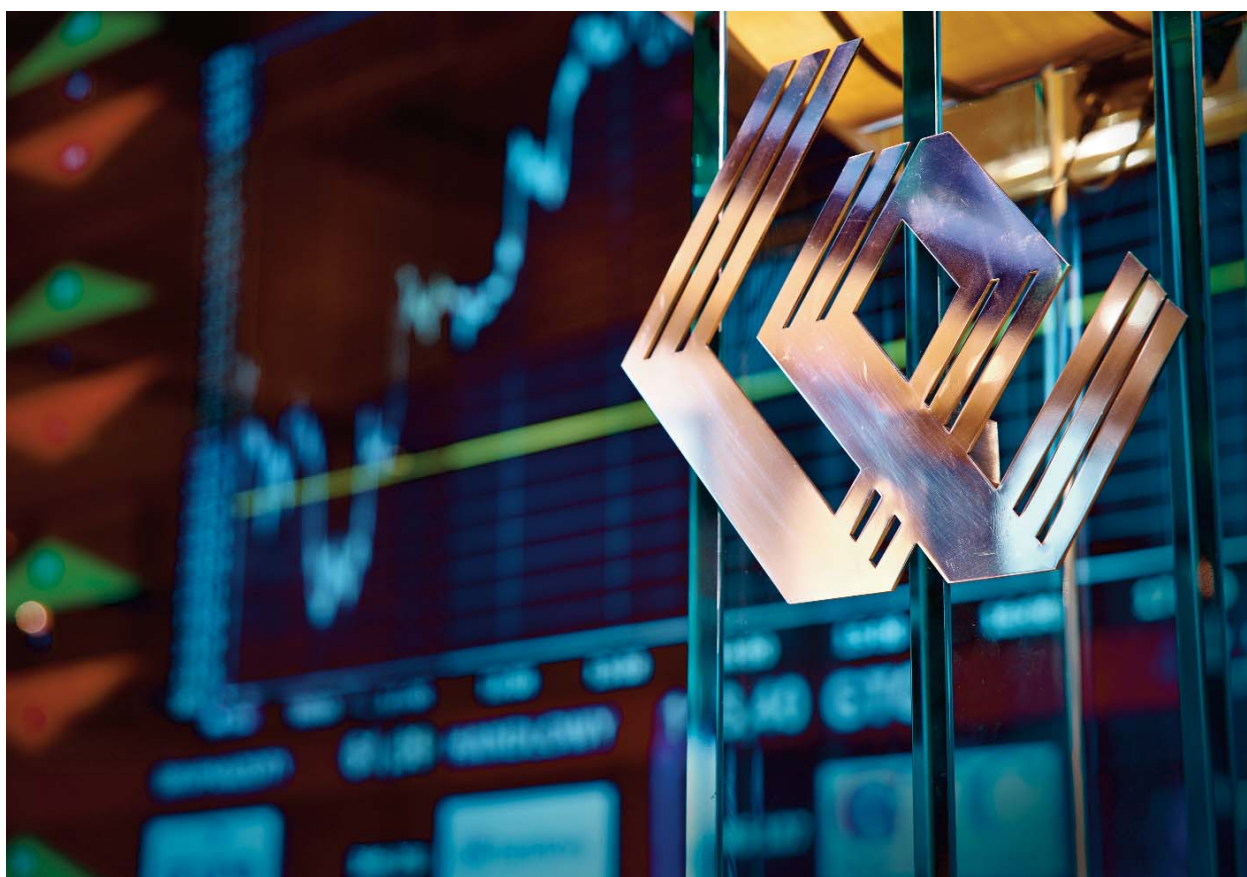


Celem raportu jest omówienie roli rynku kapitałowego w rozwoju polskich regionów oraz pokazanie, że jest jeszcze ogromna liczba przedsiębiorstw i samorządów, które mogą skorzystać z tej formy finansowania dalszego wzrostu.



Rynek kapitałowy jako narzędzie finansowania rozwoju polskich regionów



Spis treści

Wstęp	2
10 faktów na temat roli rynku kapitałowego w rozwoju polskich regionów	4
1. Rola rynku kapitałowego w rozwoju gospodarczym polskich regionów	6
1.1. Przedsiębiorstwa obecne na rynku kapitałowym na tle regionalnych gospodarek	7
1.2. Przedsiębiorstwa obecne na rynku kapitałowym jako regionalni pracodawcy	11
1.3. Nakłady inwestycyjne spółek obecnych na rynku kapitałowym	13
1.4. Rola spółek wykorzystujących rynek kapitałowy w regionalnej działalności badawczo-rozwojowej	14
1.5. Rynek kapitałowy a budżety samorządów	16
1.6. Rynek kapitałowy a przejrzystość i odpowiedzialność społeczna przedsiębiorstw	17
1.7. Finansowanie inwestycji samorządowych poprzez emisje obligacji komunalnych	18
2. Korzyści dla przedsiębiorstw płynące z wykorzystania rynku kapitałowego	21
2.1. Korzyści z emisji akcji i debiutu na giełdzie	21
2.2. Korzyści z emisji obligacji na rynku Catalyst	29
3. Perspektywy dalszego wykorzystania rynku kapitałowego przez przedsiębiorstwa i samorzady	31
3.1. Źródła finansowania na rynku kapitałowym	31
3.2. Wzrost znaczenia rynku kapitałowego w finansowaniu przedsiębiorstw jako strategiczny cel Unii Europejskiej	33
3.3. Potencjał do wykorzystania rynku kapitałowego jako narzędzia do pozyskania finansowania w formie emisji akcji przez polskie przedsiębiorstwa	35
3.4. Potencjał do wykorzystania rynku kapitałowego w formie emisji obligacji na rynku Catalyst przez polskie przedsiębiorstwa	38
3.5. Potencjał do pozyskania finansowania przez polskie samorzady poprzez emisje obligacji na rynku Catalyst	39

Wstęp

Trudno jest nie uznać ostatnich 25 lat za sukces gospodarczy Polski. Średni wzrost produktu krajowego brutto w latach 1990-2014 wynosił 3,2%, co oznacza, że Polska była w tym czasie jednym z najszybciej rozwijających się krajów w Europie. Skutkowało to wzrostem dochodów obywateli oraz coraz silniejszą integracją polskiej gospodarki z rynkami światowymi. Integracja ta znajduje odzwierciedlenie nie tylko w napływie do Polski inwestycji zagranicznych, ale także w szybkim rozwoju polskich firm, z których coraz więcej jest obecnych i rozpoznawalnych na rynkach europejskich.

Tak szybki wzrost gospodarczy nie byłby możliwy bez dynamicznego rozwoju rynku kapitałowego. Gdy 12 kwietnia 1991 r. podpisano akt założycielski Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie (GPW), na której cztery dni później złożono pierwsze zlecenia kupna i sprzedaży akcji pięciu spółek, nikt nie spodziewał się, że właśnie rozpoczyna się historia przyszłego centrum finansowego Europy Środkowo-Wschodniej. Liczne badania potwierdzają, że szybko rozwijający się rynek kapitałowy pozytywnie wpłynął na wzrost gospodarki, zapewniając efektywne i przejrzyste otoczenie instytucjonalne dla procesów przekształceń własnościowych oraz dla finansowania rozwoju polskich przedsiębiorstw prywatnych.

Aby kontynuować dalszy wzrost, nasze firmy muszą zwiększać swoją obecność w globalnej gospodarce. Będzie to możliwe, jeśli okażą się zdolne do prowadzenia długofalowej polityki inwestycyjnej i innowacyjnej, zwiększającej ich konkurencyjność. Do tego z kolei niezbędny jest dostęp do stabilnych i długoterminowych źródeł finansowania. W jaki sposób go zapewnić?

Do 2020 r. Polska ma do wykorzystania 82,5 mld euro z unijnej polityki spójności, więcej niż w perspektywie 2007-2013, kiedy dysponowaliśmy kwotą ok. 68 mld euro. Aby wykorzystać przyznane nam środki, konieczne będzie pozyskanie przez polskie przedsiębiorstwa i samorzady ogromnych kwot na sfinansowanie wkładu własnego. Skąd znaleźć niezbędne środki?

Naprzeciw potrzebom polskich przedsiębiorstw i samorządów wychodzi rynek kapitałowy, zapewniając pełną gamę dostępnych instrumentów. Firmy mogą pozyskiwać środki na rozwój dokonując emisji akcji na Głównym Rynku GPW lub na przeznaczonym dla mniejszych podmiotów alternatywnym rynku NewConnect. Przedsiębiorstwa i samorzady mają również możliwość finansowania dłużnego poprzez emisje obligacji na rynku Catalyst. Giełda oferuje przy tym rozwiązania przeznaczone zarówno dla dużych, jak i dla małych podmiotów, prowadzących działalność we wszystkich branżach.

Średni wzrost produktu krajowego brutto w latach 1990-2014 wynosił

3,2%

W minionym dwudziestopięcioletniu już ponad tysiąc polskich przedsiębiorstw pozyskało finansowanie poprzez giełdę emitując akcje lub obligacje. W rezultacie, rynek kapitałowy jest dziś silnie obecny w każdym regionie Polski. Jednocześnie nie ulega wątpliwości, że w obliczu wymienionych wyzwań, w kolejnych latach jego rola w finansowaniu rozwoju naszej gospodarki powinna wzrosnąć jeszcze bardziej. W niniejszym raporcie zagadnienia te poddaliśmy szczegółowej analizie. Zapytaliśmy również czołowych polskich przedsiębiorców i samorządowców o ich doświadczenia związane z rynkiem

kapitałowym oraz o opinie na temat jego znaczenia dla rozwoju polskich regionów.

Ponadto celem naszego raportu jest pokazanie, że pomimo dynamicznego rozwoju rynku kapitałowego w Polsce na przestrzeni ostatnich lat, jest jeszcze ogromna liczba przedsiębiorstw i samorządów, które mogą skorzystać z tej formy finansowania dalszego wzrostu. Z naszym przekazem chcemy dotrzeć do polskich regionów, do lokalnych liderów biznesu i przedsiębiorców oraz do władz samorządowych.



Jacek Socha
Wiceprezes PwC



prof. Witold M. Orłowski
Główny doradca ekonomiczny PwC

10 faktów na temat roli rynku kapitałowego w rozwoju polskich regionów



Liczne badania przeprowadzone w różnych rejonach świata dowodzą, że sprawnie działający i rozwinięty rynek kapitałowy przyczynia się do

szybszego wzrostu gospodarczego i tworzenia miejsc pracy.

W przeciwieństwie do banków, umożliwia on finansowanie przedsięwzięć o podwyższonym stopniu ryzyka, które są kluczowe dla

wzrostu innowacyjności i konkurencyjności gospodarki.

Spółki giełdowe zatrudniają w skali kraju

776 tys. osób



i odpowiadają za 23% łącznej wartości inwestycji zrealizowanych przez sektor przedsiębiorstw.

Wielkość przychodów spółek giełdowych

536 mld zł



Szacowana łączna wielkość przychodów polskich spółek notowanych na Głównym Rynku GPW w roku 2013 wyniosła 536 mld zł, co w skali całego kraju stanowi

14,1% przychodów przedsiębiorstw niefinansowych.

Przedsiębiorstwa korzystające z rynku kapitałowego przyczyniają się do większej intensywności

prowadzonej działalności badawczo-rozwojowej.



W pięciu województwach, w których udział przychodów spółek giełdowych w całkowitych przychodach wszystkich firm jest najwyższy, relacja nakładów na działalność badawczo-rozwojową do PKB wynosi średnio **4,7%**, w kolejnych pięciu – **1,4%**, natomiast w pozostałych – zaledwie **0,3%**.

Dzięki wyższej przejrzystości i przestrzeganiu dobrych praktyk

przedsiębiorstwa obecne na rynku kapitałowym wyznaczają standardy postępowania dla pozostałych uczestników rynku i wspierają uczciwy obrót gospodarczy.



424 spółki

notowane na Głównym Rynku GPW

420 firm

na rynku NewConnect

Ponadto na rynku Catalyst notowane są obligacje 147 przedsiębiorstw i 22 samorządów.¹ Zestawiając to np. z liczbą 19 tys. przedsiębiorstw w Polsce zatrudniających powyżej 50 osób, jasne jest, że

potencjał dalszego rozwoju rynku kapitałowego w Polsce jest ogromny.

¹ Stan na 7 maja 2015 r.

Zadłużenie samorządów terytorialnych osiągnęło na koniec 2013 r. poziom 69 mld zł

przy czym zaledwie 4% miało formę obligacji komunalnych.

Wraz z coraz większą świadomością możliwości oferowanych przez rynek kapitałowy, należy spodziewać się, że w nadchodzących latach udział ten istotnie wzrośnie, wzorem wielu innych krajów.



87%

przedsiębiorstw finansujących się poprzez emisję akcji i debiut na giełdzie, miało skonsolidowane roczne przychody ze sprzedaży mniejsze niż

150 mln zł,

56%

mniejsze niż **15 mln zł**

Z kolei aż 66% emisji obligacji na rynku Catalyst miało wartość mniejszą niż 30 mln zł.

Rynek kapitałowy umożliwia finansowanie zarówno dużych, jak i małych przedsięwzięć.



Ponad

900

dużych polskich przedsiębiorstw

ma potencjał do wejścia na giełdę według naszych szacunków.

Dalszy rozwój polskiej gospodarki będzie oparty o dynamiczny wzrost i ekspansję międzynarodową rodzimych przedsiębiorstw.

Do 2020 r. Polska ma do wykorzystania

82,5 mld euro z unijnej polityki spójności,



na które niezbędne będzie pozyskanie przez polskie przedsiębiorstwa i samorządy ogromnych kwot na sfinansowanie wkładu własnego.

Do tych celów idealnie nadaje się rynek kapitałowy.

1. Rola rynku kapitałowego w rozwoju gospodarczym polskich regionów

Liczba polskich przedsiębiorstw obecnych na rynku kapitałowym jest bliska tysiąca. Składają się na nią spółki, których akcje notowane są na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie (według stanu na 7 maja 2015 r. – 424 spółki na Głównym Rynku GPW oraz 420 na rynku alternatywnym NewConnect), a także emitenci obligacji korporacyjnych i spółdzielczych odpowiednio 148 i 22)¹.



