

**Artykuł: Mechanizmy funkcjonowania praw poboru z przykładami**

Data: 09.03.2006 r.

Prawo poboru - przywilej pierwszeństwa przy zakupie nowych akcji spółki przez jej dotychczasowych akcjonariuszy proporcjonalnie do liczby akcji już posiadanych.

Spółki, które potrzebują nowego kapitału na rozwój działalności decydują się często na emisję nowych akcji. Aby jednak zapobiec zmniejszeniu udziału w spółce przez dotychczasowych akcjonariuszy (na przykład przez założycieli firmy posiadających większościowy udział), przeprowadzają często tak zwaną emisję z prawem poboru. Dzięki wykorzystaniu prawa poboru dotychczasowi akcjonariusze mają możliwość zachować swój udział w kapitale zakładowym spółki decydując się na objęcie akcji nowej emisji zgodnie z przysługującym im przywilejem.

Nabycie praw poboru

Właścicielem praw poboru można się stać na dwa sposoby:

1/ Pierwsza możliwość polega na posiadaniu akcji danej spółki na dzień ustalenia prawa poboru. Uchwała o podwyższeniu kapitału zakładowego powinna wskazywać dzień, w którym posiadacze dotychczasowych akcji będą mieli prawo poboru nowych akcji (dzień ustalenia prawa poboru). Aby stać się właścicielem prawa poboru należy być właścicielem danego papieru (!). W przypadku akcji notowanych na giełdzie, z powodu 3-dniowego terminu rozliczania transakcji w KDPW, wiąże się to z koniecznością faktycznego zakupu akcji 3 dni sesyjne wcześniej. Zasada ta jest opisana w przykładzie 1.

Przykład 1.

d-3	d-2	d-1	d
Ostatni dzień uprawniający do nabycia akcji z prawem poboru	Można sprzedać akcje zachowując prawo do nabycia akcji nowej emisji		Dzień ustalenia prawa do poboru (KDPW)

2/ Druga możliwość stania się właścicielem praw poboru zakłada kupno ich na rynku wtórnym. Prawo poboru zazwyczaj jest przedmiotem obrotu jako samodzielny instrument. Można je nabyć od inwestorów, którzy nie decydują się skorzystać z tych praw i sprzedają je na giełdzie.

- Przedmiotem obrotu na giełdzie jest prawo poboru z jednej akcji
- Jednostką transakcyjną jest jedno prawo poboru
- W przypadku praw poboru nie są przyjmowane zlecenia PCR, PCRO i PKC
- Nie są stosowane widełki cenowe ograniczające maksymalne wahania kursu notowanych praw poboru

Wartość prawa poboru i jego wpływ na cenę akcji

Główna zasada zakłada, że cena prawa poboru zależy od trzech czynników: ceny rynkowej starych akcji, ceny emisyjnej akcji nowej emisji oraz od liczby praw poboru potrzebnych do objęcia jednej akcji nowej emisji. Znana jest również inna zależność. Wpływ na cenę prawa poboru ma także czas, jaki pozostał do zapisania się na nowe akcje. Wzajemny wpływ tychże czynników powoduje, że cena rynkowa praw poboru często odbiega od ceny wynikającej z prostego uwzględnienia jedynie różnicy między ceną starej i nowej akcji.

Ponieważ prawo poboru jest notowane na giełdzie, jego cena jest ceną rynkową. Teoretyczna wartość prawa poboru jest zaś szacowana na podstawie różnicy między ceną rynkową akcji (M) i ceną emisyjną nowych akcji (S). Na wartość teoretyczną prawa poboru ma wpływ również liczba praw

niezbędna do objęcia jednej nowej akcji (N). Ostatecznie Wartość prawa poboru (V) jest wyrażona wzorem:

$$V = (M - S)/(N + 1)$$

gdzie,

M - cena rynkowa starych akcji

S - cena emisyjna nowych akcji

N - liczba praw poboru niezbędna do objęcia jednej akcji nowej emisji (jeśli wartość nowej emisji przekracza wartość dotychczasowych kapitałów wtedy N ma wartość mniejszą od 1)

Jeśli spółka nie podała ceny emisyjnej do dnia ustalenia prawa poboru, kurs nie jest korygowany sztucznie. W dniu (d-2) kursem odniesienia akcji jest zamknięcie w dniu (d-3). Natomiast w ciągu sesji (d-2) rynek antycypując cenę emisyjną sam dyskontuje kurs o wartość prawa poboru. W momencie podania oficjalnej informacji o cenie emisyjnej, kurs oczywiście nie będzie już korygowany.

