zakup akcji w specjalnie stworzonym przez KSC funduszu.

**MEX Polska SA** – grupa kapitałowa zarządzająca siecią lokali gastronomicznych i klubów muzycznych planuje ofertę publiczną i debiut na rynku głównym GPW w III kwartale br. Wartość oferty ma wynieść kilkanaście milionów zł. Obecnie KNF rozpatruje projekt emisyjny. Prezes spółki Paweł Kowalewski planuje wykorzystać korzystną sytuację na rynku i uzyskane środki przeznaczy na zakup nowych lokali.

**Photon Energy SA** – szykują się przenosiny z NewConnect na rynek główny GPW. Spółka działająca na rynku ogniw fotowoltaicznych chce rozbudowywać polski oddział, jak również wzmocnić swoją obecność na rynkach Włoch, Niemiec i Australii. Emisja akcji z prawem poboru ma przynieść 15-20 mln zł.

**Polska Grupa Odlewnicza SA i Zamet Industry SA** – spółki należą do grupy kapitałowej Famur, która planuje je wyodrębnić i upublicznić w III kwartale br. Na rynku działają samodzielnie, jednak wejście na giełdę ma umożliwić rzeczywistą wycenę rynkową, oraz większą samodzielność w finansowaniu działalności. Docelowo Famur SA będzie działać na rynku produkcji maszyn i urządzeń dla górnictwa podziemnego, PGO SA na rynku odlewniczym, zaś Zamet Industry SA na rynku budowy maszyn i konstrukcji stalowych.

**P.R.E.S.C.O. Group SA** – oferta publiczna i debiut spółki specjalizującej się w nabywaniu trud-

# RINGA czyli MAD po brytyjsku

Zjawisko *insider trading*, z racji swojej charakterystyki jest z reguły zjawiskiem bardzo trudnym do udowodnienia.

Jarosław Nowacki

Przyczyn tego należy szukać przede wszystkim w samej jego specyfice, polegającej najczęściej działaniu zamkniętego kręgu osób przekazujących sobie informacje poufne, przy jednoczesnym braku formalnych powiązań pomiędzy nimi oraz późniejszym działaniu przez te osoby na wysoce płynnych instrumentach finansowych.

Trudność w zidentyfikowaniu takich zjawisk znajduje co do zasady potwierdzenie w małej ilości trafiających do sądów spraw z zakresu *insider trading*, a tym bardziej w znikomej liczbie zapadających w tego typu sprawach wyroków skazujących. Tak spektakularne „wpadki” jak w przypadku głośnego skandalu związanego z wykorzystywaniem informacji poufnych w amerykańskim Galleon Group w 2009 roku są raczej rzadkością, chociaż w ich przypadku poraża oczywiście skala zjawiska (nieistniejący już obecnie fundusz zarządzał ponad 7 miliardami dolarów aktywów).

W skali UE, problematykę wykorzystywania informacji poufnych, jak również manipulacji instrumentami finansowymi reguluje dyrektywa 2003/6/EC w sprawie nadużyć na rynku – *Market Abuse Directive (MAD)* z 2003 roku. Wyznaczając minimalne standardy, dyrektywa ta zezwala jednak na odstępstwa „w górę”, a więc pozwala na funkcjonowanie reżimów krajowych bardziej restrykcyjnych niż przepisy dyrektywy. Chociaż więc wspólnym, minimalnym standardem europejskim (w tym także polskim) jest właśnie MAD, to jednak reżim dot. *insider trading* może się różnić w poszczególnych państwach członkowskich UE, czego przykładem są regulacje brytyjskie.

Obowiązujące w Wielkiej Brytanii akty regulujące rynek kapitałowy, w tym najważniejsze: *Financial Services and Markets Act (FSMA)* oraz *Code of Market Conduct*, nie zawierają prostej implementacji przepisów MAD. Reżim dotyczący market abuse funkcjonował już w Wielkiej Brytanii wcześniej i wbrew częstemu mniemaniu, tak jak w przypadku wielu innych regulacji brytyjskich, był bardziej restrykcyjny niż regulacje MAD. FSMA operuje przykładowo pojęciem tzw. *RINGA – relevant information not generally available*, które jest jedną z dwóch tzw. *sunset clauses* istniejących w FSMA w ramach przepisów o nadużyciach na rynku. *Sunset clauses* to klauzule o określonej „dacie ważności”, po upływie której wygasają, o ile ich czasokres obowiązywania nie zostanie przedłużony. *Sunset clauses* dotyczące *market abuse* pozostały po implementacji przez Wielką Brytanię dyrektywy MAD w 2005 roku, gdy zdecydowano, że część brytyjskich regulacji, które problem *insider trading* traktowały bardziej restrykcyjnie, pozostanie w reżimie prawnym powstałym po implementacji MAD. *Sunset clauses* dot. *market abuse* mają obowiązywać do końca 2011 roku, przy czym oczywiście data końcowa może zostać ponownie przedłużona, tak jak to miało już wcześniej miejsce.