Wykorzystanie rynku kapitałowego jako narzędzia do pozyskania finansowania w formie emisji akcji sprowadza się w praktyce do przeprowadzenia oferty pierwotnej, czyli skierowania po raz pierwszy propozycji nabycia akcji spółki do szerokiego kręgu inwestorów (ang. *Initial Public Offering* – IPO), oraz wprowadzenia tych akcji na giełdę, albo oferty wtórnej, czyli kolejnej emisji przeprowadzanej przez firmę już notowaną (patrz rozdział 2.1). Przedsiębiorstwa w Polsce mają do wyboru dwa rynki giełdowe, na które mogą wprowadzić swoje akcje – Główny Rynek GPW oraz NewConnect².

Ten pierwszy jest rynkiem regulowanym, którego zasady działania są ściśle określone przez powszechnie obowiązujące prawo. Natomiast NewConnect jest alternatywnym systemem obrotu, regulowanym głównie przepisami określonymi przez GPW i jest przeznaczony przede wszystkim dla małych podmiotów, pozyskujących z emisji akcji zazwyczaj kilka czy kilkanaście milionów złotych.

Alternatywą dla pozyskania finansowania poprzez emisję akcji, jest emisja obligacji oraz ich wprowadzenie do obrotu na prowadzonym przez GPW rynku Catalyst. Emitentami obligacji są zarówno przedsiębiorstwa (patrz rozdział 2.2), jak i samorządy (patrz rozdział 1.7).

¹ Źródło: GPW; lista spółek, których akcje notowane są na giełdzie częściowo pokrywa się z listą emitentów obligacji korporacyjnych.

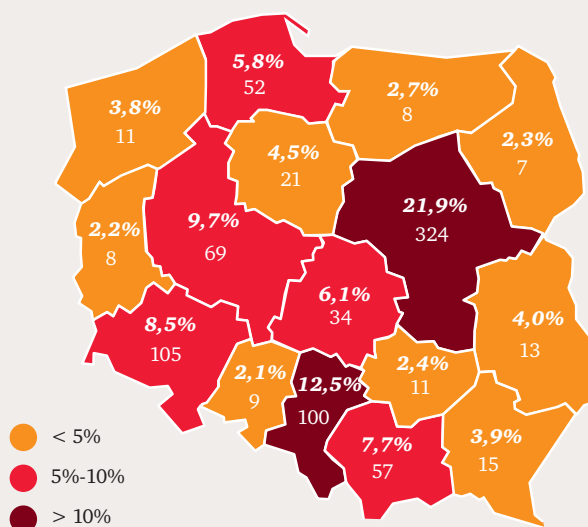
² W przypadku rynku NewConnect, większość ofert poprzedzających debiut na tym rynku nie ma formy oferty publicznej w świetle obowiązujących przepisów (m.in. formalnie uczestniczy w nich mniej niż 150 osób), jednak w istocie są one kierowane do szerokiego kręgu zewnętrznych inwestorów i dlatego tego typu transakcje również określamy mianem IPO.

1.1. Przedsiębiorstwa obecne na rynku kapitałowym na tle regionalnych gospodarek

Zanim zacniemy analizować rolę przedsiębiorstw korzystających z rynku kapitałowego w regionalnych gospodarkach, należy zaznaczyć, że Polska jest krajem, w którym siła gospodarcza poszczególnych województw jest bardzo zróżnicowana – zarówno ze względu na ich różną wielkość, jak i różny poziom rozwoju. Regiony różnią się od siebie nie tylko udziałem w całkowitym PKB Polski, ale także, co za tym idzie, liczbą działających na poszczególnych rynkach przedsiębiorstw, ich łącznymi przychodami, nakładami inwestycyjnymi czy też zatrudnieniem.

Liczba firm obecnych na rynku kapitałowym w poszczególnych regionach Polski wiąże się bardzo mocno z wielkością i siłą regionalnych gospodarek (patrz Mapa 1). Nie jest zaskoczeniem, że najwięcej przedsiębiorstw, których akcje notowane są na giełdzie, ma swoją siedzibę w województwie mazowieckim (324 spółki), na które przypada jednocześnie aż 21,9% krajowego PKB. Na drugim miejscu znajduje się województwo dolnośląskie (105 spółek, 8,5% PKB), a na trzecim śląskie (100 spółek, 12,5% PKB). Z kolei najmniej spółek giełdowych ma swoją siedzibę w województwach podlaskim (7, 2,3% PKB) oraz warmińsko-mazurskim i lubuskim (po 8, odpowiednio 2,7% i 2,2% PKB).

Mapa 1. Udział procentowy województw w PKB Polski oraz liczba spółek giełdowych (Główny Rynek GPW oraz NewConnect) z siedzibą w danym województwie



Źródło: Analiza PwC na podstawie danych GPW oraz GUS – „Wstępne szacunki PKB wg województw w 2013 r.”

Podobnie przedstawia się sytuacja, gdy przyjrzymy się statystykom dotyczącym udziału przedsiębiorstw, których akcje notowane są na giełdzie, w ogólnej liczbie przedsiębiorstw mających siedziby na terenie poszczególnych województw (patrz Mapa 2).

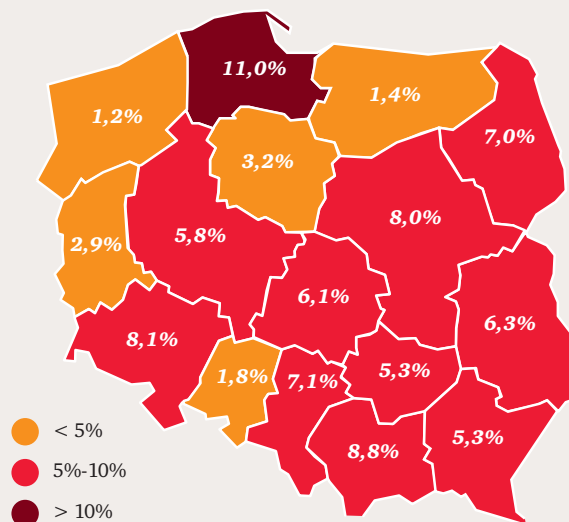
Udział spółek notowanych na Głównym Rynku GPW i zatrudniających powyżej 250 osób w ogólnej liczbie analogicznej wielkości przedsiębiorstw w poszczególnych regionach kraju jest bardzo zróżnicowany i waha się od 1,2% do 11,0%. Średnia dla całej Polski wynosi 6,8%. Liderem jest tu województwo pomorskie, w którym udział spółek giełdowych w ogólnej liczbie

dużych przedsiębiorstw wynosi 11,0%, na drugim miejscu znajduje się małopolskie z udziałem 8,8%, a na trzecim dolnośląskie z udziałem 8,1%. Województwami, w których udział spółek giełdowych jest najmniejszy, są zachodniopomorskie (1,2%), warmińsko-mazurskie (1,4%) oraz opolskie (1,8%). Oznacza to, że poza samą skalą gospodarki, ogromne znaczenie dla korzystania z giełdy jako miejsca pozyskiwania kapitału mają też inne czynniki, takie jak polityka rozwojowa firm oraz wiedza o rynku kapitałowym. Relatywnie niewielkie nasycenie regionalnych rynków spółkami giełdowymi pokazuje, iż zarówno w skali kraju, jak i poszczególnych województw, istnieje

jeszcze ogromny potencjał wykorzystania rynku kapitałowego jako narzędzia finansowania przez przedsiębiorstwa (piszemy o tym szerzej w rozdziale 3 niniejszego raportu).

Powyższe statystyki nie oddają natomiast roli, jaką przedsiębiorstwa obecne na rynku kapitałowym odgrywają w regionalnych gospodarkach. Znacznie lepszą miarą dla jej pokazania jest udział firm giełdowych w całkowitej wartości przychodów przedsiębiorstw mających siedzibę w danym regionie³.

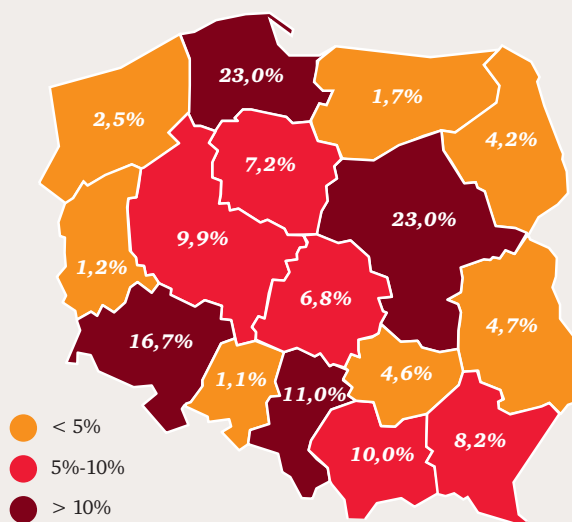
Mapa 2. Liczba spółek giełdowych zatrudniających powyżej 250 pracowników jako odsetek wszystkich zarejestrowanych firm podobnych rozmiarów w poszczególnych województwach



Źródło: Analiza PwC na podstawie: „Lista 2000” dziennika „Rzeczpospolita”, danych EMIS, GPW oraz GUS – „Działalność przedsiębiorstw niefinansowych w 2013 roku”

³ W naszych analizach wzięto pod uwagę jedynie przedsiębiorstwa notowane na Głównym Rynku GPW, które znalazły się na liście 2000 największych polskich firm – w sumie 317 spółek, dla których dane pozyskano z „Listy 2000” dziennika Rzeczpospolita oraz z bazy EMIS. Uproszczenie to nie zniekształca w sposób istotny ogólnych statystyk i wniosków, gdyż pominięte zostały podmioty mniejsze, które nawet łącznie (zważywszy na swoje rozmiary) nie mają dużego znaczenia dla danych zagregowanych. Powoduje to jednak, że wszystkie dane na temat roli przedsiębiorstw obecnych na rynku kapitałowym w rozwoju gospodarczym regionów są nieco niedoszacowane. Ponadto w naszych analizach pomijamy instytucje sektora finansowego, takie jak banki czy banki spółdzielcze, i skupiamy się wyłącznie na przedsiębiorstwach niefinansowych i samorządach.

Mapa 3. Szacunkowy udział przychodów spółek giełdowych w ogóle przychodów przedsiębiorstw niefinansowych mających siedziby w poszczególnych województwach



Źródło: Szacunek PwC na podstawie „Listy 2000” dziennika „Rzeczpospolita”, danych EMIS, GPW oraz GUS – „Działalność przedsiębiorstw niefinansowych w 2013 roku”

Szacowana łączna wielkość przychodów polskich spółek notowanych na Głównym Rynku GPW w roku 2013 wyniosła 536 mld zł, co w skali całego kraju stanowi 14,1% przychodów przedsiębiorstw niefinansowych. Wartość tę można traktować jako przybliżenie minimalnego udziału tych spółek w tworzeniu polskiego PKB.

Udział ten jest bardzo zróżnicowany w zależności od regionu. Spółki notowane na giełdzie mają największy wpływ na sytuację gospodarek województw pomorskiego i mazowieckiego (po 23,0%) oraz dolnośląskiego (16,7%). Jest to ściśle związane z obecnością w tych regionach flagowych polskich spółek giełdowych, takich jak PKN Orlen, Grupa Lotos, czy KGHM.

W powyższych trzech województwach największe są też bezwzględne wartości przychodów spółek giełdowych. Wynoszą one: 267 mld zł w województwie mazowieckim, 55 mld zł w pomorskim i 44 mld zł w dolnośląskim.

Na drugim biegunie znajdują się województwa: opolskie, lubuskie, oraz warmińsko-mazurskie. W regionach tych udział spółek notowanych na giełdzie w całkowitym obrocie gospodarczym nie przekracza 2%, a wartości ich łącznych przychodów wynoszą odpowiednio: 0,6 mld zł w opolskim, 0,7 mld zł w lubuskim oraz 1,1 mld zł w warmińsko-mazurskim. Mimo to, w województwach tych, spółki giełdowe takie jak Izostal, Indykpol, czy SECO Warwick, należą do największych

lokalnych przedsiębiorstw w swoich regionach, mających ogólnopolski, a często nawet międzynarodowy zasięg.

Ogólnokrajowe lub globalne aspiracje firm giełdowych, działających w poszczególnych regionach, oznaczają też, że podanych statystyk nie można do końca utożsamiać z bezpośrednią obecnością tych przedsiębiorstw na lokalnych rynkach. Firmy te prowadzą często działalność w całym kraju, a czasem również za granicą. Wielkości te przekładają się natomiast wprost na siłę gospodarczą tychże spółek giełdowych, co ma przełożenie na gospodarki regionów, w których znajdują się ich siedziby.



Piotr Pawłowski

Prezes Zarządu OT Logistics S.A.

„OT Logistics S.A. zadebiutowała na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie 18 lipca 2013 r.

Oferta publiczna akcji i wejście na giełdę okazało się kamieniem milowym w rozwoju naszej organizacji.

Dzisiaj w oparciu o to doświadczenie mogę śmiało

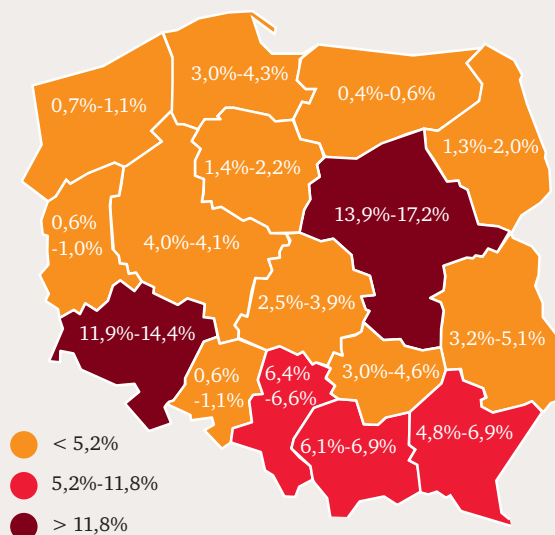
stwierdzić, że przeprowadzenie IPO znacząco zwiększyło wiarygodność spółki. Spółka giełdowa jest synonimem transparentnego działania w oparciu o zasady ładu korporacyjnego, dzięki czemu obdarzana jest większym zaufaniem.