Przykład 2.

Kapitał akcyjny spółki dzieli się na 500 000 akcji. Cena rynkowa akcji wynosi 40 PLN. Spółka decyduje się na zwiększenie kapitału zakładowego o połowę poprzez nową emisję akcji na zasadach prawa poboru. Zatem akcjonariuszom zostanie zapisanych 500 000 praw poboru. Do objęcia jednej nowej akcji potrzebne są zatem dwa prawa poboru (spółka emituje 250 000 nowych akcji), jeśli cena emisyjna jest podana przed dniem ustalenia prawa poboru i wynosi 7 PLN, to hipotetyczna wartość prawa poboru wynosi:

$$V = (40 - 7)/(2 + 1) = 11$$

Hipotetyczna wartość prawa poboru ma duże znaczenie ponieważ wpływa na kurs odniesienia ceny starych akcji. W dniu (d-3) obliczana jest wartość prawa poboru. Na następnej sesji giełdowej (d-2) cena odniesienia starych akcji jest korygowana właśnie o teoretyczną wartość praw poboru. W naszym przypadku na sesji (d-2) kursem odniesienia będzie:

$$M(d-2) = M(d-3) - V = 40 - 11 = 29 \text{ PLN}$$

Oczywiście kurs na sesji (d-2) będzie znów ustalany przez rynek nie mniej jednak wszelkie zmiany procentowe będą obliczane względem kursu odniesienia ustalonego przez wykorzystanie w/w formuły.

Wykorzystanie praw poboru

Załóżmy, że inwestor w dniu ustalenia prawa poboru miał 100 akcji. Wykorzystując dane z przykładu 2 nasz inwestor otrzymał 100 praw poboru. Zgodnie z tym w ustalonym terminie może złożyć *zapis podstawowy* na 50 akcji nowej emisji płacąc za każdą akcję cenę 7 PLN (razem 350 PLN). W tych samych terminach można złożyć tzw. *zapis dodatkowy*. Polega on na tym, że można zapisać się na wartość nie przekraczającą całej emisji niezależnie od ilości posiadanych praw poboru. Akcje, które nie będą objęte zapisem podstawowym będą proporcjonalnie przydzielone właśnie tym inwestorom, którzy zapisali się w terminie dodatkowym. Jeśli jednak zdarzy się, że nowa emisja się nie powiedzie (nie zostanie objęta w całości lub w wielkości minimalnej określonej w prospekcie nowej emisji), spółka może postanowić o dodatkowym terminie zapisów dla wybranych inwestorów. Często jest to inwestor strategiczny, który wcześniej wyraził chęć „zagwarantowania” nowej emisji w przypadku jej nie objęcia w normalnym trybie. Warunki objęcia przez inwestora strategicznego nie mogą się różnić jednak od tych ustalonych w prospekcie, obowiązujących przy zapisach podstawowym i dodatkowym.

Jeżeli inwestor posiadający prawa poboru nie złoży zapisu na akcje nowej emisji lub też nie sprzeda tychże praw na rynku wtórnym, wraz z upływem terminu składania zapisów na nowe akcje, prawa poboru zostaną wyksięgowane z rachunku inwestora. Jeśli inwestor nabyłby prawa poboru na giełdzie, a nie złoży zapisu, straci nie tylko prawa poboru, ale również gotówkę wydaną na ich nabycie.

Po zakończeniu zapisów akcje nowej emisji księgowane są na rachunku inwestora. Aby umożliwić inwestorom handel przydzielonymi akcjami jeszcze przed zarejestrowaniem emisji w sądzie

i asymilacją w KDPW z akcjami już notowanymi na giełdzie, akcje nowej emisji często zostają wprowadzone do handlu na giełdzie pod postacią tzw. praw do akcji (PDA) i są notowane równolegle ze starymi akcjami. Po zarejestrowaniu nowych akcji w KDPW następuje ich asymilacja ze starymi i od tej pory notowane są łącznie pod tym samym kodem.

Michał Cichosz
Dom Maklerski BZ WBK S.A.