Peter Ligezinski

W ostatnich kilku tygodniach (kwiecień – maj 2012) mogliśmy obserwować przykład drastycznego „strzyżenia owieczek" podczas debiutu giełdowego firmy Facebook. Przy tym chciałbym powiedzieć, że to „strzyżenie" nie jest w ogóle związane z faktem, że w międzyczasie akcje firmy straciły prawie 30 proc. swej początkowej wartości. Pierwszy etap odbył się w pierwszym dniu debiutu giełdowego, a z punktu widzenia banków emitujących akcje oraz samej firmy był on bardzo dobrze przygotowany.
Przyjrzyjmy się może na początku ogólnym mechanizmom debiutów giełdowych. Mechanizmy te są zawsze takie same. Pierwszym krokiem jest stworzenie firmy. Grupa inwestorów – rodzina, przyjaciele, znajomi, „anioły biznesu" – składają swój kapitał i rejestrują swoją spółkę akcyjną. Każdy z nich jest właścicielem (współudziałowcem) nowej firmy, udział każdego z nich jest proporcjonalny do wpłaconego kapitału i jest reprezentowany przez posiadanie pewnej ilości wewnętrznie wystawionych akcji. Taka spółka akcyjna zobowiązana jest do prowadzenia działalności gospodarczej zgodnie z obowiązującymi prawami w kraju rejestracji. Dotyczy to w szczególności obowiązku prowadzenia księgowości i rozmaitych publikacji dotyczących jej działalności.
Firma korzysta ze swego początkowego kapitału, prowadzi działalność gospodarczą, wypłaca udziałowcom zyski i naturalnie wszyscy są zainteresowani w jej wzroście: większa produkcja, więcej sprzedaży, większe zyski, więcej klientów, itd., itp. Z ekonomicznego punktu widzenia wartość firmy wzrasta.
W końcu przychodzi ten magiczny moment: bilanse firmy są zdrowe i pokazują konsekwentny wzrost zysków oraz brak ryzyka finansowego – firma jest już tak duża (i znana), że jej pierwsi akcjonariusze chcą kontrolować większy kapitał, aby zapewnić jeszcze szybszy wzrost firmy. Właściciele decydują się na sprzedaż części swoich udziałów oraz emisję nowych akcji i w ten sposób chcą zdobyć dodatkowy kapitał na rynkach kapitałowych, akceptując fakt, że część udziałów firmy przechodzi w ręce anonimowych akcjonariuszy.
Właściciele podejmują decyzję „wejścia" na giełdę. Rozmawiają ze specjalistami bankowymi, przygotowują umowy z bankami oraz z giełdą (NYSE, Nasdaq, DAX, LSE, itd.), na której akcje firmy będą sprzedawane. Zapewniają też spełnienie wymagań legislacyjnych związanych z regularnym meldowaniem (publikowaniem) swoich danych finansowych. Jest to połączone z emisją nowych, dodatkowych akcji, które zostaną sprzedane podczas debiutu giełdowego.
Nie należy zapomnieć o roli banków w tym momencie: banki, opierając się na przedstawionych im danych finansowych i rynkowych, wyceniają firmę i przygotowują odpowiednie broszury emisyjne. Przygotowują również odpowiednie umowy prawne z firmą. Umowy te regulują zasady emisji, rozliczeń i oczywiście w pewnym zakresie redukujące odpowiedzialność za błędną wycenę wartości firmy. Mnóstwo pracy dla grupy projektowej: prawnicy i ekonomiści mają pełne ręce (głowy) roboty. Produktem są dokumenty.
Zazwyczaj emisję nowych akcji prowadzi konsorcjum banków (pod kierownictwem jednego z nich), które w dniu emisji „zakupują" przeznaczone do debiutu akcje (stare i nowe) od firmy i sprzedają je przez giełdę za określoną cenę emisyjną. Już przed tą operacją potencjalni klienci składają zamówienia w swoich bankach (lub u swoich brokerów). Zamówienia te pozwalają bankom emitentom określić, czy planowana sprzedawana ilość akcji może być rzeczywiście sprzedana na rynku kapitałowym lub mówiąc inaczej czy rynek przyjmie planowaną emisję.
Ważną decyzją jest określenie ile procent udziałów zostanie oddane przyszłym, anonimowym akcjonariuszom, którzy będą mogli handlować akcjami na giełdzie. Po debiucie giełdowym

właściciele nie będą już posiadali absolutnej kontroli nad firmą. Kapitał wynikający ze sprzedaży ich własnych akcji zasila ich prywatne majątki. Kapitał otrzymany za nowo wyemitowane akcje zasila firmę.
