

Adriana KASZUBA – PERZ¹
Paweł PERZ²

ROLA ALTERNATYWNYCH SYSTEMÓW OBROTU AKCJAMI W PROCESIE POZYSKANIA KAPITAŁU W ROZWIJAJĄCYCH SIĘ PRZEDSIĘBIORSTWACH

Naturalnym procesem rozwoju organizacji i przedsiębiorstw jest przechodzenie w kolejne fazy: od inicjacji działalności począwszy poprzez wzrost, stabilizację, aż po przełom, który może być upadkiem lub dynamiczną zmianą. Taka przemiana, której źródłem jest szereg czynników zewnętrznych i wewnętrznych, wymaga poniesienia nakładów inwestycyjnych. Od kondycji finansowej podmiotu oraz celów i sposobów realizacji takiej przemiany, będzie zależał sposób finansowania procesu wdrażania zmian i przejścia do kolejnej fazy wzrostu przedsiębiorstwa. Często środki własne przedsiębiorstwa nie są wystarczające aby zrealizować zaplanowane w przedsiębiorstwie zmiany. W takiej sytuacji należy rozważyć pozyskanie zewnętrznych środków finansowych. Wybór najbardziej odpowiedniego sposobu pozyskania środków zewnętrznych, wymaga starannego rozważenia wad i zalet związanych z określonymi sposobami finansowania. Jednym ze sposobów pozyskania zewnętrznych środków finansowych jest emisja akcji na rynku NewConnect. Emisja akcji w ofercie prywatnej pozwala firmom na różnym etapie rozwoju stosunkowo szybko i tanio pozyskać nawet znaczne środki finansowe. Dla przedsiębiorstw na wczesnym etapie rozwoju zazwyczaj stanowi atrakcyjniejsze źródło finansowania względem funduszy venture capital. W porównaniu do emisji publicznej na GPW w Warszawie, emisja prywatna jest prostsza, szybsza oraz wolna od rygorystycznych wymogów związanych z obowiązkami informacyjnymi. Ze względu na liczne zalety emisje akcji na alternatywnych systemach obrotu stają się ważnym i coraz częściej wybieranym przez przedsiębiorstwa sposobem pozyskania kapitału.

Słowa kluczowe: pozyskiwanie kapitału, emisja akcji, alternatywne systemy obrotu.

1. WPROWADZENIE

Nowe przedsięwzięcia gospodarcze, które odnoszą sukces rynkowy przeobrażają się z małych organizacji w coraz większe podmioty. Proces ten wymaga odpowiednich nakładów inwestycyjnych. Większość podmiotów nie jest w stanie sfinansować wszystkich wydatków ze źródeł wewnętrznych. Koniecznością staje się pozyskiwanie kapitału zewnętrznego – zarówno w formie kapitału obcego jak i własnego. W artykule podjęto próbę analizy porównawczej różnych możliwości pozyskania kapitału własnego, ze szczególnym uwzględnieniem możliwości oferowanych przez alternatywne systemy

¹ Dr inż. Adriana Kaszuba-Perz (autor korespondencyjny), Zakład Finansów i Bankowości, Wydział Zarządzania, Politechnika Rzeszowska, al. Powstańców Warszawy 8, 35-959 Rzeszów, tel. (017)8651914, e-mail: aperz@prz.edu.pl

² Dr inż. Paweł Perz, Zakład Finansów i Bankowości, Wydział Zarządzania, Politechnika Rzeszowska, al. Powstańców Warszawy 8, 35-959 Rzeszów, tel. (017)8651914.

obrotu akcjami. Zaprezentowano rolę i znaczenie alternatywnych systemów obrotu akcjami w procesie pozyskiwania kapitału przez spółki w Polsce i w Europie.

2. WYBRANE MODELE WZROSTU PRZEDSIĘBIORSTWA

Cechą charakterystyczną małych firm jest konieczność ciągłego dostosowywania się do zmieniających się warunków działania, zależność od odbiorców, dostawców, kontrahentów, dużych firm współpracujących. Małe i średnie firmy, osiągając pewien poziom obrotów i zysków, w sposób naturalny (często poprzez inwestycje w nową technologię, zwiększenie mocy produkcyjnych, nowy produkt) przechodzą do następnego etapu rozwoju. Procesy wzrostu małego przedsiębiorstwa wynikają często z cech osobowych samego przedsiębiorcy, potrzeby zaspokojenia ambicji, dążenia do uzyskania całkowitej niezależności bądź stabilizacji. Warto podkreślić, iż wiele podmiotów, przeżywa pewien przełom zwłaszcza w momentach zmiany struktury zarządzania (przekazanie kompetencji decyzyjnych menedżerom, poza dotychczasowe ściśle związane z właścicielami podmiotu, grono – często najbliższej rodziny). Innym przypadkiem, przełomu i przejścia w kolejną fazę rozwoju małej i średniej firmy, a w konsekwencji również nagłej zmiany sposobu zarządzania - może być fakt przekazania firmy młodszemu pokoleniu właścicieli. Praktyka wskazuje, iż w wielu przypadkach bywa to powiązane z zupełną zmianą strategii takiego przedsiębiorstwa i stylu nim zarządzania.