Większa wiarygodność to lepsze oceny instytucji finansowych, a tym samym możliwość pozyskiwania finansowania na korzystniejszych warunkach, co w efekcie może przekładać się na zwiększenie potencjału inwestycyjnego i ekspansję spółki. OT Logistics S.A. skorzystała z tej szansy. W 2014 r. spółka dokonała dwóch udanych akwizycji: w styczniu OT Logistics nabyła C.Hartwig Gdynia S.A., a z początkiem lipca – Bałtycki Terminal Drobnicowy Gdynia Sp. z o.o. Przychody Grupy Kapitałowej OT Logistics w 2014 r. zwiększyły się tym samym o 70 proc. względem roku poprzedniego. Fakt wejścia do grona spółek giełdowych zwiększył także rozpoznawalność spółki oraz świadczonych przez nią usług. Wpływa również na jej relacje z partnerami biznesowymi, klientami, funduszami inwestycyjnymi i bankami. Jednak przede wszystkim buduje lojalność, która ma kluczowe znaczenie dla sukcesu spółki, i daje pewność, dzięki której śmiało można kroczyć w przyszłość.”



1.2 Przedsiębiorstwa obecne na rynku kapitałowym jako regionalni pracodawcy

Mapa 4. Relacja zatrudnienia w spółkach giełdowych do całkowitej liczby pracujących w poszczególnych regionach



Źródło: Szacunek PwC na podstawie „Listy 2000” dziennika „Rzeczpospolita”, dane EMIS, GPW oraz GUS – Bank Danych Lokalnych

Spółki korzystające z rynku kapitałowego pełnią też istotną rolę w regionalnych rynkach pracy, choć z racji na swoje charakterystyki oraz strukturę zatrudnienia w Polsce jest ona znacznie mniejsza niż ich udział w łącznych przychodach przedsiębiorstw. Wśród spółek giełdowych jest relatywnie większa reprezentacja dużych przedsiębiorstw niż małych i średnich, a ponadto co do zasady w ogóle nie ma tych najmniejszych. Natomiast w Polsce ok. 70% zatrudnionych pracuje w firmach małych i średnich, w przypadku których grupa tych obecnych na rynku kapitałowym jest stosunkowo mniej liczna jeśli odnieść ją do ogółu przedsiębiorstw w Polsce w danym przedziale wielkościowym. Stąd relatywnie mniejszy udział spółek giełdowych w regionalnych rynkach pracy w stosunku do udziału m.in. w wartości przychodów ze sprzedaży.

W skali całego kraju przedsiębiorstwa obecne na rynku kapitałowym objęte naszą analizą zatrudniają łącznie 776 tysięcy osób, czyli 6,7% całkowitego zatrudnienia poza rolnictwem i administracją publiczną.

Dokładne oszacowanie udziału spółek giełdowych w zatrudnieniu na regionalnych rynkach pracy poszczególnych województw jest zadaniem trudnym z racji na to, iż część przedsiębiorstw, zwłaszcza spośród tych największych, kreuje miejsca pracy na terenie całej Polski. Mapa 4 pokazuje nasze szacunki udziału zatrudnienia w spółkach giełdowych posiadających siedzibę w danym województwie do całkowitej liczby pracujących w regionie⁴.

Spółki korzystające z rynku kapitałowego mają relatywnie największy udział

w rynkach pracy województw: mazowieckiego (13,9%-17,2%), dolnośląskiego (11,9%-14,4%), małopolskiego (6,1%-6,9%) oraz śląskiego (6,4%-6,6%). W województwach tych można określić udział ten jako znaczący.

Na drugim biegunie znajdują się województwa: lubuskie (0,6%-1,0%), warmińsko-mazurskie (0,4%-0,6%) i zachodniopomorskie (0,7%-1,1%), gdzie udział firm giełdowych w regionalnych rynkach pracy jest znacznie mniejszy. Należy jednak podkreślić, iż nawet w tych regionach spółki giełdowe zatrudniają łącznie tysiące osób i są znaczącymi pracodawcami w skali lokalnej.

⁴ Dla każdego województwa prezentujemy dwie liczby. Jedną wycaloną bezpośrednio na podstawie regionu, gdzie znajdują się główne siedziby przedsiębiorstw, oraz drugą powstałą na skutek oszacowania skali ogólnopolskiego zatrudnienia największych spółek w Polsce.

ZPC Otmuchów to spółka działająca w branży spożywczej, dostarczająca kompleksowe rozwiązania produktowe globalnym koncernom oraz właścicielom prywatnych marek. Przedsiębiorstwo zajmuje się produkcją oraz dystrybucją wyrobów śniadaniowych, słodczy oraz słonych przekąsek.

*Spółka w 2010 r. przeprowadziła pierwszą ofertę publiczną i zadebiutowała na giełdzie, pozyskując 57 mln zł. Zdecydowaną większość środków pochodzących z emisji akcji firma przeznaczyła na modernizację kompleksu produkcyjnego, a tym samym na zwiększenie swoich zdolności produkcyjnych. Inwestycje te pociągnęły za sobą konieczność zatrudnienia większej liczby pracowników. Spółka na koniec 2010 r. zatrudniała 850 pracowników, a już trzy lata później ponad 1300. Można zatem oszacować, że **wejście ZPC Otmuchów na giełdę przyczyniło się do powstania blisko pół tysiąca nowych miejsc pracy.***

Źródło: Informacje prasowe

Grupa Tarczyński jest producentem wyrobów wędliniarskich. Siedziba spółki oraz główny zakład produkcyjny znajdują się w Ujeźdźcu Małym – niewielkiej wsi w województwie dolnośląskim. Z uwagi na dynamiczny wzrost sprzedaży (379 mln zł w 2011 r. w stosunku do 314 mln zł w 2010 r.) spółka zaczęła odczuwać niedobór mocy produkcyjnych i w 2011 r. rozpoczęła projekt rozbudowy zakładu w Ujeźdźcu Małym. Łączny budżet projektu rozbudowy wynosił 65 mln zł, z czego blisko 70% środków (45 mln zł) pozyskano w ramach oferty publicznej poprzedzającej debiut na Głównym rynku GPW. Pozostała część inwestycji została sfinansowana ze środków własnych oraz środków pozyskanych z ARiMR.

*Rozbudowa zakładu produkcyjnego została ukończona w lutym 2015 r. Grupa Tarczyński ma zamiar stopniowo uruchamiać nowe linie produkcyjne. W związku ze zrealizowaną inwestycją, **finansowaną ze środków pozyskanych w dużej mierze z rynku kapitałowego, spółka oczekuje wzrostu mocy produkcyjnych w zakładzie w Ujeźdźcu Małym o 40%.***

Źródło: Informacje prasowe



1.3. Nakłady inwestycyjne spółek obecnych na rynku kapitałowym

Przedsiębiorstwa notowane na giełdzie są największymi inwestorami w naszym kraju, a to oznacza, że często są kluczowym ogniwem decydującym o rozwoju gospodarczym poszczególnych regionów.

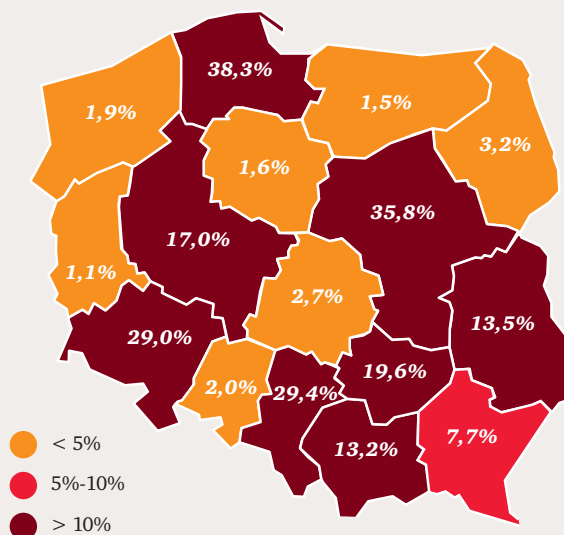
W skali kraju spółki objęte naszą analizą odpowiadały w latach 2011-2013 za 23% łącznej wartości inwestycji zrealizowanych przez sektor przedsiębiorstw. Przeciętna roczna wartość inwestycji spółek giełdowych w tym okresie wyniosła 38 mld zł.

Również w tym przypadku widoczne są bardzo istotne różnice regionalne. Podczas gdy średnia roczna wartość nakładów inwestycyjnych spółek giełdowych z siedzibą w województwie mazowieckim wynosiła ponad 18 mld zł, to w przypadkach województw podlaskiego, kujawsko-pomorskiego, warmińsko-mazurskiego czy lubuskiego, nie przekraczała ona 100 mln zł.

Skutkiem tego są różnice w roli, jaką spółki obecne na rynku kapitałowym odgrywały w ogólnej skali aktywności inwestycyjnej w poszczególnych regionach (patrz Mapa 5).

Średni udział spółek giełdowych w całkowitych nakładach inwestycyjnych przedsiębiorstw z województwa pomorskiego w badanym okresie wyniósł aż 38,3% (przede wszystkim za sprawą ogromnych projektów realizowanych z udziałem Grupy Lotos oraz Energi) i był to najwyższy wskaźnik w Polsce. Udziały te były też bardzo istotne w województwach: mazowieckim (35,8%), śląskim (29,4%) oraz dolnośląskim (29,0%). Z drugiej strony w województwach: kujawsko-pomorskim, lubuskim, łódzkim, opolskim, podlaskim, warmińsko-mazurskim i zachodniopomorskim, nakłady firm giełdowych nie przekroczyły 4% ogólnej wartości inwestycji.

Mapa 5. Średni udział spółek obecnych na rynku kapitałowym w nakładach inwestycyjnych przedsiębiorstw⁵



Źródło: Szacunek PwC na podstawie „Listy 2000” dziennika „Rzeczpospolita”, danych EMIS, GPW oraz GUS – „Działalność przedsiębiorstw niefinansowych w 2013 roku”



Rafał Brzoska

Prezes Zarządu Integer.pl SA

„Niewątpliwie wejście Integera na Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie było ogromną szansą na przyspieszenie rozwoju całej Grupy. Upublicznienie Spółki w październiku 2007 roku wpłynęło na naszą rozpoznawalność. Staliśmy się również bardziej przejrzystą i wiarygodną spółką. Dynamiczny rozwój wymaga dużych inwestycji. Środki pozyskane z giełdy początkowo pozwoliły nam na rozwój na rynku pocztowym. Dzięki konsekwentnie realizowanej strategii jesteśmy absolutnym liderem na rynku usług pocztowych w Polsce i jedną z najprężniej rozwijających się firm pocztowych w Europie. W 2009 r. wprowadziliśmy na rynek paczkomaty. Dziś na świecie funkcjonuje – w różnych modelach biznesowych – ponad 4 000 Paczkomatów InPost. Spółka planuje instalację kolejnych 6 000 terminali na terenie Europy, Azji, obu Ameryk, a także na Bliskim Wschodzie. Tak dynamiczny rozwój naszego biznesu nie byłby możliwy bez obecności spółki na rynku kapitałowym.”

⁵ Z racji na duże wahania roczne i wynikającą z nich przypadkowość wyników, dla obliczenia przeciętnych rocznych inwestycji użyto średnich z lat 2011-2013.

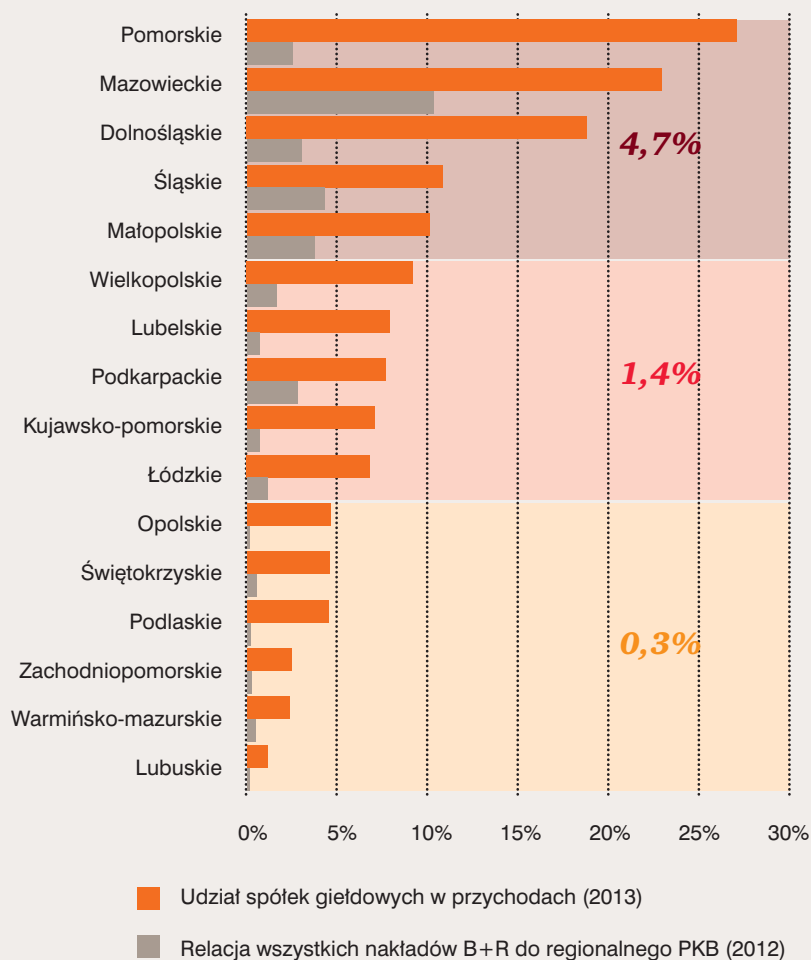
1.4. Rola spółek obecnych na rynku kapitałowym w regionalnej działalności badawczo-rozwojowej

Selvita jest firmą z branży biotechnologicznej z siedzibą w Krakowie. Zajmuje się poszukiwaniem aktywnych biologicznie cząsteczek i badaniem możliwości ich wykorzystania w medycynie, w szczególności w obszarze onkologicznym.