Uproszczony przykład takiego debiutu może wyglądać następująco:
Firma X posiada wpłacony kapitał w wysokości 1 mln US$ podzielony na 100 mln akcji o wartości nominalnej 1 centa. Kapitał ten jest podzielony pomiędzy 5 udziałowców, każdy z nich posiada po 20 mln akcji (każdy z nich wpłacił 200 tys US$). Oznacza to, ze każdy z udziałowców posiada 20 proc. firmy. Przy debiucie giełdowym zostaje wyemitowanych dodatkowe 50 mln akcji. Na giełdzie zostanie sprzedane 75 mln akcji (50 proc. udziałów firmy) – 50 mln nowych akcji i 25 mln akcji z portfeli indywidualnych udziałowców.
Opierając się na rezultatach finansowych firmy, banki dokonują jej wyceny przed debiutem. Wycena opiera się nie tylko na typowych analizach przeszłych bilansów, ale uwzględnia również plany biznesowe analizujące, jaki wpływ na firmę będzie miał nowy kapitał uzyskany w debiucie giełdowym.
Banki szacujące wartość firmy postępują naturalnie w pełnym majestacie prawa i ogólnie obowiązującej wiedzy ekonomicznej i handlowej: analiza bilansów wykonana zostaje według generalnych zasad prowadzenia księgowości, plany biznesowe przygotowywane są zgodnie z generalnie akceptowanymi zasadami opracowywania takich planów. Broszury emisyjne, meldunki do giełdy, meldunki do urzędów regulujących rynki kapitałowe, itd. spełniają obowiązujące wymagania prawne.
Najciekawszym elementem tych działań przygotowawczych jest schemat wyceny opierający się na możliwym zysku z kapitału. To oznacza, że jeżeli firma konsekwentnie jest w stanie wygospodarować 200 mln US$ rocznego zysku i typowy rynkowy zysk z kapitału jest w granicach 5 proc., to wartość szacunkowa firmy wynosi około 4 miliardy US$. A więc można powiedzieć, że jedna akcja firmy jest warta 26,66 US$. Oznacza to, że firma otrzyma około 1.33 miliarda US$ za sprzedane 50 mln sztuk nowych akcji, a dotychczasowi udziałowcy otrzymają około 665 mln US$ za sprzedaż swoich 25 mln akcji. W sumie będzie to debiut o wartości około 2 miliardów US$.
Po debiucie 50 proc. firmy należy do anonimowych akcjonariuszy, a początkowi właścicieli kontrolują po tym już tylko 50 proc. firmy. Każdy z pierwotnych akcjonariuszy otrzymuje po około 132 mln US$, a nowy kapitał na kontach firmy (około 1,33 miliarda US$) otwiera nowe horyzonty dalszego rozwoju.
Spójrzmy dokładniej na taki debiut. Banki biorące udział w wycenie firmy, przygotowaniu emisji akcji i przeprowadzeniu debiutu giełdowego kasują około 2 do 10 proc. od wartości sprzedanych akcji. W przypadku naszej firmy X banki skasują więc od około 40 mln US$ do 200 mln US$. Mówiąc inaczej banki kupują od firmy akcje z dyskontem 2 proc. do 10 proc. i sprzedają je na giełdzie za ustaloną cenę emisyjną.
Brokerzy dokonujący operacji zakupu i rozliczeń emisji debiutanckiej otrzymują opłaty od każdej transakcji – opłaty są ponoszone przez kupujących nowe akcje. Zakładając, że 75 mln akcji zostaje zakupione poprzez wykonanie 100 tys. indywidualnych transakcji zakupu i opłata brokerska wynosi 10 US$ za transakcję, brokerzy kasują tylko w dzień debiutu około 1 mln US$. Część tych przychodów muszą przeznaczyć na opłaty transakcyjne na giełdzie.
Również giełda otrzymuje opłaty od każdej transakcji. Opłaty te ponoszą w gruncie rzeczy brokerzy. Struktura tych opłat jest skomplikowana i zależy od ilości kupowanych akcji w pojedynczej transakcji, a brokerzy kumulują zamówienia, tak aby zminimalizować ilość transakcji składanych na giełdzie.

Podsumowując dzień debiutu należy stwierdzić, że wielu inwestorów (osoby prywatne, banki inwestycyjne, fundusze emerytalne, publiczne fundusze inwestycyjne, itd.) wypłaciło ze swoich zasobów kapitałowych około 2 miliardów US$ otrzymując za to 75 mln sztuk akcji (50 proc.) firmy X.
