

marzec 2009



Kryzys na rynkach finansowych*

Wyzwania stojące przed spółkami

*connectedthinking

PRICEWATERHOUSECOOPERS 

Autorzy PricewaterhouseCoopers:



Jacek Socha



prof. Witold Orłowski



Janusz Sękowski

Grupa restrukturyzacyjna

Robert Nowak
Dominik Smykla

Rynki kapitałowe

Filip Gorczyca
Łukasz Koterwa
Jarosław Palejko
Katarzyna Podgórna

Strategiczne analizy rynku

Hubert Kulikowski
Jacek Ostrowski

Strategia, marketing i sprzedaż

Radosław Rogacki

Optymalizacja przepływów pieniężnych

Dariusz Masny
Paweł Stawiarski

Modelowanie finansowe

Konrad Michalak
Łukasz Wójcik

Doradztwo podatkowe

Rafał Kowalski

Fuzje i przejęcia

Maksymilian Grotyński

Spis treści

Wstęp	2
Rozdział 1 Przebieg kryzysu na rynkach kapitałowych	6
Rozdział 2 Wcześniejsze kryzysy i potencjalne wskazówki dla polskiego rynku	12
Rozdział 3 Wpływ kryzysu na poszczególne branże polskiej gospodarki	18
Rozdział 4 Polskie przedsiębiorstwa w dobie kryzysu	22
Rozdział 5 Kryzys to także szanse	47
Zakończenie	51

Wstęp



Nie ulega wątpliwości, że kryzys finansowy, który wybuchł w latach 2007-2008, stanowi najpoważniejsze od wielu dekad załamanie globalnej gospodarki w czasach pokojowych. Już obecnie doprowadził on do częściowego paraliżu światowego systemu finansowego, tąpnięcia na rynkach kapitałowych oraz do globalnej recesji, której głębokości jeszcze nie znamy, ale którą z pewnością można uznać za najpotężniejszą od dziesięcioleci.

Jeszcze jesienią 2008 roku Komisja Europejska prognozowała dla USA nieznaczny spadek PKB, a dla Niemiec, Francji, Włoch i Wielkiej Brytanii wzrost PKB bliski zeru. Dzisiejsze prognozy mówią o 2-3% spadku w tych krajach, co widać już w publikowanych danych statystycznych. Poczynając od czwartego kwartału 2008 roku USA, Japonia i większość krajów Unii Europejskiej znalazła się już w ciężkiej recesji, przy czym skala obserwowanego spadku PKB sięga od 1-3% w zachodniej Europie do 10% w przypadku Łotwy. Co najgorsze, nie wiadomo, czy na tym się skończy, ponieważ w ostatnio pojawiających się prognozach mówi się już o możliwym spadku PKB Niemiec na poziomie 5%.

Kryzys stanowi ogromne wyzwanie również dla polskiej gospodarki. Silne związki łączące naszą gospodarkę i krajowy sektor finansowy z globalnym rynkiem powodują, że światowe zawirowania przekładają się bezpośrednio na sytuację polskich przedsiębiorstw, w tym również spółek notowanych na warszawskiej giełdzie. Ogólne załamanie światowych rynków kapitałowych spowodowało gwałtowną przecenę wartości akcji do poziomu – jak się wydaje – znacznie niższego od tego, który wynikałby z fundamentalnej wartości spółek. Jednocześnie rysujące się coraz wyraźniej perspektywy silnego spowolnienia rozwoju gospodarczego i spadku zyskowności polskich firm powodują, że w perspektywie najbliższych miesięcy nie widać szans na szybkie odbicie się indeksów giełdowych i wyraźny wzrost wyceny spółek. Mamy więc do czynienia z sytuacją, gdy z jednej strony niskie ceny akcji powinny zachęcać do ich kupna, z drugiej zaś pogarszająca się sytuacja gospodarcza i kiepskie perspektywy zysków każą inwestorom wstrzymać się z zakupami.

Giełdę uważa się często za najczulszy barometr sytuacji gospodarczej. Jest to tylko częściowo prawda. Nastroje giełdowe nie muszą wcale idealnie odzwierciedlać ogólnej sytuacji gospodarczej, a tym bardziej nie muszą przewidywać z wyprzedzeniem jej zmian. Jednak inwestorzy potrafią bardzo dobrze oceniać sytuację i rozróżniać perspektywy firm, premiując lepiej zarządzane i karząc te, które są zarządzane gorzej. Nawet jeśli nie widać w najbliższych miesiącach podstaw do trwałego wzrostu ogólnych indeksów giełdy, to na pewno warto uważnie obserwować zmiany wyceny poszczególnych spółek. W trudnych czasach przed polskimi firmami stoją ogromne wyzwania: z jednej strony umiejętne zarządzanie kryzysowe, zabezpieczenie płynności i redukcje kosztów, z drugiej – działania dostosowawcze pozwalające zachować nienaruszone fundamenty konkurencyjności firmy i jej zdolności do przyszłego rozwoju. Można wierzyć, że rynek giełdowy będzie umiał docenić te firmy, które dobrze dają sobie radę z tymi wyzwaniami.

Kryzys stanowi ogromne wyzwanie również dla polskiej gospodarki. Silne związki łączące naszą gospodarkę i krajowy sektor finansowy z globalnym rynkiem powodują, że światowe zawirowania przekładają się bezpośrednio na sytuację polskich przedsiębiorstw

Celem raportu jest kompleksowe spojrzenie na polski rynek kapitałowy w czasach światowego kryzysu, wskazanie prawdopodobnych kierunków oddziaływania zjawisk recesyjnych na kondycję poszczególnych sektorów polskiej gospodarki oraz przedstawienie tych narzędzi obrony przed kryzysem, którymi dysponują polskie przedsiębiorstwa.

Część pierwsza opisuje wpływ światowego kryzysu na obecną sytuację i zjawiska zachodzące na polskim rynku kapitałowym.

Części druga i trzecia raportu poprzez zestawienie doświadczeń z poprzednich kryzysów z obecną sytuacją polskiej gospodarki, analizują wpływ zjawisk recesyjnych na sytuację poszczególnych sektorów.

Części czwarta i piąta ukazują tymczasem będące w dyspozycji przedsiębiorców możliwe działania i narzędzia, które pozwolą im przetrwać kryzys. Kryzys, którego rozmiarów i długości trwania nikt nie jest w stanie obecnie przewidzieć.

Źródła globalnego kryzysu

Gwałtowne zmiany rozkładu sił gospodarczych na świecie i towarzysząca im nierównowaga.

W ciągu minionych 25 lat globalny PKB zwiększył się blisko 2,5-krotnie (3,5% średniorocznie), jednak PKB Chin wzrósł w tym czasie ponad 7 razy, Indii 4 razy, a USA i Zachodniej Europy tylko 2 razy. W rezultacie udział Chin i Indii w globalnej produkcji (PKB mierzonym według parytetu siły nabywczej) wzrósł z 8% do 23%, czemu towarzyszył gwałtowny wzrost znaczenia obu tych krajów na światowym rynku. Gwałtownemu rozwojowi Chin i relatywnie spadającemu znaczeniu USA towarzyszyła jednak gigantyczna nierównowaga: USA w rosnącym stopniu finansowały swój wysoki poziom życia pożyczając kapitał za granicą, a Chiny utrzymywały niezwykle wysokie stopy oszczędności, dzięki którym (wraz z innymi krajami Dalekiego Wschodu) udzielały USA ogromnego kredytu, pozwalającego na chroniczną nadmierną konsumpcję. Innymi słowy, amerykańska „kultura życia na kredyt” spotkała się z azjatycką „kulturą oszczędności”, co w efekcie spowodowało powstanie gigantycznego zadłużenia USA wobec reszty świata.

Gwałtowne procesy globalizacyjne.

Zmiany rozmieszczenia produkcji pomiędzy krajami i kontynentami doprowadziły również do alokacji inwestycji finansowych w skali całego świata. Dla inwestorów otworem stały kraje dawniej wyłączone z globalnej gospodarki – rynki wschodzące, a instytucje finansowe zdywersyfikowały swoje portfele obejmując nimi aktywa z całego świata (zjawisko to ułatwił postęp technologiczny, zwłaszcza w dziedzinie telekomunikacji, oraz obserwowane od ćwierćwiecza trendy liberalizacyjne). Jednocześnie globalizacja oznaczała gwałtowne zmniejszenie możliwości nadzoru nad działalnością instytucji finansowych, utrudnioną ocenę ryzyka związanego z inwestycjami, łatwiejszy proces formowania się i utrzymywania długookresowej nierównowagi oraz wzrost ryzyka rozprzestrzeniania się kryzysów finansowych w drodze „zarażania się” od innych krajów.

Gwałtowne zmiany demograficzne.

Szybki proces starzenia się społeczeństw krajów rozwiniętych spowodował ogromny wzrost popytu na aktywa finansowe ze strony funduszy emerytalnych i inwestycyjnych.

Gwałtowny rozwój rynku instrumentów pochodnych.

Łączna nominalna wartość instrumentów pochodnych, którymi obracano na rynku w 1998 roku, wynosiła według BIS 72 biliony USD, podczas gdy w roku 2008 były to już 683 biliony USD. Przydatność instrumentów pochodnych jako narzędzi sprzedawania i odkupowania ryzyka przez podmioty, które lepiej umieją sobie z nim radzić, nie ulega wątpliwości. Z instrumentami pochodnymi wiąże się jednak kilka problemów. Po pierwsze, mogą być one używane zarówno w celu zabezpieczenia się przed ryzykiem, jak i w celu czysto spekulacyjnym. Po drugie, wielopiętrowa konstrukcja instrumentów pochodnych (dochód zależny od dochodu z innych aktywów) utrudnia szacowanie ryzyka, a czasem może sugerować, że ryzyko w ogóle zniknęło, choć w oczywisty sposób tego elementu z operacji finansowych wyeliminować się nie da. Po trzecie, wzrost popytu i rozwój spekulacji na rynku instrumentów pochodnych prowadzi do niemal dowolnego mnożenia aktywów finansowych poprzez wypuszczanie na rynek nowych aktywów, opartych na innych aktywach. Wszystkie te zjawiska wystąpiły w ciągu ostatniego ćwierćwiecza, a eksplodującego, wykładniczego charakteru nabrały w latach 2002-2007 (wartość rynku instrumentów pochodnych niemal podwajała się w okresie 2 lat).

Wstęp

Gwałtowny rozwój rynków finansowych.

Aktywa finansowe stanowią jedynie odbicie realnej gospodarki, a zabezpieczeniem osiąganego z nich dochodu są zawsze realne dochody wypracowywane w gospodarce i zakumulowany realny majątek. W 1980 roku podstawowe aktywa finansowe (depozyty w bankach, obligacje, akcje) stanowiły ok. 120% globalnego PKB. W roku 2005 aktywa finansowe wraz z instrumentami pochodnymi (nominalną wartością) stanowiły już 11-krotność światowego PKB, a w roku 2007 jego 13-krotność. Nie ma cienia wątpliwości, że mieliśmy do czynienia z gigantycznym zjawiskiem „globalnego lewarowania” – w oparciu o ograniczone rzeczywiste dochody i majątek (a więc realnie istniejący kapitał) rynki finansowe wygenerowały wielokrotnie większy zasób aktywów. W ten sposób te same dochody i majątek zabezpieczały wiele aktywów naraz.

Fala irracjonalnego optymizmu w latach 2002-2007 spowodowała nadmiernie optymistyczną ocenę szans rozwoju rynku. Zjawiska fal irracjonalnego optymizmu, po których następują fale irracjonalnego pesymizmu, towarzyszą rynkom finansowym od początków istnienia. Skala przewartościowania aktywów, zwłaszcza akcji i cen nieruchomości, jaka miała miejsce w ciągu ostatnich kilkunastu lat w USA, a następnie w wielu innych krajach świata, była ogromna, prowadząc do uformowania się potężnego bąbla spekulacyjnego.

Lekkomyślność instytucji finansowych spowodowała uznanie przewartościowanych aktywów (zwłaszcza nieruchomości) za znakomite zabezpieczenie dalszych kredytów. W rezultacie gospodarstwa domowe w USA i wielu innych krajach świata (zwłaszcza w Wielkiej Brytanii, Irlandii i Hiszpanii) wpadły w pułapkę nadmiernego zadłużenia, która ujawniła się w pełni w momencie spadku cen nieruchomości. Doszły do tego błędy w zarządzaniu instytucjami finansowymi, a w szczególności słaby nadzór właścicielski i niewłaściwe motywacje dla zarządów. W szczególności negatywną rolę odegrał system premiowania, skłaniający zarządzających do poszukiwania krótkookresowych zysków za cenę osłabienia długookresowego bezpieczeństwa instytucji finansowych.

Katastrofalne błędy polityki gospodarczej (zwłaszcza w USA).

Po pierwsze, zawiodła regulacyjna rola rządu, zwłaszcza w odniesieniu do bankowości inwestycyjnej i do rynku instrumentów pochodnych. Nie udało się wprowadzić ani odpowiednich regulacji ostrożnościowych w odniesieniu do instrumentów oraz instytucji finansowych, ani zapewnić dostatecznej przejrzystości rynku. Po drugie, zawiodła całkowicie polityka pieniężna, czego najbardziej jaskrawym przykładem stały się absolutnie błędne działania Fed, który w czasie dojrzewania gigantycznego bąbla spekulacyjnego na rynku nieruchomości i akcji obniżył w latach 2002-2005 stopy procentowe do poziomu najniższego od dziesięcioleci. Po trzecie, zawiodła polityka fiskalna, która zamiast ograniczać skalę deficytu oszczędności w USA doprowadziła w latach 2002-2007 do istnej eksplozji deficytu budżetowego, spowodowanej po części nieodpowiedzialną decyzją o obniżkach podatków.

Dotychczasowy wpływ kryzysu na polską gospodarkę

Globalne zjawiska recesyjne musiały dotrzeć również do Polski. O ścisłych związkach polskiej gospodarki i krajowego sektora finansowego ze światem świadczy choćby kilka poniższych liczb:

- udział eksportu w PKB wynosi obecnie ponad 40% (w roku 2000 było to 26%),
- relacja skumulowanego zasobu bezpośrednich inwestycji zagranicznych do PKB wynosi 35% (w roku 2000 było to 20%),
- udział aktywów banków należących do zagranicznych grup finansowych w całości aktywów polskiego sektora bankowego wynosi 74% (w roku 2000 było to 72%).

Pierwsza na globalne zjawiska kryzysowe zareagowała warszawska giełda, przy czym – podobnie jak na innych rynkach wschodzących – skala spadku była większa niż w przypadku rynków rozwiniętych. Polski rynek kapitałowy przez lata rozwijał się bardzo prędko, stając się jednym z najważniejszych filarów gospodarki rynkowej. Jego szczególne znaczenie polegało na mobilizacji zasobów krajowych i zagranicznych oszczędności, niezbędnych do sfinansowania wielkich potrzeb inwestycyjnych modernizującej się polskiej gospodarki. W latach 2007-2008 rodzimy rynek kapitałowy ucierpiał nie z powodu złych wyników polskich firm, lecz stał się ofiarą trendów globalnych: ucieczki kapitału z giełd w stronę bezpiecznych inwestycji w obligacje rządowe oraz ucieczki z rynków wschodzących w stronę bezpiecznych inwestycji w krajach o rozwiniętej gospodarce rynkowej.

Globalizacja oznacza gwałtowne zmniejszenie możliwości nadzoru nad działalnością instytucji finansowych, utrudnioną ocenę ryzyka związanego z inwestycjami, łatwiejszy proces formowania się i utrzymywania długookresowej nierównowagi oraz wzrost ryzyka rozprzestrzeniania się kryzysów finansowych

W następnej kolejności pojawiły się kłopoty na rynku międzybankowym, a w ślad za tym utrudniony dostęp przedsiębiorstw do kredytu. Obecnie obserwujemy dalsze zawirowania finansowe (zwłaszcza na rynku walutowym), którym towarzyszy stopniowe przenoszenie się zjawisk recesyjnych do Polski i słabnięcie tempa wzrostu gospodarczego (w kolejnych kwartałach roku 2008 tempo wzrostu PKB wyniosło odpowiednio 6,0%, 5,8%, 4,8% oraz 2,9%). Produkcja przemysłowa obniżyła się w styczniu 2009 o 15% w stosunku do sytuacji sprzed roku, najbardziej w gałęziach żyjących z eksportu (produkcja metali spadła o 40%, a samochodów o 36%).

Dwa główne czynniki wiodące do obniżenia tempa wzrostu gospodarczego Polski to: spadający eksport i inwestycje, zwłaszcza zagraniczne. Kiedy na światowych rynkach panuje recesja, skłonność wielkich koncernów do inwestowania drastycznie spada – w czasie poprzedniej recesji w latach 2001-2002 napływ inwestycji zagranicznych do krajów rozwijających się zmniejszył się o 35%, a w przypadku Polski nawet o połowę. Obecnie należy się więc obawiać, że strumień zagranicznych inwestycji może się drastycznie skurczyć na rok lub dwa. Nie ma wątpliwości, że zmniejszy się też silnie eksport, a bezrobocie wzrośnie o co najmniej 3-4 punkty procentowe (według metodologii GUS oznacza to zapewne wzrost stopy bezrobocia do 13-14% w końcu roku; według lepiej odwzorowującej sytuację na rynku pracy metodologii unijnej – do 10-11%). Sytuację będą nieco ratować unijne fundusze. Obecnie powszechne wśród ekonomistów i instytucji prognozujących rozwój gospodarki stają się oczekiwania, że w Europie tylko 4-5 krajów ma szansę uniknięcia w 2009 roku znacznego spadku PKB. Stale wymienia się w tej grupie Polskę, prognozując zazwyczaj tempo wzrostu rzędu 0-1%.

Należy jednak zdawać sobie sprawę, że wszelkie prognozy dokonywane są obecnie w warunkach ogromnej niepewności. Ryzyko, że przebieg procesów gospodarczych na świecie, w Europie i w Polsce okaże się gorszy od obecnych przewidywań, jest niestety spore.

1

Przebieg kryzysu na rynkach kapitałowych



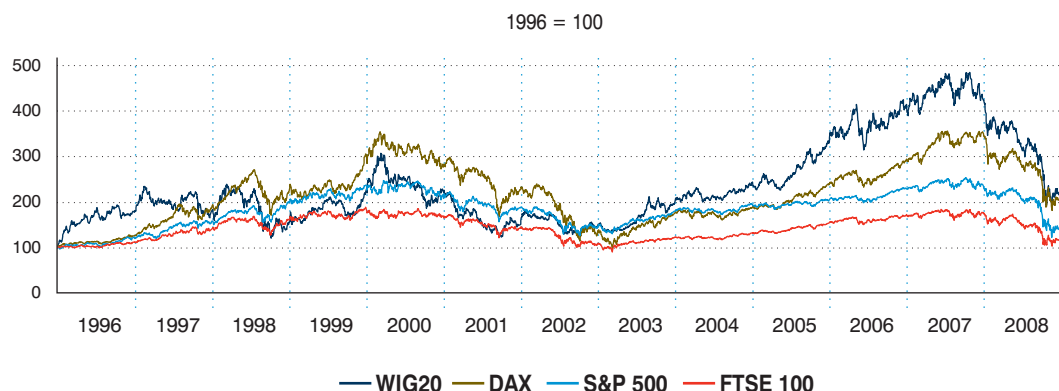
Rynek kapitałowy a gospodarka

Rynek kapitałowy pełni bardzo ważną rolę wskaźnika zmian koniunktury w gospodarce realnej. Poddaliśmy analizie pierwszy okres trwającego kryzysu i jego wpływ na spółki obecne na polskim rynku kapitałowym.

O ile w pierwszych miesiącach kryzysu polska gospodarka wykazała się pewną odpornością na niekorzystne zmiany w gospodarce globalnej, o tyle polski rynek kapitałowy zareagował gwałtownie na pogorszenie się koniunktury na światowych giełdach. W tym kontekście można więc mówić nie tyle o bessie, ale wręcz o zapaści na warszawskiej giełdzie. W trakcie analizy sytuacji na polskim rynku kapitałowym pojawiają się pytania: na ile kryzys na rynku kapitałowym może przenieść się do gospodarki realnej oraz kiedy można oczekiwać poprawy na rynku kapitałowym?

Zapaść na rynku kapitałowym w Polsce i największych rynkach na świecie najlepiej obrazuje zmiana głównych indeksów giełdowych.

Wykres 1. Kształtowanie się indeksów WIG20, FTSE 100, DAX i S&P 500 w latach 1996-2008



Źródło: Opracowanie własne PricewaterhouseCoopers na podstawie danych bossa.pl

W dobie globalizacji rynków finansowych Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie (GPW) jest mocno powiązana nie tylko z innymi giełdami w regionie Europy Środkowo-Wschodniej, ale też z głównymi rynkami europejskimi i amerykańskimi. Oznacza to, że znaczące zmiany następują na wszystkich rynkach niemal równocześnie, przy czym Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie ze względu na swoją relatywnie niewielką kapitalizację w porównaniu do największych rynków na świecie (patrz Tabela 1) raczej podąża za wyznaczanym przez inne rynki trendem, niż go wyznacza. Indeks WIG20 osiągnął swoje historyczne maksimum 3.918 punktów 29 października 2007 roku (wartość na zamknięciu sesji). Od tamtego czasu obserwowaliśmy znaczny spadek jego wartości. Do końca lutego 2009 roku wartość rynkowa akcji wchodzących w skład indeksu WIG20 obniżyła się o 65% (wartość indeksu na zamknięciu sesji w dniu 27 lutego 2009 roku wynosiła 1.372 punkty). Tak duża przecena była szokiem dla wielu inwestorów, tym bardziej, że przez kilka ostatnich lat warszawski parkiet przyzwyczaił ich do wysokich i stabilnych stóp zwrotu. Spadek indeksu WIG20 w końcówce 2007 roku i w pierwszej połowie 2008 roku mocno wyprzedził pierwsze symptomy spowolnienia w sferze gospodarki realnej. W pierwszej połowie 2008 roku tempo wzrostu PKB w Polsce wynosiło jeszcze około 6%, a oznaki spowolnienia w sferze gospodarki realnej zaczęły być widoczne dopiero w ostatnim kwartale 2008 roku, kiedy to według danych GUS tempo wzrostu PKB w Polsce wyniosło 2,9%.

Dla porównania, do końca lutego 2009 roku amerykański indeks S&P 500 spadł o 53% od swojego maksimum w październiku 2007 roku, niemiecki DAX o 54% od maksimum w lipcu 2007 roku, a londyński FTSE 100 – „tylko” o 44% od maksimum w październiku 2007 roku. Pomimo mniejszych niż w Polsce zmian indeksów giełdowych, gospodarki krajów rozwiniętych już w drugiej połowie 2008 roku doświadczyły zjawisk recesyjnych – w czwartym kwartale 2008 roku w strefie euro tempo wzrostu PKB było ujemne i wyniosło – 1,5%.