W literaturze wielokrotnie opisywane były procesy wzrostu organizacji i przedsiębiorstw. Wydaje się więc naturalne, iż rozwijając się przechodzą one przez kolejne fazy wzrostu, do których najczęściej zalicza się: powstanie i wzrost (inicjacja rozwoju), stabilizację i dynamiczną równowagę, zmianę lub upadek i rozwiązanie³. Przechodzenie w kolejne etapy jest związane z przemianami będącymi skutkiem pewnych czynników wewnętrznych lub zewnętrznych.

Istnieje bardzo wiele znanych koncepcji rozwoju organizacji. Na podstawie przeprowadzonych studiów literatury, poniżej nawiązano jedynie do wybranych idei, które z punktu widzenia celu niniejszego opracowania, będą miały istotne znaczenie. Jedną z ciekawszych jest zaproponowana przez R. E. Quinn'a i K. Cameron'a, którzy po szerszej analizie zdefiniowali je w sposób następujący: faza przedsiębiorczości, faza kolektywności, faza formalizacji i sterowania, faza przekształcenia struktury⁴. Innym przykładem modelu rozwoju organizacji jest ten zaprezentowany przez L.E. Greiner'a, który wyodrębnił pięć charakterystycznych etapów wzrostu organizacji, przy czym każdy z etapów kończy się swego rodzaju „rewolucją” powodującą zmianę⁵. Te pięć etapów to: faza 1 – kreatywność, a następnie kolejno druga – formalizacja, delegacja uprawnień, koordynacja, i ostatnia - współdziałanie. Jakkolwiek w tych dwóch koncepcjach możemy znaleźć wspólne podłoże, zwłaszcza jeśli chodzi o pierwsze fazy życia podmiotu, w których olbrzymią rolę odgrywa pomysłowość i zaangażowanie organizatorów (przedsiębiorcy), i dalej rozbudowa i formalizacja działalności, jednak warto zwrócić

³ H. Jacson, C.P. Morgan, *Organization Theory. A Macro Perspective for Management*, Prentice-Hall, New York 198, podają za: Targalski J., *Przedsiębiorczość i rozwój firmy*, Wydawnictwo AE w Krakowie, 1999, s.89.

⁴ J.W. Gościński, *Cykl życia organizacji*, PWE, Warszawa 1989, str.141-142.

⁵ Szerzej na ten temat piszą m.in. J.W. Gościński, *Cykl życia organizacji*, PWE, Warszawa 1989, s. 23-26; oraz S. Sirko, *Funkcje zarządzania*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Celnej, Warszawa 2002, s. 24.

uwagę na szczególną rolę kryzysów w koncepcji Greiner'a, które warunkują dalszą ewolucję. W koncepcjach wzrostu organizacji pojawiają się modele w kształcie litery S, spirali lub dendrogramu, tak jak u R.E. Quinn'a, K. Cameron'a oraz N. Churchil'a, V. Lewis'a⁶. Autorzy tym samym podkreślają dążenie podmiotu do schyłku kończącego się często upadkiem przedsiębiorstwa, ale także możliwość „odnowy”. Znanym jest również w literaturze m.in. model rozwoju przedsiębiorstwa wg I. Adizesa, który oparty jest na koncepcji czterech obszarów będących źródłem rozwoju przedsiębiorstwa, a mianowicie: obszar produkcji, obszar administracji (zarządzanie, czyli tworzenie formalnego porządku w zakresie struktur i procesów), obszar przedsiębiorczości związany z kreowaniem zmian i wdrażaniem innowacji oraz integrację przejawiającą się poprzez współdziałanie „uczestników organizacji”⁷.

Inny model rozwoju przedsiębiorstwa przedstawiają Sahlam W.A. i Stevenson H.H., wyodrębniając pięć faz: powstania, przetrwania, faza 3 sukcesu, która może przebiegać jako sukces przez wydzielanie lub jako wzrost, faza kolejna czyli rozwój i ostatnia – dojrzałość przedsiębiorstwa⁸. Każdy z wymienionych etapów różni się stylem zarządzania, celami strategicznymi, i rolą przedsiębiorcy- właściciela w zarządzaniu. Według tej koncepcji w pierwszej fazie życia przedsiębiorstwa jest ono zarządzane bezpośrednio przez przedsiębiorcę i jego rola w podejmowaniu decyzji strategicznych i operacyjnych jest dominująca. Przedsiębiorstwo jest wówczas nastawione przede wszystkim na zaistnienie. W fazie drugiej przemiany związane ze wzrostem podmiotu powodują również zmianę w stylu zarządzania na pośredni, zaś głównym celem jest przetrwanie. Faza sukcesu charakteryzuje się funkcjonalnym stylem zarządzania, natomiast z punktu widzenia strategii przedsiębiorstwo pragnie utrzymać pozycję konkurencyjną i oczywiście w perspektywie długofalowej rozwijać działalność, toteż nastawione jest na gromadzenie kapitałów. W kolejnych etapach wzrostu style zarządzania, wg autorów koncepcji, zmieniają się odpowiednio na dywizjonalny i sztabowo-liniowy, zaś główne cele strategiczne to ustawiczny wzrost przez inwestowanie.