Spółka zadebiutowała na rynku NewConnect w 2011 r., co było momentem przełomowym w jej rozwoju. Przychody spółki w 2011 r. wyniosły 12,7 mln zł, natomiast trzy lata później osiągnęły wartość 41,3 mln zł. W kwietniu 2015 r. Selvita została doceniona przez Polską Agencję Rozwoju Przedsiębiorczości (PARP) i otrzymała nagrodę w nowo utworzonej kategorii „Lider innowacyjności i rozwoju”. Właściciele spółki wypowiedzieli się, że pozyskanie kapitału na rozwój nowoczesnych technologii było z punktu widzenia Selvity kluczowe. Firma zawdzięcza swój sukces odpowiedniemu wykorzystaniu środków unijnych oraz kapitału pozyskanego z emisji akcji na NewConnect. W 2014 r. spółka przeprowadziła kolejną emisję akcji i przeniosła się na Główny Rynek GPW. Ponad 27 mln zł pozyskane z emisji spółka przeznaczy na sfinansowanie wartego ok. 60 mln zł programu inwestycyjnego, obejmującego rozwój projektów innowacyjnych – przede wszystkim z obszaru onkologii – oraz rozbudowę i wyposażenie powierzchni laboratoryjnych.

Źródło: Informacje prasowe

Wykres 1. Udział spółek notowanych na GPW w przychodach ogółu przedsiębiorstw niefinansowych oraz relacja nakładów na działalność badawczo-rozwojową do regionalnego PKB w województwach



Źródło: Szacunek PwC na podstawie „Listy 2000” dziennika Rzeczpospolita, danych EMIS, GPW, GUS – „Działalność przedsiębiorstw niefinansowych w 2013 roku” oraz EUROSTAT

Dane dostępne na poziomie poszczególnych regionów Polski wskazują na istnienie zależności pomiędzy obecnością na lokalnym rynku spółek korzystających z rynku kapitałowego oraz intensywnością prowadzonej działalności badawczo-rozwojowej przez lokalne przedsiębiorstwa. W województwach, w których udział przychodów spółek

notowanych na GPW przekracza 10%, relacja nakładów na działalność badawczo-rozwojową do PKB wynosi średnio 4,7%. W województwach, w których udział ten zawiera się w przedziale 5-10%, relacja ta wynosi 1,4%, a w pozostałych województwach zaledwie 0,3% (patrz wykres 1).



Hanna Gronkiewicz-Waltz

Prezydent Miasta Stołecznego Warszawy

„Warszawa jest największym ośrodkiem miejskim w Polsce, liczącym ponad 1,7 mln mieszkańców. Tak duże miasto ma ogromne potrzeby finansowe na realizowanie swoich zadań i poprawianie komfortu życia mieszkańców. Dlatego korzystając z zewnętrznych źródeł finansowania, dywersyfikujemy je na zasadzie mix financing. Obok środków z banków i międzynarodowych instytucji finansowych, wprowadzamy także obligacje komunalne do emisji na rynku Catalyst. Te 6 emisji obligacji o łącznej wartości 2,1 mld zł, które dotychczas przeprowadziliśmy, wpływa na wzrost płynności walorów miasta i umożliwia łatwiejszy do nich dostęp. Pomaga także w wykształceniu stabilnej grupy inwestorów, wypracowaniu niższych premii za ryzyko i w rezultacie zmniejszeniu kosztów finansowania. Doceniamy ich rolę także dlatego, ponieważ są bardziej elastycznym instrumentem długoterminowego finansowania niż tradycyjny kredyt bankowy, dającym lepsze możliwości negocjowania warunków oraz zwiększające bazę „kredytodawców”, czyli inwestorów. Natomiast dobrze funkcjonujący rynek kapitałowy dla miasta jako samorządu, ale i ośrodka gospodarczego oznacza rozwój, dzięki dobremu dostępowi do finansowania. Umożliwia to powstawanie nowych firm i realizację inwestycji, co z punktu widzenia samorządu istotnie umacnia jego bazę podatkową i generuje miejsca pracy.”



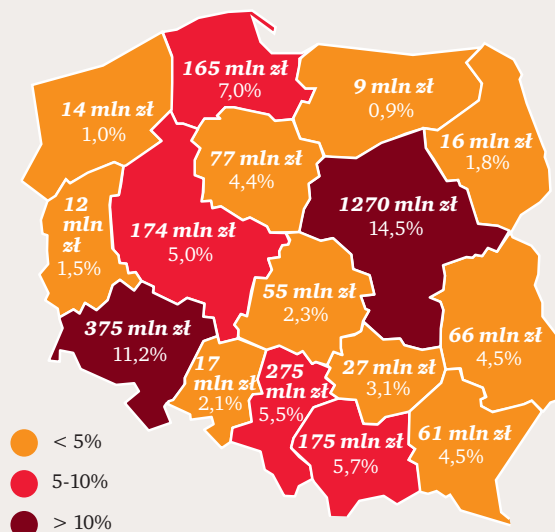
Marek Woźniak

Prezes PGE S.A.

„Debiut giełdowy PGE, który miał miejsce w 2009 roku, był silnym impulsem do budowania tożsamości firmy i poprawy efektywności operacyjnej. IPO usprawniło niełatwą konsolidację aktywów zlokalizowanych w wielu regionach Polski, a w konsekwencji otworzyło drogę do działań nad spójnym wizerunkiem firmy i jasnego komunikowania jej strategicznych celów. Przede wszystkim jednak obecność na Giełdzie Papierów Wartościowych wiąże się z przejrzystością działania, która buduje zaufanie rynków finansowych do spółki i jej planów strategicznych. To klucz do uzyskania niższego kosztu finansowania inwestycji służących sprawniej realizacji Strategii Grupy Kapitałowej PGE, w tym niezbędnej modernizacji i rozbudowy floty wytwórczej, poprawy jakości dystrybucji oraz realizacji inwestycji w nowych i innowacyjnych obszarach biznesu.”

1.5. Rynek kapitałowy a budżety samorządów

Mapa 6. Szacowane wpływy samorządów z podatków PIT i CIT spółek giełdowych (w mln zł) oraz ich udział w zsumowanych wpływach samorządów różnego szczebla z tytułu podatków PIT i CIT



Źródło: Szacunek PwC na podstawie „Listy 2000” dziennika „Rzeczpospolita”, danych EMIS, GPW, GUS – Bank Danych Lokalnych oraz Ustawy z dnia 13 listopada 2003 o dochodach jednostek samorządu terytorialnego (Dz. U. z 2014 r. poz. 1115, 1574, 1644.).

Przedsiębiorstwa obecne na rynku kapitałowym, poza pozytywnym wpływem na siłę lokalnych gospodarek, ich rynki pracy, czy działalność inwestycyjną i badawczo rozwojową mają także istotny wpływ na sytuację budżetową samorządów. Po pierwsze, w zależności od rodzaju prowadzonej działalności, ponoszą one w różnej proporcji szereg opłat zasilających tylko lokalne budżety: podatki leśne i rolne, opłaty i pozwolenia środowiskowe oraz związane z zagospodarowaniem odpadów, jak również podatek od nieruchomości.

Po drugie wszystkie jednostki samorządu terytorialnego w danym województwie uzyskują także wpływy z przypadającej im części podatków dochodowych CIT (9,7% całości wpłaconego podatku)

i PIT (64,3% całości wpłaconego podatku). Dysponując danymi o zatrudnieniu i rentowności spółek możliwe jest oszacowanie skali tych wpływów w poszczególnych regionach.

Szacujemy, iż łączne kwoty podatków dochodowych trafiające do budżetów samorządów terytorialnych od spółek notowanych na giełdzie, wyniosły w roku 2013 odpowiednio 1,3 mld zł (CIT) oraz 1,5 mld zł (PIT), co stanowiło odpowiednio 24% trafiających do budżetów samorządów łącznych wpływów z podatku CIT oraz 4% łącznych wpływów z podatku PIT. Średni udział spółek notowanych na giełdzie w zsumowanych wpływach samorządów różnego szczebla z PIT i CIT wyniósł 7,2%.

W 2013 r. spółki giełdowe miały największy wpływ (patrz Mapa 6) na przychody samorządów z podatków CIT i PIT w województwach: mazowieckim (1 270 mln zł i 14,5% całości wpływów), dolnośląskim (375 mln zł i 11,2% całości wpływów) oraz pomorskim (165 mln zł i 7,0% całości wpływów). Najniższe wpływy z CIT i PIT od spółek giełdowych według naszych szacunków odnotowały natomiast województwa warmińsko-mazurskie (9 mln zł i 0,9% całości wpływów) zachodniopomorskie (14 mln zł i 1,0% całości wpływów) oraz lubuskie (12 mln zł i 1,5% wpływów).

1.6. Rynek kapitałowy a przejrzystość i odpowiedzialność społeczna przedsiębiorstw

Opisując znaczenie rynku kapitałowego w rozwoju polskich regionów, należy także zwrócić uwagę na rolę spółek notowanych na giełdzie w popularyzowaniu dobrych praktyk biznesowych i odpowiedzialności społecznej.

Spółki obecne na rynku kapitałowym charakteryzują się znacznie wyższą przejrzystością niż przedsiębiorstwa niegiełdowe. Podążają one za najlepszymi praktykami, wyznaczając jednocześnie wysokie standardy postępowania dla innych uczestników życia gospodarczego, co prowadzi do wzrostu ogólnej przejrzystości i uczciwości biznesu w ich otoczeniu. Wykorzystanie rynku kapitałowego wspiera zatem przejrzysty i uczciwy obrót gospodarczy i tym samym przyczynia się do zrównoważonego rozwoju polskich regionów.

Spółki giełdowe zobowiązane są do przestrzegania tzw. kodeksu dobrych praktyk („Dobre praktyki spółek notowanych na GPW”), który określa zasady dotyczące relacji pomiędzy różnymi grupami interesariuszy

przedsiębiorstwa, w tym między innymi wymagania wobec członków organów zarządczych oraz kontrolnych, obowiązki spółek wobec akcjonariuszy, a także wytyczne co do ładu korporacyjnego, polityki kadrowej i informacyjnej oraz działalności społecznej realizowanej przez firmy.

Na szczególną uwagę zasługują 24 spółki notowane na GPW, które należą do tzw. RESPECT Index, obejmującego przedsiębiorstwa, które spełniają odpowiednie kryteria płynności, ładu korporacyjnego oraz zgodzą się na poddanie badaniu w zakresie dojrzałości pod względem społecznej odpowiedzialności biznesu, przeprowadzonemu przez niezależną firmę doradczą i przejdą go pozytywnie. Ideą ten ma na celu wyłonienie spółek zarządzanych w sposób odpowiedzialny i zrównoważony i dzięki temu promocję dobrych praktyk. Dodatkowo mocno akcentuje atrakcyjność inwestycyjną spółek, którą charakteryzuje m.in. wysoka jakość raportowania i poziom relacji inwestorskich, a także ład informacyjny⁶.



Adam Góral

Prezes Zarządu Asseco Poland S.A.

„To, że jesteśmy obecnie największą polską spółką IT w dużej mierze zawdzięczamy rynkowi kapitałowemu. Ponad dekadę od debiutu giełdowego nasze przychody powiększyły się 52-krotnie. Zysk operacyjny wzrósł 30-krotnie, a zysk netto 26-krotnie. Zatrudniamy ponad 18 tys. osób, czyli 60 razy więcej niż w momencie wejścia na warszawski parkiet. Urosliśmy zatem niewyobraźalnie. Osiągamy sukcesy na rynkach międzynarodowych, ale wciąż czujemy się rzeszowską spółką, bardzo mocno związaną z Podkarpaciem. Jesteśmy jednym z największych pracodawców w regionie, angażujemy się w działania na rzecz społeczności lokalnej m.in.: ściśle współpracujemy z Politechniką Rzeszowską, sponsorujemy klub siatkarski Asseco Resovia, a także współtworzymy Podkarpacki Klub Biznesu. Takich firm jak nasza powinno być jak najwięcej, ponieważ funkcjonujemy w systemie naczyń połączonych. Te regiony, które wspierają przedsiębiorców w budowaniu mocnych firm, mogą liczyć na to, że gdy odniosą one sukces, będą mogły pozytywnie działać na rzecz ich dalszego rozwoju.”

⁶ Źródło: GPW.

Podobne indeksy są także tworzone na największych rynkach świata, takich jak giełda nowojorska czy londyńska. Przynależność spółek do tego typu indeksów jest brana pod uwagę przez niektórych inwestorów, przede wszystkim określone fundusze działające na rynkach międzynarodowych. W efekcie spółki spełniające wymagane kryteria są wynagradzane dostępem do szerszej grupy inwestorów i tym samym wyższą wyceną oraz większą łatwością pozyskania finansowania. Przestrzeganie dobrych praktyk przekłada się dzięki temu na realne korzyści dla firm, a jednocześnie spółki należące do RESPECT Index swoimi działaniami podnoszą poprzeczkę jeśli chodzi o dobre praktyki biznesowe dla innych przedsiębiorstw, co niesie ze sobą korzyści dla całego otoczenia biznesowego w kraju.

Obecność na rynku kapitałowym prowadzi także do większego zainteresowania mediów i otoczenia działalnością danego przedsiębiorstwa i dzięki temu stanowi dodatkową motywację do dbania o jego

wizerunek, a więc także do większej odpowiedzialności społecznej w podejmowanych działaniach.

Począwszy od 2017 r., zgodnie z dyrektywą UE w sprawie ujawniania informacji niefinansowych⁷, spółki giełdowe (zatrudniające wraz ze swoimi spółkami zależnymi ponad 500 osób i osiągające przychody powyżej 40 mln euro lub sumę bilansową powyżej 20 mln euro) będą zobowiązane do raportowania szeregu dodatkowych informacji niefinansowych, w tym w zakresie swojej działalności dotyczącej środowiska, spraw społecznych czy pracowniczych. Będzie to dodatkowym bodźcem do prowadzenia działalności w sposób zgodny z dobrymi praktykami biznesowymi i odpowiedzialny społecznie dla przedsiębiorstw obecnych na rynku kapitałowym.

Stąd nie dziwi, że spółki giełdowe są bardzo często zaangażowane w działalność społeczną, czego przykłady zaprezentowane zostały poniżej.

AC S.A.

Od września 2011 r. w ramach Fundacji należącej do spółki giełdowej AC prowadzona jest działalność Warsztatów Terapii Zajęciowej dla osób niepełnosprawnych. Obecnie znalazło tam miejsce około 30 osób niepełnosprawnych z terenu Białegostoku, ludzi przeważnie młodych, między 16 a 40 rokiem życia. Głównym zadaniem tej placówki jest poszerzenie samodzielności, zaradności osobistej i przystosowującej do życia i pracy poprzez terapię zajęciową. Ponadto około 1/4 załogi to osoby niepełnosprawne.

Rawplug S.A.