Rozdział 1: Przebieg kryzysu na rynkach kapitałowych

Powody załamania rynku w Polsce

Występowanie dużej dysproporcji pomiędzy zmianami indeksów giełdowych i zmianami PKB może sugerować, że spadek polskiej giełdy w początkowym okresie był raczej reakcją na zachowanie giełd światowych oraz sytuacji finansowej inwestorów zagranicznych inwestujących na GPW, często zmuszonych do wyjścia z inwestycji w akcje polskich spółek w celu poprawy bieżącej płynności. Oczywiście na rynek kapitałowy wpływ miały również stopniowo pogarszające się oceny perspektyw polskiej gospodarki w obliczu globalnego kryzysu oraz pojawiający się na przełomie 2007 i 2008 roku spadek zaufania do polskiej waluty.

Z pewnością relatywnie większy spadek indeksu WIG20 w porównaniu do indeksów głównych światowych giełd był wynikiem znacznie wyższego poziomu optymizmu inwestorów w stosunku do regionu Europy Środkowo-Wschodniej w latach 2003–2007. Optymizm ten spowodował, że wzrost indeksu WIG20 w okresie hossy był dużo wyższy niż wzrosty indeksów głównych giełd w Europie Zachodniej i USA, co po globalnym odwróceniu „apetytu” na ryzyko doprowadziło do gwałtowniejszego poziomu spadków na warszawskim parkiecie. W znacznym stopniu do spadków przyczynił się odpływ kapitału będącego w posiadaniu inwestorów zagranicznych. W okresie szybkiego rozwoju krajów Europy Środkowo-Wschodniej inwestorzy ci chętnie lokowali tam swoje środki, licząc na wysoką stopę zwrotu, odpowiadającą podwyższonemu ryzyku. Jednak w obliczu pierwszych oznak spowolnienia gospodarczego i niepewnych perspektyw krajów naszej części Europy, inwestorzy zagraniczni zaczęli wycofywać kapitał z warszawskiej giełdy oraz pozostałych rynków regionu.

Na ograniczenie zaufania inwestorów do warszawskiego parkietu wpłynęły również problemy z opcjami walutowymi, które dotknęły wiele spółek notowanych na GPW, w tym banki. Problem ten zdaje się dotyczyć w szczególności rynku polskiego i na pewno został spotęgowany przez fakt, że spółki giełdowe niedostatecznie informowały o swojej sytuacji finansowej, co z kolei powodowało znaczące przeceny niektórych spółek w momencie ujawnienia ich ekspozycji walutowej. Skutkiem dekoniumiury i odpływu kapitału zagranicznego był znaczący spadek obrotów na warszawskiej giełdzie oraz mniejsza kapitalizacja notowanych na niej spółek (zob. Tabele 1 i 2). Spadek kapitalizacji oraz obrotów powoduje, że nawet stosunkowo niewielkie transakcje mogą doprowadzić do znacznych zmian kursów akcji.

Tabela 1. Kapitalizacja wybranych giełd w latach 2007 i 2008

Kapitalizacja rynkowa – spółki krajowe (mln USD)			
	31.12.2007	31.12.2008	Zmiana
Deutsche Börse	2.105.198	1.110.580	-47%
NYSE	15.650.833	9.208.934	-41%
London Stock Exchange	3.851.706	1.868.153	-51%
GPW	211.620	90.815	-57%

Źródło: The World Federation of Exchanges

Tabela 2. Wartość obrotów akcjami na wybranych giełdach w latach 2007 i 2008

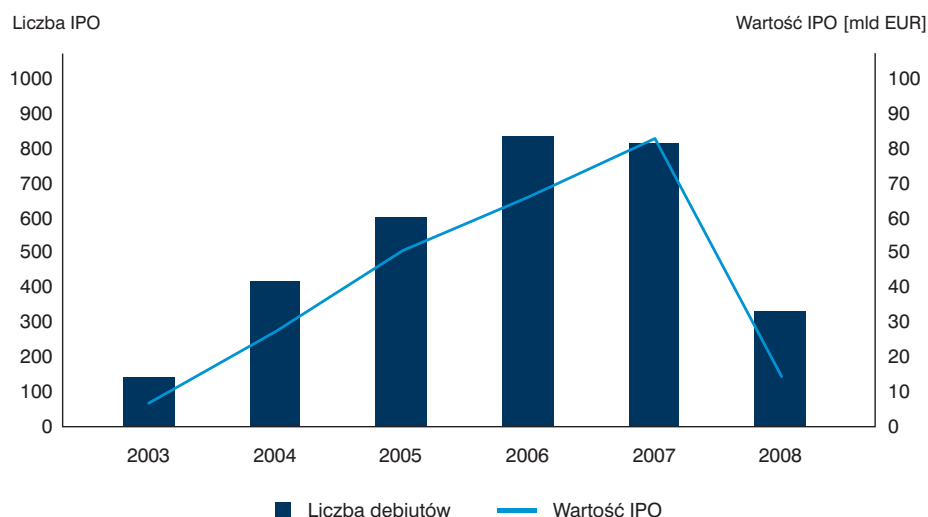
Wartość obrotu akcjami (mln USD)			
	2007	2008	Zmiana
Deutsche Börse	4.323.675	4.724.486	9%
NYSE	29.209.971	33.638.937	15%
London Stock Exchange	10.336.583	6.473.612	-37%
GPW	88.039	70.507	-20%

Źródło: The World Federation of Exchanges

Pozyskiwanie funduszy na rynku kapitałowym

Spadek zaufania do rynków kapitałowych to także problem pozyskania finansowania dla firm – w 2008 roku obok znacznego wzrostu kosztów kredytu, nastąpiło znaczące spowolnienie na rynku pierwszych ofert publicznych (IPO – Initial Public Offering) na europejskich giełdach. W szczególności słaby pod tym względem był czwarty kwartał, który w poprzednich latach cechował się dużą liczbą debiutów giełdowych.

Wykres 2. Liczba i wartość IPO na rynkach europejskich w latach 2003-2008



Źródło: Opracowanie własne PricewaterhouseCoopers, Ankieta IPO Watch Europe

Kwartalna ankieta PricewaterhouseCoopers dotycząca debiutów giełdowych (IPO Watch Europe), badająca zarówno liczbę, jak i wartość IPO na najważniejszych giełdach europejskich, wskazuje na słabe wyniki w zakresie liczby oraz wartości IPO w Europie w ostatnich miesiącach 2008 roku. Łączna wartość ofert odnotowanych na rynkach europejskich w okresie od października do grudnia 2008 roku wyniosła 1.238 mln euro w porównaniu do 29.182 mln euro odnotowanych w czwartym kwartale 2007 roku, co oznaczało spadek aż o 96%. Jednocześnie liczba debiutów zmniejszyła się o 73% (64 w czwartym kwartale 2008 roku w porównaniu do 235 w analogicznym okresie roku poprzedniego).

Czwarty kwartał, który cechował się najniższą aktywnością na europejskich rynkach IPO od pięciu lat, zamknął dotknięty poważnym kryzysem 2008 rok. Giełdy europejskie odnotowały w ciągu ostatniego roku łącznie 337 IPO – o 59% mniej niż w roku 2007, w którym miało miejsce 819 debiutów. Łączna wartość ofert wyniosła 13.957 mln euro w porównaniu z 80.473 mln euro w poprzednim roku, co oznacza spadek aż o 83%.

W czwartym kwartale 2008 roku na warszawskim rynku odnotowano znaczną (na tle innych giełd europejskich) liczbę debiutów. Tylko sześć z 23 debiutujących spółek zdecydowało się jednak na debiut na rynku głównym GPW. Siedemnaście spółek zadebiutowało na rynku NewConnect, przy czym wartość tych ofert była bardzo niska. Jednocześnie przeprowadzona w listopadzie 2008 roku oferta publiczna ENEL była drugim pod względem wartości IPO w Europie w czwartym kwartale. Dzięki zaangażowaniu inwestora branżowego oraz determinacji Skarbu Państwa spółka pozyskała z rynku 1.989 mln zł, co stanowiło ponad 98% łącznej wartości IPO na GPW w tym kwartale (2.028 mln zł). W całym 2008 roku na warszawskiej giełdzie zadebiutowało 91 spółek, pozyskując łącznie 8.773 mln zł. Na tle innych rynków w Europie jest to niezły wynik, jednak w porównaniu do zapowiedzi przedstawicieli GPW z początku 2008 roku liczba i wartość IPO mogą budzić rozczarowanie.

Rozdział 1: Przebieg kryzysu na rynkach kapitałowych

Wykres 3. Liczba IPO na giełdzie warszawskiej na tle indeksu WIG w latach 2003-2008



* Poczynając od III kwartału 2007 roku liczba IPO uwzględnia także debiuty na rynku NewConnect, który działa od 30 sierpnia 2007 roku

Źródło: Opracowanie własne PricewaterhouseCoopers na podstawie ankiety IPO Watch Europe oraz danych bossa.pl

Kontynuację spowolnienia na rynku IPO w Polsce widać również w pierwszych miesiącach 2009 roku. W styczniu i lutym miały miejsce trzy IPO o łącznej wartości 10,3 mln zł, co stanowi znaczący spadek w porównaniu z analogicznym okresem 2008 roku.

Co czeka nas w przyszłości

W obliczu niepewności co do dalszego rozwoju globalnego kryzysu finansowego, niezwykle ciężko jest prognozować, kiedy na większą skalę powróci zainteresowanie ofertami publicznymi lub też samym inwestowaniem w akcje. Załamanie na rynkach oraz wynikająca z niego utrata zaufania przez inwestorów doprowadziły do znaczących spadków wycen papierów udziałowych oraz odpływu kapitału do lokat, charakteryzujących się większym poziomem bezpieczeństwa, takich jak obligacje skarbowe. Szczególnie mocno dotknięte w tym zakresie zostały małe i średnie spółki.

Pewne jest, że bez poprawy na rynkach światowych, również na GPW nie wróci optymizm. Możemy przyjąć założenie, iż odbicie na warszawskim parkiecie nastąpi równoległe do poprawy nastrojów na rynkach światowych. Przy utrzymaniu tempa wzrostu PKB odbicie na warszawskim rynku może być nawet wyższe niż w krajach rozwiniętych.

Spodziewamy się, że w kolejnych miesiącach możemy mieć do czynienia z następującymi zjawiskami na globalnych rynkach kapitałowych:

- wzrost emisji praw poboru oraz emisji pomocowych dla spółek ze znacznymi problemami finansowymi, a w okresie późniejszym ewentualnych emisji na potrzeby sfinansowania przejęcia innych podmiotów przez spółki, które lepiej radzą sobie z kryzysem,
- zwiększenie liczby transakcji skupu akcji własnych w celu podtrzymania wartości akcji i zapewnienia inwestorom maksymalnego zwrotu,
- zwiększenie liczby transakcji na rynku obligacji korporacyjnych.

Jak pokazuje historia poprzednich kryzysów, aktywność na rynku kapitałowym jest poprzedzona zwiększoną popularnością instrumentów dłużnych, w szczególności w sytuacjach, w których władze monetarne dążą do pobudzenia gospodarki poprzez obniżki stóp procentowych. Takiego scenariusza można się spodziewać, zwłaszcza jeśli obecne poziomy stóp procentowych zostaną utrzymane lub stopy będą dalej obniżane, a dzisiejszy brak zaufania do potencjalnych kredytobiorców zostanie zastąpiony przez chęć zwiększenia zyskowności z inwestycji. W dalszych okresach można spodziewać się zwiększonej emisji obligacji zamiennych lub obligacji zabezpieczonych na aktywach, co da potencjalnym inwestorom możliwość uzyskania dodatkowych korzyści lub uzyskania dodatkowego zabezpieczenia, a spółkom zapewni obniżenie kosztu finansowania.

Powyższe zjawiska mogą mieć również miejsce w Polsce, choć ich skala będzie zapewne inna niż w gospodarkach dojrzałych, co wynika m.in. z braku rozwiniętego rynku obligacji korporacyjnych.

Powstaje też pytanie, kiedy na rynek powrócą debiutanci, a oferty publiczne na GPW staną się znaczącym źródłem pozyskiwania kapitału dla spółek. Trendy występujące na rynku IPO podążają zazwyczaj za zmianami cyklu gospodarczego, przy czym liczba i wartość ofert publicznych są mocno skorelowane z cenami akcji na rynkach kapitałowych. Zjawisko to widoczne było szczególnie w latach 80. i 90. XX wieku, kiedy to wysokie liczby i wartości IPO towarzyszyły okresom silnego wzrostu gospodarczego i wzrastających kursów akcji na giełdach. Tym samym trendem tłumaczyć też należy małe liczby i wartości ofert publicznych w późnych latach 70. i wczesnych latach 90. XX wieku, jak również w pierwszych latach XXI wieku, kiedy to wystąpiły zjawiska recesyjne lub okresy mocnego spowolnienia gospodarczego.

Zgodnie z powyższym, ożywienia na rynku IPO należy się spodziewać dopiero wówczas, gdy pojawią się pierwsze sygnały zmiany niekorzystnych tendencji w gospodarce. W przeszłości zmiany trendów na rynkach kapitałowych wyprzedzały zmiany cyklu gospodarczego o 4-6 miesięcy. Rynek IPO będzie podążał za tym trendem, jednak z pewnym opóźnieniem, jako że sam proces oferty publicznej zajmuje zazwyczaj co najmniej kilka miesięcy. Należy również oczekiwać, iż w pierwszej fazie ożywienia dominować będą IPO dużych spółek lub tych pochodzących z branż najmniej dotkniętych przez obecne spowolnienie.



2

Wcześniejsze kryzysy i potencjalne wskazówki dla polskiego rynku



Każdy kryzys gospodarczy ma swoje specyficzne źródła i niepowtarzalny charakter. Różny jest także wpływ każdego z nich na poszczególne gospodarki. Nie oznacza to jednak, iż nie powinniśmy czerpać wiedzy z dotychczasowych doświadczeń. Obecne światowe spowolnienie wzrostu gospodarczego wydaje się bardziej dotkliwe niż poprzednie recesje, jednakże doświadczenia wcześniejszych kryzysów mogą lepiej pomóc nam w zrozumieniu tego, jak mogą zachowywać się rynki w niedalekiej przyszłości – zarówno zagraniczne, jak i krajowe.

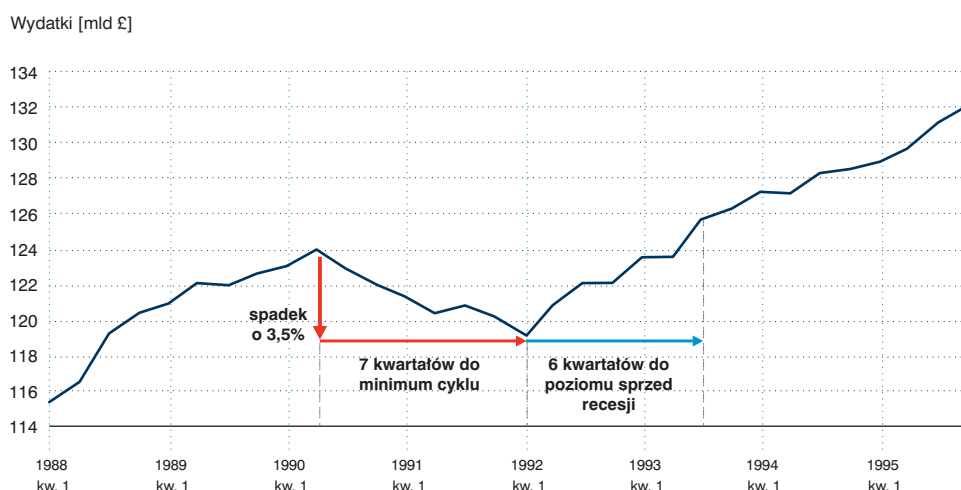
Spowolnienie obserwowane dla całej gospodarki jest wypadkową sytuacji w poszczególnych jej branżach, dlatego warto prześledzić, w jaki sposób konkretne sektory podczas poprzednich okresów dekonjunktury zostały dotknięte skutkami spowolnienia gospodarczego. Jest to możliwe, gdyż zachowania konsumentów są zazwyczaj podobne na większości rozwiniętych rynków, stąd wpływ ograniczenia wydatków konsumenckich na poszczególne sektory powinien być podobny. Na przykład z dużą pewnością możemy oczekiwać, iż wydatki na produkty niezbędne (pierwszej potrzeby), takie jak żywność, leki, specyficzne kategorie odzieży itp., będą dotknięte w najmniejszym stopniu. W kategorii produktów częściowo uznaniowych nadrzędnym kryterium będzie relacja ich ceny do wartości. Natomiast produkty uznaniowe, w szczególności te kosztowne i te, których zakup może być odłożony w czasie, w największym stopniu odczują skutki kryzysu.

W dalszej części proponujemy krótkie prześledzenie jednego przypadku recesji, która dotknęła Wielką Brytanię na początku lat 90. XX wieku. Warto sięgnąć do tego przykładu, gdyż jest to doświadczenie relatywnie niedawne. Wszystkie późniejsze recesje/spowolnienia nie miały tak dynamicznego charakteru lub nie wywarły tak silnego wpływu na realną gospodarkę. Oczywiście jest, iż stan brytyjskiej gospodarki zdecydowanie różnił się w tamtym czasie od obecnej sytuacji w Polsce, jednak zachowania brytyjskich konsumentów borykających się z trudną sytuacją finansową, zwłaszcza ponad dwadzieścia lat temu, mogą być bardzo podobne do tych, które obserwujemy obecnie w Polsce.

Tak jak zaprezentowano na Wykresie 4, podczas recesji na początku lat 90. wydatki konsumenckie w Wielkiej Brytanii skurczyły się o 3,5% w ujęciu realnym.

Aby wrócić do poziomu sprzed recesji, potrzeba było aż 13 kwartałów (od drugiego kwartału 1990 roku do drugiej połowy 1994 roku).

Wykres 4. Realne wydatki konsumenckie w Wielkiej Brytanii w latach 1988-1996



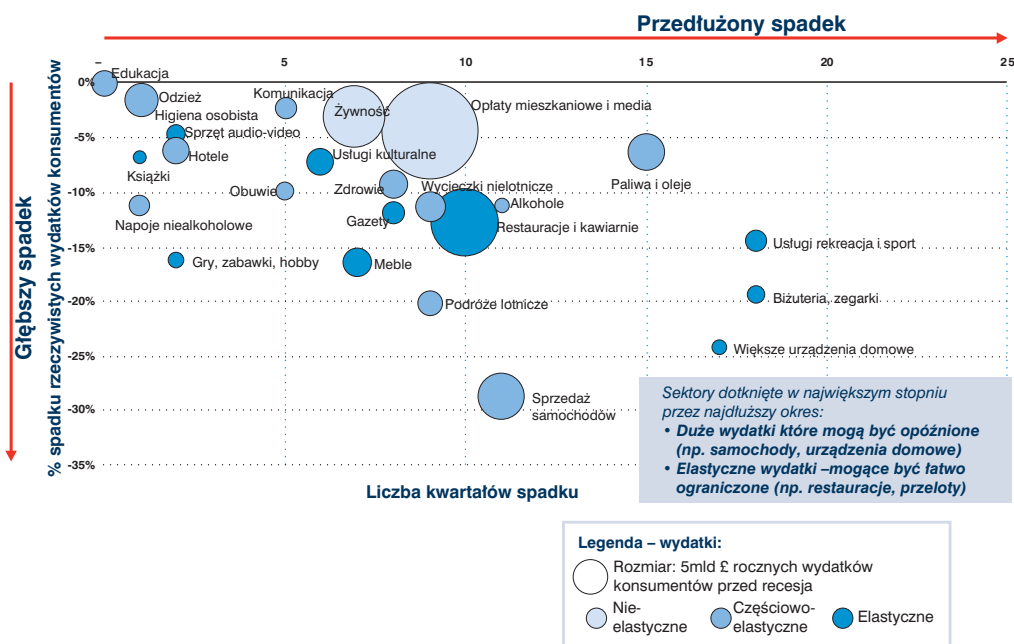
Źródło: ONS, opracowanie własne PricewaterhouseCoopers

Z kolei Wykres 5 przedstawia analizę wpływu tej recesji na poszczególne obszary gospodarki brytyjskiej w segmencie dóbr konsumpcyjnych. Analizując sytuację w poszczególnych sektorach należy także uwzględnić psychologię konsumentów. Wobec obniżonych dochodów, poszczególne decyzje zakupowe zależały przede wszystkim od tego, czy wymagały poniesienia znacznych wydatków, które mogły być odłożone w czasie oraz od klasyfikacji wydatków za niezbędne lub uznaniowe.

Rozdział 2: Wcześniejsze kryzysy i potencjalne wskazówki dla polskiego rynku

W efekcie największy spadek został zaobserwowany w sektorach zajmujących się sprzedażą kosztownych produktów, m.in. samochodów oraz sprzętu gospodarstwa domowego, a także w kosztach niezwiązanych z artykułami pierwszej potrzeby, np. wydatkach na restauracje, podróże lotnicze, usługi rekreacyjne i sport, a także biżuterię i zegarki.

Wykres 5. Wpływ recesji lat 90. w Wielkiej Brytanii na wydatki konsumentów w poszczególnych sektorach



Źródło: ONS, opracowanie własne PricewaterhouseCoopers

Dobra częściowo uznaniowe

W ramach poszczególnych branż istnieją podsektory oferujące dobra niezbędne oraz podsektory oferujące dobra mniej istotne – częściowo uznaniowe. Ciekawe przykłady tych kategorii, które w różnym stopniu mogą odczuwać skutki kryzysu, można zaobserwować w sektorze odzieżowym oraz sektorze usług budowlanych i remontowych.

W przypadku sektora odzieżowego w Wielkiej Brytanii zaobserwowaliśmy, że podsektor ubrań dziecięcych dobrze sobie radził w czasach kryzysu, ponieważ takie ubrania były zazwyczaj uznawane za produkty niezbędne. Z drugiej strony, branża odzieży męskiej, w szczególności męskiego obuwia, znacząco odczuła skutki kryzysu, jako że oferowane przez nią produkty były uznawane przez klientów za mniej istotne lub możliwe do zakupienia w późniejszym terminie.

Interesujące zmiany w wielkości popytu na usługi zaobserwowaliśmy także w sektorze usług budowlanych i remontowych. Doświadczenia wyniesione z analizy tego sektora w Wielkiej Brytanii wskazują, że w początkowej fazie kryzysu popyt na usługi budowlane spada. Jednocześnie konsumenci częściej decydują się na renowację, co prowadzi do wzrostu wydatków w sektorze usług remontowych. Jednakże gdy ceny nieruchomości spadają poniżej pewnego poziomu, wydatki na usługi remontowe także istotnie się obniżają, ponieważ konsumenci przestają wierzyć, że są w stanie odzyskać środki, które zainwestują w nieruchomość.

Należy pamiętać, iż nawet w obrębie jednego sektora występują różnice, jeśli chodzi o dotkliwość wpływu spowolnienia gospodarczego. Analizując przyczyny prowadzące do różnego zachowania wewnątrz poszczególnych branż, na Wykresie 6 przedstawiamy podział podsektorów na bardziej i mniej podatne na skutki kryzysu.