Ze względu na fakt iż w pierwszych latach życia przedsiębiorstwa, dużą rolę odgrywa sam przedsiębiorca warto przytoczyć w tym miejscu - koncepcję przedsiębiorczości organizacyjnej i jej rozwoju⁹. Zazwyczaj przypisuje się jej dwa etapy, a mianowicie przedsiębiorczość indywidualną, której cechą charakterystyczną jest właśnie wspomniana powyżej, znacząca rola przedsiębiorcy- właściciela, drugi etap to – przedsiębiorczość kulturowa, która wyróżnia się zazwyczaj postępującą instytucjonalizacją i rozwojem struktur organizacyjnych przedsiębiorstwa. Niektórzy autorzy¹⁰ rozbudowują tę koncepcję

⁶ R. E. Quinn, K. Cameron, *Organizational Life Cycle and Shifting Criteria of Effectiveness: Some Preliminary Evidence*, *Management Science* 1983, vol.29, no.1, s. 32; N. Churchil, V. Lewis, *The Five Stages of Small Business Growth*, *Harvard Business Review* 1983, Vol. 29, No. 1, s. 33-51.

⁷ Zob. E. Kozień, *Przedsiębiorczość w rozwoju przedsiębiorstw*, w: J. Targalski [red.] *Przedsiębiorczość a lokalny i regionalny rozwój gospodarczy*, Wydawnictwo AE w Krakowie, Kraków 1999, s. 136.

⁸ W.A. Sahlam, H.H. Stevenson, *The Entrepreneurial Venture*, Harvard Business School Publications, Boston, Massachusetts, 1991, s. 266.

⁹ Y. Allaire, M.E. Firsirotu, *Myślenie strategiczne*, PWN, Warszawa 2000.

¹⁰ Zob. również M. Bratnicki, *Sprawdzanie teorii przedsiębiorczości*, w: *Przedsiębiorstwo przyszłości* nr 3(8) lipiec 2011 oraz M. Mroziwski, *Styl zarządzania jako instytucjonalny czynnik kreowania kapitału przedsiębiorczości organizacyjnej. Koncepcja ewolucyjno-normatywna*, Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2010.

i wyróżniają w ramach fazy przedsiębiorczości indywidualnej dodatkowe etapy, a wśród nich: rozpoczęcie działalności, wzrostu przedsiębiorczości indywidualnej i etap dojrzałości i schyłku. Warto w tym miejscu zwrócić uwagę na fakt, iż w ostatnim z wymienionych etapów następuje swego rodzaju przełom, w którym przedsiębiorstwo jest zazwyczaj ukierunkowane na ugruntowanie swojej pozycji rynkowej poprzez skuteczne zarządzanie menedżerskie kształtowanie i konsekwentne realizowanie strategii. To właśnie na tym etapie wiele zależy od przedsiębiorcy- jeśli bowiem w dalszym ciągu będzie on próbował wykorzystywać dotychczasowe techniki zarządzania polegające głównie na przywództwie indywidualnym – może to prowadzić do upadku przedsiębiorstwa. M. Mroziewski podkreśla, iż przedsiębiorstwo nastawione na rozwój przedsiębiorczości kulturowej, w sposób naturalny przechodzi do etapu „długowieczności”¹¹.

Przełom we wzroście małej i średniej firmy, związany z faktem przejścia do kolejnego etapu jej rozwoju, jest zawsze związany z niezwykle trudnymi procesami decyzyjnymi co do zmian struktury organizacyjnej, przekazania kompetencji decyzyjnych, wdrożeniem nowych technik zarządzania, lub pozyskaniem kapitału na dokonanie tych lub innych gruntownych zmian. Małe i średnie przedsiębiorstwa uważane są za innowacyjne i elastyczne. Cechy te wynikają z charakteru działalności przez nie prowadzonych. Przedsiębiorstwa te bowiem wykonują zazwyczaj zadania krótkoterminowe, będące niepowtarzalnymi zleceniami. Stąd też bywają zmuszane do wprowadzania udoskonaleń i nowych rozwiązań. Mniejsze firmy są bardziej podatne na zmiany rynkowe, stąd ich wysoka dynamika w dostosowywaniu się do zmieniających się warunków. Systemy organizacyjne w małych przedsiębiorstwach są natomiast uwarunkowane dominacją pracy zespołowej, zaś decyzje są podejmowane przez właściciela lub niewielką grupę zarządzających osób (centralizacja decyzji). W małych firmach dominującą rolę odgrywają struktury operacyjne. Wraz z rozwojem firmy schematy zarządzania ulegają zmianom, a w ślad za tym również struktura organizacyjna i systemy pracy. Warto podkreślić iż niedostateczne wyposażenie przedsiębiorstwa w struktury funkcjonalne wcześniej czy później pociąga za sobą utratę kontaktu z otoczeniem.

