



MATEUSZ HYŻY  
starszy analityk inwestycyjny, Grupa Trinity SA



# Kapitał na rozwój: gdzie go zdobyć i jakim kosztem

**Gdy się analizuje potencjalne projekty inwestycyjne, prędzej czy później przedmiotem rozważań stają się możliwości ich finansowania. Szukając środków pieniężnych na rozwój, warto pamiętać o Gieldzie Papierów Wartościowych w Warszawie, która może zapewnić nie tylko kapitał, ale także prestiż.**

Rozwój przedsiębiorstw jest uzależniony od wydatków ponoszonych na inwestycje – taka konkluzja nie jest obca żadnemu członkowi kadry kierowniczej, niezależnie od wielkości czy segmentu działalności firmy. Widoczne jest to szczególnie w przypadku mniejszych przedsiębiorstw, co potwierdzają dane statystyczne. W ciągu kilku ostatnich lat wskaźnik przeżycia inwestujących jednostek MSP był znacznie wyższy niż tych, które nie poczyniły takich kroków.

Wraz z rozwojem firmy rośnie także zakres instrumentów oraz rynków, z których może ona pozyskiwać kapitał. Zwiększa się zatem elastyczność w doborze najbardziej odpowiedniego finansowania. Wrażenie, iż dla spółek zaliczanych do sektora małych i średnich przedsiębiorstw jedynym wyjściem na pozyskanie funduszy jest kredyt bankowy, to wyłącznie mit. Alternatywę stanowi chociażby przeprowadzenie emisji papierów dłużnych lub (dopuszczając finansowanie udziałowe) oferta akcji dedykowana do inwestorów typu venture capital / private equity bądź też inwestorów indywidualnych obecnych na rynku NewConnect.

## Catalyst – alternatywa dla kredytu

Po wyczerpaniu się nadwyżek finansowych wygenerowanych w toku prowadzonej działalności (zyski zatrzymane) kolejnym źródłem finansowania powinien być kapitał dłużny. Fundusze można w ten sposób pozyskać np. poprzez emisję obligacji korporacyjnych. Ich przewaga w stosunku do kredytu inwestycyjnego wynika z szerszych możliwości wykorzystania pozyskanych środków oraz większej elastyczności w kształtowaniu warunków i terminu spłaty. Charakterystyczną cechą papierów dłużnych są mniej restrykcyjne wymagania w stosunku do konwentant, co przekłada się na mniejsze prawdopodobieństwo wystąpienia sytuacji, w której konieczny staje się nagły zwrot udostępnionych środków.

W konsekwencji obligacje dają przedsiębiorstwu bardzo szerokie pole możliwości w zakresie planowania finansowego. Jest to szczególnie istotne w przypadku wykorzystania jednej z podstawowych technik



zarządzania ryzykiem płynności, a mianowicie dążenia do jego ograniczenia poprzez dostosowanie terminów wymagalności płatności za udostępniony kapitał do okresu oraz wielkości generowanych przepływów pieniężnych z projektu (okres zapadalności aktywów).

Pomimo przytoczonych zalet emisja obligacji jest często postrzegana jako rozwiązanie droższe niż kapitał udziałowy, bowiem nie dość, iż wymagane są okresowe płatności w ramach wynagrodzenia za udostępnione środki pieniężne, to jeszcze w momencie zapadalności obligacji konieczna jest spłata wartości nominalnej pożyczonej kwoty. Tok rozumowania wydaje się poprawny, niemniej należy tutaj rozważyć dwie podstawowe kwestie: ograniczonego wpływu obligatariuszy na decyzje kadry zarządzającej odnośnie do bieżącego funkcjonowania spółki oraz – w przypadku standardowych papierów bez opcji dodatkowych – braku partycypacji obligacji w wypracowanych zyskach, co ni mniej, ni więcej sprowadza się do wykorzystania pozytywnego efektu dźwigni finansowej.

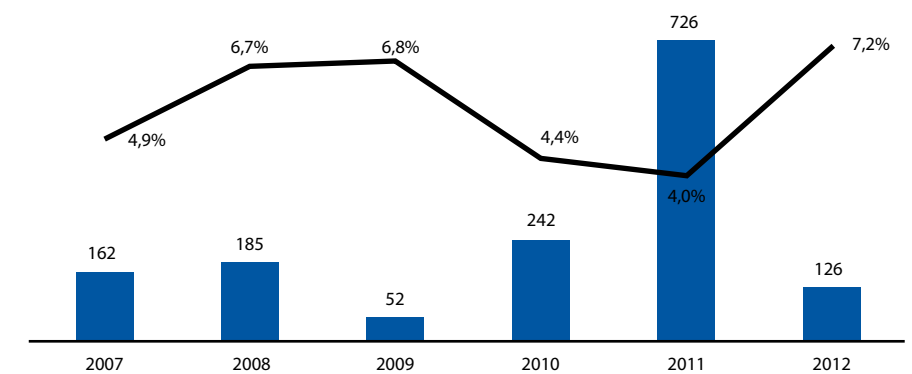
## Odsetek obligacji korporacyjnych rośnie

Dane zaprezentowane przez agencję Fitch Polska wskazują, iż na koniec drugiego kwartału 2012 r. wartość obligacji przedsiębiorstw z terminem zapadalności powyżej jednego roku wyniosła przeszło 29,2 mld zł, co rok do roku oznaczało wzrost na poziomie 51,6%. Doprowadziło to do osiągnięcia przez segment papierów korporacyjnych już przeszło dwudziestosięmioprocentowego udziału w całym rynku nieskarbowych papierów dłużnych.