Informacje określane jako RINGA według FSMA obejmują szerszą kategorię informacji niż informacje typu „inside” w rozumieniu MAD. Z regulacji dotyczących RINGA wynika również, iż do kategorii RINGA należeć będą również informacje, co do których nie ma potrzeby wykazania, iż zostały pozyskane od insidera. Stanowi to istotną różnicę w stosunku do zapisów dyrektywy MAD.

W przypadku RINGA wystarczy bowiem ustalenie, że informacje te mają istotny charakter (*relevant information*) oraz że nie są dostępne dla szerszego ogółu (*not generally available*); mamy tutaj więc do czynienia ze swego rodzaju domniemaniem „nielegalności” informacji, pomimo niemożności wykazania, iż informacje te pozyskane zostały od insidera (a więc niemożności wykazania relacji pomiędzy insiderem pierwotnym i wtórnym<sup>■</sup>). Takie zaprojektowanie zakresu RINGA umożliwia nadzorcy brytyjskiemu pociągnięcie do odpowiedzialności także tych osób, co do których brak jest możliwości udowodnienia od kogo lub w jaki sposób pozyskały informacje o charakterze poufnych, lecz co do których pewne jest, iż wykorzystując takie informacje podejmowały decyzje inwestycyjne. Za pośrednictwem *sunset clauses*, w zakresie reżimu *market abuse* kwalifikowane mogą być również sytuacje, w których podstawą określonego zachowania jest brak działania (*inaction*), który co do zasady nie jest objęty reżimem dyrektywy MAD. Przykładem takiej sytuacji może być niepublikowanie przez emitenta, pomimo istnienia takiego obowiązku, określonych informacji bieżących lub okresowych (posługując się terminologią prawa polskiego). Oczywiście uchybienie temu obowiązkowi skutkować będzie również odpowiedzialnością emitenta z tytułu uchybienia obowiązkowi informacyjnym, jednak w określonych sytuacjach (np. wystąpienie zdarzenia o niekorzystnym charakterze z punktu widzenia spółki oraz powzięcie decyzji o „przemilczeniu” tego faktu) tego rodzaju brak działania może stanowić właśnie wykorzystanie RINGA. Jeszcze innym przykładem zastosowania *sunset clauses* dot. *market abuse* mogą być też sytuacje, w których pomimo przekazania przez inwestora do brokera zlecenia sprzedaży danego instrumentu finansowego, inwestor odwołuje zlecenie z uwagi na pozyskanie RINGA wskazującego, że cena danego instrumentu w najbliższym czasie znacznie wzrośnie.

### Waga nadużyć

Chociaż *sunset clauses* pozwalają, teoretycznie, na większą elastyczność przy konstruowaniu aktu oskarżenia, to w przeciągu kilku ostatnich lat z informacji publikowanych przez nadzór bry-

tyjski (*Financial Services Authority*) nie wynika, by klauzule te były powszechnie wykorzystywane w praktyce nadzorczej oraz przez wymiar sprawiedliwości. Wydaje się, że większość ujawnianych przypadków nadużyć jest na tyle poważna, że chociaż rozstrzygane są po części przy wykorzystaniu koncepcji RINGA, to jednak pokrywają się z reżimem ustanowionym przez MAD i implementowanym do brytyjskiego porządku prawnego. Tłumaczy się to zarówno tym, iż szerszy zakres RINGA ma działanie „odstrasżające” potencjalnych insiderów od poruszania się w rejonach nie obejmowanych przez MAD, a obejmowanych przez RINGA, jak również tezą, iż przepisy te są w dużej mierze martwe z uwagi na znacznie utrudniony w porównaniu do MAD proces dowodzenia wykorzystania RINGA.