W kontekście przyjętych celów artykułu, to właśnie proces przejścia przedsiębiorstwa w fazę dynamicznego wzrostu po osiągnięciu już sukcesu rynkowego zasługuje na szczególną analizę. Etap ten w świetle zaprezentowanych powyżej koncepcji, charakteryzuje się przede wszystkim wewnętrzną potrzebą ugruntowania i realizacji strategii ciągłego wzrostu dla utrzymania lub wzmocnienia pozycji konkurencyjnej. Nie mniej jednak, może być on również skutkiem zewnętrznych uwarunkowań rynkowych. Konkurencyjność przedsiębiorstwa¹² jest w dużym stopniu podyktowana wewnętrznymi procesami zachodzącymi w przedsiębiorstwie takim jak m.in: procesy projektowania i

¹¹ M. Mroziewski, *Styl zarządzania jako instytucjonalny czynnik kreowania kapitału przedsiębiorczości organizacyjnej. Koncepcja ewolucyjno-normatywna*, Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2010.

¹² W literaturze istnieje wiele definicji konkurencyjności, warto przytoczyć w tym miejscu M. Blauga, który określa ją jako stan spoczynku we współzawodnictwie, lub jako proces rywalizacji pomiędzy podmiotami, które walczą o uzyskanie przewagi na rynku. Szerzej na ten temat m.in.: M. Blaug, *Konkurencja jako stan końcowy i jako proces*, Rector's Lectures nr 44, AE w Krakowie, Kraków 2000; M. Blaug, *Teoria ekonomii, ujęcie retrospektywne*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2000, s. 629-631.

wytwarzania, procesy sprzedaży, marketingowe, dystrybucji, badań i rozwoju i inne. Warto podkreślić, iż proces rozwoju przedsiębiorstwa, a także wypracowanie przez nie ustabilizowanej pozycji na rynku (uzyskanie przewag konkurencyjnych), jest niewątpliwie uzależnione od czynników finansowych. Uważa się, że przedsiębiorstwa wykazujące większą skłonność do podejmowania ryzykownych decyzji (a za takie uważa się niewątpliwie małe i średnie przedsiębiorstwa), częściej osiągają sukces, szybciej rozwijają się. A. Damodaran wymienia kilka cech wspólnych przedsiębiorstw, które zdobywają przewagę konkurencyjną dzięki podejmowaniu ryzyka, są nimi¹³:

- Konsensus interesów menedżerów i właścicieli przedsiębiorstwa
- Dobieranie odpowiedniej kadry zarządzającej ryzykiem i podejmującej decyzje
- Wdrożony system motywacyjny – kompatybilny z procesami eliminowania złych decyzji i ryzyka
- Kultura organizacyjna i struktura przedsiębiorstwa wspomagające procesy zarządzania ryzykiem.

Proces przejścia w kolejny etap wzrostu może przebiegać płynnie, wówczas jest jedynie konsekwencją działań zarządzających firmą. Jednakże, wielu badaczy podkreśla iż moment ten jest swego rodzaju przełomem lub nawet rewolucją dla dotychczasowej formuły działania przedsiębiorstwa. W kontekście przeprowadzonej wyżej analizy literatury, warto w tym miejscu przypomnieć o istotnej roli przedsiębiorcy - pojawiające się kryzysy mogą być wywołane brakiem zrozumienia z jego strony potrzeby przekształcenia struktury i modelu zarządzania. Innymi ograniczeniami, które mogą powodować utrudnienia w procesie przejścia w kolejną fazę są: niewystarczające kwalifikacje kadry zarządzającej, brak zrozumienia potrzeby zmian ze strony pracowników, czynniki organizacyjno-prawne oraz finansowe.

3. SPOSOBY POZYSKIWANIA KAPITAŁU W PROCESIE WZROSTU FIRMY

Zgodnie z tym co zostało powiedziane o procesach wzrostu przedsiębiorstw wcześniej - realizacja planów rozwoju przedsiębiorstwa wymaga posiadania odpowiedniego kapitału. Zgodnie z teorią hierarchii źródeł finansowania przedsiębiorstwa zazwyczaj w pierwszej kolejności wykorzystują kapitał własny wewnętrzny (wynikający z generowanych przez firmę przepływów pieniężnych), w drugiej kolejności próbują pozyskać kapitał obcy (w przypadku MŚP zazwyczaj w postaci kredytu bankowego lub pożyczki) w ostatniej kolejności rozważane jest pozyskanie kapitału własnego (zasilenie kapitałowe dokonane przez właścicieli, pozyskanie nowych wspólników, udziałowców). W planie strategicznym właściciele firmy powinni skonfrontować przyszłe potrzeby inwestycyjne z możliwościami finansowymi wynikającymi z przyszłych przepływów pieniężnych. Jeśli planowane nakłady inwestycyjne nie będą mogły być sfinansowane ze źródeł wewnętrznych firma musi rozważyć pozyskanie kapitału zewnętrznego. Kłopoty z dostępem do kapitału zewnętrznego są jedną z istotnych barier w rozwoju małych i średnich przedsiębiorstw.

W przypadku braku możliwości pozyskania kapitału obcego (zbyt duży poziom zadłużenia, krótka historia działalności firmy, brak wystarczających zabezpieczeń itp.)