Notowana na giełdzie spółka Rawplug z Wrocławia w swoim dążeniu do zrównoważonego rozwoju jest aktywnym propagatorem rozwoju Uniwersytetu Dzieci (organizacji non-profit prowadzącej programy edukacyjne dla dzieci w wieku od 6 do 14 lat). Wspierając Uniwersytet firma stwarza możliwości kształcenia się dzieci w regionie, przyczyniając się tym samym do podwyższenia poziomu wykształcenia, a także podniesienia kwalifikacji przyszłych pracowników. Ponadto w roku 2014 Rawplug oraz spółki zależne w kraju i za granicą, zorganizowały staże i praktyki zawodowe dla ponad stu osób, stwarzając młodym ludziom możliwość rozwoju zawodowego.

Źródło: Informacje prasowe

⁷ Dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2014/95/UE z dnia 22 października 2014 r. zmieniająca dyrektywę 2013/34/UE w odniesieniu do ujawniania informacji niefinansowych i informacji dotyczących różnorodności przez niektóre duże jednostki oraz grupy.

1.7. Finansowanie inwestycji samorządowych poprzez emisje obligacji komunalnych

Dbałość o rozwój lokalnej infrastruktury stanowi jedno z najważniejszych zadań jednostek samorządu terytorialnego. W ostatnich latach większość nowych inwestycji mogła liczyć na poważne dofinansowanie z funduszy strukturalnych UE. W kontekście nowej perspektywy finansowej na lata 2014-2020 osiągnięcie znacznego dofinansowania jest nadal możliwe, będzie jednak wymagało zapewnienia większego udziału środków własnych oraz znacznie bardziej skrupulatnego wykazania ekonomicznych, społecznych lub środowiskowych korzyści wynikających z nowej inwestycji. Przedsięwzięcia tego rodzaju znacznie częściej niż dotychczas będą też realizowane we współpracy z sektorem prywatnym. W funduszach unijnych wzrastać będzie również udział instrumentów zwrotnych.

W związku z tym jednym z głównych wyzwań stojących przed samorządami jest pozyskiwanie stabilnych i zdywersyfikowanych źródeł finansowania dla planowanych projektów. Jest to szczególnie istotne w sytuacji, gdy dotychczas zrealizowane inwestycje doprowadziły do istotnego wzrostu zadłużenia jednostek samorządu terytorialnego – z 6,2 mld zł w 1999 r. do 69 mld zł w 2013 r.

Wykorzystanie rynku kapitałowego w postaci emisji obligacji komunalnych na rynku Catalyst stanowi interesującą alternatywę dla tradycyjnej formy finansowania inwestycji samorządowych, jaką są kredyty bankowe. Poniżej przedstawiono najistotniejsze korzyści dla samorządów związane z emisją obligacji w stosunku do innych form finansowania:

- **długi okres zapadalności** – standardem są obligacje 10-letnie, w przypadku kredytów okres finansowania jest z reguły znacznie krótszy;
- **elastyczność** – to emitent ustala podstawowe parametry, w szczególności terminy emisji i spłaty poszczególnych transz (możliwość dostosowania do sytuacji budżetowej);
- **koszt** – nominalne oprocentowanie obligacji jest często niższe niż kredytu bankowego;
- **rynkowa wycena długu** – dzięki temu, że obligacje są obecne w obrocie publicznym, samorządy mają bieżącą wiedzę na temat kosztu pieniądza, po którym mogą zaciągać nowe zobowiązania;
- **korzyści wizerunkowe** – obligacje postrzegane są jako nowoczesny instrument finansowy (w porównaniu do kredytu bankowego); samorządy, które z nich korzystają, są postrzegane jako prorynkowe;
- **korzyści społeczno-polityczne** – dzięki emisji obligacji samorządy w sposób bezpośredni komunikują opinii publicznej realizację określonych inwestycji (zazwyczaj środki z emisji obligacji przeznaczane są na cele inwestycyjne).



Jacek Majchrowski

Prezydent Miasta Krakowa

„Celem emisji obligacji komunalnych w 2012 i 2013 r., była spłata wcześniej zaciągniętych zobowiązań z tytułu kredytów i pożyczek. W tym okresie pozyskanie kapitału z emisji obligacji było bardziej opłacalne dla Miasta aniżeli zaciągnięcie dużo droższych kredytów. Emisje

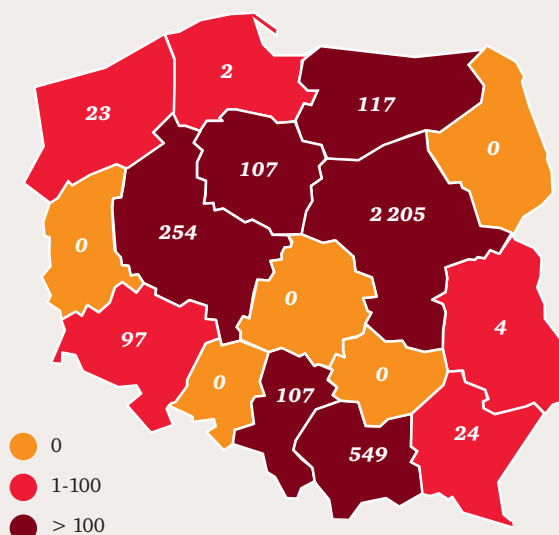
obligacji komunalnych Krakowa, na łączną kwotę 520 mln zł, zadebiutowały na rynku Catalyst w kwietniu 2013 r. Jestem przekonany, że obecność na rynku Catalyst zwiększa wiarygodność podmiotu wobec inwestorów i kontrahentów oraz jest dobrym narzędziem marketingowym wykorzystywanym do promocji nie tylko konkretnej emisji, lecz samego emitenta – jako podmiotu aktywnego, działającego nowoczesnie i korzystającego z innowacyjnych instrumentów finansowych. W przyszłości może to procentować pozyskiwaniem środków finansowych łatwiej, szybciej i na korzystniejszych warunkach.”

Oprócz wymienionych powyżej korzyści istnieje możliwość redukcji ryzyka finansowego związanego z zaciąganiem nowego zobowiązania. Do tego celu można wykorzystać m.in. obligacje przychodowe, które wiążą zobowiązanie emitenta z wysokością przychodów osiąganych z finansowanego projektu.

W przedsięwzięciach realizowanych w formule partnerstwa publiczno-prywatnego przy zastosowaniu obligacji projektowych (tj. emitowanych przez specjalną spółkę celową powołaną do realizacji konkretnego projektu) przy spełnieniu określonych warunków, zadłużenie z tytułu ich emisji jest wyłączone z kwoty zadłużenia publicznego. Obecnie z tej formy finansowania skorzystały już niektóre samorządy, ale tego typu instrumenty nie były notowane jeszcze na rynku giełdowym.

Samorządy terytorialne dokonały emisji obligacji komunalnych wprowadzonych na rynek Catalyst na łączną kwotę 3,5 mld zł. Najwięcej obligacji wyemitowały samorządy z województwa mazowieckiego (2 205 mld zł), małopolskiego (549 mln zł) oraz wielkopolskiego (254 mln zł). Inwestorzy wciąż czekają na emisję obligacji przez samorządy z województw lubuskiego, łódzkiego, opolskiego, podlaskiego i świętokrzyskiego (patrz Mapa 7).

Mapa 7. Wartość emisji obligacji samorządowych na rynku Catalyst według województw (w mln zł) w latach 2009-2014



Źródło: Analiza PwC na podstawie danych GPW



Robert Choma

Prezydent Miasta Przemyśla

„W 2012 r. zdecydowaliśmy się na emisję obligacji komunalnych o łącznej wartości nominalnej 24 420 000 zł. Pozyskane w ten sposób pieniądze przeznaczyliśmy w całości na rozwój infrastruktury drogowej w mieście, a konkretnie kwota ta była naszym

wkładem własnym w inwestycję finansowaną z funduszy UE, którą była budowa drogi obwodowej Przemyśla. Samorządowcom zdecydowanie trudniej jest niż przedtem zdobyć kredyty bankowe na inwestycje miejskie, stąd obligacje, także poprzez łatwiejszą procedurę, były dla nas ciekawszym i lepszym rozwiązaniem. Do tego doszła zaleta jaką była elastyczność w ustalaniu warunków spłaty. Nie ukrywam, że ważny był też dla nas przy podejmowaniu decyzji o emisji aspekt marketingowy, bo samorząd emitujący jest zwykle postrzegany jako bardziej nowoczesny i prorynkowy. Promocyjny aspekt był też związany z debiutem naszych obligacji na rynku Catalyst, choć i zyskaliśmy finansowo poprzez obniżenie marży banku. Z perspektywy czasu decyzję o emisji obligacji komunalnych należy więc ocenić bardzo pozytywnie.”

2. Korzyści dla przedsiębiorstw płynące z wykorzystania rynku kapitałowego

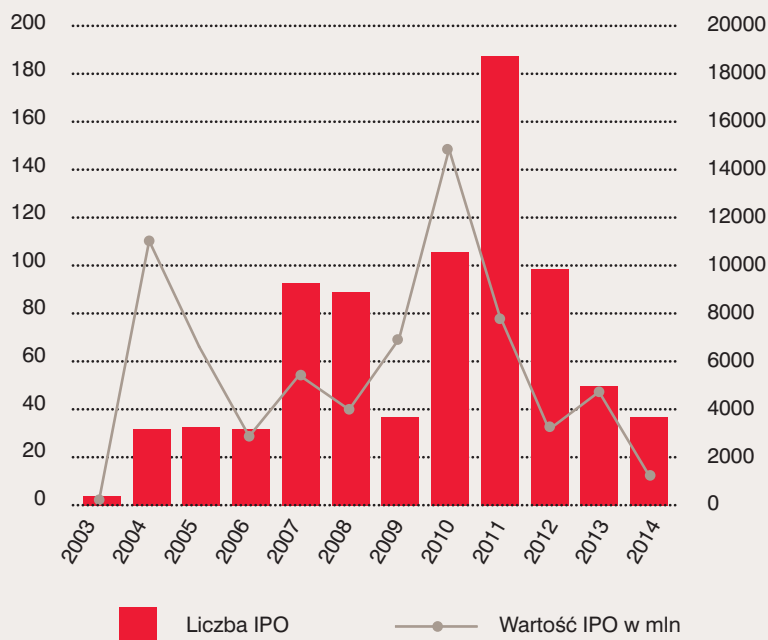
2.1. Korzyści z emisji akcji i debiutu na giełdzie

Akcja jest udziałowym papierem wartościowym, reprezentującym część kapitału zakładowego spółki akcyjnej. Innymi słowy oznacza prawo jej posiadacza do współwłasności spółki, która ją wyemitowała. Inwestor nabywający akcje danej firmy staje się jej akcjonariuszem, uzyskując tym samym prawo do uczestnictwa w podziale przyszłych zysków w formie wypłacanych dywidend oraz prawa dotyczące wpływu na podejmowanie decyzji, przede wszystkim w postaci głosu na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy. Akcje spółek notowanych na giełdzie są zdematerializowane, tj. istnieją wyłącznie w formie zapisu elektronicznego.

W ostatnich latach rynek kapitałowy jako narzędzie do pozyskania finansowania w formie emisji akcji wykorzystało kilkaset przedsiębiorstw. W latach 2003-2014 na giełdzie zadebiutowało 798 spółek krajowych (z czego 288 na Głównym Rynku GPW i 510 na alternatywnym rynku NewConnect).

Według stanu na 7 maja 2015 r. na giełdzie notowane były 844 krajowe spółki (z czego 424 na rynku głównym i 420 na rynku NewConnect), co jest dużą liczbą, uwzględniając relatywnie krótką historię polskiego rynku kapitałowego (patrz *Tabela 1*).

Wykres 2. Liczba i wartość krajowych ofert pierwotnych na GPW (Główny Rynek GPW i NewConnect) w latach 2003-2014 (w mln zł)



Źródło: PwC na podstawie raportów bieżących spółek

Czasami można spotkać się z mylnym przeświadczeniem, że rynek kapitałowy jest narzędziem wykorzystywanym do pozyskiwania finansowania wyłącznie przez duże podmioty. Na przestrzeni ostatnich 12 lat, aż 82% przedsiębiorstw finansujących się poprzez emisję akcji i debiut na giełdzie, miało skonsolidowane roczne przychody ze sprzedaży mniejsze niż 100 mln zł, a 57% – mniejsze niż 15 mln zł. Potwierdza to, że rynek kapitałowy nadaje się do finansowania przedsięwzięć o różnej wielkości.

Dostępność rynku kapitałowego nie jest również ograniczona ze względu na etap rozwoju firmy. Wykorzystują go zarówno początkujące biznesy (przeznaczony jest dla nich przede wszystkim alternatywny rynek NewConnect), dla których pozyskanie finansowania tą drogą stwarza możliwość szybkiego wzrostu, jak i podmioty, które ten etap rozwoju mają już dawno za sobą.

Tabela 1. Liczba spółek krajowych notowanych na Głównym Ryнку GPW oraz na NewConnect wraz z ich łączną kapitalizacją na dzień 7 maja 2015 r.:

Rynek	Liczba spółek	Łączna wartość rynkowa (kapitalizacja)
Główny Rynek GPW	424	654 983 mln zł
NewConnect	420	9 347 mln zł

Źródło: www.gpw.pl i www.newconnect.pl

Tabela 2. Liczba ofert pierwotnych oraz ich średnia wartość (Główny Rynek GPW i NewConnect) według przychodów spółek w latach 2003-2014⁸

Przychody ze sprzedaży (mln zł)	Liczba ofert	Średnia wartość oferty (mln zł)
poniżej 5	298	2,5
5-15	123	15,2
15-50	114	19,1
50-100	71	38,9
100-250	66	107,3
250-1000	38	227,0
powyżej 1000	27	1 651,0

Źródło: PwC na podstawie prospektów emisyjnych oraz raportów bieżących spółek

⁸ Dopuszczenia do obrotu bez przeprowadzenia oferty akcji zostały wyłączone ze statystyk.



Piotr Bieliński

Prezes Zarządu ACTION S.A.