Wykres 6. Podział podsektorów na bardziej i mniej podatne na skutki kryzysu

W zależności od tego, jak silnie kryzys będzie odczuwalny, wybrane sektory powinny być...					
Mniej podatne	Spożywczy	Odzieżowy	Dobra luksusowe	Sklepy internetowe	„Zrob to sam”*
	+ Sklepy dyskontowe + Sklepy o szerokiej strukturze cenowej	+ Odzież dla dzieci + Odzież dla ludzi młodych, bez zobowiązań	+ Drogie samochody + Produkty markowe z segmentu wyższego		
Bardziej podatne	Spożywczy	Odzieżowy	Aksesoria dekoracyjne	Utrzymanie domu	
	- Sklepy o wąskiej strukturze cenowej - Sklepy w środkowym segmencie rynku	- Odzież męska - Obuwie	- Firanki, obrusy - Akcesoria łazienkowe - Dywany itp.	- Glazura i terakota - Meble - AGD	

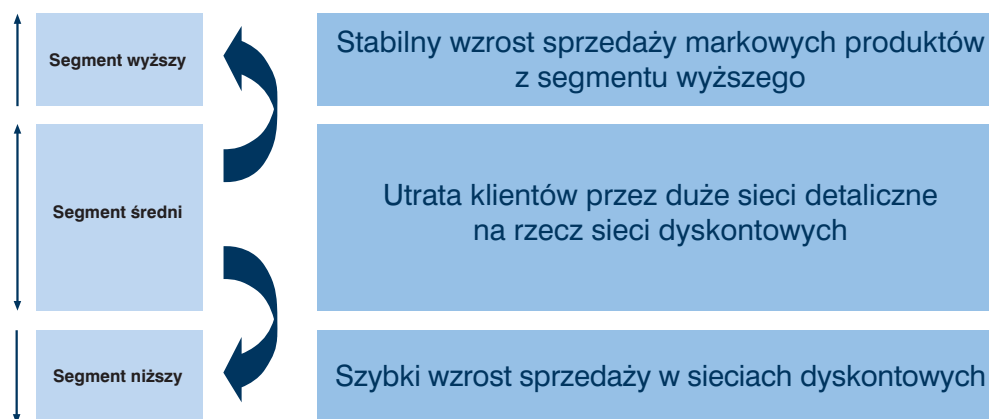
Źródło: Opracowanie własne PricewaterhouseCoopers

*w przypadku silnie odczuwalnego kryzysu segment może być bardziej podatny

Nacisk na wartość oraz jakość produktów

Jak pokazują doświadczenia brytyjskiego kryzysu lat 90., w kategorii produktów częściowo uznaniowych nadrzędnym czynnikiem jest relacja ich ceny do postrzeganej wartości. W trudnych czasach konsumenci zwracają szczególną uwagę na to, by za płaconą cenę uzyskać jak najwyższą wartość. W efekcie, dobre produkty o umiarkowanej cenie oraz produkty klasy premium o wysokiej jakości radziły sobie w czasach kryzysu lepiej, niż można się było spodziewać. Wniosek dla sieci detalicznych jest następujący: utrzymywanie szerokiej, zróżnicowanej cenowo oferty, ewentualnie połączonej ze zwiększeniem oferty produktów z niższej półki może być dobrą strategią na trudniejsze czasy. Dla producentów sytuacja jest jednak trochę bardziej skomplikowana, gdyż przestawienie się na wytwarzanie produktów w większym stopniu odpornych na skutki kryzysu może być procesem złożonym i długotrwałym.

Wykres 7. Wpływ kryzysu w Wielkiej Brytanii na poszczególne segmenty rynku



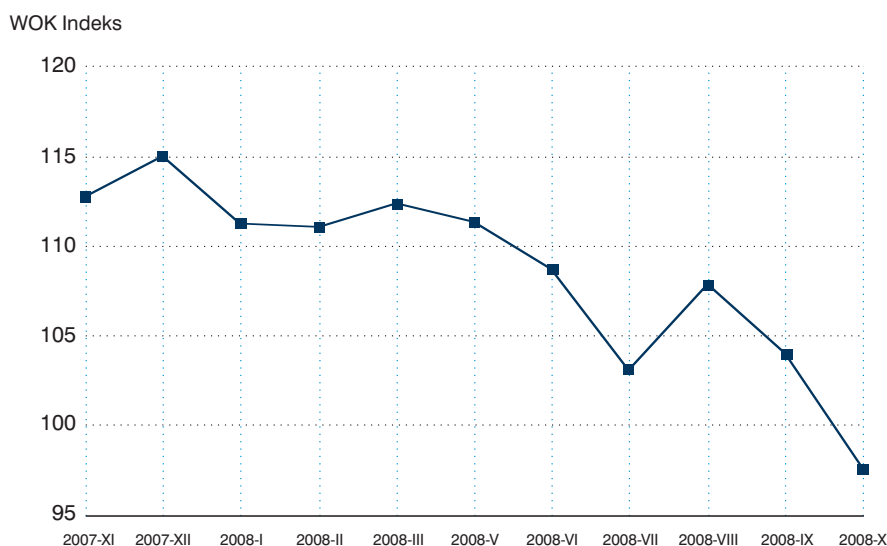
Źródło: Verdict, OC&C, opracowanie własne PricewaterhouseCoopers

Rozdział 2: Wcześniejsze kryzysy i potencjalne wskaźniki dla polskiego rynku

Skutki kryzysu w polskiej gospodarce

W Polsce trend spadkowy wskaźnika optymizmu konsumentów zaczął się w marcu 2008 roku, jednak wyraźnie zaznaczył się dopiero w trzecim kwartale ubiegłego roku. Dalszy spadek na początku 2009 roku sugeruje, iż spadek wydatków konsumenckich najprawdopodobniej utrzyma się w 2009 roku.

Wykres 8. Wskaźnik Optymizmu Konsumentów (WOK), Polska



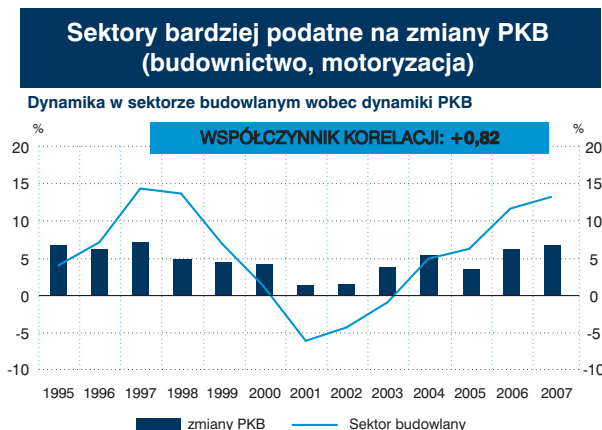
Źródło: Ipsos

Ewentualne efekty kryzysu w poszczególnych sektorach polskiej gospodarki będą uzależnione od tych samych kryteriów, co w Wielkiej Brytanii, uwzględniając podział na produkty niezbędne i uznaniowe. Doświadczenia ze spowolnienia gospodarczego obserwowanego w Polsce na początku XXI wieku stanowią potwierdzenie powyższej tezy.

Mimo że w Polsce od lat 90. nie została odnotowana podręcznikowa recesja (rozumiana jako ujemny wzrost gospodarczy przez minimum dwa kwartały), to jednak przechodziliśmy w tym czasie przez trzy okresy spowolnienia wzrostu gospodarczego. Pierwszy z nich wystąpił w latach 1997-1998 i był związany z kryzysem rosyjskim. Drugi, dotychczas najbardziej znaczący, miał miejsce w latach 2001-2003, gdy wskaźnik wzrostu PKB obniżył się z 4,3% w 2000 roku do 1,2% w 2001 oraz 1,4% w 2002 roku. Także w 2005 roku obserwowaliśmy niewielkie spowolnienie wzrostu gospodarczego, pośrednio związane z przystąpieniem Polski do Unii Europejskiej. Dla celów analizy obecnej sytuacji najlepiej odnosić się do najdłuższego z przedstawionych okresów, który wystąpił w latach 2001-2003.

Jak pokazują doświadczenia z kryzysu w Wielkiej Brytanii na początku lat 90. oraz spowolnienia obserwowanego w Polsce w latach 2001-2003, w największym stopniu skutkami kryzysu dotknięte zostały sektory: motoryzacyjny i budowlany, podczas gdy sprzedaż w sektorach spożywczym oraz usług medycznych wydaje się mniej podatna na zmiany PKB.

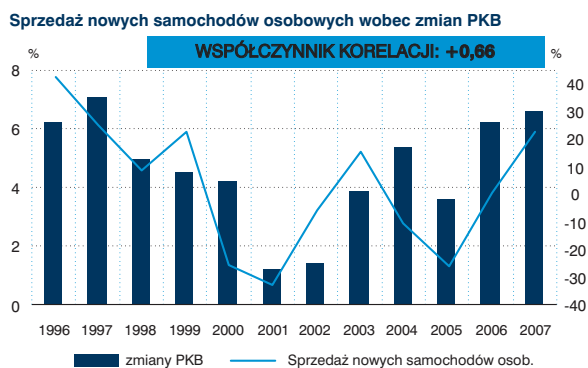
Wykres 9. Analiza korelacji wybranych sektorów w Polsce



Źródło: Euroconstruct, EIU



Źródło: Intellinews, Eurostat, EIU



Źródło: ACEA, EIU



Źródło: Intellinews, EIU

Ograniczenia wydatków polskich konsumentów będą miały także przełożenie na wyniki przedsiębiorstw znajdujących się w kolejnych ogniwach łańcucha wartości. Skala, moment i czas odczuwania negatywnego wpływu będą silnie zależne od rodzaju produktu i miejsca dostawcy w łańcuchu wartości.

Wykres 10. Łańcuch dostaw w przemyśle



Źródło: Opracowanie własne PricewaterhouseCoopers

3

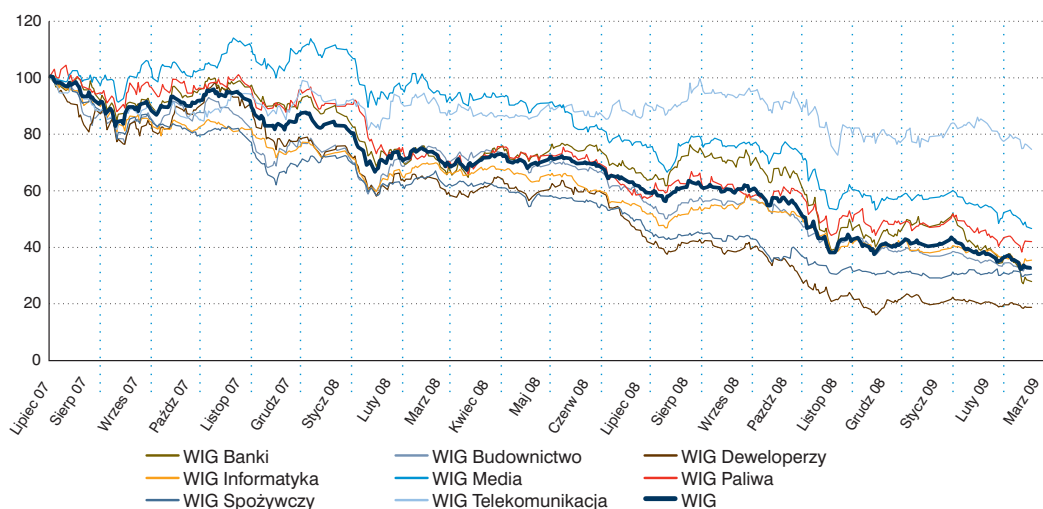
Wpływ kryzysu na poszczególne branże polskiej gospodarki



W oparciu o przytoczone w poprzednim rozdziale doświadczenia Wielkiej Brytanii przyjrzelśmy się zachowaniu poszczególnych branż w Polsce. Ze względu na fakt, że spowolnienie w gospodarce dotyczy kilku ostatnich miesięcy i trudno obecnie pokazać jego wpływ na wszystkie podmioty działające w danej branży, w naszej analizie skoncentrowaliśmy się na spółkach giełdowych i ich danych finansowych publikowanych w raportach okresowych.

Zanim przeanalizujemy jednak wyniki samych spółek, przyjrzyjmy się, w jaki sposób inwestorzy oceniali poszczególne branże. Na poniższym wykresie przedstawiono, jak kształtowały się wartości indeksów branżowych GPW w okresie od lipca 2007 roku do lutego 2009 roku.

Wykres 11. Wybrane indeksy branżowe na GPW na tle indeksu WIG w okresie od lipca 2007 roku do lutego 2009 roku



Źródło: Opracowanie własne PricewaterhouseCoopers na podstawie danych GPW

Od 6 lipca 2007 roku, kiedy indeks WIG odnotował najwyższy poziom w swej historii, do 23 lutego 2009 roku indeks ten spadł o 68%, z poziomu 67.569 do 21.656 punktów. Jeśli chodzi o indeksy branżowe, to znaczącym niżkom oparty się jedynie spółki z sektora telekomunikacyjnego – w tym samym okresie indeks WIG Telekomunikacja spadł jedynie o 26%. Lepiej niż główny indeks giełdowy zachowały się również spółki z sektora mediowego – spadek WIG Media wyniósł 54%. Indeksy WIG Paliwa i WIG Informatyka obniżyły się odpowiednio o 58% i 65%. Skutki kryzysu najbardziej odczuły spółki z sektora deweloperskiego i bankowego, spadając odpowiednio o 81% i 72%. Rozczarował także WIG Spożywczy z 70-procentowym spadkiem, mimo iż spółki z tego sektora uważane są za relatywnie mało narażone na skutki spowolnienia gospodarczego.

Można przyjąć, że obecna bessą na polskim rynku kapitałowym wynika raczej z ogólnej zmiany skłonności inwestorów do nabywania akcji polskich spółek, niż selektywnej przeceny poszczególnych branż najbardziej narażonych na skutki kryzysu.

Powyższą tezę zdaje się potwierdzać ocena wyników publikowanych przez spółki za czwarty kwartał 2008 roku. Choć obniżenie indeksów branżowych wydaje się mieć uzasadnienie w wynikach publikowanych przez te branże (np. banki, deweloperzy), to dla innych branż (np. spożywczej) znaczące obniżenie indeksu branżowego raczej nie znajduje uzasadnienia w pogorszonych wynikach.

Rozdział 3: Wpływ kryzysu na poszczególne branże polskiej gospodarki

Tabela 3. Analiza wyników kwartalnych spółek wchodzących w skład indeksów branżowych notowanych na GPW

	Przychody		EBIT		Zysk netto		Płynność szybka	
	4 kw. 08 / 4 kw. 07	4 kw. 08 / 3 kw. 08	4 kw. 08 / 4 kw. 07	4 kw. 08 / 3 kw. 08	4 kw. 08 / 4 kw. 07	4 kw. 08 / 3 kw. 08	4 kw. 08 / 4 kw. 07	4 kw. 08 / 3 kw. 08
WIG Banki	48%*	12%*	n/a	n/a	-76%	-82%	n/a	n/a
WIG Budownictwo	-13%	-13%	-35%	-28%	-32%	0%	-35%	-23%
WIG Deweloperzy	13%	-30%	-34%	0%	-83%	-62%	-15%	1%
WIG Informatyka	20%	61%	17%	227%	5%	168%	-4%	12%
WIG Media	30%	11%	33%	-74%	47%	-23%	11%	2%
WIG Paliwa	3%	-47%	-1319%	-329%	-597%	-5864%	-36%	-10%
WIG Spożywczy	6%	-27%	163%	43%	-4%	-22%	1%	49%
WIG Telekomunikacja	25%	-22%	90%	-59%	79%	-36%	-17%	-15%

Źródło: Opracowanie własne PricewaterhouseCoopers na podstawie danych Reuters**

* Przychody odsetkowe

** Przedstawione i omówione dane finansowe pochodzą z serwisu Reuters i stanowią zmiany mediany wartości przychodów, EBIT, zysku netto i płynności szybkiej spółek wchodzących w skład danego indeksu. Do analizy przyjęto jedynie dane finansowe polskich spółek, dla których dane za czwarty kwartał 2008 roku były dostępne w serwisie Reuters na dzień 3.03.2008 roku.

Najlepiej z obecną fazą kryzysu w gospodarce radzą sobie spółki z sektora telekomunikacyjnego. W czwartym kwartale 2008 roku mediana zysku netto spółek z indeksu WIG Telekomunikacja wzrosła o 79% w porównaniu do analogicznego okresu 2007 roku. Obliczona w ten sam sposób średnia przychodów wzrosła o 25%, a EBIT – aż o 90%. Dobre wyniki potwierdza względnie niewielki spadek indeksu WIG Telekomunikacja, należy jednak pamiętać, że podczas ostatniej hossy wzrost tego indeksu był również ograniczony – prawdopodobnie z powodu lekcji wyciągniętych przez inwestorów po pęknięciu „bańki internetowej”.

Podobnie spółki wchodzące do indeksu WIG Media zanotowały wyniki lepsze niż rok wcześniej – mediana zysku netto wypracowanego w okresie od 1 października do 31 grudnia 2008 roku wzrosła o 47% w stosunku do analogicznego okresu 2007 roku. Ponadto spółki mediowe charakteryzowały się wysokim wskaźnikiem płynności szybkiej – mediana tego wskaźnika wzrosła z 1,94 na dzień 31 grudnia 2007 roku do 2,15 na dzień 31 grudnia 2008 roku. Dobre wyniki spółek zostały częściowo odzwierciedlone w zachowaniu indeksu WIG Media – mimo iż wartość tego indeksu spadła o 54% w okresie od 6 lipca 2007 roku do 23 lutego 2009 roku, to w dalszym ciągu jest to drugi relatywnie najmniejszy spadek wśród indeksów branżowych.

Z pozostałych sektorów jedynie spółki wchodzące w skład indeksu WIG Informatyka odnotowały wzrost zysku netto w ostatnim kwartale 2008 roku w stosunku do ostatniego kwartału 2007 roku (mediana zysku netto dla analizowanych spółek wzrosła o 5%).

Dla spółek z sektora spożywczego rekordowym okresem był trzeci kwartał 2008 roku, natomiast czwarty kwartał 2008 roku charakteryzował się podobnymi wynikami do ostatniego kwartału 2007 roku – mediana przychodów dla analizowanych spółek wzrosła o 6%, mediana zysku netto spadła o 4%, nieznacznie poprawił się wskaźnik płynności szybkiej. Potwierdziła się zatem teza, że branża spożywcza jest stosunkowo odporna na skutki spowolnienia gospodarczego. W pierwszej fazie spowolnienia polscy konsumenci, podobnie jak konsumenci brytyjscy na początku lat 90., nie ograniczyli zakupów żywności. Niestety nie zahamowało to spadku indeksu WIG Spożywczy.

Rok 2008 zakończył się dobrymi wynikami sprzedaży dla deweloperów – mediana przychodów spółek wchodzących w skład indeksu WIG Deweloperzy wzrosła w ostatnim kwartale 2008 roku o 13% w stosunku do czwartego kwartału 2007 roku. Jednak coraz niższe ceny transakcyjne nieruchomości i oczekiwania ich dalszego spadku, a także ograniczona akcja kredytowa banków spowodowały, że kursy akcji spółek deweloperskich notowanych na GPW spadły w największym stopniu ze wszystkich branż w drugiej połowie 2008 roku.

Branża deweloperska i budowlana należą niewątpliwie do sektorów, które nie są odporne na skutki spowolnienia gospodarczego – potwierdza to również zachowanie konsumentów brytyjskich podczas spowolnienia na początku lat 90.

Banki, mimo wzrostu przychodów odsetkowych, zakończyły rok spadkiem zysku netto. Mediana zysku netto w ostatnim kwartale 2008 roku spadła aż o 76% w porównaniu do analogicznego okresu roku poprzedniego. Jest to w dużej mierze spowodowane utworzeniem odpisów na należności z tytułu kredytów udzielonych podmiotom dotkniętym kryzysem, a także wyceną instrumentów finansowych posiadanych przez banki, w tym tych wynikających z umów opcyjnych zawartych pomiędzy bankami oraz polskimi spółkami, odnośnie do których powstało ryzyko niemożności ich realizacji (np. z powodu znaczącego pogorszenia się płynności spółek).

Ostatni kwartał 2008 roku był bardzo złym okresem dla polskich spółek paliwowych. Spadek cen ropy naftowej obserwowany w drugiej połowie 2008 roku, powodujący m.in. konieczność przeszacowania zapasów, sprawił, że mediana zysku netto spółek wchodzących w skład indeksu WIG Paliwa w czwartym kwartale 2008 roku była ujemna. Mierzona w ten sposób średnia strata netto w wartościach bezwzględnych była około pięciokrotnie większa od zysku netto wykazanego w ostatnim kwartale 2007 roku. Jest to sytuacja odwrotna do wyników drugiego kwartału 2008 roku, kiedy to wzrost cen ropy skutkowało rekordowym zyskiem netto. Pod względem przychodów ze sprzedaży, okres od 1 października do 31 grudnia 2008 roku był porównywalny do analogicznego okresu rok wcześniej (wzrost mediany o 3%). Niepokój może budzić pogarszająca się płynność spółek wchodzących w skład indeksu WIG Paliwa – mediana wskaźnika płynności szybkiej charakteryzowała się trendem spadkowym w ciągu 2008 roku i na dzień 31 grudnia wynosiła 0,7 w porównaniu do 1,09 na dzień 31 grudnia 2007 roku.

Dla wielu spółek wpływ na wyniki za czwarty kwartał 2008 roku miały odpisy z tytułu utraty wartości aktywów trwałych. W związku z publikacją raportów za ten okres spółki giełdowe zostały bowiem zmuszone po raz pierwszy od pewnego czasu do bardzo wnikliwego przyjrzenia się bilansom i rzetelnej oceny, czy w przypadku niektórych z posiadanych przez nie aktywów trwałych nie nastąpiła utrata wartości. Dla wielu z nich oznaczało to konieczność ujęcia znaczących odpisów aktualizujących, mających negatywny wpływ na wynik finansowy. Zjawisko to dotyczyło zwłaszcza spółek działających w branżach szczególnie mocno dotkniętych przez skutki dekonunktury gospodarczej oraz tych, które w okresie koniunktury dokonały przejęć innych podmiotów. Trzeba jednak mieć na uwadze, że sytuacja gospodarcza w Polsce uległa pogorszeniu dopiero w ostatnich miesiącach 2008 roku i następnej fali znaczących odpisów z tytułu utraty wartości można oczekiwać w kolejnych raportach okresowych. W szczególności w tych za pierwsze półrocze i za cały 2009 rok.