¹³ A. Damodaran, *Ryzyko strategiczne*, Wydawnictwo Przedsiębiorczość i Zarządzanie Koźmiński, Warszawa 2009, s. 423-424.

często jedynym sposobem na realizację planów staje się pozyskanie kapitału własnego. Wybór sposobu pozyskania kapitału własnego oraz rodzaju inwestorów do których skierowana jest oferta ma kluczowe znaczenie. Pozyskanie kapitału od dotychczasowych właścicieli jest dla spółki najłatwiejsze i najszybsze, zazwyczaj jest pierwszą opcją którą spółka rozważa. Głównym ograniczeniem jest brak wystarczającego kapitału przez dotychczasowych właścicieli. Inne alternatywne sposoby pozyskania kapitału to pozyskanie inwestora branżowego lub finansowego, prywatna lub publiczna emisja akcji. W tabeli 1 podsumowano najistotniejsze cechy różnych sposobów pozyskania kapitału własnego.

Tabela 1 Charakterystyka wybranych sposobów pozyskiwania kapitału przez przedsiębiorstwa

	Dotychczasowi właściciele	Inwestor branżowy	Inwestor finansowy (fundusze PE/VC; business angels)	Emisja akcji typu private placement (NewConnect)	Publiczna emisja akcji (NewConnect lub GPW)
Ilość kapitału który można pozyskać	Ograniczona możliwościami finansowymi właścicieli	Zależna od sytuacji finansowej i perspektyw spółki	Zależna od sytuacji finansowej i perspektyw spółki, oraz sytuacji na rynku kapitałowym	Zależna od sytuacji finansowej i perspektyw spółki, oraz sytuacji na rynku kapitałowym	Zależna od sytuacji finansowej i perspektyw spółki, oraz sytuacji na rynku kapitałowym
Łatwość pozyskania kapitału	Bardzo duża przy założeniu posiadania niezbędnego kapitału przez właścicieli	Zazwyczaj bardzo trudno znaleźć zainteresowane podmioty	Procedura selekcji podmiotów w które inwestują fundusze jest bardzo rygorystyczna	Spora, jeśli firma potrafi przedstawić przekonujący plan dalszego rozwoju	Wymaga zgody KNF, procedura pozyskania kapitału jest skomplikowana
Kontrola nad spółką	Utrzymana	Zazwyczaj inwestor branżowy żąda uzyskania kontroli nad spółką	Inwestorzy finansowi zazwyczaj chcą mieć istotny wpływ na działalność spółki	Zazwyczaj dotychczasowi właściciele utrzymują kontrolę nad spółką	Zazwyczaj dotychczasowi właściciele utrzymują kontrolę nad spółką
Koszty	Bardzo małe	Bardzo małe	Bardzo małe	Małe	Duże

Dodatko we korzyści	Brak	Pozyskanie know-how, dostęp do sieci dystrybucji, wspólne projekty	Wsparcie w procesie zarządzania firmą, aktywne uczestnictwo w opracowaniu strategii rozwoju, pomoc w pozyskaniu dalszego finansowania	Możliwość w miarę łatwego dokapitalizo- wania spółki w przyszłości, wzrost wiarygodnoś- ci spółki, efekt marketingo- wy i promocyjny	Możliwość w miarę łatwego dokapitalizo- wania spółki w przyszłości, wzrost wiarygodnoś- ci spółki, efekt marketingo- wy i promocyjny
Pozostałe koszty	Brak	Brak	Brak	Konieczność wypełniania określonych obowiązków informa- cyjnych	Konieczność wypełniania bardzo rygorystycz- nych obowiązków informa- cyjnych

Źródło: opracowanie własne.

Pozyskanie kapitału poprzez sprzedaż akcji inwestorom zewnętrznym rodzi liczne poważne konsekwencje dla spółki. Jeśli jest to inwestor branżowy oznacza to zazwyczaj akceptację utraty części niezależności. Zazwyczaj małe spółki sprzedają swoje akcje inwestorowi branżowemu, który jest spółką większą. W zamian za pozyskanie know-how, dostęp do sieci dystrybucji, czy możliwość kooperacji spółka pozyskująca kapitał akceptuje oddanie często znaczącej kontroli nad spółką. Podobnie jest zazwyczaj w przypadku inwestora finansowego jakim są fundusze PE/VC. Fundusze tego typu najczęściej chcą posiadać znaczący wpływ na zarządzanie w spółkach w które inwestują. Im mniejszy jest to podmiot tym zazwyczaj warunki stawiane przez fundusze są ostrzejsze. Fundusze PE/VC bardzo twardo negocjują warunki wejścia do spółki w sposób szczególnie dotyczy to ceny za jaką chcą nabyć udziały w spółce. Umiejętne pozyskanie kapitału poprzez sprzedaż akcji w ofercie typu private placement pozwala właścicielom zachować pełną kontrolę nad działalnością spółki, jednocześnie z reguły cena sprzedawanych akcji będzie wyższa niż w przypadku objęcia akcji przez fundusze PE/VC. Wynika to z faktu, że spółka ma możliwości ich zaoferowania szerszej grupie inwestorów, którzy łącznie są w stanie wygenerować wyższy popyt na sprzedawane akcje. Wyższy popyt na sprzedawane akcje powinien przełożyć się na możliwość osiągnięcia lepszej ceny (z punktu widzenia spółki) za oferowane do objęcia akcje.