„Jestem nie tylko prezesem zarządu ACTION S.A., ale przede wszystkim jej współzałożycielem i znaczącym akcjonariuszem. Decyzja o upublicznieniu spółki w 2006 roku nie była oczywista. Z jednej strony osiągnęliśmy tak dużą skalę działania, że dalszy rozwój bez dokapitalizowania nie byłby możliwy. Z drugiej, mnożące się obowiązki wynikające z obecności na głównym parkiecie wydawały się nam uciążliwe i wymagające wysiłku. Decyzja o wejściu na GPW oznaczała także

ujawienie m.in. konkurencji wielu informacji, które mogły być przeszkodą w rozwijaniu biznesu. Zakładaliśmy, że zarządzanie „rodzinną” firmą daje większe poczucie komfortu. Jak widzę tą decyzję z perspektywy czasu? Prócz oczywistej korzyści, jakie daje giełda, czyli dostępu do nowego źródła finansowania, pojawiły się też inne, których się nie spodziewałem. Dostaliśmy dodatkową motywację do działania w postaci odpowiedzialności przed nowymi akcjonariuszami. Konieczność raportowania w co kwartalnym cyklu przed szeroką publicznością sprawiła, że pracujemy jeszcze intensywniej, bo odpowiadamy już nie tylko przed sobą, ale szerszym gronem instytucji i inwestorów indywidualnych. Z kolei wprowadzenie wysokich giełdowych standardów ułatwiło nam relacje z partnerami, bo jesteśmy transparentni. Robimy międzynarodowy biznes. Jako spółka notowana na giełdzie staliśmy się wiarygodnym partnerem, również dla zagranicznych banków i klientów, co szczególnie ważne teraz, gdy rozwijamy działające w Niemczech Action Europe. IPO to była najlepsza decyzja, jaką mogliśmy podjąć. Dziś zdecydowałbym się na to znacznie wcześniej.”

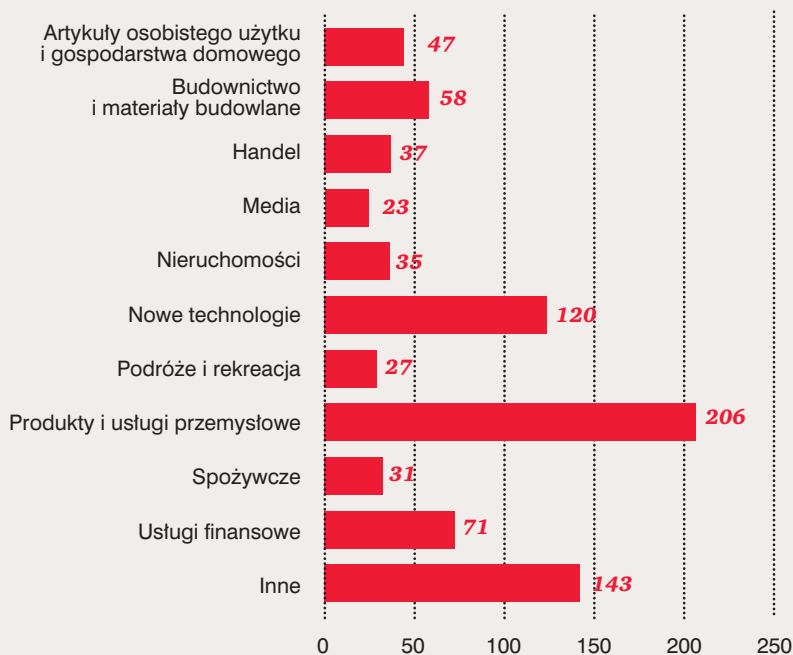
Jednocześnie na giełdzie reprezentowane są niemal wszystkie branże (patrz Wykres 3).

Rynek kapitałowy jest czymś znacznie więcej niż tylko narzędziem służącym do pozyskania finansowania. Debiut na giełdzie stanowi zazwyczaj kamień milowy w rozwoju danej firmy. Wraz z nim, firma uzyskuje szereg korzyści, z których najważniejsze przedstawiono poniżej.

Pozyskanie środków na dalszy rozwój

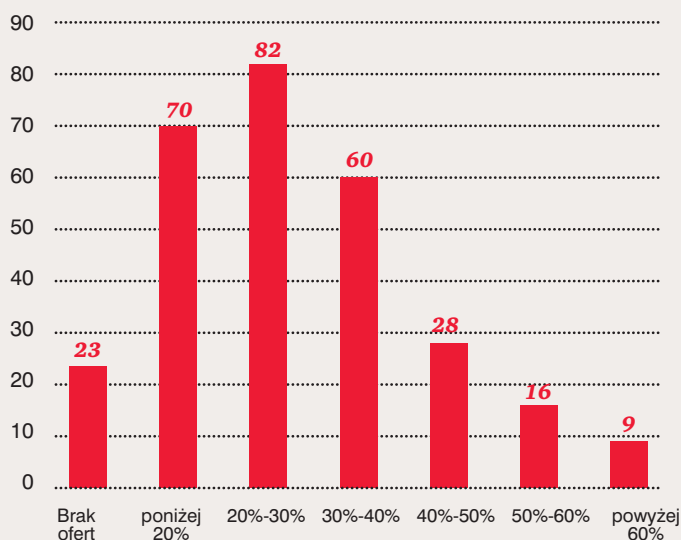
Pozyskanie kapitału jest z reguły głównym powodem wykorzystania rynku kapitałowego przez przedsiębiorstwa. Dzięki możliwości dotarcia do szerokiego grona inwestorów, ilość dostępnych na rynku środków jest w zasadzie nieograniczona. Jedynym wyzwaniem jest zachęcenie ich i przekonanie do perspektyw biznesu. Co ważne, kapitał pozyskany tą drogą nie podlega spłacie i akceptuje wysokie ryzyko biznesowe, w związku z czym zapewnia większą swobodę finansowania niż kredyt bankowy. Jednocześnie pozyskanie środków poprzez rynek kapitałowy pozwala zachować kontrolę dotychczasowych właścicieli nad przedsiębiorstwem, zwłaszcza że w zdecydowanej większości przypadków spółki decydują się na emisje, w wyniku których udział nowych inwestorów w akcjonariacie nie przekracza 50% (zazwyczaj jest to 20-40%), co obrazuje Wykres 4.

Wykres 3. Liczba debiutów spółek krajowych według sektora w latach 2003-2014 (Główny Rynek GPW i NewConnect)



Źródło: PwC na podstawie prospektów emisyjnych i dokumentów informacyjnych spółek

Wykres 4. Liczba IPO spółek krajowych na Głównym Ryнку GPW w zależności od udziału nowych inwestorów w akcjonariacie po ofercie w latach 2003-2014



Źródło: PwC na podstawie prospektów emisyjnych i raportów bieżących spółek

Względny koszt finansowania poprzez rynek kapitałowy jest uzależniony przede wszystkim od wartości pozyskiwanych środków, m.in. dlatego, że część wydatków ma charakter stały.

W przypadku ofert o wartości poniżej 50 mln zł, w latach 2003-2014 średni koszt kształtował się na poziomie 7,3% wartości pozyskanych środków. W przedziale 50-150 mln zł było to 3,6%, a w przypadku większych ofert poniżej 2%.

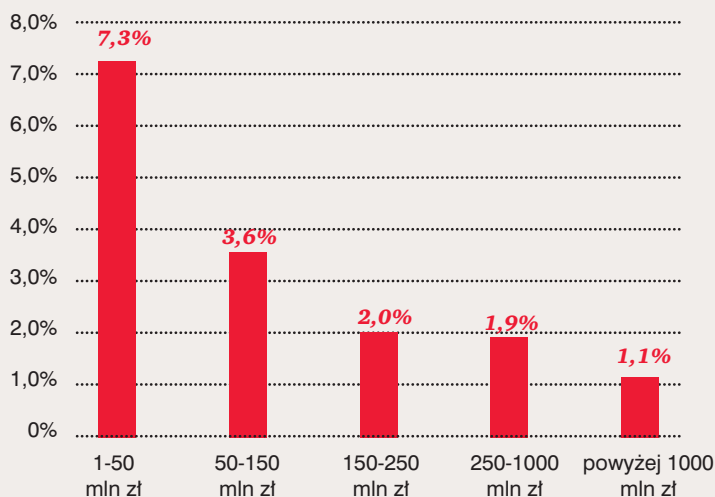
Łatwiejszy dostęp do kapitału w przyszłości

Spółka obecna na rynku kapitałowym ma ułatwiony dostęp do dalszego finansowania w porównaniu z firmami, których akcje nie znajdują się w obrocie publicznym. W przypadku spółki już notowanej na giełdzie przeprowadzenie kolejnych emisji akcji lub emisji obligacji jest znacznie prostsze i zajmuje mniej czasu niż w przypadku przedsiębiorstw, które nie miały jeszcze styczności z rynkiem kapitałowym. Również dostęp do innych form finansowania, np. kredytów bankowych, jest dla spółki notowanej na giełdzie zazwyczaj łatwiejszy.

Możliwości tańszego pozyskania innych form finansowania

Dzięki zwiększonej wiarygodności, przejrzystości i powszechnej dostępności informacji na temat działalności i ich historycznych wyników, przedsiębiorstwa notowane na giełdzie mają możliwość pozyskania tańszego finansowania niż pozostałe firmy. Z perspektywy banków i innych podmiotów udzielenie kredytu lub pożyczki spółce giełdowej niesie ze sobą niższe ryzyko niż w przypadku podobnej firmy nienotowanej. W związku z tym gotowe są one udzielić kredytu lub pożyczki na lepszych warunkach.

Wykres 5. Średni koszt IPO spółek krajowych na Głównym Rynku GPW w stosunku do wartości oferty w latach 2003-2014



Źródło: PwC na podstawie raportów bieżących spółek



Paweł Przewięźlikowski

Prezes Zarządu i współzałożyciel Selvita SA

„Po trzech latach obecności Selvity na NewConnect, w 2014 r. postanowiliśmy przenieść się na GPW. W wyniku oferty publicznej w grudniu 2014 r., wchodząc na główny parkiet giełdy, pozyskaliśmy ponad 27 mln zł. Środki te zabezpieczyły nam możliwość utrzymania

wysokiej dynamiki wzrostu firmy poprzez inwestycje w rozwój naszych programów innowacyjnych, w ramach których prowadzimy badania nad nowymi, oryginalnymi lekami przeciwnowotworowymi. Już samo przeniesienie na GPW ma istotny wpływ na wizerunek Selvity. Dzięki wsparciu inwestorów zyskujemy jednak prestiż i wiarygodność również poprzez możliwość bezpośredniej obecności w największych ośrodkach biotechnologicznych świata. W 2015 r. utworzyliśmy dwie pierwsze spółki zależne – w Stanach Zjednoczonych i Wielkiej Brytanii, które pozostają pierwszym i trzecim największym rynkiem badań nad nowymi lekami w skali globalnej. Rozwijamy się również w Polsce. Analizujemy obecnie, w którym z miast akademickich najkorzystniej będzie nam otworzyć kolejne laboratorium.”

Zapewnienie właścicielom możliwości szybkiej sprzedaży akcji

Sprzedaż akcji spółki notowanej na giełdzie jest bez porównania prostsza niż udziałów w przedsiębiorstwie niemającym styczności z rynkiem kapitałowym. Oprócz możliwości sprzedaży części posiadanych przez siebie akcji w momencie oferty publicznej poprzedzającej debiut giełdowy, właściciele mają też szerokie możliwości upłynnienia posiadanych udziałów w kolejnych latach, zwłaszcza w odniesieniu do małych pakietów.

Poprawa wizerunku i zwiększenie wiarygodności firmy

Obecność na rynku kapitałowym wiąże się z prestiżem i zwiększoną wiarygodnością. Prowadzi to do wzrostu zaufania do przedsiębiorstwa, dzięki czemu m.in. zmniejsza się jego ryzyko handlowe czy też kredytowe. Warto zaznaczyć, że dla wielu spółek równie ważnym, a czasem nawet bardziej istotnym niż pozyskanie finansowania powodem debiutu na giełdzie, jest właśnie chęć lub potrzeba uwiarygodnienia się wobec swoich interesariuszy. Obecność w obrocie publicznym zazwyczaj stanowi dla kontrahentów potwierdzenie, że dane przedsiębiorstwo jest wiarygodnym partnerem.

Działająca na rynku obrotu wierzytelnościami spółka P.R.E.S.C.O. GROUP zadebiutowała na giełdzie w 2011 r., pozyskując w ramach przeprowadzonej oferty publicznej 22,2 mln zł. Emisja akcji umożliwiła dynamiczny rozwój spółki. Wiceprezes spółki Wojciech Andrzejewski ocenił, że:

„Dzięki wejściu na warszawską giełdę pozyskaliśmy kapitał niezbędny do dalszego rozwoju. Przede wszystkim jednak spółka uzyskała łatwiejszy dostęp do finansowania dłużnego, z czego korzysta m.in. poprzez realizowany program emisji obligacji. Dzięki temu [...] odnotowaliśmy tak dynamiczny wzrost przychodów, mocno zaznaczyliśmy swoją obecność w segmencie wierzytelności instytucji finansowych i osiągnęliśmy rekordowe w historii P.R.E.S.C.O. zyski.”

W ramach uruchomionego w 2011 r. programu emisji obligacji niezabezpieczonych, spółka może wyemitować do połowy 2016 r. obligacje o wartości do 150 mln zł. Tak pozyskane środki inwestuje w nowe portfele wierzytelności.

Źródło: www.stockwatch.pl



Przemysław Piotrowski

Prezes Zarządu BRIJU S.A.

„Debiut na Giełdzie Papierów Wartościowych był ważnym wydarzeniem w historii BRIJU. Dzięki niemu zmieniło się postrzeganie Spółki, z firmy rodzinnej staliśmy się spółką publiczną. Zwiększyło to naszą wiarygodność wśród partnerów biznesowych. Różnica ta jest szczególnie widoczna w obszarze kontaktów z funduszami inwestycyjnymi, które są właścicielami większości centrów handlowych w Polsce oraz w rozmowach z zagranicznymi kontrahentami. Dzięki notowaniom na GPW oraz konsekwentnej realizacji przyjętej strategii jesteśmy dla nich rzetelnym partnerem. Łatwiej jest nam negocjować nowe umowy, a interesujące kontrahentów dane dotyczące Spółki są publicznie dostępne. Wzrosła również rozpoznawalność naszej marki wśród potencjalnych Klientów, obecność na Giełdzie stanowi kolejny kanał dotarcia do naszych Klientów i promocji marki BRIJU.”