Również wiele spółek odnotowało w czwartym kwartale znaczące straty wynikające z wyceny niektórych instrumentów finansowych związanych z kursami walut. W ciągu ostatnich kilku lat polska waluta podlegała znaczącemu umocnieniu, co spowodowało, że przedsiębiorcy często dosyć śmiało, a czasami z niepełną wiedzą na temat możliwych ryzyk, zawierali umowy z bankami, które, choć zabezpieczały w przypadku wzmocnienia złotego, jednocześnie zobowiązywały do wypłaty wysokich kwot na rzecz banków w przypadku znaczącego osłabienia polskiej waluty. Dramatyczny spadek wartości złotego w drugiej połowie 2008 roku oznaczał, że umowy te mogą nieść ze sobą konieczność wypłaty znaczących kwot na rzecz banków na moment rozliczenia tych umów (zwykle w 2009 roku). W wyniku wyceny pozycji otwartej na wystawionych opcjach, spółki posiadające tak zwane instrumenty asymetryczne (tzn. zawierające wyemitowane opcje typu call na wielokrotność kwot niezbędnych do faktycznego zabezpieczenia przyszłych przepływów w walutach obcych) lub też spółki niespełniające kryteriów rachunkowości zabezpieczeń, były zmuszone do natychmiastowego rozpoznania strat w rachunku zysków i strat, co miało negatywny wpływ na raportowane zyski netto za czwarty kwartał roku 2008.

4

Polskie przedsiębiorstwa wobec kryzysu

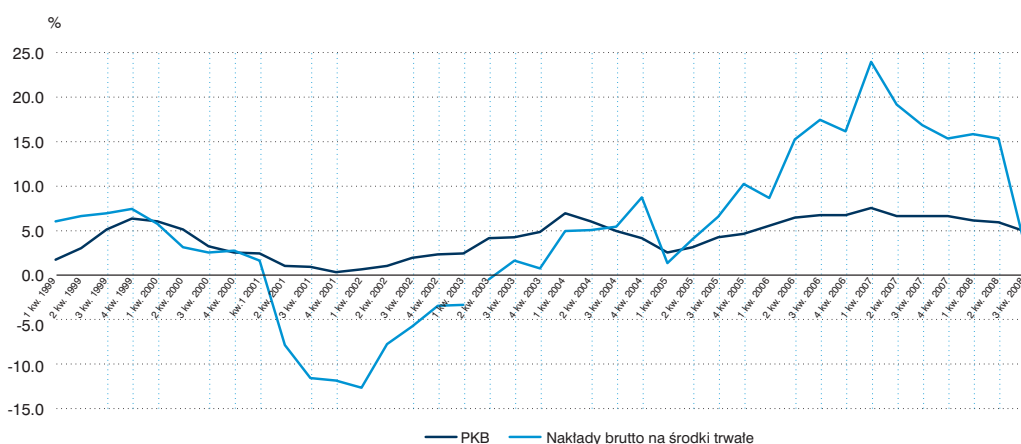


W powszechnej świadomości kryzys finansowy i gospodarczy pojawił się z całą intensywnością wraz ze spektakularnymi bankructwami banków (w szczególności Lehman Brothers we wrześniu 2008 roku), a wydarzenia te wydają się funkcjonować jako moment przełomowy – początek kryzysu w skali światowej.

Sytuacja polskich przedsiębiorstw w pierwszej połowie 2008 roku

Mimo, iż jesienią 2008 roku dostrzegalne już były oznaki lekkiego spowolnienia, aktywność gospodarcza polskich przedsiębiorców pozostawała na relatywnie wysokim poziomie. Na wysoką dynamikę inwestycji jeszcze w pierwszej połowie 2008 roku korzystnie wpływały zarówno wysokie zyski z okresów wcześniejszych, jak również stosunkowo łatwy i tani dostęp do finansowania bankowego. Mimo stopniowego wzrostu stóp procentowych wynikających z zacieśniania polityki pieniężnej oraz stopniowego zaostrzania polityki kredytowej przez banki komercyjne (m.in. poprzez wzrost marż), do połowy 2008 roku większość przedsiębiorców nie wskazywała, iż dostęp oraz koszt finansowania stanowią istotną barierę w prowadzeniu działalności gospodarczej.

Wykres 12. Dynamika realna (r/r) Produktu Krajowego Brutto oraz nakładów inwestycyjnych na środki trwałe w okresie od 1 kwartału 1999 do 3 kwartału 2008 roku



Źródło: GUS

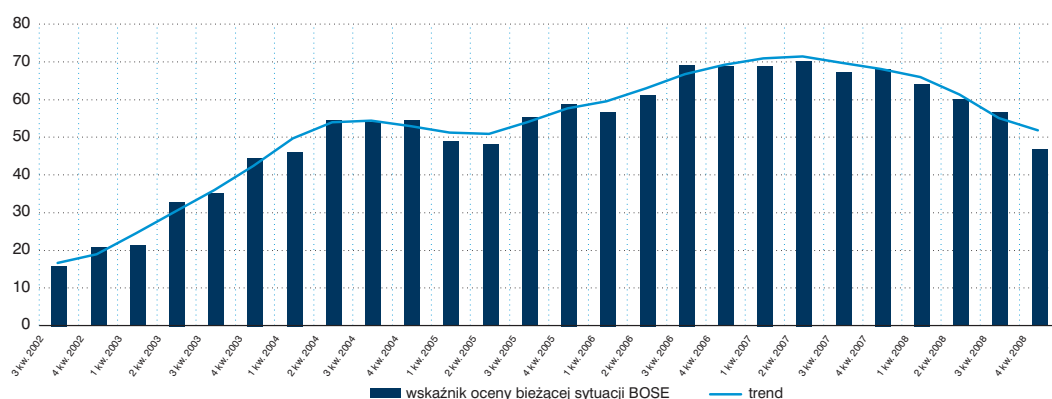
Jesienią 2008 roku pojawiały się już pierwsze wyraźne sygnały o stopniowym ograniczaniu planów inwestycyjnych¹ przedsiębiorstw, choć w wyniku wcześniejszych decyzji liczba realizowanych projektów inwestycyjnych pozostawała wciąż na wysokim poziomie. W początkach III kw. 2008 roku jedynie ok. 2,8% firm planowało redukcję lub rezygnację z rozpoczętych inwestycji, zaś pozostałe projekty miały być kontynuowane.

Można stwierdzić, iż po zdecydowanie optymistycznym 2007 roku, w pierwszej połowie 2008 polscy przedsiębiorcy nadal wykazywali „umiarkowany” optymizm co do kształtu przyszłości. Znajdował on również odzwierciedlenie w prognozach gospodarczych. W połowie 2008 roku analitycy oraz agencje rządowe zakładały, iż wzrost gospodarczy w Polsce w 2009 roku będzie kształtował się w przedziale 4,5% – 5%. Gwałtowne obniżenie nastrojów przedsiębiorców miało miejsce dopiero w III kwartale 2008 roku, kiedy kryzys wraz ze spektakularnymi upadkami instytucji finansowych był już bardzo widoczny.

¹ „Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnym uwzględnieniem stanu koniunktury w III kw. 2008 roku”, Instytut Ekonomiczny NBP, lipiec 2008 roku oraz „Informacja o kondycji sektora przedsiębiorstw ze szczególnych uwzględnieniem stanu koniunktury w IV kw 2008 roku”, Instytut Ekonomiczny NBP, październik 2008 roku.

Rozdział 4: Polskie przedsiębiorstwa wobec kryzysu

Wykres 13. Wskaźnik oceny bieżącej sytuacji ekonomicznej BOSE



Źródło: NBP

Do głównych zagrożeń wymienianych przez przedsiębiorców jeszcze w połowie 2008 roku należały:

- aprecjacja kursu walutowego zmniejszająca opłacalność eksportu oraz powodująca wzrost konkurencyjności produktów importowych,
- wysokie ceny surowców i materiałów,
- brak wykwalifikowanych pracowników oraz presja płacowa,
- zmniejszający się popyt (głównie na rynkach eksportowych).

Aprecjacja kursu walutowego oraz prognozy wskazujące na możliwość dalszego umacniania się kursu spowodowały istotny wzrost zainteresowania produktami ograniczającymi ryzyko walutowe. W tym czasie wielu przedsiębiorców zdecydowało się na zaangażowanie na rynku terminowym i zakup produktów (przede wszystkim opcji walutowych), które w ich zamierzeniu miały zabezpieczać przed dalszymi niekorzystnymi zmianami kursów.

Należy jednocześnie zauważyć, iż w omawianym okresie zdecydowana większość przedsiębiorców deklarowała brak problemów z utrzymaniem płynności finansowej oraz z tak zwanymi zatorami płatniczymi. Okres wzrostu spowodował, iż do połowy 2008 roku poziom terminowej realizacji zobowiązań poprawiał się. Podobnie kolejny rok z rzędu zmniejszaniu ulegała liczba bankrutujących przedsiębiorstw z 1863 w 2002 roku do 411 w 2008 roku.

Presja płacowa, wysokie ceny surowców i materiałów oraz wydatki związane z prowadzeniem procesów inwestycyjnych negatywnie wpływały na bazę kosztową polskich przedsiębiorstw. Pamiętajmy przy tym, że część tych kosztów miała charakter stały w średnim okresie, w tym np. koszty zatrudnienia, długoterminowe kontrakty na dostawy surowców etc. Z tak rozbudowaną po „latach tłustych” strukturą kosztową przedsiębiorcy wkroczyli w okres dekoniunktury.

Nowe otoczenie rynkowe

Na przełomie 2008 i 2009 roku istotnej i kilkukrotnej weryfikacji ulegały szacunki i przewidywania dotyczące rozwoju sytuacji gospodarczej – o ile pod koniec października średnia prognoz wskazywała, iż gospodarka polska będzie rozwijać w tempie ok. 4,8%, o tyle pod koniec lutego oscylowała już tylko wokół 1,3%². Mimo iż większość analiz wskazywała, że gospodarkę polską czeka wyraźne spowolnienie dynamiki wzrostu gospodarczego, wybuch kryzysu, a w szczególności jego dynamika zaskoczyły zarówno analityków, jak i samych przedsiębiorców.

Dynamika zjawisk kryzysowych spowodowała, iż przedsiębiorcy nie dysponowali odpowiednim czasem, aby przygotować się na tak istotne spowolnienie. Nie mieli szansy dokonać głębokiej restrukturyzacji, a niektóre branże już w ciągu niespełna miesiąca doświadczyły dynamicznego spadku popytu, np. branża hutnicza – jedno z pierwszych ogniw w łańcuchu produkcji.

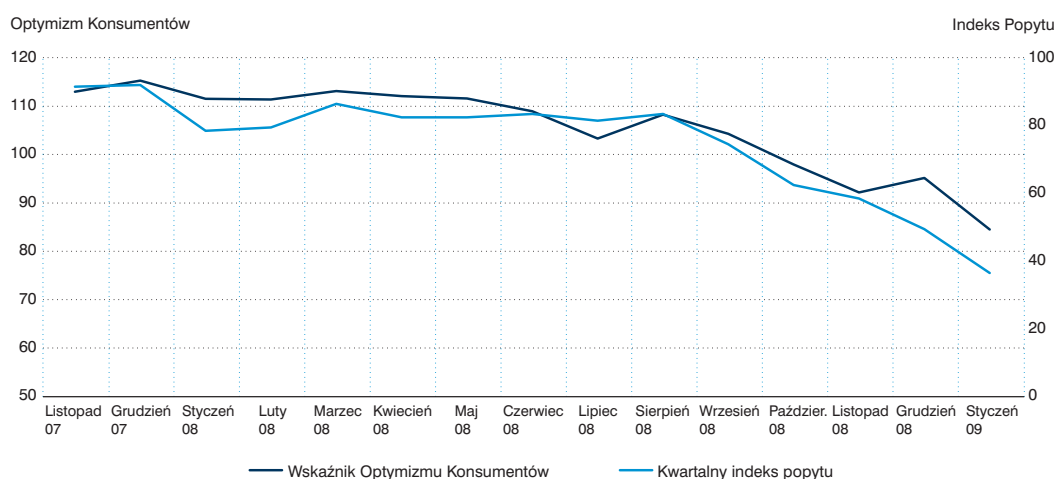
² Średnie z prognoz aktualnych na październik 2008 roku oraz na luty 2009 roku publikowanych przez: NBP, NOBE, IBnGR, Komisję Europejską oraz Oxford Economics

Huty zostały zmuszone do nieplanowanego, zdecydowanego ograniczenia produkcji, w tym nawet do wygaszenia części pieców. W kolejnych miesiącach obserwowaliśmy ostry spadek produkcji budowlanej oraz problemy w branży motoryzacyjnej i narastające trudności z dostępem do finansowania.

Zmiana warunków gospodarczych spowodowała, iż istotnemu pogorszeniu uległy opinie przedsiębiorców co do dalszego rozwoju sytuacji (patrz Wykres 13) oraz głównych zagrożeń w prowadzeniu działalności gospodarczej.

Na zdecydowanie pierwsze miejsce wśród wymienianych zagrożeń wysunęły się obawy dotyczące spadku popytu. W pierwszej kolejności zjawisko to dotknęło przede wszystkim eksporterów, niemniej również przedsiębiorcy zorientowani na rynek krajowy zaczęli dostrzegać w tym aspekcie poważne zagrożenie. Obawiali się, iż spadek koniunktury na rynkach zagranicznych szybko przełoży się na sprzedaż na rynku krajowym. Potwierdza to spadek optymizmu wśród konsumentów.

Wykres 14. Wskaźnik Optymizmu Konsumentów (lewa oś) oraz Kwartalny Indeks Popytu (prawa oś)



Źródło: Ipsos, PKKP Lewiatan

Należy także zauważyć, iż nieoczekiwany, a przy tym tak silny spadek popytu przy rozbudowanej i pozostającej w średnim okresie na stosunkowo stałym poziomie bazie kosztowej w połączeniu ze wzrastającymi kosztami finansowania, doprowadził w krótkim okresie do istotnego pogorszenia rentowności spółek.

Wśród innych zagrożeń wymienianych obecnie przez przedsiębiorców znajdują się:

- silna zmienność kursów walutowych,
- pojawiające się zatory płatnicze i problemy z płynnością,
- pojawiające się kłopoty z dostępnością kredytów oraz wzrost kosztów finansowania bankowego.

Z jednej strony silne osłabienie złotego jest korzystnie odbierane przez eksporterów, gdyż wzmacnia ich pozycję konkurencyjną na rynkach zagranicznych. Z drugiej jednak strony, dynamiczna deprecjacja wartości polskiej waluty ujawniła problem opcji walutowych, pokazując, iż pewna część transakcji miała charakter spekulacyjny (tj. nie zabezpieczała potrzeb wynikających z wymiany handlowej) i w bezpośredni sposób prowadzi do strat, a nawet może zagrażać funkcjonowaniu przedsiębiorstw. Przykład ten ujawnił także niedostatki, a nawet brak systemów zarządzania ryzykiem oraz mechanizmów wczesnego ostrzegania u wielu przedsiębiorców.

Rozdział 4: Polskie przedsiębiorstwa wobec kryzysu

Kryzys gospodarczy szybko przełożył się na płynność przedsiębiorstw oraz terminowość realizacji płatności. Jak pokazują szczegółowe opracowania³, w drugiej połowie 2008 roku w istotny sposób spadła terminowość realizacji płatności oraz wzrósł udział najbardziej przeterminowanych należności (tzw. złych długów). Problem ten dotyczy w pierwszej kolejności branży budowlanej, meblarskiej oraz transportowej. Należy się jednak spodziewać, że zatory płatnicze mogą się w stosunkowo krótkim okresie rozprzestrzenić na inne gałęzie gospodarki. Ukazuje to, jak istotne jest usprawnienie i uszczelnienie mechanizmów zarządzania przepływami gotówki.

Przedsiębiorcy zaczęli także wskazywać, iż kryzys w sektorze finansowym zaczyna w coraz większym stopniu oddziaływać na ich działalność poprzez stopniowe ograniczanie dostępności kredytu oraz wzrost kosztów finansowania działalności operacyjnej. Jak pokazują badania⁴, banki silnie zaostryżyły kryteria udzielania kredytów oraz wymagają większych zabezpieczeń. Jednocześnie instytucje finansowe istotnie zwiększyły poziom marż kredytowych, co – mimo spadku stóp procentowych NBP – spowodowało wzrost kosztów kredytów.

Należy także zauważyć, iż z pierwszych pozycji wśród barier prowadzenia działalności gospodarczej zniknęły: presja płacowa (w związku z prognozowanym wzrostem poziomu bezrobocia) oraz ceny surowców i materiałów. Globalny spadek cen surowców w początkowym okresie korzystnie przełożył się na działalność przedsiębiorców. Tym niemniej, w początkach roku 2009 korzyści wynikające ze spadku cen surowców na globalnych rynkach zostały w istotnym stopniu zniwelowane przez wzrost kursów walut obcych (przede wszystkim dolara amerykańskiego). Przykładowo, o ile cena ropy naftowej spadła od swoich rekordowych poziomów w lipcu 2008 roku do końca lutego 2009 roku o ok. 70%, o tyle w tym samym czasie kurs dolara amerykańskiego wzrósł o ok. 75%.

Zmiana perspektywy wobec nowych wyzwań

Większa niepewność otoczenia oraz dynamiczny spadek prognoz kształtowania się podstawowych wielkości ekonomicznych w istotny sposób wpływają na konieczność weryfikacji wcześniejszych założeń przyjmowanych do biznesplanów oraz ocenę ryzyka związanego z procesami inwestycyjnymi. Niekorzystna sytuacja rynkowa wymaga od przedsiębiorców kompleksowego przemyślenia i redefinicji modelu biznesowego oraz modyfikacji sposobu prowadzenia działalności. Dodatkowo kryzys w jaskrawy sposób uwidacznia nierozwiązane problemy i zaniedbania z okresu koniunktury, które w dobie kryzysu często wracają ze zdwojoną siłą. Przykładem może być brak odpowiednich, w pełni zintegrowanych z działalnością przedsiębiorstw, procedur zarządzania ryzykiem (w kontekście transakcji opcji walutowych) czy niedoskonałości procedur oceny i kontroli zdolności kredytowej kontrahentów.

Przedsiębiorcy mogą jednak wykorzystać szeroki wachlarz działań, które nie tylko pomogą w przetrwaniu kryzysu, ale także pozwolą wyjść z niego wzmocnionym.

Punktem wyjścia powinna być zmiana perspektywy, dostrzeżenie zmieniającego się otoczenia, czyli przestawienie się na tory „zarządzania w trudnych czasach”. Doświadczenie PricewaterhouseCoopers wskazuje, iż często mimo obiektywnych, zewnętrznych zjawisk gospodarczych wskazujących na pogarszanie się sytuacji, nie wszyscy przedsiębiorcy w odpowiednio wcześnie uświadamiają sobie potrzebę zmian. W szczególny sposób dotyka to przedsiębiorstw rodzinnych, w których zarządzający bardzo silnie utożsamiają się ze spółką. Tymczasem, im wcześniej przedsiębiorcy dostrzegą fakt, iż ich spółka znajduje się w kryzysie, tym szybciej będą mogli przeciwdziałać negatywnym tendencjom.

Dodatkowo, w odróżnieniu od przedsiębiorców z krajów zachodnich, w których wzrost gospodarczy od lat pozostawał na umiarkowanym poziomie, a tym samym spółki musiały na bieżąco ściśle kontrolować koszty i prowadzić procesy restrukturyzacyjne, zarządzający na polskim rynku nie mieli okazji przejść przez podobne doświadczenia. Duża część polskich przedsiębiorców, funkcjonując od dłuższego czasu w warunkach silnych wzrostów, nie musiała mierzyć się z koniecznością przeprowadzania głębokich działań restrukturyzacyjnych, a tym samym wielu z nich nie ma odpowiedniego doświadczenia i pełnych umiejętności zarządzania w trudnych czasach.

³ Np. „Raport grupy Euler Hermes dotyczący płynności finansowej firm w Polsce. Analiza zmian, które zaszły w 2008 roku”. Euler Hermes, Warszawa, luty 2008 roku.

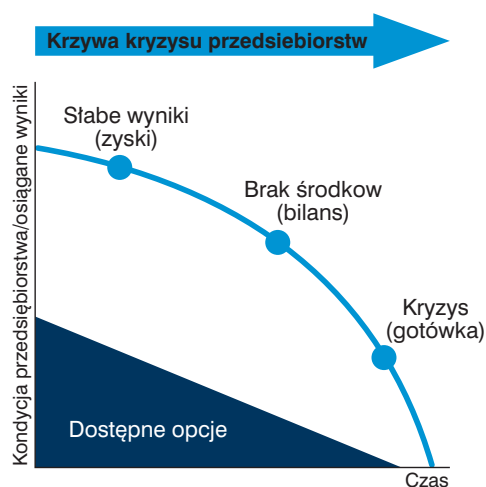
⁴ „Sytuacja na rynku kredytowym. Wyniki ankiety do przewodniczących komitetów kredytowych – I kwartał 2009”, NBP, Warszawa

Typowy przebieg kryzysu przedsiębiorstwa

Kiedy w wyniku działania niekorzystnych czynników zewnętrznych (np. załamanie koniunktury na rynku) lub wewnętrznych (wysoka baza kosztowa, zła struktura finansowania) przedsiębiorstwo wchodzi w fazę spadku, w pierwszym etapie objawia się to pogorszeniem kluczowych wskaźników efektywności operacyjnej oraz osiąganych wyników finansowych. Pojawiające się straty i pogarszająca się płynność finansowa zaczynają niepokoić zarówno zarządzających, właścicieli, jak i kredytodawców spółki.

W przypadku braku właściwego zdiagnozowania sytuacji oraz podjęcia działań dostosowawczych lub naprawczych, sytuacja ulega dalszemu pogorszeniu. Narastające straty oraz rosnące zobowiązania pogarszają strukturę bilansu. Kontrahenci przedsiębiorstwa identyfikują wzrastające ryzyko kredytowe po jego stronie, a w konsekwencji zaostrzają wymagania co do terminu obsługi i wielkości kredytu kupieckiego. Banki finansujące w przypadku niedotrzymania wskaźników finansowych określonych w umowach kredytowych domagają się wyższych marż, a zaległości w spłatach rat kredytów doprowadzają niekiedy do wypowiedzenia umów kredytowych. Przedsiębiorstwo nęka silny kryzys gotówki, który powoduje niemożność obsługi bieżących zobowiązań handlowych. Dostawcy uzależniają dalszą współpracę od uregulowania zaległości, a często domagają się przedpłat na dalsze dostawy. Zaniepokojeni niemożliwością odzyskania należności z tytułu wcześniejszych dostaw, rozpoczynają formalne działania windykacyjne zmierzające do ich odzyskania. Blokada środków na kontach bankowych spółki przez komornika często przesądza o jej ostatecznym losie.

Wykres 15. Krzywa kryzysu przedsiębiorstwa



Źródło: Opracowanie własne PricewaterhouseCoopers

Na każdym z powyższych etapów kryzysu istnieje szansa stabilizacji i odwrócenia trendu spadkowego. Ponieważ jednak z czasem liczba dostępnych opcji restrukturyzacyjnych się kurczy, a szanse na przetrwanie spółki maleją, bardzo ważne jest szybkie zrozumienie źródeł problemów przedsiębiorstwa oraz podjęcie działań restrukturyzacyjnych zakrojonych na skalę odpowiadającą wielkości zagrożenia. W większości przypadków restrukturyzacje, które zakończyły się niepowodzeniem, były przeprowadzone zbyt późno, a ich zakres był zbyt ograniczony.