4. ALTERNATYWNE SYSTEMY OBROTU AKCJAMI W PROCESIE POZYSKIWANIA KAPITAŁU

Alternatywny system obrotu NewConnect to rynek prowadzony przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie. Pierwsze notowanie spółek na tym rynku odbyło się 30 sierpnia 2007 roku. Drogę do utworzenia tego rynku otworzyło uchwalenie ustawy z dnia 25 lipca 2005 o obrocie instrumentami finansowymi, która umożliwiała powstanie

alternatywnego systemu obrotu (rynku prowadzonego przez podmiot prowadzący rynek regulowany). Rynek powstał po to aby umożliwić pozyskiwanie kapitału przedsiębiorstwom małym i średnim nie mogącym spełnić kryteriów stawianych firmom przez główny parkiet GPW w Warszawie. Jednym z poważnych atutów tego rynku jest możliwość skorzystania ze stosunkowo łatwej i taniej procedury wprowadzania akcji do obrotu. Tak uproszczona procedura dopuszczeniowa ma miejsce w przypadku skierowania oferty do nie więcej niż 100 inwestorów (oferta prywatna – private placement). Zdecydowana większość spółek korzysta właśnie z takiego sposobu pozyskania kapitału. Oczywiście zamiast oferty prywatnej firma może również przed wprowadzeniem swoich akcji na rynek NewConnect sprzedać je w trybie oferty publicznej. Jest to jednak znacznie kosztowniejszy i dłużej trwający proces niż emisja prywatna. W takim przypadku konieczne jest również uzyskanie zgody Komisji Nadzoru Finansowego na wprowadzenie akcji do obrotu publicznego.

Tabela 2 Liczba debiutów i wartość pozyskanego kapitału na rynkach regulowanych i alternatywnych w Europie w latach 2004-2009

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2004-2012
Liczba debiutów rynki alternatywne	284	389	507	435	180	85	250	312	185	2627
Liczba debiutów rynki regulowane	149	214	331	378	115	41	130	118	78	1554
Wartość oferowanych akcji rynki alternatywne (w milionach EURO)	3546	6911	17430	14346	2217	2772	2696	1796	1472	53186
Wartość oferowanych akcji rynki regulowane (w milionach EURO)	24133	43766	70419	66021	11736	4340	23590	24695	9456	278156

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: IPO Watch Europe, PriceWaterhouseCoopers.

Powstanie tego rynku wpisuje się w ogólnoeuropejską tendencję do wzrostu znaczenia rynków alternatywnych. Na koniec pierwszego kwartału 2013 roku w Europie funkcjonowało w sumie 11 alternatywnych rynków akcji. Najstarszym i największym jest stworzony w 1995 roku przez London Stock Exchange - Alternative Investment Market w Londynie. Jest to zdecydowanie największy pod względem liczby notowanych spółek rynek (według danych z końca stycznia 2013 są na nim notowane 1094 spółki). Oprócz niego działają następujące rynki alternatywne (w nawiasie giełda organizująca rynek): Specialist Fund Market (London Stock Exchange), EuroMTF (Luxembourg Stock Exchange), Oslo Axess (Oslo Børs), AIM Italia (Borsa Italiana), MAB (Spanish

Exchanges), Entry Standard (Deutsche Börse), First North (Nasdaq OMX) oraz Alternext (NYSE Euronext). Od kilku lat liczba przeprowadzanych emisji na rynkach alternatywnych przekracza liczbę emisji akcji (na rynkach regulowanych). Tabela 1 zawiera zestawienie liczby debiutów i pozyskanego przez spółki kapitału na rynkach alternatywnych i rynkach regulowanych w Europie w latach 2004-2009.

We wszystkich analizowanych okresach liczba debiutów na rynkach alternatywnych przekraczała liczbę debiutów na rynkach regulowanych. Ponieważ jednak spółki pozyskujące kapitał na rynkach alternatywnych są zdecydowanie mniejsze, wartość oferowanych akcji na rynkach alternatywnych była we wszystkich badanych okresach mniejsza niż na rynkach regulowanych. Choć w niektórych latach 2009 stanowiła istotną część kapitału pozyskanego ogółem przez spółki. Na przykład w roku 2009 środki pozyskane na rynkach alternatywnych stanowiły ponad 63% środków pozyskanych na rynku regulowanym. Średnia wartość oferty akcji przeprowadzanej na rynkach alternatywnych dla całego badanego okresu wynosiła 18,6 miliona Euro, dla rynków regulowanych średnia wartość przeprowadzonej oferty była znacznie wyższa i osiągnęła wartość 163,8 miliona Euro. Szczegółowe dane dotyczące średnich wartości przeprowadzonych ofert znajdują się w tabeli 3.

Tabela 3 Średnie wartości ofert sprzedaży akcji przeprowadzonych na rynkach regulowanych i alternatywnych w Europie w latach 2004-2012

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	Średnia
Średnia wartość oferty na rynkach alternatywnych (w milionach Euro)	12,5	17,8	34,4	33,0	12,3	32,6	10,8	5,8	8,0	18,6
Średnia wartość oferty na rynkach regulowanych (w milionach Euro)	162,0	204,5	212,7	174,7	102,1	105,9	181,5	209,3	121,2	163,8

Źródło: opracowanie własne na podstawie, IPO Watch Europe, PriceWaterhouseCoopers.