Zwiększenie rozpoznawalności przedsiębiorstwa oraz jego produktów

Wykorzystanie rynku kapitałowego niesie ze sobą dodatkową korzyść w postaci istotnie zwiększonej obecności w mediach, które regularnie przekazują informacje na temat istotnych wydarzeń dotyczącej spółki i jej działalności. Prowadzi to do wzrostu rozpoznawalności przedsiębiorstwa oraz jego produktów.

Warto przy tym zaznaczyć, że spółka może w istotny sposób wpływać na zakres i charakter przekazywanych przez media informacji dzięki właściwej polityce informacyjnej. Jeżeli firma nienotowana na giełdzie chciałaby uzyskać zbliżony efekt poprzez tradycyjne działania marketingowe, wiązałyby się to z dużymi kosztami. Dla niektórych firm, działających w określonych sektorach, zapewnienie sobie takiej „darmowej reklamy” jest szczególnie cenne.

Uzyskanie rynkowej wyceny spółki oraz płynność

Dzięki notowaniu akcji na giełdzie, na każdy moment znana jest bieżąca wycena rynkowa spółki. Stanowi to nie tylko wartość samą w sobie dla jej akcjonariuszy, lecz umożliwia też zastosowanie w przedsiębiorstwie metod zarządzania opartych o wzrost wartości firmy.

Ponadto ze względu na płynność akcji w wyniku ich notowania na rynku publicznym, udziały w spółce giełdowej są wyceniane średnio o 10-15% wyżej niż udziały w przedsiębiorstwie o podobnych parametrach ekonomiczno-finansowych, ale nienotowanym.



Bartosz Michałek

Prezes Zarządu Comperia.pl S.A.

„Comperia.pl S.A. korzystała z możliwości podnoszenia kapitału poprzez giełdę już trzykrotnie, najpierw na rynku NewConnect, ostatnio na rynku regulowanym warszawskiej GPW. Oprócz łatwiejszego dostępu do finansowania, status spółki publicznej daje dużą korzyść w zakresie uzyskania większej rozpoznawalności podmiotowej i produktowej. Wcześniej musieliśmy przeznaczać dużo więcej czasu i pracy w budowanie relacji skutkujących realizowaniem dla naszych partnerów dużych kontraktów reklamowych. Jednak jako notowana na giełdzie firma mamy szereg argumentów, które szybciej przekonują do uruchamiania akcji typu promocja Comperia Bonus o wartości nawet kilku milionów złotych. Przy takiej skali kontraktach wiarygodność i transparentność, którą zapewnia obecność na giełdzie jest nie do przecenienia. Rzetelne spółki notowane na GPW mają ułatwione zadanie prowadzenia biznesu, oczywiście pod warunkiem, że odpowiednio korzystają z przywilejów, jakich dostarcza status spółki publicznej.”

Pozyskanie lub zatrzymanie pracowników oraz nowe formy wynagradzania pracowników i kadry zarządzającej

Obecność na rynku kapitałowym daje przedsiębiorstwu większy prestiż również z perspektywy pracowników i menedżerów i tym samym powoduje wzrost atrakcyjności jako pracodawcy.

Ponadto notowanie na giełdzie umożliwia firmie wprowadzenie nowych form wynagrodzeń dla swoich pracowników oraz kadry zarządzającej. Znacznie łatwiejsze jest tworzenie opartych o zmianę wartości spółki programów motywacyjnych, co pozwala na lepsze powiązanie wynagrodzenia z długoterminowymi celami przedsiębiorstwa. Dodatkowo umożliwia również wzmocnienie więzi pomiędzy firmą a wynagradzanymi w ten sposób menedżerami i pracownikami, co pozwala na zatrzymanie w firmie najbardziej wartościowych osób lub zachętę do pozyskania najbardziej cennej kadry menedżerskiej.



Dominik Tomczyk

Prezes Zarządu Polwax S.A.

„Z perspektywy czasu decyzję o wejściu Spółki Polwax na Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie oceniam bardzo dobrze. Jesteśmy jedynym przedstawicielem przemysłu parafinowego notowanym na GPW. Upublicznienie naszej Spółki to przede wszystkim wzmocnienie jej wizerunku, prestiżu oraz budowa długoterminowego i stabilnego akcjonariatu. Obserwujemy istotny wzrost zaufania wśród naszych klientów, co pozwala nam patrzeć coraz śmielej na współpracę z kontrahentami zagranicznymi. Co więcej, obecność na GPW to także istotne korzyści dla pracowników Polwaksu, szczególnie w zakresie ich bezpieczeństwa zatrudnienia. Wśród naszej załogi jesteśmy postrzegani jako dużo bardziej pewny, solidny i poważny pracodawca. Pamiętajmy także o regionach, w których prowadzimy działalność. Z Podkarpacia, w którym mamy siedzibę, pochodzi zaledwie 11 spółek giełdowych, dlatego wierzę, że każda z nich jest szczególnie ważna dla promocji i rozwoju naszego regionu. Z pewnością gdybym został postawiony jeszcze raz przed decyzją o wprowadzeniu Spółki Polwax na GPW, bez wahania postąpiłbym identycznie.”

Uporządkowanie działalności przedsiębiorstwa

Dodatkową korzyścią z wejścia na giełdę jest uporządkowanie wielu obszarów działalności przedsiębiorstwa, a także jego struktury prawnej i organizacyjnej. Często ma to charakter „nadrobienia zaległości”, tj. zajęcia się pewnymi wyzwaniami, które były odkładane przez poprzednie lata. Jest to też wynikiem przeglądu wszystkich obszarów działalności spółki przez doświadczonych doradców, w wyniku którego powstaje świadomość istnienia pewnych problemów i możliwych usprawnień. W efekcie podejmowany jest szereg działań, które stanowią wartość dodaną dla firmy niezależnie od debiutu na giełdzie.

Większe możliwości przejmowania innych spółek (w tym w zamian za akcje)

Spółki notowane na giełdzie mają dużo większe możliwości przejmowania innych przedsiębiorstw i tym samym szybszego rozwoju biznesu. Oprócz łatwiejszego i szybszego dostępu do finansowania potrzebnego do zapłaty za przejmowaną firmę (np. w postaci pozyskania środków z wtórnej emisji akcji lub emisji obligacji czy też łatwiej dostępnego kredytu bankowego), mogą stosować metodą znacznie trudniejszą do zastosowania w przypadku spółki niegiełdowej na giełdzie, a mianowicie zapłacić właścicielom przejmowanego biznesu nowo wyemitowanymi własnymi akcjami, co umożliwi przejście innego biznesu nawet bez konieczności użycia na ten cel środków pieniężnych (w przypadku spółki niegiełdowej, znaczne trudności przy tego typu transakcji powoduje m.in. określenie odpowiedniego parytetu wymiany udziałów wobec braku rynkowej wyceny biznesu przejmującego, a ponadto w jej następstwie pozycja właścicieli przedsiębiorstwa przejmowanego byłaby znacznie mniej korzystna, gdyż jako akcjonariusze mniejszościowi nie mieliby ochrony jaką daje publiczny rynek kapitałowy, a możliwości sprzedaży otrzymanego pakietu akcji w przyszłości byłyby znacznie ograniczone).



Tomasz Misiak

Prezydent Rady Nadzorczej Work Service S.A.

„Debiut Work Service na GPW w Warszawie w 2012 r. był decyzją strategiczną, dzięki której możliwy był ogromny skok rozwojowy całej Grupy Kapitałowej. Pozyskane 30 mln zł z pierwotnej emisji akcji przeznaczyliśmy na przejęcie 75% udziałów w firmie IT Kontrakt. Dzięki temu weszliśmy w potężny rynek IT nie tylko w Polsce, ale również w Niemczech i całej Europie Centralnej. Dalszy dynamiczny rozwój Grupy, wejście w zagraniczne rynki i oferowanie klientom jeszcze bardziej komplementarnej oferty rozwiązań HR, nie byłoby możliwe bez naszej obecności na rynku kapitałowym. Działania Work Service ukierunkowane na konsolidację polskiego rynku usług HR były efektywne właśnie dzięki wykorzystaniu możliwości tańszego pozyskania alternatywnych form finansowania transakcji akwizycyjnych. Niezwykle istotny jest też aspekt związany z wzrostem wiarygodności firmy w opinii inwestorów, pracowników oraz klientów. To nierozdzielnie łączy się z koniecznością transparentnego prowadzenia biznesu i większą dbałością o ład korporacyjny, którą premiuje inwestorzy”.



Dariusz Formela

Prezes Zarządu PKM Duda S.A.

„PKM Duda S.A. zaczynała swoją działalność jako lokalna firma rodzinna z ambicjami zbudowania prężnie działającej spółki mięsnej o ogólnopolskim zasięgu. Po latach dynamicznego wzrostu, transformacja z małej firmy w dużej wielkości korporację została przypieczętowana przez wejście na GPW w 2002 r. Spółka pozyskała kapitał niezbędny do dalszego rozwoju na bardzo konkurencyjnym rynku. Inwestycje dokonane dzięki pozyskanym środkom nie tylko umocniły PKM Duda na arenie krajowej, ale pozwoliły coraz odważniej walczyć o kontrakty na rynkach zagranicznych. Ale obecność na giełdzie to nie tylko dostęp do kapitału. To również przestrzeganie pewnych standardów i odpowiedzialność przed nowymi akcjonariuszami. Jak bardzo wymagająca jest to grupa odczuliśmy na początku 2009 r., kiedy za sprawą problemów z opcjami walutowymi nasze relacje zostały mocno nadszarpnięte. Nasi akcjonariusze, zwłaszcza instytucje finansowe, zmobilizowali nas do wytężonej pracy w celu uratowania firmy. W efekcie w grupie kapitałowej PKM Duda S.A. rozpoczęła się głęboka restrukturyzacja wielu obszarów działalności, która skończyła się w 2014 r. W tym czasie nie tylko odzyskaliśmy zaufanie inwestorów giełdowych, ale też staliśmy się obiektem zainteresowania inwestorów branżowych. Pozyskanie silnego inwestora w postaci Cedrob S.A. w minionym roku było symbolicznym zakończeniem procesu transformacji naszej firmy.”

2.2. Korzyści z emisji obligacji na rynku Catalystr

Obligacja jest papierem wartościowym emitowanym w serii, w którym emitent poświadcza, że jest dłużnikiem wobec jej właściciela („obligatariusza”) i zobowiązuje się wobec niego do zwrotu pożyczonej kwoty oraz spełnienia określonego świadczenia, najczęściej wypłaty odsetek (wypłacanych zazwyczaj w okresach rocznych, półrocznych albo kwartalnych). Oprocentowanie obligacji może być stałe lub zmienne i stanowi wynagrodzenie dla obligatariusza za udzieloną pożyczkę. Obligacje o stałym oprocentowaniu pozwalają określić koszt pozyskania kapitału już w dniu emisji. Natomiast w przypadku obligacji o zmiennym oprocentowaniu, jego wysokość jest sumą stopy bazowej (wielkości zmiennej opartej np. o WIBOR) oraz stałej marży (która zależy przede wszystkim od poziomu ryzyka związanego z obligacjami oraz wiarygodności emitenta). Substytutem lub uzupełnieniem oprocentowania może być również ustalone dyskonto przy ich emisji. Emisje obligacji mogą być zabezpieczone (np. hipoteka na nieruchomości, poręczenie, zastaw, gwarancja), częściowo zabezpieczone albo niezabezpieczone.

Nabywcami obligacji są zazwyczaj podmioty rynku finansowego, takie jak otwarte fundusze emerytalne, fundusze inwestycyjne, firmy asset management, towarzystwa ubezpieczeniowe i banki, a od czasu uruchomienia rynku Catalystr – również inwestorzy indywidualni.

Obok pozyskania środków w formie emisji akcji, realizacja strategii rozwoju może wymagać od spółki znacznego finansowania w formie długu. Jednym ze sposobów pozyskania takiego finansowania przy wykorzystaniu rynku kapitałowego, zyskującym coraz większą popularność wśród polskich przedsiębiorstw, jest emisja obligacji i ich wprowadzenie do obrotu giełdowego. Można na nią patrzeć zarówno jako na doskonałe uzupełnienie pozyskania środków w drodze emisji akcji, jak i czasem nawet jako na alternatywę dla niej. Wiele przedsiębiorstw traktuje też emisję obligacji jako pierwszy krok przybliżający je do rynku kapitałowego, dzięki któremu przeprowadzony w kolejnym etapie debiut akcji na giełdzie jest już o wiele prostszy.

Od momentu uruchomienia przez GPW rynku obligacji Catalystr we wrześniu 2009 r., rynek papierów dłużnych przeżywa dynamiczny rozwój. Również w nadchodzących latach można spodziewać się jego dalszego szybkiego wzrostu, zwłaszcza, że polski rynek długu znajduje się we wczesnym stadium rozwoju na tle innych państw UE.

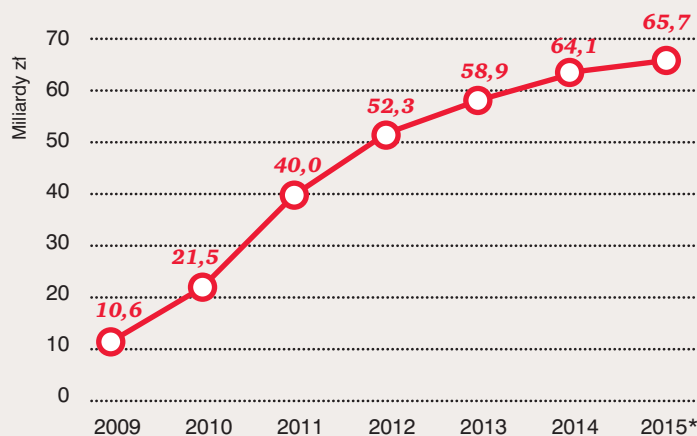
Od 2009 r. 229 przedsiębiorstw pozyskało finansowanie drogą emisji obligacji na Catalystr. W rezultacie według stanu na 31 marca 2015 r. w obrocie znajdowały się

nieskarbowe papiery dłużne 193 podmiotów o łącznej wartości 65,7 mld zł, w tym 150 przedsiębiorstw (360 serii) o łącznej wartości 57,5 mld zł. (patrz Wykres 6.)