Jakkolwiek by nie zdecydować, faktem jest że „zachód” *sunset clauses* jest sukcesywnie przedłużany, chociaż za każdym razem przedkładane są analizy wskazujące na potencjalne oszczędności wynikające ze zlikwidowania dodatkowego reżimu wykraczającego poza MAD. Wydaje się więc, że Brytyjczycy, pomimo zaakceptowania standardu MAD, wolą jednak pozostawić w swoim reżimie prawnym koncepcje umożliwiające szersze podejście do zagadnienia insider trading, a więc uchwycenie zjawisk, których MAD w ogóle nie dotyczy. Ciekawe jest to, że w tym przypadku raczej nie mówi się o restrykcyjności dodatkowych przepisów, wydaje się więc, że w realiach brytyjskich potrzeba szerszego, bardziej elastycznego podejścia do tego typu przestępstw jest powszechnie akceptowana.

Jarosław Nowacki  
Associate  
JP Weber Advisory

■ **Insiderzy pierwotni** (*primary insiders*) – ich dostęp do informacji poufnych ma charakter stały i związany może być z wykonywaną funkcją lub zawodem (np. maklerzy, doradcy inwestycyjni) oraz insiderzy wtórni (*secondary insiders*) – którzy zapoznali się z informacją poufną za pośrednictwem innych osób, obojętnie czy było to zapoznanie celowe (np. *tippees*, czyli osoby którym celowo przekazano informacje poufne w celu ich wykorzystania) czy przypadkowe (tzw. *accidental insiders*).

nych do odzyskania wierzycelności ma się odbyć na przełomie czerwca i lipca br. Korzyścią z upublicznienia są środki finansowe na zakup portfeli wierzycelności oraz możliwość taniego finansowania długiem nowych inwestycji. Oferującym akcje spółki jest IPOPEMA Securities.

**Tamex Obiekty Sportowe SA** – wykonawca zewnętrznych obiektów sportowych po niedawnym debiucie na NewConnect, planuje w ciągu najbliższych dwunastu miesięcy znaleźć się na głównym parkiecie GPW. W br. spółka zamierza dokonać dwóch akwizycji podmiotów odpowiedzialnych za wykonanie mniejszych projektów. Tamex będzie koncentrował się jedynie na większych inwestycjach.

**Wittchen SA** – producent galanterii skórzanej planuje ofertę publiczną i debiut jesienią br. Prospekt emisyjny jest już rozpatrywany przez KNF. Zyski z emisji, szacowane na kilkadziesiąt mln zł, przeznaczone zostaną na rozbudowę sieci salonów oraz przejęcie firmy z branży. Właściciel firmy zamierza utrzymać kontrolę nad firmą.

**Work Service SA** – przedstawiciel branży pośrednictwa pracy i doradztwa personalnego złożył prospekt emisyjny w KNF. W wyniku emisji firma chce uzyskać 100 mln zł, które mają być przeznaczone na przejęcia bardziej wyspecjalizowanych firm z zakresu IT i inżynierii. Oferującym jest DM IDM SA.

### NewConnect

**Fachowcy.pl Ventures SA** – na przełomie II i III kwartału planowana jest oferta prywatna i debiut na rynku alternatywnym właściciela platformy Fachowcy.pl. Dzięki emisji spółka zamierza pozyskać do 800 tys. zł, które przeznaczone zostaną na powiększenie portfela usług, modernizację serwisu oraz wsparcie marketingowe. Poszerzenie bazy usług uwzględni także ekspansję na rynkach zagranicznych.

**Marka SA** – w połowie roku na rynku alternatywnym zamierza pojawić się specjalista od szybkich pożyczek gotówkowych, działający w regionie północno-wschodniej Polski. Spodziewana wartość oferty to 6 mln zł. Pieniądże pozwolą na pozyskanie stałego źródła finansowania, oraz mają zostać przeznaczone na otwarcie nowych biur w Rzeszowie, Olsztynie i Radomiu. Strategia długoterminowa zakłada działalność na terenie całego kraju.

**OPEN-NET SA** – operator telekomunikacyjny oferujący usługi telefonii stacjonarnej i internetowej rozpoczął ofertę prywatną. Na alternatywnym parkiecie ma się pojawić na przełomie II i III kwartału. Wartość emisji wynosi ponad 3 mln zł. Środki zostaną przeznaczone na rozwój oferty, struktur sprzedażowych oraz przejęcia lokalnych niewielkich operatorów. Autoryzowanym doradcą jest Nova Capital Advisors.

Opracował Paweł Perka