Na tle rynków europejskich polski rynek alternatywny odznaczał się bardzo wysoką liczbą spółek, którym udało się pozyskać kapitał. W tabeli 4 zaprezentowano dane dotyczące liczby debiutów na rynku NewConnect w poszczególnych latach oraz wartość kapitału pozyskanego tą drogą przez spółki.

Tabela 4 Liczba debiutów oraz wartość pozyskanego przez spółki kapitału w alternatywnym systemie obrotu w Polsce w okresie 2007-2012

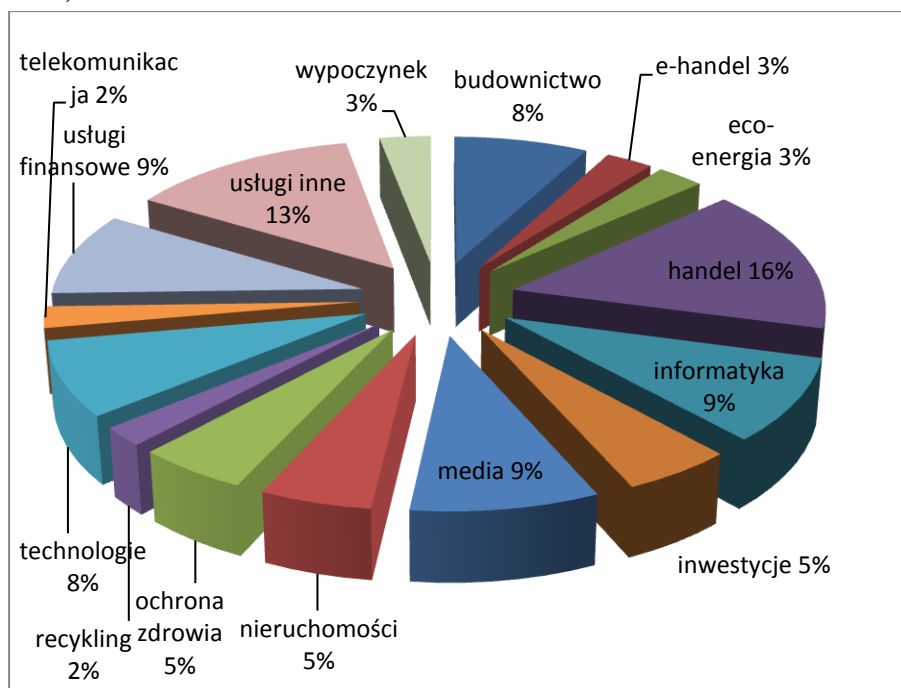
	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2007-2012
Liczba debiutów	24	61	26	86	172	89	458
Liczba debiutów w Polsce do liczby debiutów na wszystkich rynkach alternatywnych w Europie	6%	34%	31%	34%	55%	48%	32%
Wartość sprzedanych nowych akcji (miliony PLN)	145,4	176,5	52,3	146,0	592,4	205,7	1318,4
Wartość sprzedanych dotychczasowych akcji (miliony PLN)	5,2	3,9	0,1	13,3	120,7	16,3	159,5
Łączna wartość przeprowadzonych ofert (nowe akcje+sprzedaż dotychczasowych, miliony PLN)	150,6	180,4	52,4	159,3	713,1	222,0	1477,8
Średnia wartość przeprowadzonej oferty (miliony PLN)	6,3	3,0	2,0	1,9	4,1	2,5	3,2

Źródło: opracowanie własne na podstawie statystyk rynku NewConnect.

Liczba debiutów w Polsce stanowiła (z wyjątkiem roku 2007 kiedy rynek Rozpoczął swoją działalność i funkcjonował jedynie przez 5 miesięcy) od 31% do 55% wszystkich ofert na rynkach alternatywnych w Europie. Jednocześnie cechą charakterystyczną rynku polskiego była niewielka wartość przeprowadzanych ofert. Średnia wartość pozyskanego przez spółki kapitału wynosi 3,2 miliona złotych (czyli niecałe 800 tysięcy Euro), podczas gdy w całej Europie średnia wartość oferty wyniosła 18,6 miliona Euro. Tak nieduża kwota pozyskiwanego kapitału oznacza, że rynek NewConnect umożliwia przeprowadzenia oferty nawet stosunkowo małym spółkom. Nie oznacza to wcale, że na rynku alternatywnym w Polsce nie da się przeprowadzić dużych ofert. Największa dotychczas przeprowadzona oferta na rynku alternatywnym spółki TMS miała wartość 85,1 miliona złotych. Obecnie (dane z 9.04.2013) na rynku NewConnect notowanych jest 439 spółek.

Na rynku występuje bardzo duże zróżnicowanie branżowe spółek. Zestawienie dotyczące przynależności branżowej spółek notowanych na NewConnect zaprezentowano na rysunku 1.