Rozdział 4: Polskie przedsiębiorstwa wobec kryzysu

Działania restrukturyzacyjne

Wyniki badań przeprowadzonych przez PricewaterhouseCoopers pokazują, że obecnie zaledwie 21% firm w Europie Środkowo-Wschodniej (a 15% w Europie Zachodniej) wierzy, że będzie w stanie wygenerować wzrost przychodów w perspektywie najbliższego roku. Dla porównania – pod koniec 2007 roku we wzrostowe prognozy sprzedaży wierzyło aż 55% firm w naszym regionie (44% w Europie Zachodniej). Dla wielu graczy restrukturyzacja może więc okazać się niezbędnym krokiem do utrzymania się na rynku.

Restrukturyzację w przedsiębiorstwie powinna poprzedzać analiza i prawidłowe zdiagnozowanie sytuacji oraz zapewnienie stabilizacji funkcjonowania przedsiębiorstwa w krótkim okresie. Tylko na tej podstawie możliwe jest przejście do kolejnych faz działań restrukturyzacyjnych – opracowania kompleksowego planu restrukturyzacji oraz wdrożenia i monitorowania efektów planu.

Prawidłowa identyfikacja przyczyn złej kondycji firmy jest niezbędna, gdyż restrukturyzacja powinna usuwać przyczyny, a nie objawy złej sytuacji. W przeciwnym razie nie można mówić o trwałym usunięciu źródeł problemów przedsiębiorstwa. Do najbardziej typowych źródeł kryzysu w przedsiębiorstwach należą m.in.: pogorszenie koniunktury, słaba kontrola finansowa, wysoka baza kosztowa (Wykres 16).

Wykres 16. Typowe źródła kryzysu przedsiębiorstw



Źródło: Opracowanie własne PricewaterhouseCoopers

Punktem wyjścia do dalszych działań restrukturyzacyjnych jest zapewnienie funkcjonowania przedsiębiorstwa w krótkim okresie poprzez zagwarantowanie płynności finansowej. Kluczowe jest w tym przypadku zapewnienie, iż sytuacja przedsiębiorstwa nie ulegnie zdecydowanemu pogorszeniu do czasu wdrożenia i osiągnięcia pierwszych efektów kompleksowego planu restrukturyzacji. Działania te mają pozwolić na uzyskanie dodatkowego czasu niezbędnego do przeprowadzenia całościowej restrukturyzacji. Dodatkowo pozwalają zarządzającym spółkom na pokazanie pozostałym interesariuszom (w tym bankom), determinacji i chęci dokonania zmian. Kluczowym elementem działań stabilizacyjnych jest zapewnienie zdolności do regulowania zobowiązań wobec kluczowych dostawców poprzez ścisłe monitorowanie i racjonowanie gotówki oraz zagwarantowanie źródeł finansowania krótkoterminowego do czasu opracowania propozycji restrukturyzacyjnych.

Opracowanie kompleksowego planu restrukturyzacji – zapewnienie stabilizacji funkcjonowania przedsiębiorstwa w krótkim okresie – pozwala przejść do wprowadzania kompleksowych działań restrukturyzacyjnych, składających się zazwyczaj z trzech elementów:

- restrukturyzacji operacyjnej (kosztowej),
- restrukturyzacji strategicznej,
- restrukturyzacji finansowej.

Należy wyraźnie podkreślić, że w większości przypadków tylko łączne przeprowadzenie działań restrukturyzacyjnych we wszystkich tych obszarach pozwala na trwałe odzyskanie pozycji konkurencyjnej przedsiębiorstwa.

W ramach restrukturyzacji operacyjnej przedsiębiorcy powinni dokonać redukcji kosztów funkcji podstawowych (np.: zakupy, produkcja, sprzedaż) oraz funkcji wsparcia (np.: administracja, IT). Typowe działania to analiza kosztów zatrudnienia, renegocjacja cen i warunków umów z podwykonawcami i dostawcami. Można także rozważyć outsourcing wybranych funkcji.

W ramach restrukturyzacji operacyjnej często wprowadza się również takie działania, które prowadzą do utrzymania lub wzrostu przychodów – na przykład agresywne programy motywacyjne dla działów sprzedaży.

Ważnym elementem procesów restrukturyzacyjnych jest restrukturyzacja strategiczna. Wiele firm w trudnej sytuacji przekonuje się, że modele biznesowe, w których dotychczas funkcjonowały, nie sprawdzają się w nowych warunkach. Jak pokazują wyniki dwunastego dorocznego badania Global CEO Survey przeprowadzonego przez PricewaterhouseCoopers (więcej na www.pwc.com/ceosurvey), aż 95% badanych prezesów wskazało zdolność dostosowania się do zmieniających się warunków jako istotny lub bardzo istotny czynnik sukcesu w zapewnieniu konkurencyjnej pozycji na rynku. Zdolność ta przejawia się między innymi odwagą podejmowania i wdrażania w życie decyzji o zmianie modelu biznesowego. Oznacza to określenie na nowo podstawowej działalności, przewagi konkurencyjnej i struktury organizacyjnej. Wymaga również nowej segmentacji klientów oraz redefinicji portfela produktów.

Restrukturyzacja operacyjna i strategiczna powinna przywrócić lub poprawić rentowność spółki. Jej efekty powinny być ujęte w projekcjach finansowych spółki, które pozwolą odpowiedzieć na pytanie, czy spółka jest w stanie zachować płynność finansową oraz czy będzie zapewnione finansowanie dla jej działalności. W przypadku braku pozytywnych odpowiedzi konieczna jest restrukturyzacja finansowa, której celem jest ustabilizowanie relacji z podmiotami finansującymi spółkę oraz zapewnienie odpowiedniej struktury finansowania.

Podczas opracowywania planu restrukturyzacji należy zwrócić szczególną uwagę na:

- ustalenie celów dla organizacji i przyporządkowanie odpowiedzialności za ich realizację (cele mierzalne, ambitne, ale realistyczne),
- zaangażowanie wszystkich interesariuszy – należy przy tym skupić się na tych stronach, które są istotne dla ratowania firmy oraz mają sprzeczne oczekiwania. Plan działań restrukturyzacyjnych powinien być skonstruowany w taki sposób, który pozwoli interesariuszom spółki na uzyskanie odpowiedzi na takie pytania jak:
 - czy spółka dysponuje odpowiednim potencjałem rynkowym i ma szansę przetrwać?
 - czy zapewni ona realną możliwość odtworzenia wartości przy jednoczesnym zapewnieniu odpowiedniego zwrotu z kapitału?
 - czy plan ten zapewnia lepszy wynik niż dostępne alternatywy?
 - czy spółka posiada odpowiedni zespół zarządzający mogący pomyślnie wdrożyć ten plan?

Wdrożenie i monitorowanie efektów planu – sukces wdrożenia planu restrukturyzacji zależy od takich czynników jak np:

- zapewnienie monitoringu wprowadzanych działań – doświadczenie PricewaterhouseCoopers pokazuje, że monitoring jest niezbędnym elementem umożliwiającym szybkie wyciąganie wniosków z błędów popełnianych w fazie wdrożenia, kontrolę stopnia zaangażowania poszczególnych pracowników we wprowadzane zmiany oraz analizę wpływu konkretnych działań na sytuację firmy,
- stworzenie zespołu odpowiedzialnego za wdrożenie. Powinny znaleźć się w nim osoby, które mają wystarczająco dużo charyzmy i energii, aby przeprowadzać skomplikowane i bolesne zmiany,
- pełne zaangażowanie zarządu – wiele restrukturyzacji kończy się klęską, jeśli zarząd decyduje się delegować odpowiedzialność za całościowy koncept na niższe szczeble organizacji lub jeśli w miarę upływu czasu działania restrukturyzacyjne tracą pierwotny impet.

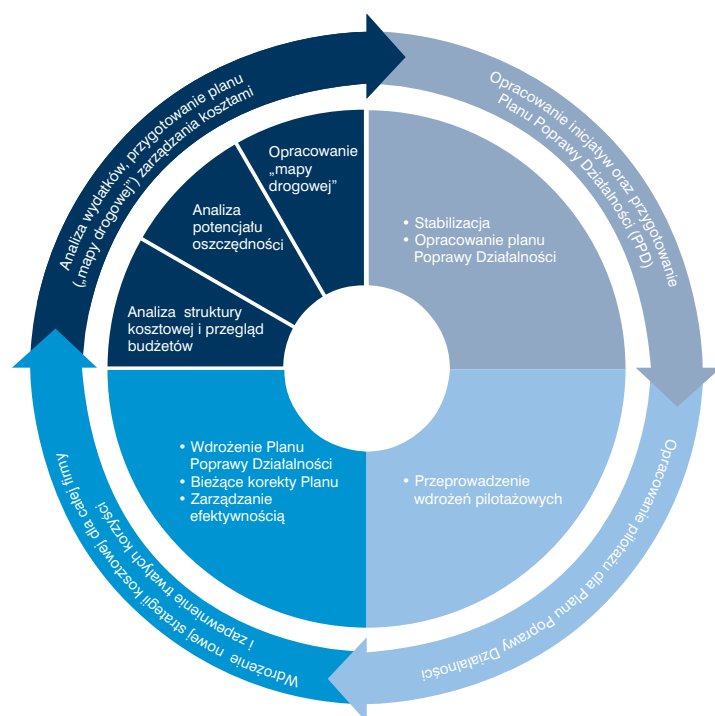
Rozdział 4: Polskie przedsiębiorstwa wobec kryzysu

Restrukturyzacja operacyjna

Redukcja kosztów w działalności operacyjnej

W sytuacji kryzysowej przedsiębiorstwa szukają oszczędności we wszystkich pozycjach kosztowych, przede wszystkim w: zużyciu materiałów i energii, usługach obcych, kosztach związanych z zatrudnieniem (wynagrodzenia i ubezpieczenia społeczne). Inne pozycje kosztów w działalności operacyjnej również mogą być ograniczane, ale z reguły ma to miejsce w mniejszym zakresie (często wręcz jako pośredni rezultat innych aktywności, np. sprzedaż nieruchomości znajdujących się w posiadaniu firmy w celu uwolnienia środków finansowych powoduje eliminację kosztów ich utrzymania).

Wykres 17. Przygotowanie i wdrożenie planów redukcji kosztów



Źródło: Opracowanie własne PricewaterhouseCoopers

Przygotowanie i wdrożenie programów restrukturyzacyjnych może odbywać się w różny sposób i na różnych zasadach. PricewaterhouseCoopers proponuje podejście w czterech krokach:

1. Analiza wydatków, przygotowanie planu („mapy drogowej”) zarządzania kosztami
2. Opracowanie inicjatyw oraz przygotowanie Planu Poprawy Działalności (PPD)
3. Opracowanie pilotaży dla Planu Poprawy Działalności (opcjonalnie)
4. Wdrożenie nowej strategii kosztowej dla całej firmy i zapewnienie trwałych korzyści

Zgodnie z takim podejściem, prace restrukturyzacyjne rozpoczynają się od zdefiniowania głównych elementów, od których zależy poziom kosztów, a także przeprowadzenia analiz potencjałów oszczędnościowych. W tym zakresie można stosować zarówno podejście najlepszych praktyk (na przykład – w opisaney poniżej optymalizacji dokonywania zakupów – przegląd rozwiązań stosowanych przez najlepsze działy zakupów w procesach aukcji elektronicznych), jak również analizy porównawcze (tzw. benchmarking – przykładowo opisany poniżej w części dotyczącej redukcji kosztów związanych z zatrudnieniem). W pierwszym kroku w celu identyfikacji ewentualnych zmian analizuje się również obecnie funkcjonujące systemy zarządzania kosztami i raportowania. Na tym etapie zostaje opracowana „mapa drogowa” do wdrożenia.

W następnym kroku wprowadza się krótko- i średnioterminowe działania zapewniające wymierne oszczędności, a przy tym stabilizację płynności. Identyfikuje i charakteryzuje się inicjatywy, które pozwalają na skuteczne wdrożenie „mapy drogowej”.

Działania restrukturyzacyjne są z reguły kompleksowe, dlatego też można rozważyć przygotowanie programów pilotażowych. Rozpoczęcie tych działań w ograniczonym zakresie (np. tylko wybrane piony organizacyjne lub tylko wybrane spółki-córki), zapewnia możliwość wyciągnięcia wniosków i ewentualnych korekt PPD. W ostatnim kroku następuje wdrożenie PPD.

Koszty zużycia materiałów i energii, usługi obce

Oszczędności zakupowe materiałów i usług mogą być osiągnięte w dwojaki sposób. Z jednej strony można je uzyskać poprzez wykorzystanie obecnej sytuacji na rynku do renegotjacji cen i warunków dostaw, z drugiej strony poprzez usprawnienie procesów i metod zakupowych oraz wykorzystanie nowoczesnych narzędzi e-commerce.

W warunkach kryzysu spadek popytu wymusza redukcję cen produktów i usług konsumpcyjnych, a to pociąga za sobą spadek popytu na rynkach wtórnych – materiałów, usług i surowców. W konsekwencji niezależnie od miejsca przedsiębiorstwa w łańcuchu dostaw sytuacja ta oznacza możliwość renegotjowania cen nabywanych dóbr. Wraz z pogłębianiem się kryzysu korzystne, a czasem i konieczne z perspektywy utrzymania rentowności, może okazać się kilkukrotne renegotjowanie warunków umów zakupowych. Dobrym rozwiązaniem jest stały monitoring rynku i wykorzystywanie okazji, w których likwidujące się przedsiębiorstwa lub te, które potrzebują pozbyć się zalegających zapasów, będą oferować swoje produkty lub usługi po wyjątkowo korzystnej cenie.

Uzyskanie dalszych oszczędności zakupowych wymaga optymalizacji sposobu dokonywania zakupów. Optymalizacja może odbywać się na kilku płaszczyznach, wzajemnie ze sobą powiązanych. Po pierwsze dotyczy metodyki analizy potrzeb przedsiębiorstwa i rynku dostawców. Analizując potrzeby zakupowe kupcy powinni zastanowić się nad możliwościami ich racjonalizacji, czyli rezygnacji z właściwości lub funkcjonalności, które z perspektywy klienta nie przynoszą istotnej wartości, a mają wpływ na koszty zakupu. Kolejnym krokiem jest standaryzacja zrjonalizowanego asortymentu. Standardowe produkty lub usługi są tańsze ze względu na niższe koszty ich wytworzenia (brak konieczności przeprogramowywania linii produkcyjnej oraz angażowania osób o różnych kompetencjach w świadczenie usług). Dzięki racjonalizacji i standaryzacji potrzeb, większa liczba dostawców powinna być w stanie sprostać wymaganiom nabywcy, co będzie pobudzać wśród nich konkurencję. Analizując rynek dostawców warto zidentyfikować te podmioty, dla których nabywca byłby znaczącym odbiorcą, przez co mógłby liczyć na preferencyjne traktowanie.

Po ocenie potrzeb przedsiębiorstwa i rynku dostawców, kupcy powinni wybrać strategię zakupu asortymentu, która zredukuje koszty i ryzyko związane z pozyskaniem dóbr. Wśród tych strategii warto wymienić agregację popytu z różnych działów/komórek przedsiębiorstwa w celu poprawy pozycji zakupowej i uzyskania korzystnych warunków cenowych.



Rozdział 4: Polskie przedsiębiorstwa wobec kryzysu

Podobny efekt ma strategia redukcji bazy dostawców oraz tworzenia grupy zakupowej wśród przedsiębiorstw nabywających podobny asortyment, lecz niekonkurujących bezpośrednio ze sobą.

Optymalizacja sposobu dokonywania zakupów powinna odnosić się również do metod identyfikacji struktury i wielkości poszczególnych elementów tworzących koszt nabywanego asortymentu (koncepcja Całkowitego Kosztu Posiadania). Przykładowo, nabywając maszynę należy wziąć pod uwagę nie tylko jej cenę, ale również koszty montażu, przeszkolenia personelu, serwisu, eksploatacji oraz cenę potencjalnej sprzedaży po okresie użytkowania.

Kolejną płaszczyzną optymalizacji sposobu dokonywania zakupów jest wsparcie procesu negocjacji systemem aukcji elektronicznych. „Odwrotne” licytacje elektroniczne zwiększają przejrzystość porównywanych ofert oraz pobudzają konkurencyjność wśród dostawców. Według Banku Światowego, średnie redukcje cen, uprzednio negocjowanych tradycyjnie, po zastosowaniu aukcji elektronicznej sięgają 10-15%.

Usprawniając metodykę realizacji zakupów, poza optymalizacją procesu pozyskania dostawców, warto poszukać oszczędności w codziennym sposobie realizacji zamówień. W szczególności należy zwrócić uwagę na wskaźniki średniego zużycia nabywanych materiałów i usług oraz wdrożyć odpowiednie systemy kontroli, które będą motywowały pracowników firmy do oszczędnego gospodarowania. Istotną kwestią może być również wdrożenie takich rozwiązań, które umożliwią uwolnienie zamrożonego kapitału w zapasach. Sprawne systemy zamówień powinny skrócić czas od zidentyfikowania potrzeby zakupowej do dostawy, dzięki czemu będzie można zredukować poziom zapasów materiałów do produkcji. W sektorach, gdzie jest to możliwe, warto zastanowić się nad wdrożeniem systemu dostaw na czas („just in time”), które nie tylko zwiększają płynność przedsiębiorstwa, ale również minimalizują ryzyko problemów ze sprzedażą materiałów zalegających w magazynie.

Koszty związane z zatrudnieniem

Wiele firm decyduje się na rozwiązania oszczędnościowe, które nie zmniejszają liczby zatrudnionych. Do takich rozwiązań należą przykładowo:

Krótkoterminowo:

- rezygnacja z nadgodzin,
- zobowiązanie pracowników do wykorzystania zaległych urlopów,
- zaprzestanie zatrudniania nowych pracowników i stażystów.

Średnio- i długoterminowo:

- bezpłatne urlopy,
- zmniejszenie liczby zmian,
- zmniejszenie poziomu wynagrodzeń za zgodą pracowników,
- wprowadzenie czterodniowego systemu pracy dla pracowników umysłowych przy jednoczesnej redukcji ich zarobków,
- ograniczenia wydatków w sferze socjalnej.

W sytuacji kryzysowej polityka unikania zwolnień może być niewystarczająca. Warto jednak zauważyć, że prowadzone w sposób nieodpowiedzialny zwolnienia pracowników paradoksalnie prowadzą do wzrostu kosztów. Koszty te wynikają ze spadku efektywności pozostałych pracowników (najlepsi z własnej inicjatywy opuszczają firmę postrzegając ją jako niestabilną i niewiarygodną, pozostali przestają identyfikować się z celami firmy), przestojów (akcje protestacyjne) albo procesów sądowych i odszkodowań dla zwalnianych pracowników. Dodatkowo działania te wpływają negatywnie na wizerunek firmy w oczach klientów oraz dostawców. Zrealizowane w krótkim okresie oszczędności mogą więc zostać łatwo zniwelowane w dłuższej perspektywie. Dlatego polityka zwolnień powinna zostać wprowadzana w sposób przemyślany i kłaść nacisk na znalezienie konsensusu pomiędzy interesem firmy oraz pracowników. Działania w tym zakresie są trudne, a każdy błąd ma nieodwracalne skutki.



Typowe kroki w procesie redukcji zatrudnienia obejmują:

Ocenę potencjału oszczędnościowego – analizy określające potencjał zwolnień prowadzi się na bazie porównań wewnętrznych i zewnętrznych (benchmarking) lub analizy procesów. Wykorzystuje się przy tym różnego rodzaju wskaźniki (np. przychody na pracownika, stopień wykorzystania majątku, stosunek pracowników fizycznych do umysłowych). Celem powyższych działań jest zidentyfikowanie potencjału redukcji etatów. Przy okazji identyfikuje się ryzyka rynkowe związane z redukcją zatrudnienia. Przykładowo, koszty usług obcych mogą przekraczać pensje zwalnianych pracowników albo wydłużyć czas produkcji.

Analizę aspektów prawnych – ocena implikacji prawnych wynikających ze zmniejszenia zatrudnienia. W tym celu należy zapoznać się z obowiązującym prawodawstwem oraz umowami firmy (zbiorowy układ pracy, umowy o pracę z poszczególnymi pracownikami). Jak pokazują przykłady z praktyki, może okazać się, że wynegocjowana przez pracownika odprawa przekracza wielokrotnie jego pobyry, a więc zwalniając go nie uda się zrealizować oszczędności w krótkim okresie.

Przygotowanie procesu zwolnień – zgodnie z polskim prawem, pracodawca zamierzający zwolnić ponad 100 pracowników w ciągu 3 miesięcy zobowiązany jest do zorganizowania zwalnianym osobom programu pomocy oraz zgłosić to powiatowemu urzędowi pracy (artykuł 70 Ustawy o promocji zatrudnienia i instytucjach rynku pracy z 04/2004 z późniejszymi zmianami). Rozwiązania w tym zakresie (outplacement) mogą obejmować pomoc w poszukiwaniu nowego miejsca pracy, finansowanie szkoleń pomagających pracownikom przystosować się do nowych potrzeb na rynku albo pomoc w przeprowadzce do innego miasta. Działania tego typu można scedować na urząd pracy, ograniczając się jedynie do ich finansowania. Z reguły jednak lepiej postrzegane jest aktywne zaangażowanie firm, które we własnym zakresie zatrudniają wyspecjalizowane firmy.

Przeprowadzenie zwolnień – w części wdrożeniowej istotne jest zapewnienie odpowiedniej polityki komunikacyjnej. Doświadczenie pokazuje, że ważnym elementem wdrożenia jest również monitoring, który pozwala na szybkie wprowadzanie działań korygujących oraz umożliwia wyciąganie wniosków na przyszłość.

Rozdział 4: Polskie przedsiębiorstwa wobec kryzysu

Pozostałe koszty rodzajowe

Pozostałe koszty rodzajowe mogą kryć w sobie znaczne potencjały oszczędnościowe, które można zrealizować krótko- lub średniookresowo. Realizacja tych potencjałów wymaga jednak kompleksowego podejścia, gdyż musi być poprzedzona analizą wielu pozycji. Pomimo iż oszczędności w poszczególnych pozycjach są z reguły relatywnie niskie, ich skumulowana wartość może pomóc przetrwać firmie najgorsze czasy.

Zarządzanie kapitałem obrotowym

W okresie wzrostu, kiedy dostęp do finansowania zewnętrznego nie sprawiał przedsiębiorstwom większego problemu, główna uwaga zarządu była kierowana na maksymalizację wyniku finansowego.

W okresie pogarszającej się koniunktury należy ściśle monitorować płynność finansową. Nawet silne i zyskowne przedsiębiorstwo w momencie niemożności regulowania bieżących zobowiązań jest zmuszone ogłosić upadłość.