Banki przeprowadzające debiut giełdowy zarejestrowały i otrzymały natychmiastowy realny przychód 40 do 200 milionów US$. Brokerzy otrzymali swoje opłaty brokerskie za każdą transakcję. Giełda otrzymała również swoje opłaty transakcyjne. Gdyby rynek nie przyjął akcji oferowanych przez banki emisyjne, banki musiałyby zatrzymać niesprzedane akcje w swoich portfelach. Z tego powodu prowadzone są zapisy przed emisją.
Wszystko to odbyło się zgodnie z obowiązującym prawem. Każdy biorący udział w tych transakcjach działał zgodnie z obowiązującymi kontraktami i umowami.
Akcje firmy X zaczynają od tego momentu żyć swoim własnym życiem na giełdzie, zaczyna się ich handel. Brokerzy i giełda cieszą się z jak największej „mobilności" akcji, ponieważ każda transakcja (kupna i sprzedaży) zapewnia im opłaty.
Ciekawy jest też pierwszy dzień na giełdzie. Wielu kupujących zaczyna spekulować „w czasie rzeczywistym". Osoby i firmy, którym nie przydzielono zamówionych akcji są gotowi zapłacić więcej za każdą akcję i oferują wyższe ceny. Ustalona cena emisyjna jest niższa od ceny oferowanej, klienci giełdy, którzy kupili po cenie emisyjnej mogą już w pierwszym dniu zarobić. Jeżeli okaże się, że ceny spadają (za mało kupujących) każda sprzedaż akcji kupionych po cenie emisyjnej przynosi straty.
Naturalnie każdy kupujący akcje w debiucie oczekuje, że wartość akcji będzie nieustannie rosła. Dopóki liczba chętnych do zakupu akcji jest większa od liczby chętnych do sprzedaży swych akcji, można liczyć się ze wzrostem wartości jednej akcji. Jeżeli jednak management firmy nie zapewni wypracowania oczekiwanych zysków (dywidend), to stwór nazwany rynkiem zredukuje wartość akcji. I tutaj może się okazać, że właściciel akcji kupionych za 10.000 US$ może otrzymać od rynku nie więcej niż US$ 5.000, a w przypadku najbardziej drastycznym może okazać się, że posiadane akcje są bezwartościowe (firma bankrutuje). Należy wiedzieć, że prawdziwa realizacja strat lub kasowanie zysków kapitałowych następuje dopiero w momencie, gdy akcjonariusz sprzedaje posiadane przez niego akcje po cenie rynkowej obowiązującej w momencie sprzedaży.
Zauważ drogi czytelniku, że ani banki, ani brokerzy, ani pośrednicy nie są odpowiedzialni za jakiekolwiek wydarzenia na rynku akcji. Jeżeli akcje stają się mniej warte po debiucie, mówi się, że krótkoterminowe oczekiwania wzrostu kursu nie spełniły się, lecz akcje mają przecież potencjał dalszego rozwoju.
Na debiucie zarabiają instytucje, które sterowały debiutem. Brokerzy i giełdy zarabiają systematycznie pobierając opłaty za każdą transakcję. Właściciele spółek debiutujących na giełdzie stają się ludźmi bogatymi oddając swe spółki w „ręce rynku kapitałowego" i otrzymując bardzo duże sumy, jako rekompensatę za pozbycie się swoich udziałów. Jest to wspaniały świat.
Wróćmy do wydarzeń, które towarzyszyły debiutowi firmy Facebook. Proszę przy tym nie oczekiwać ode mnie, że przedstawię jakąkolwiek opinię o firmie Facebook. Wydarzenia, które towarzyszyły debiutowi i pierwszym tygodniom po debiucie są bardziej intrygujące.
Przed debiutem giełdowym zwiększono ilość akcji przeznaczonych na sprzedaż i ustalono cenę jednostkową debiutu. Równocześnie już przed debiutem było wiadomo, że planowane możliwe rezultaty finansowe firmy prezentowane w dokumentacji emisyjnej są zawyżone. Ale, tylko większe banki inwestycyjne i fundusze otrzymały te informacje bezpośrednio od konsorcjum

emisyjnego. Rzesze inwestorów indywidualnych nie zostały o tym oficjalnie poinformowane. Jakkolwiek dane te zostały opublikowane na rozmaitych stronach internetowych.