Rysunek 1 Struktura branżowa spółek notowanych na rynku NewConnect (według stanu na 09.04.2013)



Źródło: opracowanie własne na podstawie statystyk NewConnect

Pomimo tego, iż rynek w założeniach miał być miejscem pozyskiwania kapitału przez spółki działające w sektorach zaawansowanych technologicznie (informatyka, biotechnologia), w praktyce okazało się, że z powodzeniem kapitał są w stanie pozyskiwać podmioty praktycznie ze wszystkich sektorów. Najliczniej reprezentowanym sektorem (według klasyfikacji stosowanej przez NewConnect) jest handel.

5. PODSUMOWANIE

Proces wzrostu przedsiębiorstwa z małej firmy do średniego i dużego podmiotu wymaga poniesienia znaczących nakładów inwestycyjnych. Sfinansowanie tego procesu niesie ze sobą z reguły konieczność wykorzystania zewnętrznych źródeł finansowania. Emisja akcji na rynkach alternatywnych jest jednym z możliwych sposobów pozyskania środków niezbędny do dalszego rozwoju przez małe i średnie przedsiębiorstwa będące w fazie wzrostu. W porównaniu z innymi źródłami pozyskania kapitału emisja akcji na rynkach alternatywnych posiada liczne zalety. Do głównych zaliczyć można stosunkowo łatwe procedury związane z tym procesem. Istotna z punktu widzenia przedsiębiorstw jest też szybkość tego procesu oraz stosunkowo niewysokie koszty ponoszone przez

emitentów. Ważne są również niezbyt wygórowane wymogi informacyjne, którym podlegają notowane na tych rynkach spółki. Rynki alternatywne są organizowane najczęściej przez największe krajowe giełdy papierów wartościowych. Dzięki temu zyskują szeroką ekspozycję na potencjalnych inwestorów już operujących na danym rynku, to pozwala nowym przedsiębiorstwom sprzedającym swoje akcje na dotarcie z ofertą nabycia akcji do stosunkowo dużej grupy potencjalnych nabywców. Renoma podmiotów organizujących rynki alternatywne sprawia, iż cieszą się one dużym zaufaniem emitentów i inwestorów. Rosnąca liczba debiutujących na rynkach alternatywnych spółek potwierdza zainteresowanie spółek taką formą pozyskania kapitału.

LITERATURA

- [1] Allaire Y., Firsirotu M.E., *Myślenie strategiczne*, PWN, Warszawa 2000.
- [2] Bratnicki M., *Sprawdzanie teorii przedsiębiorczości*, w: *Przedsiębiorstwo przyszłości* nr 3(8) lipiec 2011.
- [3] Blaug M., *Konkurencja jako stan końcowy i jako proces*, Rector's Lectures nr 44, AE w Krakowie, Kraków 2000.
- [4] Blaug M., *Teoria ekonomii, ujęcie retrospektywne*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2000.
- [5] Damodaran A., *Ryzyko strategiczne*, Wydawnictwo Przedsiębiorczość i Zarządzanie Koźmiński, Warszawa 2009.
- [6] Fournier Ch., *Techniki zarządzania małym i średnim przedsiębiorstwem*, Poltext, Warszawa 1993.
- [7] Mroziwski M., *Styl zarządzania jako instytucjonalny czynnik kreowania kapitału przedsiębiorczości organizacyjnej. Koncepcja ewolucyjno-normatywna*, Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk 2010.
- [8] Sahlam W.A., Stevenson H.H., *The Entrepreneurial Venture*, Harvard Business School Publications, Boston, Massachusetts, 1991.
- [9] Sibińska A., *Zachowania marketingowe małych i średnich firm a styl kierowania ich właścicielami*, w: *Przegląd organizacji* 4/2001.
- [10] Targalski J., *Przedsiębiorczość i rozwój firmy*, Wyd.AE w Krakowie 1999.

ROLE OF ALTERNATIVE INVESTMENT MARKETS IN THE PROCESS OF RAISING CAPITAL BY GROWING COMPANIES

The natural process of the development of organizations and companies is the passage through successive phases: the initiation of activities, growth, stabilization, until the turn, which can be falling or dynamic change. Such a transformation, which is result of a number of external and internal factors, requires capital expenditures. Financial condition of the company and the goals and methods of implementation of such changes will influence the method of financing the implementation of change and transition to the next phase of growth of the company. Quite often enterprise's own resources are not sufficient to achieve the planned changes in the company. In such situation, company should consider obtaining external funds. Selecting the most appropriate way of obtaining external funds, requires

careful consideration of the advantages and disadvantages associated with certain ways of financing. One of the ways to obtain external funding is the issue of shares on NewConnect. Issue of shares in a private placement allows companies at various stages of development relatively quickly and cheaply obtain even a substantial financial resources. For companies at an early stage of development is usually a more attractive source of funding relative to venture capital funds. Compared to a Initial Public Offering on the Warsaw Stock Exchange, private placement is simpler, faster and free from stringent requirements of public disclosure. Because of the many advantages raising capital through selling shares on alternative investment markets is becoming increasingly important and it is chosen by the more and more companies.

Keywords: raising capital, issue of shares, alternative investment market.

DOI:10.7862/rz.2013.hss.29

Tekst złożono w redakcji: maj 2013

Przyjęto do druku: listopad 2013