W celu uniknięcia realizacji negatywnego scenariusza należy ściśle powiązać ze sobą planowanie sprzedaży, planowanie produkcji oraz planowanie zakupów.

W zakresie planowania sprzedaży należy w sposób rzetelny oceniać możliwości sprzedaży w najbliższym okresie, możliwe spadki popytu bądź presję na obniżenie cen.

W oparciu o rzetelnie zaplanowaną sprzedaż powinno funkcjonować planowanie produkcji oraz planowanie zakupów towarów. Przedsiębiorstwa powinny unikać sytuacji produkowania lub kupowania „na magazyn”, ponieważ zamraża to cenne środki finansowe oraz wzrasta ryzyko zniszczenia lub zatarzenia takich zapasów, a co za tym idzie – strat i niemożności odzyskania gotówki. Produkcja powinna być nastawiona na realizację zaplanowanej sprzedaży. Podobnie z zakupami towarów oraz materiałów produkcyjnych (które również powinny odzwierciedlać planowaną produkcję).

W przedsiębiorstwach zwykle ścierają się dwa podejścia dotyczące stanów magazynowych:

- nakierowane na ograniczenia kapitału obrotowego,
- nakierowanie na zapewnienie bezpieczeństwa realizacji dostaw do klienta.

W okresie dekonunktury istotne jest znalezienie optymalnego poziomu zapasów pozwalających na zdrowy kompromis. Wyznaczony poziom należy jednak systematycznie monitorować i wprowadzać zmiany zależne od sytuacji zewnętrznej. Przy obecnej zmienności gospodarczej może szybko okazać się, że ustalone na początku roku optymalne poziomy zapasów już w drugim kwartale stają się zbyt wysokie.

W obszarze sprzedaży wciąż króluje podejście nastawione na maksymalizację przychodów za wszelką cenę. Z punktu widzenia kontroli płynności finansowej powinno się raczej koncentrować na maksymalizacji przychodów od klientów, którzy płacą za zakupiony towar. Oznacza to:

- zmianę sposobu wynagradzania działów sprzedaży zarówno od zrealizowanej sprzedaży, jak i od skuteczności ściągalności należności,
- wprowadzenie oceny klientów i ich monitorowanie w celu eliminacji sprzedaży do klientów niewypłacalnych. Nawet klient, który dotychczas nie zalegał z płatnościami, w sytuacji spowolnienia gospodarczego mogą nagle przestać płacić i stać się bankrutem. Wprowadzone procedury powinny taką sytuację wychwycić i wstrzymać dalszą sprzedaż, minimalizując ewentualne straty.

Dodatkowo w obszarze sprzedaży warto skoncentrować się na skróceniu terminów płatności od klientów przez np.:

- renegocjacje umów sprzedaży,
- zachęcanie klientów do szybszej spłaty zobowiązań poprzez oferowanie upustów za płatność gotówkowa lub przed terminem .



Rotacja należności ma bezpośrednie odzwierciedlenie w stanie środków pieniężnych (lub wysokości kredytu obrotowego) przedsiębiorstwa.

W obszarze zobowiązań warto rozważyć optymalizację poprzez:

- wynegocjowanie dłuższych terminów płatności,
- renegocjację cen zakupu,
- wprowadzenie zasady niepłacenia przed terminem płatności, chyba że jest to uzasadnione otrzymywanymi specjalnymi warunkami.

Podsumowując, wzrostowi poziomowi gotówki lub spadkowi poziomu zaciągniętych kredytów obrotowych sprzyja zarządzanie ukierunkowane na jednocześnie:

- obniżenie poziomu należności,
- utrzymanie lub zwiększenie poziomu zobowiązań,
- minimalizację poziomu zapasów przy zapewnieniu bezpieczeństwa dostaw.

Przedsiębiorstwa posiadające nadpłynność powinny lokować środki raczej w płynne i bezpieczne aktywa, a nie w wysoko rentowne, ale obciążone ryzykiem papiery wartościowe.

Restrukturyzacja strategiczna

Dopasowanie rynkowe

Sama restrukturyzacja kosztów operacyjnych może okazać się niewystarczająca, jeżeli firma nie dopasowuje swoich produktów do potrzeb rynku. Działania naprawcze w tym zakresie mogą być dwojakie:

Polegające na szybkim dostosowaniu przy ograniczonych zmianach.

Działania te z reguły ograniczają się do szybkiego przeglądu palety oferowanych produktów i usług oraz portfela klientów na bazie analiz ABC (Activity Based Costing). Doświadczenie projektowe PricewaterhouseCoopers pokazuje, że w praktyce często potwierdza się zasada Pareto – na przykład 20% klientów generuje 80% przychodów. Poprzez analizę można zidentyfikować potencjały oszczędnościowe. Należą do nich, na przykład:

- zwiększenie stopnia standaryzacji produktów – produkty oferowane w mniejszych partiach z reguły generują wyższe koszty produkcji i marketingu,
- rezygnacja z obsługi klientów generujących niskie marże – z reguły dzięki temu uwalnia się środki związane ze sprzedażą i marketingiem, które można przeznaczyć na bardziej atrakcyjnych klientów.

Rozdział 4: Polskie przedsiębiorstwa wobec kryzysu

W ramach analiz bierze się również pod uwagę segmenty lub rynki geograficzne, na których działa firma. Wchodząc do nowego segmentu można zoptymalizować przychody i marże. Z kolei zamykając nierentowne przedstawicielstwo firmy na mało atrakcyjnym rynku zagranicznym, można zredukować straty na działalności operacyjnej.

Wynikające z kompleksowej restrukturyzacji strategicznej.

- restrukturyzacja strategiczna może prowadzić, jak wspomniano wcześniej, do zmiany modelu biznesowego, w którym funkcjonuje firma. Redefinicja modelu biznesowego oznacza znalezienie odpowiedzi na pytanie, w jaki sposób firma konkuruje na rynku, kto jest jej docelowym klientem i jakie wartości chce otrzymać płacąc za produkt lub usługę (propozycja wartości – value proposition). Wdrażanie nowego modelu biznesowego wymaga często zmiany całej struktury organizacyjnej (np. wprowadzenia dywizji produktowych, gdy firma zamierza skupić się na kilku wybranych grupach produktowych), zmiany kluczowych procesów, strategii cenowej, pozycji w łańcuchu wartości, partnerów strategicznych, filozofii zarządzania firmą oraz nowego ładu korporacyjnego.

Czasy kryzysu powodują, że łatwiej podejmowane są trudne decyzje dotyczące transformacji całego modelu biznesowego. Wynika to z wielu faktów:

- sytuacja kryzysowa powoduje, że firmy bardzo dokładnie przyglądają się swoim klientom oraz rynkom, na których działają. W ramach „czyszczenia” portfela produktów i klientów można realizować wymierne oszczędności i to w krótkim lub średnim okresie,
- bieżąca sytuacja często wymusza na firmach zwolnienia pracowników – redukcję zatrudnienia można niejako „przy okazji” połączyć ze zmianą struktury organizacyjnej,
- kompleksowe działania związane z redefinicją modelu biznesowego mogą przynosić wymierne efekty oszczędnościowe. Należą do nich na przykład oszczędności podatkowe wynikające z nowej struktury organizacyjnej (np. związane z przepływem towarów pomiędzy spółkami krajowymi i zagranicznymi w ramach jednej grupy kapitałowej),
- potencjalni kandydaci do przejęć są nisko wyceniani, dlatego spółki, które skumulowały odpowiednie środki finansowe w ostatnich latach mogą pozwolić sobie na bardziej agresywną politykę fuzji i przejęć – a co za tym idzie, wzmocnić swoją pozycję w różnych częściach łańcucha wartości,
- odpowiednio zdefiniowane propozycje wartości dla nowych klientów docelowych, a co za tym idzie – również nowe strategie cenowe, powodują, że zmniejsza się pokusa ciągłego obniżania cen jako jedynej odpowiedzi na zmniejszający się popyt.

Przygotowanie scenariuszy

Jednym z kluczowych elementów analizy strategicznej i planu restrukturyzacji jest przygotowanie szczegółowego modelu finansowego umożliwiającego analizę zróżnicowanych scenariuszy w zdefiniowanych horyzontach czasowych (np. w krótkim, średnim i długim okresie).

Znaczenie tego czynnika wyraźnie przybiera na sile w dobie zachodzących obecnie zmian otoczenia gospodarczego, takich jak:

- wzrost potrzeby rzetelnej i otwartej komunikacji z wszystkimi interesariuszami spółki, a zwłaszcza z sektorem finansowym,
- wzrost tempa i skali zmian otoczenia gospodarczego,
- wzrost niepewności co do przyszłych zdarzeń gospodarczych,
- konieczność zmiany zarówno perspektyw, jak i dotychczasowego podejścia do prowadzonej działalności gospodarczej.

Powyższe zmiany obserwowane w ostatnich miesiącach wskazują na potrzebę sporządzania przez przedsiębiorców zaawansowanych modeli finansowych, które mogą zostać wykorzystane w następujących celach:

Badanie efektów restrukturyzacji.

Model finansowy może służyć do kwantyfikacji wpływu zidentyfikowanych ryzyk gospodarczych oraz podejmowanych działań restrukturyzacyjnych na płynność spółki w różnych horyzontach czasowych. Tworzenie poszczególnych scenariuszy pozwala więc na analizowanie nie tylko tego, czy planowane działania są wystarczające w celu wygenerowania dodatkowych źródeł gotówki, ale również czy ich kierunek jest optymalny zarówno w krótkim, jak i w długim okresie.

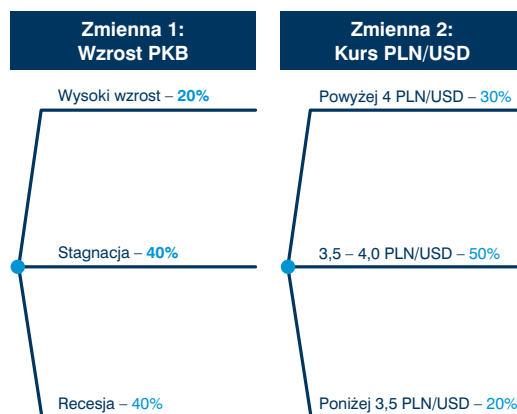
Badanie płynności.

Przygotowanie scenariuszy pozwala określić zapotrzebowanie na dodatkowe finansowanie w celu utrzymania płynności oraz wdrożenia planu restrukturyzacji spółki w zależności od przyjętych założeń przychodowych i kosztowych, a także makroekonomicznych. Wykorzystując modele finansowe przygotowane przez spółkę, dostarcyciele kapitału są w stanie określić celowość i wielkość zwiększania zaangażowania finansowego w kontekście obecnych i przewidywanych zmian zarówno otoczenia gospodarczego, jak i wewnętrznej sytuacji spółki. W praktyce zdarza się dość często, iż modele te są przekazywane instytucjom finansującym w celu umożliwienia im przeprowadzenia dodatkowych analiz, kalkulacji i monitorowania wskaźników wynikających z warunków umowy kredytowej.

Analiza scenariuszy.

Modele finansowe pozwalają na zbadanie efektów alternatywnych scenariuszy rozwoju sytuacji rynkowej dla kondycji spółki. W dobie obecnego kryzysu oraz szybkich zmian otoczenia gospodarczego definiowanie scenariuszy staje się o tyle kluczowe, iż dotychczas stosowane narzędzia statystyczne nie pozwalają na opracowanie jednego modelowego wariantu dalszego rozwoju sytuacji ekonomicznej, na którym można byłoby oprzeć projekcje finansowe spółki. Wykres 18 stanowi przykład podejścia do modelowania scenariuszy.

Wykres 18. Przykład dwustopniowego modelowania scenariuszy



Źródło: Opracowanie własne PricewaterhouseCoopers

Taka analiza może być ponadto wykorzystywana do badania wpływu zróżnicowanych scenariuszy rozwoju otoczenia wewnętrznego i zewnętrznego na przyszłą sytuację finansową spółki, takich jak:

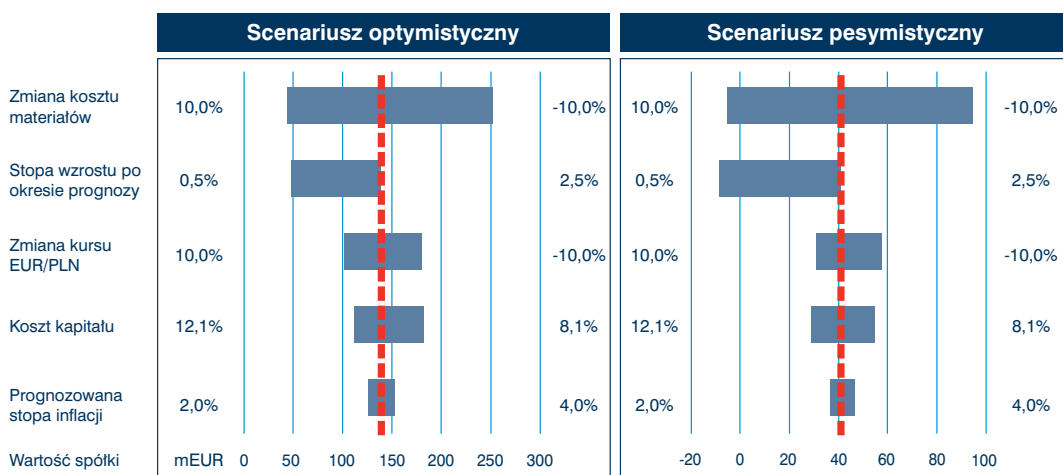
- cena kluczowego produktu,
- ceny surowców,
- poziom wynagrodzeń,
- efekty renegocjacji zawartych umów,
- zmiana bazy klientów (np. ogłoszenie upadłości kluczowego odbiorcy),
- decyzje administracyjne organów państwowych (np. wydanie koncesji, otrzymanie patentu),
- zmiana ustawodawstwa.

Rozdział 4: Polskie przedsiębiorstwa wobec kryzysu

Analiza wrażliwości.

Dynamiczny model finansowy pozwala także na dokonanie analiz wrażliwości na zmiany kluczowych czynników decydujących np. o płynności finansowej bądź też o wartości spółki. Wykres 19 stanowi ilustrację połączenia modelowania scenariuszowego z analizą wrażliwości na wartość hipotetycznego przedsiębiorstwa.

Wykres 19. Przykładowa analiza wrażliwości poszczególnych scenariuszy – tzw. wykres Tornado



Źródło: Opracowania własne PricewaterhouseCoopers

Im szerszy przedział zmienności zaprezentowany na wykresach, tym większy wpływ zmian tego czynnika na wartość spółki. Z powyższego wykresu wynika, że zmiana kosztów materiałów o 10% wpływa w dużo większym stopniu na wartość spółki niż analogiczna zmiana kursu EUR/PLN. Czerwona przerywana linia wskazuje bazową wartość spółki.

Restrukturyzacja finansowa

Restrukturyzacja finansowa ma na celu dostosowanie wielkości i harmonogramu spłat zobowiązań finansowych przedsiębiorstwa do jego rzeczywistych możliwości określonych przez generowane przepływy pieniężne z działalności operacyjnej.

Zazwyczaj restrukturyzacja finansowa obejmuje dwa etapy:

- stabilizacja poziomu gotówki i płynności w krótkim okresie,
- zmiana struktury/wielkości finansowania spółki oraz terminów wymagalności zobowiązań.

Etap pierwszy ma na celu zachowanie możliwości kontynuowania działalności operacyjnej spółki w krótkim i średnim okresie. Działania stabilizacyjne obejmują zazwyczaj ścisłą kontrolę oraz priorytetyzację wydatków, a także określenie źródeł dodatkowego finansowania. Mogą być one wewnętrzne (np.: nadmierne zapasy lub inne zbędne aktywa) lub zewnętrzne (np.: factoring, fundusze mezzanine lub właściciele). Ustabilizowanie kryzysu gotówki pomaga również zyskać na czasie, aby wypracować kompleksowy program restrukturyzacji i przekonać wierzycieli do zmiany warunków finansowania.

Długoterminowa restrukturyzacja finansowa jest procesem bardziej kompleksowym i długotrwałym. Wymaga ona:

- przygotowania projekcji finansowych na okres planowanej restrukturyzacji w oparciu o wiarygodne i realistyczne założenia,
- określenia możliwości spłaty przez spółkę w każdym kolejnym roku,
- przeanalizowania i zrozumienia struktury zadłużenia oraz pozycji poszczególnych wierzycieli,
- opracowania propozycji restrukturyzacyjnych,
- negocjacji i ustaleniu nowych warunków finansowania,
- sformalizowania osiągniętego porozumienia z wierzycielami w formie umowy restrukturyzującej zadłużenie i/lub w formie układu zatwierdzonego przez sąd.

Typowe instrumenty restrukturyzacji finansowej obejmują:

- zmianę terminów spłaty długów,
- redukcję części zobowiązań,
- konwersję części/całości długu na kapitał własny,
- restrukturyzację zaległych zobowiązań publiczno-prawnych.

Dostępność finansowania

Od października 2008 spółki wskazują na utrudniony dostęp do finansowania, gdyż banki z uwagi na wzrost ryzyka kredytowego stosują bardziej rygorystyczne kryteria oceny pozycji finansowej przedsiębiorstw przed udzieleniem nowych kredytów lub przedłużeniem dotychczasowego finansowania. Biorąc pod uwagę obecne trudności z pozyskaniem finansowania z sektora bankowego spółki powinny przede wszystkim podjąć działania wewnętrzne uwalniające gotówkę z posiadanych aktywów oraz zmniejszające zapotrzebowanie na kapitał obrotowy poprzez ścisłą kontrolę poziomu zapasów i należności.

Relacje z bankami i wierzycielami przedsiębiorstwa

W okresie narastających trudności finansowych kluczowego znaczenia nabiera również jakość relacji z bankami i innymi wierzycielami. Zazwyczaj uzyskanie ich wsparcia jest kluczowe dla powodzenia procesów restrukturyzacji. Podstawowe zasady współpracy z wierzycielami finansowymi obejmują następujące punkty:

- wczesna komunikacja i brak niespodzianek,
- przedstawienie argumentów za dalszym wsparciem spółki (w tym względnie niezastąpiony jest spójny, logiczny i realistyczny plan restrukturyzacyjny),
- terminowość w wykonywaniu przyjętych zobowiązań,
- wykazanie determinacji zarządu i właścicieli dla działań naprawczych.

Podatkowe aspekty obrony przed skutkami kryzysu

Znaczną część kosztów prowadzenia przedsiębiorstwa w szerokim znaczeniu stanowią obciążenia podatkowe. Sfera podatków powinna być zatem integralnym elementem zarządzania kosztami w czasach spowolnienia gospodarczego. Na tym polu możliwe są również istotne oszczędności. Optymalizacja obciążeń podatkowych może umożliwić w wielu przypadkach ograniczenie cięć kosztowych w istotnych biznesowo obszarach działalności przedsiębiorstw, takich jak inwestycje, badania i rozwój itp. O ile w czasach wzrostu gospodarczego polityka podatkowa koncentruje się zazwyczaj na ograniczaniu kosztów podatkowych transakcji związanych z ekspansją gospodarczą (akwizycje i przejęcia), o tyle w czasach spowolnienia gospodarczego planowanie podatkowe nakierowane jest głównie na taką racjonalizację i restrukturyzację procesów gospodarczych, aby związane z tymi procesami należności podatkowe nie pogarszały struktury przepływów pieniężnych w przedsiębiorstwie. Jednocześnie wyjątkowo mocno dąży się do poprawy efektywnej stopy opodatkowania przedsiębiorstwa.

Rozdział 4: Polskie przedsiębiorstwa wobec kryzysu

Zarządzanie podatkami przedsiębiorstwa powinno mieć na celu następujące priorytety:

- efektywne podatkowo wykorzystanie istniejących w przedsiębiorstwie składników majątkowych (tj. aktywów i pasywów),
- kształtowanie transakcji w ramach zwykłej działalności operacyjnej w sposób oszczędny podatkowo,
- restrukturyzacja procesów gospodarczych ukierunkowana na ograniczenie kosztów finansowania obciążeń podatkowych oraz poprawę struktury przepływów pieniężnych,
- aktywna postawa wobec fiskalnej polityki organów podatkowych, tj. wykorzystywanie możliwości korzystnych dla podatników interpretacji przepisów podatkowych oraz dochodzenie wynikających z tych interpretacji uprawnień w postępowaniach podatkowych,
- poszukiwanie możliwości wykorzystania funduszy publicznych w działalności gospodarczej.

Efektywne podatkowo wykorzystanie majątku przedsiębiorstwa

Wiele przedsiębiorstw posiada środki trwałe oraz wartości niematerialne i prawne o znacznej wartości rynkowej. Często dotyczy to wytworzonych we własnym zakresie wartości niematerialnych i prawnych (np. znaki towarowe, wzory użytkowe), jak również środków trwałych o wartości rynkowej wyższej od wykazywanych dla celów podatkowych (np. nieruchomości).

Niemniej jednak przedsiębiorstwa nie rozpoznają z tego tytułu żadnych korzyści podatkowych.

Kluczem do zmniejszenia obciążeń podatkowych może być rozpoznanie aktywów firmy dla celów amortyzacji podatkowej zgodnie z ich wartością rynkową. Pozwala to na zwiększenie wysokości kwot stanowiących koszty uzyskania przychodu, poprzez zwiększone odpisy amortyzacyjne, co w rezultacie wpłynie na obniżenie zobowiązania podatkowego.

Istnieje wiele sposobów na urealnienie wartości aktywów istniejących w spółce. Jednym z najczęściej stosowanych jest wniesienie aportem przedsiębiorstwa do innej spółki, jednak nie zawsze jest to rozwiązanie możliwe do zastosowania. Są jednak również inne możliwości osiągnięcia planowanych korzyści – przykładowo możliwe jest wniesienie aportem jedynie wybranego aktywa do innego podmiotu w grupie przeprowadzone wraz z odpowiednią restrukturyzacją.

Należy wyraźnie podkreślić, że każde rozważane rozwiązanie wymaga szczegółowej analizy podatkowej, ze szczególnym uwzględnieniem planowania w zakresie podatku dochodowego (tj. eliminacja bądź ograniczenie przychodu podatkowego w sytuacji aktualizacji wartości posiadanych aktywów), podatku VAT oraz minimalizacji obciążeń z tytułu podatku od czynności cywilnoprawnych. W praktyce kwestie te często będą wymagały uzyskania wiążących interpretacji podatkowych w celu zabezpieczenia pozycji podatkowych zaangażowanych spółek.