Wykorzystanie potencjału obligacji komercyjnych wśród inwestorów umożliwiło również usystematyzowanie przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie rynku wtórnego, czego efektem było uruchomienie 30 września 2009 r. Catalyst. Ten składający się z czterech platform obrotu rynek umożliwił nie tylko pozyskanie kapitału w formie emisji obligacji przez mniejsze podmioty, ale również przyczynił się do wzrostu zainteresowania klientów indywidualnych inwestycjami w tego typu papiery. Według stanu na koniec sierpnia bieżącego roku na rynku notowanych było 212 serii obligacji korporacyjnych o łącznej wartości nominalnej ponad 43,3 mld zł, choć należy jasno zaznaczyć, iż ponad 28,2 mld zł stanowiły w tej grupie obligacje wyemitowane przez Bank Gospodarstwa Krajowego.

Rynek długu może być zatem interesującym źródłem pozyskania kapitału, w szczególności gdy odbuduje się koniunktura na obligacje zachwiana m.in. czerwcowymi problemami emitentów z sektora budowlanego. Kluczowymi parametrami decydującymi o sensow-

**Wielkość ofert prywatnych na rynku NewConnect (mln zł) wraz ze średnim kosztem pozyskania kapitału wyrażonym jako procent wartości oferty**



Źródło: Grupa Trinity SA na podstawie danych GPW

ności pozyskania kapitału z wykorzystaniem emisji obligacji jest okres zapadalności papieru, rodzaj oraz wysokość oprocentowania i zabezpieczenia emisji, jak również zakres opcji dodatkowych związanych z papierem. Niezastąpiona w wyważeniu istotności poszczególnych parametrów jest rola doradcy transakcyjnego/oferującego, który – odpowiadając za sukces plasowania oferty – musi dążyć do zaspokojenia w optymalny sposób nie tylko interesu emitenta, lecz także wymagań stawianych przez potencjalnych obligatariuszy.

## Giełda – nie tylko dla największych

Przeciwnym biegunem obligacji jest pozyskanie kapitału w ramach emisji akcji, w której to w zamian za środki pieniężne oddawana jest część własności przedsiębiorstwa. Standardowo przyjęło się, że proces odbywający się na rynku publicznym, tzn. pierwsza publiczna oferta akcji (IPO) oraz późniejsze pozyskanie kapitału w ramach SPO są niejako zwieńczeniem rozwoju firmy. Nie należy jednak zapominać, iż giełda to nie tylko miejsce dla podmiotów dojrzałych, posiadających milionowe zyski, ale również dla jednostek sektora MSP mających ambicję, by wykorzystać zalety płynące z tytułu posiadania statusu spółki giełdowej. W ramach rynku publicznego wyróżnia się przy tym rynek główny GPW oraz potocznie nazywany młodszym bratem parkietu głównego – rynek NewConnect.

Ten ostatni powinien być przedmiotem zainteresowania głównie mniejszych podmiotów. Łączy bowiem zalety rynku regulowanego z mniejszymi obwarowaniami prawnymi. Jest to możliwe dzięki oparciu funkcjonowania rynku na formule Alternatywnego Systemu Obrotu, co de facto sprowadza się do zmiany podmiotu nadzorującego z Komisji Nadzoru Finansowego na GPW.

Jedną z przesłanek utworzenia rynku w roku 2007 miało być dostarczenie miejsca pozyskania kapitału dla mniejszych i perspekty-

wicznych firm, w szczególności z sektorów powszechnie uważanych za innowacyjne, jak np. biotechnologia. Mimo że z dzisiejszej perspektywy założenie o innowacyjności możemy uznać za mrzonkę, w żaden sposób nie umniejsza to znaczenia NewConnect jako miejsca pozyskania kapitału. W ciągu 5 lat funkcjonowania spółki w ramach ofert pierwotnych pozyskały kwotę ponad 1,49 mld zł, z czego ponad 1,3 mld zł stanowił przepływ do spółki w ramach nowej emisji akcji.

Gdy do przytoczonych wyżej wartości doda się również wtórne emisje przeprowadzone już podczas funkcjonowania emitentów na rynku giełdowym, kwota pozyskanego kapitału wzrasta do ponad 2,5 mld zł (ponad 30% spółek obecnych na NewConnect skorzystało z tej szansy). NewConnect zajął zatem istotne miejsce w architekturze polskiego rynku kapitałowego.

Wśród potencjalnych przesłanek, które należy rozważyć, planując pozyskanie finansowania udziałowego z rynku giełdowego, są również takie elementy jak chociażby obowiązki związane z dostosowaniem struktury korporacyjnej do wymagań prawa czy obowiązki informacyjne. Oczywiście, ich wypełnianie – choćby w zakresie informowania o istotnych zdarzeniach w spółce – można również skutecznie wykorzystać do kreowania pozytywnego wizerunku firmy pośród inwestorów.

W zamian otrzymuje się nie tylko kapitał na dalszy rozwój, lecz także prestiż, jaki daje posiadanie statusu spółki giełdowej, oraz promocję spółki choćby w mediach biznesowych, co umiejętnie wykorzystane może przełożyć się na dodatkowy wzrost wartości spółki. ■

SKANUJ I CZYTAJ ON-LINE