W dniu debiutu giełdowego giełda Nasdaq nie była w stanie terminowo rozliczyć wszystkich zleconych transakcji tymi akcjami. Inwestorów poinformowano, że systemy informatyczne były przeciążone. Giełda Nasdaq pracuje nad rozwiązaniem wypłat rekompensat dla inwestorów, którzy z tego powodu ponieśli straty. Szwajcarski bank UBS stwierdził, że tylko przez tego typu błędy poniósł on straty w wysokości ponad 300 milionów US$. Sytuacja ta doprowadziła do tak mocnego rozgoryczenia niektórych inwestorów, że rozpoczęli oni postępowanie sądowe przeciwko bankom prowadzącym debiut giełdowy. Jeden z dyrektorów Morgan Stanley (Gorman) stwierdził w The Wall Street Journal, że inwestorzy indywidualni byli naiwni i dokonali zakupu akcji opierając się na błędnych wyobrażeniach, z czego można wywnioskować, że nie przejawili oni odpowiedniego i głębokiego zainteresowania prawdziwym stanem finansowym firmy Facebook.
W przeciągu trzech tygodni po debiucie akcje Facebook'a straciły prawie 30 proc. swej debiutanckiej wartości. Należy tu jednak nadmienić, że nie jest to jedyna firma, której akcje tracą na wartości po debiucie. Co pewien czas zdarzają się takie debiuty. Cóż, takie są prawa rynku.
A jednak, banki prowadzące debiut skasowały swoje opłaty, brokerzy i giełda skasowały również swoje opłaty. Rzesze inwestorów indywidualnych (a byli to w zasadzie użytkownicy Facebook'a nie znający mechanizmów rynków kapitałowych), którzy chcieli „zagrać na giełdzie" muszą obecnie zaakceptować dalszy rozwój cen akcji Facebook'a i w sensie prawnym nie mogą liczyć na jakąkolwiek rekompensatę za tracące na wartości akcje, które zakupili podczas debiutu. A dla wielu z nich, małych ciułaczy lub młodych ludzi, zakup tych akcji oznaczał w gruncie rzeczy emocjonalną chęć posiadania tych akcji. Coś w tym jest.
Przyjrzyjmy się mechanizmowi tego strzyżenia owieczek oraz zastanówmy się nad ludzkimi emocjami, które umożliwiły tego typu akcję, bez jakiejkolwiek kwantyfikacji i wartościowania postaw aktorów biorących udział w tych wydarzeniach. Wydaje mi się, że tego typu debiut stał się wydarzeniem dającym wiele do myślenia.
Z jednej strony gigantyczne wartości kapitałowe zostały przesunięte, było to więc wydarzenie finansowe. Wszystko odbyło się w majestacie prawa. Wielu inwestorów dokonało zakupu akcji. Ci, którzy je zatrzymali, muszą czekać na lepsze czasy. Ale bez wyjątku zarobili ci, którzy je sprzedawali lub pośredniczyli w ich sprzedaży.
Z drugiej strony wiele osób prywatnych zdobyło bardzo duży majątek lub duże bonusy. Można sobie postawić pytanie, czy nie był to ukryty cel ich działalności podczas przygotowywania debiutu – każdy, kto brał udział w tym projekcie ze strony banków i pierwszych udziałowców chciał „zrobić" kasę.
Z trzeciej strony było to wydarzenie socjalne, a być może socjologiczne – debiutująca na giełdzie firma udostępniająca ludziom natychmiastową komunikację stała się dla jej użytkowników wzorem wzrostu i poruszyła swych użytkowników dając im wiarę w natychmiastowy wzrost wartości jej akcji. Czyż nie można tego nazwać idealnym złudzeniem?
Mówiąc o ludzkich emocjach, można stwierdzić, że ludzka pazerność motywowała wszystkich aktorów: banki i inwestorów. Ci, którzy planowali i przygotowywali całą akcję, trafili dobrze. Ci, którzy emocjonalnie i optymistycznie oczekiwali cudu muszą poczekać. Należy tutaj pamiętać, że wielu kupujących akcje podczas debiutów niektórych firm (Apple, Microsoft) wzbogaciło się na tej transakcji – po latach. Czy wartość Facebook'a będzie w przyszłości też tak wzrastała? Tego nie może dziś przewidzieć nikt.

Peter Ligezinski *- absolwent Wydziału Fizyki Uniwersytetu Warszawskiego (1968). Od 1973 działalność zawodowa poza granicami Polski. Od 1976 zatrudniony w instytucjach finansowych i w bankach w Austrii, Szwajcarii, Wielkiej Brytanii. Specjalista w zakresie organizacji pracy i w zakresie automatyzacji procesów finansowych. Pisze, prowadzi wykłady, jest konsultantem w projektach, które są interesujące.*