Mówiąc o majątku związanym z działalnością gospodarczą przedsiębiorcy, nie można pominąć długów, które odzwierciedlają sposób finansowania tej działalności. Dodatkowo, jeżeli na działalność gospodarczą spojrzeć nie z perspektywy jej struktury prawnej, lecz z perspektywy ekonomicznej, to należy uwzględnić działalność wszystkich podmiotów prawnie kontrolowanych właścicielsko przez danego przedsiębiorcę. Wiele grup kapitałowych, zwłaszcza międzynarodowych, posiada znaczący dług na skonsolidowanym poziomie. W kontekście optymalizacji podatkowej obsługi zadłużenia szczególnie istotne jest to, by zadłużone były te podmioty z grupy, które nie tylko posiadają środki na obsługę długu, ale także osiągają dodatkowe korzyści podatkowe z tytułu uwzględniania w kosztach podatkowych zapłaconych odsetek. W praktyce często bywa jednak tak, iż kwestia ta pozostaje niezauważona i w efekcie kosztom odsetek są obciążone spółki z grupy, które wykazują stratę (ewentualnie wykorzystują straty podatkowe z lat poprzednich) lub korzystają z niskiego opodatkowania bądź zwolnień podatkowych. Jednocześnie inne spółki grupy generują zyski (często nie ponosząc kosztów odsetkowych), podlegające opodatkowaniu podatkiem dochodowym. Z podatkowego punktu widzenia nie jest to efektywne rozwiązanie.

W takiej sytuacji należy zawsze rozważyć przeniesienie obsługi długu do podmiotu generującego przychody podatkowe. Pozwala to na zwiększenie wysokości kwot stanowiących koszty uzyskania przychodu, poprzez uwzględnienie w nich kosztów płaconych odsetek, co w rezultacie wpłynie na obniżenie zobowiązania podatkowego.



Przeniesienie długu do innego podmiotu wymaga starannego planowania, aby uniknąć dodatkowego opodatkowania restrukturyzacji. Niewątpliwie przed podjęciem decyzji o przejęciu długu przez inną spółkę należy rozważyć wiele istotnych zagadnień podatkowych oraz pozapodatkowych. Kwestie te dotyczą: konsekwencji podatkowych relokacji długu, zwłaszcza niedostatecznej kapitalizacji, podatku od czynności cywilnoprawnych, opodatkowania spółki podatkiem u źródła z tytułu odsetek, skutków podatkowych otrzymywania odsetek przez pożyczkodawcę, a także implikacji księgowych (potencjalny kapitał negatywny), biznesowych i prawnych konsekwencji dla uczestniczących w restrukturyzacji spółek itd. Praktycznie we wszystkich sytuacjach analiza porównawcza możliwych rozwiązań powinna zostać przygotowana z wyprzedzeniem. Szczegółowy plan działania należy opracować dopiero po wyborze preferowanego scenariusza. Takie precyzyjne zaplanowanie działań jest konieczne przede wszystkim ze względu na kwoty zaangażowane w transakcji, często niejasne przepisy podatkowe i niespójne stanowisko organów skarbowych, a także orzecznictwo sądów administracyjnych. Zasadniczo we wszystkich przypadkach konieczne jest uzyskanie indywidualnych interpretacji prawa podatkowego.

Oszczędna podatkowo działalność operacyjna

Ze względu na efekt skali największych oszczędności podatkowych należy poszukiwać w transakcjach należących do zakresu podstawowej działalności operacyjnej przedsiębiorcy. Stąd niezwykle istotne jest takie zaplanowanie procesów gospodarczych – w ich wymiarze ekonomicznym i prawnym – aby nie rodziły one nadmiernych obciążeń podatkowych. Możliwości w tym zakresie są ściśle zdeterminowane rodzajem działalności gospodarczej podatnika. Istnieją jednak obszary optymalizacji, które nie są branżowo specyficzne. Należy do nich zarządzanie kosztami przedsiębiorstwa – w tym zakresie istotny potencjał tkwi w stworzeniu efektywnych procedur kontrolowania trudno ściągalnych wierzytelności, dokumentowaniu nabywanych usług, polityce w zakresie ryzyka kursowego, podatkowym planowaniu procesów restrukturyzacji.

Zarządzanie kosztami wyspecjalizowanych usług w ramach grup kapitałowych

Wiele spółek działających w ramach międzynarodowych grup kapitałowych ponosi koszty centralnego wsparcia lub usług świadczonych przez wyspecjalizowane jednostki w grupie odpowiedzialne za określone funkcje, np. badania i rozwój, centralny marketing, IT czy zarządzanie zasobami ludzkimi. W większości przypadków rozliczenia takie opierają się na tak zwanych schematach podziału kosztów, tj. alokacji bazy kosztowej poniesionej przez usługodawcę do poszczególnych podmiotów będących odbiorcami usług na podstawie ekonomicznych kryteriów podziału, tzw. kluczy alokacyjnych.

Rozdział 4: Polskie przedsiębiorstwa wobec kryzysu

Organy podatkowe wielokrotnie kwestionują zaliczanie tego typu wydatków do kosztów uzyskania przychodów. Interesujące jest to, że w większości przypadków organy podatkowe nie negują poprawności samej metody ustalania wynagrodzenia, tj. alokacji kosztów. Najczęstszym powodem nieuznania przedmiotowych wydatków za koszty uzyskania przychodów jest brak źródłowej dokumentacji potwierdzającej faktyczne wykonanie usług.

W kontekście takiej praktyki organów podatkowych najlepszym sposobem uzasadniania odliczalności kosztów usług wewnątrzgrupowych jako kosztów uzyskania przychodu jest przygotowanie pakietu dokumentacyjnego, który zawierałby:

- dokumentację cen transferowych, przygotowaną zgodnie z wytycznymi ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych,
- dokumentację źródłową opisującą usługi oraz potwierdzającą fakt, że były one faktycznie wykonane,
- odpowiedni dokument uzasadniający biznesowe przesłanki do nabywania takich usług od podmiotów powiązanych.

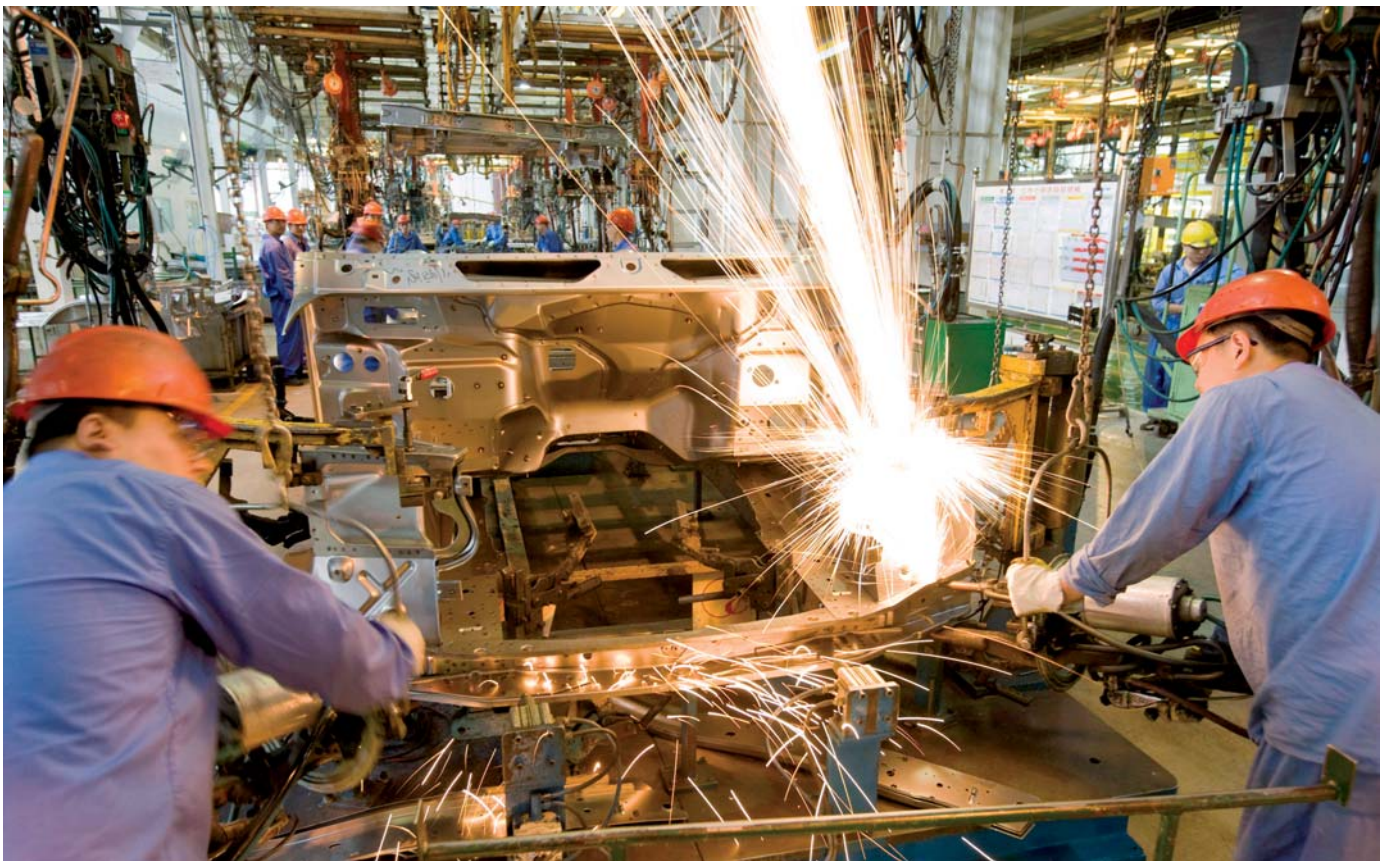
Wiele spółek napotyka znaczne trudności związane z przygotowywaniem tego rodzaju pakietu dokumentacyjnego. W związku z tym, aby uniknąć ryzyka podatkowego, wolą one potraktować opłaty za usługi, lub chociaż ich część, jako koszty niepodatkowe. Odpowiednie podejście do problemu, tj. zebranie i zarchiwizowanie stosownej dokumentacji źródłowej, może ograniczyć ryzyko podatkowe związane z potencjalnym zakwestionowaniem tego typu kosztów jako kosztów uzyskania przychodu. Dowody wykonania usług funkcjonują w spółce w dokumentacji poszczególnych działów operacyjnych. Pracownicy takich działów w ramach swoich rutynowych obowiązków kontaktują się wielokrotnie z pracownikami centrali w kwestiach związanych z codzienną praktyką biznesową. Istotna jest zatem komunikacja pomiędzy działami operacyjnymi a działem finansowym, który to zazwyczaj odpowiada za kwestie podatkowe. Usprawnienie tego procesu poprzez stosowne szkolenia i wdrożenie procedur dotyczących okresowej archiwizacji i weryfikacji dokumentacji pozwala stworzyć spółce sprawne narzędzie do zarządzania ryzykiem podatkowym.

Zarządzanie „złymi długami”

Każda firma posiada „złe długi”, których ilość w czasach kryzysu i związanych z nim coraz większych trudności w dochodzeniu zapłaty za wykonane usługi lub dostarczone towary może znacząco wzrosnąć. Jednocześnie zasadniczo „złe długi” wymagają szczególnych zabiegów, aby można było ich nieściągalność uwzględnić przy rozliczeniu podatkowym. Efektywne zarządzanie „złymi długami” daje możliwość zoptymalizowania rozliczeń podatkowych związanych z trudno ściągальnymi należnościami. Zarządzanie „złymi długami” w aspekcie podatkowym dotyczy zarówno podatków dochodowych (zaliczanie nieściągalnych wierzytelności do kosztów uzyskania przychodów), jak i podatku od towarów i usług, zwłaszcza w kontekście ostatniej nowelizacji ustawy o VAT (obowiązująca od 1 grudnia 2008 roku), która złagodziła przesłanki dopuszczające korektę VAT należnego związanego z nieściągalnymi wierzytelnościami.

Z praktycznego punktu widzenia oznacza to przegląd i analizę posiadanych nieściągalnych wierzytelności pod kątem ich genezy (sposobu powstania) oraz statusu (tj. etapu windykacji oraz posiadanej dokumentacji, o ile taka istnieje). Rezultatem podjętych działań powinno być opracowanie szczegółowej instrukcji „krok po kroku” wskazującej, jak udokumentować i uprawdopodobnić posiadane nieściągalne wierzytelności w celu ich podatkowego ukosztowania. Takie działania pozwalają nie tylko obniżyć podstawę opodatkowania poprzez zwiększenie kwoty kosztów podatkowych, ale też zachować płynność finansową poprzez kontrolę i windykację nieściągalnych dotychczas wierzytelności.

Pomocne jest opracowanie i wdrożenie procedury usprawniającej działania niezbędne do rozpoznania wierzytelności mogących stanowić koszty uzyskania przychodów, co pozwala na efektywne zarządzanie „złymi długami” w przyszłości. Głównymi założeniami takiej procedury powinno być usystematyzowanie zasad dotyczących zoptymalizowania wewnętrznego obiegu informacji i kontroli nieściągalnych wierzytelności oraz zasad dotyczących zewnętrznej współpracy z sądami i komornikami.



Zarządzanie ryzykiem kursowym w aspekcie podatkowym

W związku z gwałtownymi zmianami kursów walut w czasach niepewności gospodarczej podatnicy mogą być narażeni na niekorzystne skutki ekonomiczne wynikające z opodatkowania różnic kursowych będących efektem osłabienia się lokalnej waluty.

Niemniej jednak ze względu na specyfikę regulacji podatkowych z zakresu różnic kursowych nie wszystkie operacje gospodarcze w walucie obcej muszą skutkować zmaterializowaniem się kosztów bądź przychodów z tytułu różnic kursowych dla celów podatkowych. Dlatego przed dokonaniem operacji walutowej warto przeanalizować, czy stosunkowo niewielka zmiana w strukturze transakcji (np. refinansowanie, konwersja) mogłaby spowodować istotną różnicę dla celów podatkowych. W wielu przypadkach możliwa jest optymalizacja podatkowa w tym zakresie, dlatego kluczowe jest podjęcie działań jeszcze przed dokonaniem operacji gospodarczej.

Optymalizacja podatkowa procesów restrukturyzacji działalności gospodarczej

Poszukiwanie oszczędności rodzi w wielu wypadkach konieczność restrukturyzacji sposobu prowadzenia działalności gospodarczej, tj. zmiany procesów gospodarczych, alokacji funkcji lub aktywów w ramach grup kapitałowych, likwidację lub zbycie niektórych części biznesu. Procesy te nie są wolne od obciążeń podatkowych, które stanowią dodatkowy koszt restrukturyzacji. W wielu przypadkach przewidywane ciężary podatkowe mogą przekraczać możliwe do uzyskania korzyści, co może blokować niektóre procesy restrukturyzacji. We wszystkich tego typu sytuacjach należy zawsze poszukiwać metod optymalizacji podatkowej. Niekiedy spółki mogą uzyskać dodatkowe korzyści podatkowe. Przykładowo, alokację aktywów w ramach grup kapitałowych najczęściej można przeprowadzić bez znaczących obciążeń podatkowych, a dodatkowo – można uzyskać efekt, tzw. „odmłodzenia” strat podatkowych lub ujawnienia dla potrzeb podatkowych dodatkowych aktywów. Specjaliści są w stanie wskazać rozmaite metody minimalizowania lub eliminacji podatków związanych z likwidacją spółek, sprzedażą udziałów lub akcji albo przedsiębiorstw lub części ich majątku, zmianą formy prawnej spółek (w tym prowadzącej do zmiany zasad ich opodatkowania podatkiem dochodowym, tj. przekształcenia spółki kapitałowej w osobową), podatkowego wykorzystania wydatków związanych z szeroko pojętymi fuzjami i przejęciami.

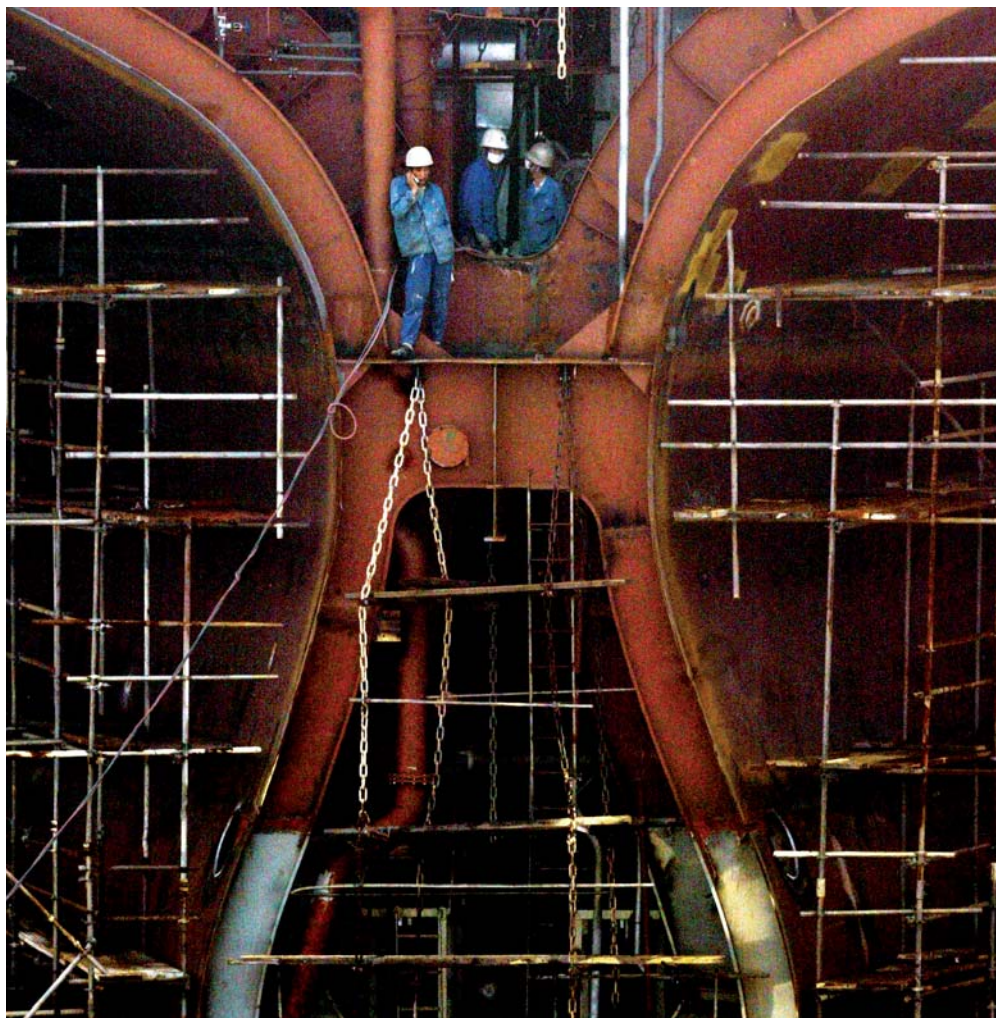
Rozdział 4: Polskie przedsiębiorstwa wobec kryzysu

Optymalizacja operacji celnych i handlu zagranicznego

Pomimo przystąpienia Polski do Unii Europejskiej, dla szeregu polskich podmiotów kwestie importu i eksportu nadal stanowią istotne obszary działalności. Jak każda działalność, również operacje handlu zagranicznego mogą być istotnym źródłem oszczędności, szczególnie w okresie spowolnienia gospodarczego.

Regulacje celne pozwalają bowiem na takie konstruowanie operacji handlu zagranicznego, aby promować rozwój przemysłu wspólnotowego. Przejawia się to np. w możliwości uzyskania zawieszenia importowej stawki celnej w odniesieniu do komponentów nieprodukowanych we Wspólnocie, a niezbędnych wytwórcom unijnym do produkcji wyrobów finalnych. Istnieją także procedury celne, które pozwalają na przywóz komponentów do produkcji bez cła i podatku VAT w sytuacji, gdy posłużą one do produkcji wyrobu finalnego (lub bardziej przetworzonego) przez jednego lub więcej producentów wspólnotowych, przeznaczonego następnie do wywozu poza Unię Europejską.

Dodatkowo, ostatnio wprowadzone zmiany do ustawy o podatku VAT pozwalają na zwiększenie płynności firm uczestniczących w obrocie handlowym z zagranicą (nie tylko importerów komponentów na cele zaopatrzeniowe). Jest to możliwe poprzez uprawnienie do rozliczania importowego podatku VAT w deklaracjach VATowskich, w miejsce tradycyjnego uiszczenia tego podatku (wraz z należnym cłem – o ile występuje) na rachunek urzędu celnego. Oczywiście możliwości te są uwarunkowane spełnieniem pewnych warunków. Niemniej jednak, fakt ich wprowadzenia w Polsce (co zbiegło się w czasie z kryzysem finansowym) może stanowić wartą rozważenia możliwość oszczędności jako jeden z elementów planowania podatkowego.



Aktywna postawa wobec fiskalnej polityki organów podatkowych

Ograniczenie kosztów działalności wiąże się także z wykorzystaniem możliwości odzyskania niezasadnie zapłaconych podatków. Możliwości takie wynikają z dynamicznego charakteru prawa podatkowego, a w szczególności zmian w jego interpretacji i praktyce podatników, organów podatkowych oraz sądów administracyjnych. Podmioty te nieustannie weryfikują prawidłowość stosowanej wcześniej kwalifikacji podatkowej określonych zdarzeń. Jeśli weryfikacja taka wykaże, że w świetle aktualnej wiedzy doszło do niezasadnego zapłacenia podatku, możliwe jest odzyskanie nadpłaconego podatku w drodze postępowania w sprawie stwierdzenia nadpłaty. Uważne śledzenie tych zmian daje szansę odzyskania nadpłaconego podatku. Obszary, w których zachodzą zmiany praktyki w interpretacji przepisów, są z reguły specyficzne dla konkretnego rodzaju działalności prowadzonej przez podatnika, jednak niektóre z nich dotyczą szerokiej grupy podatników i kategorii podatków. Jako przykład można wskazać szeroko komentowane konsekwencje niedawnej uchwały Naczelnego Sądu Administracyjnego z dnia 4 listopada 2008 roku rozstrzygającej wątpliwości w zakresie skutków doręczenia interpretacji prawa podatkowego po upływie 3 miesięcy od dnia złożenia wniosku. W świetle tej uchwały, w wielu przypadkach niekorzystna interpretacja prawa podatkowego, do której stosowali się podatnicy, w istocie powinna być uznana za niebyłą, a stanowisko wnioskodawcy – za prawidłowe. Nawet jeśli interpretacja przepisów podatkowych przedstawiona we wniosku budzi wątpliwości, zastosowanie się do tego stanowiska może zwolnić z obowiązku zapłaty podatku. Oszczędność podatkowa dotyczyć może w tym przypadku każdego rodzaju działalności i każdego rodzaju podatku.

Nieczęsto wykorzystywanym dotychczas obszarem optymalizacji podatkowej są rozliczenia w podatku od czynności cywilnoprawnych. Tymczasem w ostatnim okresie pojawiają się nowe możliwości odmiennej kwalifikacji podatkowej np. pożyczek niebankowych czy transakcji podwyższeń kapitału zakładowego.

Przedsiębiorcy finansujący swoją działalność gospodarczą poprzez pożyczki niebankowe obciążani byli obowiązkiem zapłaty 2% podatku od czynności cywilnoprawnych. Organy podatkowe wymagały zapłaty podatku od takich pożyczek, ponieważ uznawały, iż pożyczki udzielane incydentalnie nie mieszczą się w działalności gospodarczej podlegającej opodatkowaniu VAT, a co za tym idzie, podlegają opodatkowaniu podatkiem od czynności cywilnoprawnych. Taki pogląd organów nie jest jednak uzasadniony i doczekał się krytyki w orzecznictwie sądów administracyjnych, które wielu podatnikom dały prawo odzyskania podatku zapłaconego od pożyczki niebankowej.

Inne rozwiązanie pozwala firmom dokonującym dużych obrotów z zagranicą (dostaw towarów do krajów UE i eksportu towarów) odzyskać „zamrożony” VAT płacony w sytuacji, gdy firma nie była w stanie uzyskać odpowiedniej dokumentacji w odniesieniu do transakcji, które powinny z zasady stanowić dla firm czynność efektywnie neutralną z punktu widzenia VAT (stawka 0%).

Przepisy ustawy o VAT, po ostatnich zmianach, pozwalają istotnie poprawić ściągalność faktur oraz odzyskać kwoty VAT związane z takimi fakturami. Odpowiednie zaplanowanie procedur pozwala na obniżenie VAT należnego w związku z brakiem płatności od ich dłużników.

Wspólną cechą działań podatników skierowanych na odzyskanie nadpłat podatków jest przede wszystkim odzyskanie nienależnie zapłaconego podatku, ale w dalszej perspektywie także zmiana stosowanej kwalifikacji podatkowej określonych zdarzeń, powodująca zmniejszenie bieżących lub przyszłych zobowiązań podatkowych.

Rozdział 4: Polskie przedsiębiorstwa wobec kryzysu

Wykorzystanie funduszy publicznych w działalności gospodarczej

W okresie trudności gospodarczych niezwykle istotne jest poszukiwanie źródeł finansowania działalności gospodarczej. W sytuacji kryzysu rynku finansowego niezwykle interesujące może okazać się wsparcie, jakie w tym zakresie może zaoferować sektor publiczny.

W latach 2007-2013 polscy przedsiębiorcy mogą ubiegać się o wsparcie planowanych projektów ze środków funduszy strukturalnych Unii Europejskiej. Środki te mogą zostać przeznaczone m.in. na wsparcie projektów inwestycyjnych, szkoleniowych, związanych z ochroną środowiska czy z zakresu działalności badawczo – rozwojowej.

Jednym z planowanych efektów wsparcia jest podniesienie wydatków polskich firm na inwestycje. Szczególnie w okresie spowolnienia gospodarczego możliwość uzyskania częściowej refundacji poniesionych kosztów może zachęcić przedsiębiorców do inwestowania w nowe technologie, aby mniejszym kosztem uzyskać wyższą pozycję konkurencyjną w branży.

Co do zasady, przedsiębiorcy mogą ubiegać się o wsparcie w ramach następujących Programów Operacyjnych:

- Program Operacyjny Innowacyjna Gospodarka – dofinansowanie innowacyjnych inwestycji w sektorze produkcji i usług, wsparcie prac badawczo – rozwojowych,
- Program Operacyjny Infrastruktura i Środowisko – wsparcie inwestycji w zakresie ochrony środowiska oraz wykorzystania odnawialnych źródeł energii,
- Program Operacyjny Kapitał Ludzki – dofinansowanie szkoleń.

Poza środkami z funduszy strukturalnych, inwestycje o znaczącym wpływie na polską gospodarkę mogą liczyć również na wsparcie ze środków budżetowych, dystrybuowanych w ramach tzw. programów wieloletnich.

Dodatkowo przedsiębiorcy realizujący nowe inwestycje mogą liczyć m.in. na zwolnienie z podatku dochodowego od osób prawnych, w związku z prowadzeniem działalności na terenie specjalnej strefy ekonomicznej oraz zwolnienie z podatku od nieruchomości.

5

Kryzys to także szanse



Rozdział 5: Kryzys to także szanse

Nadrzędnym celem każdego przedsiębiorstwa jest kreowanie wartości dla jego akcjonariuszy. W swojej strategii spółka może zakładać rozwój organiczny lub poprzez fuzje i przejęcia (M&A – mergers and acquisitions).

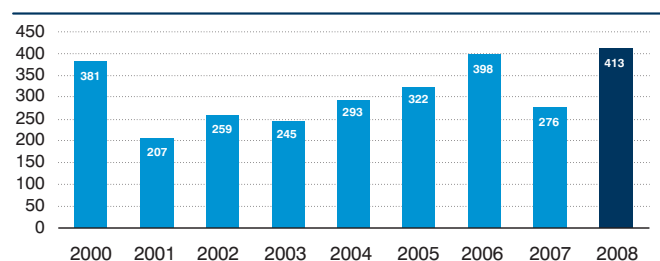
Istnieją liczne motywy udziału w transakcjach M&A. W kontekście dekonjunkury, której jesteśmy obecnie świadkami, szczególną uwagę należy zwrócić na możliwość uzyskania synergii kosztowych przedsiębiorstw połączonych w wyniku sprawnie przeprowadzonej transakcji. Przyjmuje się, że w sytuacji, gdy wydatki połączonych spółek uda się obniżyć o 20-25%, transakcję należy uznać za bardzo udaną, zaś jeżeli redukcja kosztów wynosi 15% – za udaną. Osiągnięcie gorszych efektów stawia sens całego przedsięwzięcia pod znakiem zapytania.

Pomimo trwającej od listopada 2007 roku bessy na GPW, notowane na warszawskiej giełdzie spółki w dalszym ciągu deklarują zainteresowanie tematyką fuzji i przejęć. Niestety, w wielu przypadkach potencjalni przejmujący nie posiadają precyzyjnie określonej strategii rozwoju. Jedną z najistotniejszych kwestii w kontekście realizowanej transakcji M&A jest uzmysłowienie sobie jej istoty. Przedsiębiorstwa, które pragną zrealizować udaną fuzję lub przejęcie, muszą mieć ściśle sprecyzowane oczekiwania w stosunku do rozważanej transakcji oraz świadomość, jakie są możliwe konsekwencje i zagrożenia związane z procesem M&A. Jak pokazuje ogólnoswiatowe doświadczenie, jedynie w przypadku około 20% ogółu przeprowadzonych fuzji i przejęć udaje się stworzyć wartość dla akcjonariuszy.

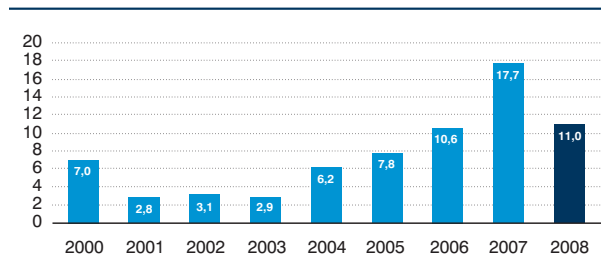
W 2008 roku odnotowano 413 transakcji fuzji i przejęć, co oznacza istotny wzrost – aż o 50% – w stosunku do poprzedniego roku. Pomimo znaczącego wzrostu liczby zawartych w ubiegłego roku transakcji, ich wartość znacząco spadła. Fakt ten, obserwowany przede wszystkim w ciągu ostatniego kwartału 2008 roku, wynikał w głównej mierze ze spadku cen akcji na warszawskiej giełdzie, który odbił się na wartości spółek niepublicznych. Istotną rolę w zahamowaniu procesów M&A odegrały także problemy przedsiębiorstw z pozyskaniem finansowania na potrzeby przeprowadzenia transakcji, jak również niepewność zarządów spółek rozważających przeprowadzenie transakcji M&A co do przyszłego kierunku rozwoju polskiej gospodarki. Na uwagę zasługuje natomiast fakt, że w 2008 roku byliśmy świadkami bezprecedensowej w historii polskiego rynku kapitałowego transakcji, jakim było wrogie przejęcie Kruk S.A. przez spółkę Vistula&Wólczanka.

W języku chińskim istnieje jedno słowo, które oznacza zarówno zagrożenie, jak i szansę. Ten paradoks ma swoje uzasadnienie. Często sytuacje kryzysowe zmuszają nas do podejmowania śmiałych decyzji, których nie brano pod uwagę w czasach prosperity. W części dotyczącej restrukturyzacji strategicznej wspomniano już o okazjach, jakie mogą pojawiać się na rynku fuzji i przejęć.

Wykres 20. Liczba zawartych w Polsce transakcji M&A



Wykres 21. Wartość zawartych w Polsce transakcji M&A (w mld USD)



Źródło: Opracowania własne PricewaterhouseCoopers, Dealogic, Dealwatch

Na początku 2009 roku polski rynek fuzji i przejęć wydaje się wolniej i bardziej umiarkowanie reagować na światową dekonjunkcję. Niemniej, w bieżącym roku należy spodziewać się dalszego spadku wartości zawieranych w Polsce transakcji. Wynikać to będzie przede wszystkim z obniżonych wycen podmiotów będących przedmiotem sprzedaży. Ograniczone możliwości pozyskania finansowania przyczynią się do spadku liczby transakcji M&A dokonywanych przez spółki niedysponujące wystarczającą ilością środków własnych. Wzrostu aktywności na polskim rynku fuzji i przejęć można się spodziewać najwcześniej w drugiej połowie 2009 roku. Odbicie będzie jednak stopniowe i nastąpi przy mniejszej liczbie oraz niższych cenach zawieranych transakcji.

Czas możliwości inwestycyjnych

W obecnej chwili zarządy polskich firm wydają się myśleć przede wszystkim o redukcji kosztów i działaniach restrukturyzacyjnych. Równocześnie należy pamiętać, że czas kryzysu jest okresem największych możliwości inwestycyjnych. Okres spowolnienia gospodarczego będzie stwarzał liczne okazje do przejęć dla przedsiębiorstw o ugruntowanej pozycji w danej branży oraz o odpowiednio wysokich zasobach gotówki. Na rynku nie brakuje silnych przedsiębiorstw dysponujących kapitałem, które chciałyby rozszerzyć swój biznes poprzez przejęcia. Z rozmów przeprowadzonych przez PricewaterhouseCoopers z zarządami spółek rozważających konsolidację wynika, że większość z nich poszukuje przede wszystkim przedsiębiorstw posiadających silne marki, o ugruntowanej pozycji rynkowej w sektorach, w których działają. Prezesi zarządów spółek stoją przed niepowtarzalną szansą wykorzystania czasu możliwości inwestycyjnych. Transakcje M&A mogą być istotnym elementem strategii spółek, pod warunkiem, że będą przeprowadzane w wyniku przemyślanych i dobrze zaplanowanych działań oraz będą nastawione na osiągnięcie konkretnych, mierzalnych efektów synergii kosztowej.

Do sektorów, które w najbliższym czasie wydają się warte szczególnej uwagi, można zaliczyć m.in.:

Usługi finansowe

Banki. W najbliższej przyszłości możemy być świadkami transakcji fuzji i przejęć w polskim sektorze bankowym. Obiektami potencjalnych przejęć mogą stać się przede wszystkim banki należące do zagranicznych instytucji finansowych, które na skutek kryzysu światowego systemu finansowego znalazły się w finansowych tarapatkach. Przykładem może być sprzedaż przez amerykańskie AIG polskiego AIG Bank Polska.

TFI. Na koniec stycznia 2009 roku aktywa środków zgromadzonych w TFI wyniosły 71,6 mld PLN, co oznacza spadek o 49,8% w stosunku do końca lipca 2007 roku, który był momentem szczytu trwającej przeszło cztery lata hossy na GPW. W związku z postępującym odpływem środków z funduszy TFI, należy spodziewać się konsolidacji. Nierządzące sobie z obecną sytuacją na rynku TFI mogą stać się przedmiotem przejęcia ze strony konkurentów. Potwierdzeniem tej tezy wydaje się zawarta 23 lutego 2009 roku. umowa nabycia towarzystwa funduszy inwestycyjnych SEB TFI przez OPERA TFI.

Pośrednictwo finansowe. W wyniku awersji do ryzyka, w drugiej połowie 2008 r. polskie banki ograniczyły akcję kredytową. Wpłynęło to na wyhamowanie sprzedaży przedsiębiorstw pośrednictwa finansowego w IV kw. 2008 roku, czego skutkiem było niezrealizowanie założonych na ub. rok planów sprzedaży. W najbliższej przyszłości można spodziewać się konsolidacji branży pośrednictwa finansowego. Najbardziej prawdopodobnym scenariuszem wydają się transakcje M&A realizowane przez największych graczy obecnych na tym rynku.

Rozdział 5: Kryzys to także szanse

Energetyka

Aktywność w zakresie fuzji i przejęć w polskim sektorze energetycznym, wbrew ogólnoświatowym trendom w 2008 roku, wzrosła w porównaniu z poprzednim rokiem. Najbardziej wartościowym źródłem transakcji M&A w sektorze energetycznym w Polsce w ubiegłym roku była prywatyzacja przedsiębiorstw kontrolowanych przez państwo i władze lokalne oraz sprzedaż „resztówek” w kilku sprywatyzowanych już spółkach energetycznych. Łączna wartość przeprowadzonych transakcji wyniosła ponad 1,1 mld USD, co oznacza trzykrotny wzrost w stosunku do roku poprzedniego. W 2009 roku należy spodziewać się dalszej prywatyzacji przedsiębiorstw energetycznych. Szczególnie interesująca, przede wszystkim z perspektywy inwestorów zagranicznych, wydaje się zapowiadana prywatyzacja grup energetycznych PGE, Tauron oraz ENERGA.

Rola inwestorów finansowych w procesie finansowania rozwoju przedsiębiorstw

Zarządy polskich przedsiębiorstw w coraz większym stopniu zaczynają dostrzegać zalety płynące ze współpracy z inwestującymi w aktywa niepubliczne funduszami private equity. Wywołane kryzysem światowego systemu finansowego spowolnienie polskiej gospodarki oraz związane z nim trudności spółek z pozyskaniem kapitału w drodze publicznej emisji papierów wartościowych mogą spowodować, że inwestorzy finansowi staną się atrakcyjnym źródłem pozyskania kapitału finansującego potrzeby rozwojowe przedsiębiorstw.

W 2009 roku liczba transakcji zawartych przez fundusze private equity może spaść nawet o jedną trzecią. Liczbę przejęć dokonanych przez fundusze inwestujące w aktywa niepubliczne w latach 2007 i 2008 ograniczały przede wszystkim zbyt wysokie wyceny spółek i nienadążająca za popytem podaż podmiotów o odpowiedniej wielkości. W bieżącym roku główną barierą będzie znaczne ograniczenie finansowania długiem bankowym. Należy przypuszczać, że w trakcie pierwszej połowy 2009 roku fundusze private equity koncentrować się będą głównie na zarządzaniu swoimi spółkami portfelowymi.

Można przypuszczać, że pomimo spowolnienia gospodarczego Polska, jako jeden z wiodących krajów Europy Środkowo-Wschodniej, pozostanie atrakcyjnym regionem dla zarządzających funduszami private equity. W drugiej połowie bieżącego roku można spodziewać się wzmożonej aktywności wśród podmiotów inwestujących w aktywa niepubliczne, w szczególności tych funduszy, które zajmują się restrukturyzacją przejętych spółek. W wyniku spowolnienia polskiej gospodarki możemy być świadkami licznych transakcji sprzedaży aktywów wymuszonych przez wierzycieli.

Zakończenie



Kiedy można oczekiwać poprawy w gospodarce?

Jak wynika z badania Global CEO Survey, większość zarządzających najwyższego szczebla spodziewa się powolnego odbicia dopiero w perspektywie 3 lat. Odsetek prezesów przekonanych o możliwościach wzrostu ich przedsiębiorstw w ciągu najbliższych 12 miesięcy maleje wraz z trwaniem kryzysu gospodarczego – więcej niż jedna czwarta ankietowanych przyznała, że perspektywy na rok 2009 są ich zdaniem pesymistyczne.

W tym badaniu przeprowadzonym w 2008 roku pesymizm dominował we wszystkich sektorach gospodarki, regionach geograficznych i krajach o różnym poziomie rozwoju ekonomicznego. Zaledwie 15% prezesów z Ameryki Północnej oraz 15% z Europy Zachodniej wyraziło przekonanie, że najbliższe 12 miesięcy stworzy możliwości wzrostowe. Odsetek ten wynosił 21% dla krajów Europy Środkowej i Wschodniej, 31% dla Azji i Oceanii oraz 21% dla Ameryki Łacińskiej.

Prezesi spodziewają się, że ogólnosiątkowy kryzys ekonomiczny będzie miał szeroki wpływ na działalność gospodarczą, dotykając organizacji we wszystkich regionach i sektorach. Niemal 70% prezesów przyznało, że kryzys gospodarczy dotknie ich przedsiębiorstwa, przy czym spośród tej grupy, niemal 80% stwierdziło, że wzrosną koszty finansowania, 73% – że trudniejszy będzie dostęp do kapitału, a niemal 70% badanych zamierza opóźnić planowane inwestycje. Najbardziej narażone, zdaniem ankietowanych prezesów, są firmy z sektora bankowego, użyteczności publicznej, budowlanego, rozrywkowego i motoryzacyjnego.

„Tempo i skala recesji stworzyły globalny kryzys zaufania. Nawet firmy funkcjonujące w gospodarkach, które do niedawna rozwijały się bardzo dynamicznie, muszą teraz zmierzyć się z utrudnionym dostępem do kredytów, osłabionymi rynkami kapitałowymi i spadającym popytem” – powiedział Samuel A. DiPiazza Jr., globalny dyrektor generalny PricewaterhouseCoopers. „Trudno przewidzieć przebieg i czas trwania recesji. Obecnie CEO starają się równoważyć wyzwania związane z pomyślnym przejściem ich organizacji przez fazę załamania gospodarczego z potrzebą utrzymania gotowości na chwilę gospodarczego odbicia”.

Można mieć nadzieję, że Polska przeżyje obecne załamanie ekonomiczne w lepszej formie od innych gospodarek, być może unikając otwartej recesji – czyli spadku PKB. Ale nie ma też wątpliwości, że polskie firmy i polski rynek finansowy czekają ciężkie czasy, stanowiące prawdziwy test, na ile mocne są fundamenty, na których powstały.

Zakończenie

Dlaczego czasy będą tak ciężkie? Decydują o tym głównie zjawiska globalne, w znacznie mniejszym stopniu polskie.

Po pierwsze, skala załamania nastrojów na światowych rynkach jest nieporównywalnie większa od zjawisk, z którymi mieliśmy do czynienia od lat 30. ubiegłego stulecia.

Po drugie, skala strat, które odnotowuje sektor finansowy, jest tak gigantyczna, że stawia pod znakiem zapytania szanse zachowania stabilności przez cały światowy rynek finansowy.

Po trzecie, w ramach walki z kryzysem rządy najbogatszych krajów gotowe są sięgać po najbardziej radykalne metody, z nacjonalizacją instytucji finansowych i użyciem kolosalnych funduszy pochodzących z kieszeni podatników włącznie.

Po czwarte, mamy do czynienia z pierwszym kryzysem o naprawdę globalnym charakterze, który dotyka dosłownie wszystkich, od USA i Zachodniej Europy poczynając, na Chinach i Brazylii kończąc.

Po piąte, w dyskusji na temat przyczyn i konsekwencji kryzysu dominują opinie, że dowodzi on konieczności fundamentalnych zmian polityki gospodarczej i regulacyjnej w skali całego świata, przede wszystkim w odniesieniu do rynków finansowych.

Obecny kryzys stawia również bardzo wiele znaków zapytania nad kierunkiem zmian, które dominowały w ciągu ostatnich lat w globalizującej się gospodarce światowej. A więc nie tylko nad niebezpiecznymi operacjami finansowymi banków i funduszy inwestycyjnych, ale również nad ekspansją ponadnarodowych koncernów, inwestycjami zagranicznymi firm, przenoszeniem produkcji do krajów o niższych kosztach pracy. W nieunikniony sposób kryzys musi również postawić znak zapytania nad gotowością narodów europejskich do kontynuacji procesów integracyjnych w ramach Unii, w tym także do przedłożenia wspólnego interesu europejskiego nad własnym narodowym.

Okresy kryzysu i spowolnienia wzrostu są jednakże w gospodarkach rynkowych normalnością, z którą firmy muszą się liczyć i na którą muszą być zawsze gotowe. Można nawet zaryzykować stwierdzenie, że to właśnie okresy złej koniunktury pozwalają na przeprowadzenie szeregu działań niezbędnych do rozwoju firmy, które w czasach normalnych są trudne do zrealizowania. Trudne działania dostosowawcze, które muszą być wówczas podejmowane, pozwalają na refleksję nad mocnymi i słabymi stronami firmy oraz wzmocnienie jej fundamentów. Typowe w takich okresach operacje redukcji kosztów stanowią również okazję do przeglądu i wychwycenia kosztów zbędnych, które narastają zazwyczaj w okresie szybkiego rozwoju firmy, osłabiając jej długookresową konkurencyjność.

Okresy dekonunktury są oczywiście dla firm bardzo trudne, ale jednocześnie tworzą znaczne szanse rozwojowe. Po pierwsze, w okresach tych najlepiej sprawdza się jakość zarządzania firmą. Po drugie, na wierzch wychodzą wszystkie słabości firmy, a w szczególności słabe fundamenty finansowe, niewłaściwe zarządzanie kluczowymi zasobami, słabość strategicznych planów rozwoju, podatność na ataki ze strony konkurentów. Po trzecie, w okresach dekonunktury pojawiają się możliwości fuzji i przejęć konkurentów za bardzo atrakcyjną cenę będącą rezultatem kłopotów, w których się oni znajdują. Firmy, które dobrze wykorzystają ten okres, są lepiej od innych przygotowane na to, by pomyślnie rozwijać się, gdy przychodzi ponownie czas wzrostu.

Nie ma wątpliwości, że przed polskimi firmami rysują się ciężkie czasy. Spadający popyt i zawirowania na rynku finansowym, a w ślad za tym spadające zyski i utrudniony dostęp do kapitału, stanowią wyzwania, z którymi firmy będą musiały umieć sobie dobrze poradzić. Z drugiej strony, należy pamiętać, że spowolnienie rozwoju ma tylko charakter czasowy. Polska gospodarka prędzej czy później znów zacznie korzystać ze swojej wyjątkowej pozycji konkurencyjnej na mapie Europy i świata, pozwalającej na dekady szybkiego wzrostu. Mądre, odpowiedzialne działania restrukturyzacyjne podjęte w czasach dekonunktury, wzmocniające finansowe fundamenty firm bez narażenia na szwank ich głównych przewag konkurencyjnych i najważniejszych zasobów, którymi dysponują, mogą w przyszłości pozwolić na jeszcze szybszy rozwój i jeszcze większy wzrost wartości firm działających na polskim rynku, również spółek notowanych na giełdzie.



www.pwc.pl

www.pwc.com/pl/trudne-czasy

PricewaterhouseCoopers

Al. Armii Ludowej 14

00-638 Warszawa

telefon: + 48 (22) 523 4000

faks: + 48 (22) 508 40 40

e-mail: pwcpoland@pl.pwc.com