Wśród przedsiębiorstw emitujących obligacje notowane na rynku Catalystr znajdują się zarówno największe działające w Polsce podmioty, takie jak PKN Orlen czy PGNiG, jak również cały szereg małych i średnich przedsiębiorstw, przeprowadzających często emisje w kwotach wynoszących zaledwie kilka czy kilkanaście milionów złotych. Łącznie aż ok. 65,6% emisji obligacji na rynku Catalystr w latach 2009-2014 miało wartość mniejszą niż 30 mln zł. Potwierdza to, że rynek kapitałowy nadaje się do finansowania dłużnego zarówno przedsięwzięć małych, jak i dużych.

Jeśli chodzi o zalety wykorzystania rynku kapitałowego do finansowania działalności poprzez emisję obligacji, to przedsiębiorstwo może odnosić niektóre z korzyści związanych z wprowadzeniem akcji na giełdę, omówionych w poprzednim rozdziale, takich jak zwiększenie wiarygodności, czy też łatwiejszy dostęp do dalszego finansowania. Obligacje mają też liczne zalety w porównaniu z główną alternatywną metodą finansowania długiem, tj. z kredytem bankowym.

Wykres 6. Wartość notowanych obligacji nieskarbowych na koniec okresu (mld zł)



Źródło: Catalystr

* dane na koniec marca

Elastyczność

Emitując obligacje, firma ma większą możliwość dostosowania struktury długu do swoich oczekiwań niż podczas negocjacji kredytu z bankiem. To spółka określa główne parametry emisji, dzięki czemu można je dopasować tak, aby jak najlepiej odpowiadały potrzebom firmy (ograniczeniem jest oczywiście konieczność takiego ich doboru, aby być w stanie przekonać inwestorów do objęcia danej emisji). Ponadto w przypadku obligacji nie trzeba dopasowywać się do rygorystycznych warunków kredytu bankowego. W niektórych branżach (np. branży handlu wierzycielami) wykorzystanie obligacji jest w większości przypadków jedyną możliwą formą finansowania dłużnego, gdyż ze względu na specyfikę działalności spółki nie są w stanie sprostać wymogom udzielenia kredytu bankowego.

Zabezpieczenie

Spółka ma szerokie możliwości w określeniu sposobu zabezpieczenia emisji obligacji. Możliwa jest nawet całkowita rezygnacja z zabezpieczenia – niektóre emisje na rynku mają taki właśnie charakter (oczywiście w takim przypadku przedsiębiorstwo musi zaproponować nieco wyższe oprocentowanie nabywcom obligacji, aby zrekompensować podwyższone ryzyko).

Płynność

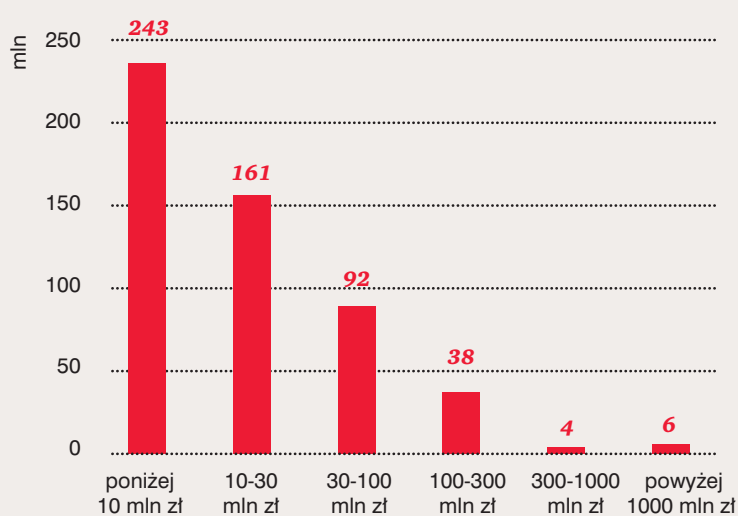
Obligacje zapewniają zazwyczaj większą płynność niż kredyt bankowy, gdyż przez okres ich trwania spółka płaci tylko kupony odsetkowe, a kwota nominalna spłacana jest dopiero w terminie wymagalności – inaczej niż w przypadku standardowego kredytu bankowego, który spłacany jest sukcesywnie w ratach. Dzięki temu obciążenie przepływów pieniężnych w tym okresie jest znacznie mniejsze, co ma szczególne znaczenie m.in. dla przedsiębiorstw znajdujących się na wczesnym etapie rozwoju.

Programy emisji obligacji

Istnieje również możliwość ustanawiania programów emisji obligacji, w ramach których można następnie przez okres ich trwania dokonywać dowolnej liczby

emisji w ramach łącznej kwoty programu. Pozwala to na szybkie pozyskiwanie finansowania w momentach dopasowanych do potrzeb spółki.

Wykres 7. Liczba emisji obligacji korporacyjnych (z wyłączeniem podmiotów finansowych) na rynku Catalyst w zależności od wielkości emisji w latach 2009-2014



Źródło: Catalyst



Sławomir Szarek

Prezes Zarządu Casus Finanse S.A.

„Rozwój rynku obligacji istotnie przyczynił się do wzrostu całej branży zarządzania wierzycielami. Powstanie rynku Catalyst umożliwiło wielu spółkom z tego obszaru pozyskanie środków na rozwój. Sami do tej pory za jego pośrednictwem zaoferowaliśmy inwestorom papiery o łącznej wartości ponad 40 mln zł. To również dzięki nim udaje nam się systematycznie poprawiać wyniki finansowe, jednocześnie w terminie wykupując obligacje. Z pewnością w przyszłości będziemy korzystali z obligacji jako atrakcyjnej opcji pozyskania kapitału. Można zaryzykować stwierdzenie, że powstanie rynku Catalyst wpłynęło nie tylko na rozwój branży zarządzania należnościami, ale i całego Dolnego Śląska. Zdecydowana większość firm z naszej branży ma swoje siedziby we Wrocławiu i daje pracę wielu wykwalifikowanym specjalistom. Wrocław to drugi po Warszawie ośrodek, jeśli chodzi o liczbę firm z całego rynku finansowego – mam tu na myśli centrale banków, firm ubezpieczeniowych, leasingowych i zarządzających wierzycielami.”

3. Perspektywy dalszego wykorzystania rynku kapitałowego przez przedsiębiorstwa i samorządy



Jacek Krawiec

Prezes Zarządu PKN Orlen S.A.

„Na ogłoszonej niedawno liście 500 największych polskich przedsiębiorstw spółki giełdowe stanowią około 27%, generując przy tym ponad 60% zysków netto całego zestawienia. Jest to wyraźny sygnał, że warto być firmą notowaną. Ma to szczególne znaczenie właśnie teraz, w obliczu olbrzymiego transferu środków z UE, które od potencjalnych beneficjentów wymagają pozyskania wkładu własnego. Jestem przekonany, że szerokie wykorzystanie do tego celu rynku kapitałowego jest sytuacją win-win. Dla przedsiębiorstw oznacza bowiem także zwiększenie wiarygodności, wzmocnienie wizerunku czy otwarcie nowych ścieżek rozwoju, dla gospodarki zaś dalszy wzrost. Popularne w biznesie powiedzenie mówi, że kto ma akcje, ten ma rację. Biorąc pod uwagę skalę szansy rozwojowej przed jaką staje obecnie nasz kraj, rację będzie miał ten, kto w najbliższej przyszłości zdecyduje się na aktywny udział w rynku kapitałowym.”

3.1. Źródła finansowania na rynku kapitałowym

Przy omawianiu potencjału do dalszego wykorzystania rynku kapitałowego przez polskie przedsiębiorstwa i samorządy, warto przyjrzeć się, kim są inwestorzy gotowi zapewnić finansowanie obejmując emitowane akcje i obligacje oraz jakiej wielkości kwotami dysponują. Możemy ich podzielić na trzy główne grupy:

Krajowi inwestorzy instytucjonalni

Krajowi inwestorzy instytucjonalni to m.in. krajowe fundusze inwestycyjne, emerytalne i ubezpieczeniowe, czy też firmy *asset management*. Mają oni decydujące znaczenie dla powodzenia większości ofert papierów wartościowych przeprowadzanych na polskim rynku.

Jednocześnie należy spodziewać się, że środki, którymi dysponuje ta grupa inwestorów, będą w najbliższej przyszłości dynamicznie rosnąć. Głównymi przyczynami tego trendu będą ogólne bogacenie się naszego społeczeństwa oraz fakt, że w czasach niskich stóp procentowych Polacy będą poszukiwać form lokowania kapitału bardziej zyskowych niż depozyty bankowe, takich jak nabywanie jednostek funduszy zarządzanych przez towarzystwa funduszy inwestycyjnych („TFI”). Według stanu na 31 marca 2015 r. aktywa polskich TFI wynosiły ponad 220 mld zł⁹ i wykazują szybki trend wzrostowy. Drugą ważną grupą krajowych inwestorów instytucjonalnych są Otwarte Fundusze Emerytalne („OFE”), które zarządzają środkami przekraczającymi 150 mld zł¹⁰.

⁹ Źródło: Izba Zarządzających Funduszami i Aktywami.

¹⁰ Źródło: Komisja Nadzoru Finansowego.

Ich łączne aktywa zostały wprawdzie istotnie uszczuplone w wyniku ostatnich zmian w systemie emerytalnym, lecz spadek ten dotyczył głównie posiadanych przez nie obligacji skarbowych. Z perspektywy rynku kapitałowego kwota środków, którymi dysponują OFE, nie zmieniła się w sposób istotny i pozostaną one jedną z głównych grup inwestorów finansujących rozwój polskich przedsiębiorstw i samorządów.

Inwestorzy indywidualni

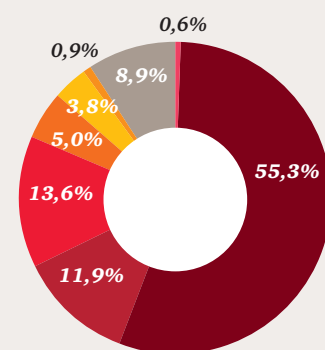
Inwestorzy indywidualni to osoby fizyczne bezpośrednio lokujące swoje oszczędności na rynku kapitałowym. Ich obecność w niemal każdej przeprowadzanej ofercie jest kluczowa, m.in. ze względu na zapewnienie płynności od pierwszego dnia notowań danego papieru wartościowego. Ponadto inwestorzy indywidualni odgrywają często bardzo istotną lub nawet dominującą rolę w przypadku małych ofert, w szczególności tych przeprowadzanych na rynku NewConnect (w przypadku akcji) lub ofert obligacji małych i średnich przedsiębiorstw opiekujących na kwoty, które są poniżej minimalnego progu zainteresowania inwestorów instytucjonalnych.

Ogółem gospodarstwa domowe w Polsce na koniec września 2014 r. dysponowały kwotą ponad 726 mld zł ulokowanych w gotówce i depozytach bankowych, stanowiących około dwóch trzecich ich całkowitych oszczędności (patrz wykres 8). Jeśli w wyniku niskich stóp oprocentowania lokat w bankach, choć niewielka część tej kwoty przeniesiona zostanie w kierunku bardziej zyskownych form inwestycji – czy to bezpośrednio w postaci akcji i obligacji notowanych na giełdzie spółek, czy też pośrednio, np. poprzez nabywanie jednostek uczestnictwa funduszy inwestycyjnych (zasilając tym samym bazę inwestorów instytucjonalnych) – oznaczać to będzie istotny wzrost środków mogących zasilić polskie przedsiębiorstwa i samorządy poprzez rynek kapitałowy.

Inwestorzy zagraniczni

Inwestorzy zagraniczni to przede wszystkim różnego rodzaju fundusze inwestycyjne i emerytalne z Europy i innych części świata. Z perspektywy polskiego rynku kapitałowego środki, którymi dysponują, są praktycznie nieograniczone. Należy przy tym zaznaczyć, że w polu zainteresowania inwestorów zagranicznych znajdują się głównie oferty akcji i obligacji dużych przedsiębiorstw.

Wykres 8. Struktura oszczędności gospodarstw domowych



- Depozyty złotowe i walutowe
- Gotówka w obiegu poza kasami banków
- Otwarte fundusze emerytalne
- Ubezpieczeniowe fundusze kapitałowe
- Akcje spółek publicznych
- Obligacje i bony
- Fundusze inwestycyjne
- Zagraniczne fundusze inwestycyjne

Źródło: Analityz Online, dane na koniec 2014 r.

3.2. Wzrost znaczenia rynku kapitałowego w finansowaniu przedsiębiorstw jako strategiczny cel Unii Europejskiej

Według badania przeprowadzonego przez Narodowy Bank Polski, główną barierą rozwoju rynku kapitałowego w Polsce jest jego niewystarczająca znajomość przez potencjalnych emitentów. Zdecydowana większość przedsiębiorstw, które nie emitowały dotąd papierów wartościowych na rynku publicznym, preferuje finansowanie kredytem bankowym.

Banki są głównymi podmiotami finansującymi gospodarkę w całej Europie kontynentalnej. W ostatnich latach uwidoczniły się negatywne konsekwencje tego stanu rzeczy. W dobie kryzysu, banki mniej chętnie finansują małe i średnie przedsiębiorstwa, nawet w sytuacji spadających stóp procentowych na rynku międzybankowym. W efekcie może to prowadzić do utraty płynności i bankructwa wielu przedsiębiorstw, a w konsekwencji wzrostu bezrobocia, gdyż małe i średnie firmy odpowiadają za większość zatrudnienia w całej Europie (w UE ok. 67% zatrudnionych w sektorze przedsiębiorstw pracuje w MŚP, w Polsce ten odsetek jest nieco wyższy – ok. 70%)¹¹. Ponadto banki nie są skłonne do finansowania przedsięwzięć o podwyższonym stopniu ryzyka, podczas gdy to właśnie tego typu projekty są kluczowe dla wzrostu innowacyjności i konkurencyjności gospodarki.

Rozwinięty i efektywnie funkcjonujący rynek kapitałowy w Europie mógłby znacząco złagodzić skutki kryzysu i spowodowanego nim utrudnionego dostępu do finansowania bankowego.

Zgodnie z tym założeniem podąża obecna polityka Unii Europejskiej, co odzwierciedla wydana przez Komisję Europejską 18 lutego 2015 r. Zielona Księga na temat tworzenia unii rynków kapitałowych.

Według tego dokumentu silniejsza pozycja rynku kapitałowego w finansowaniu przedsiębiorstw w Europie przełożyłaby się na:

- zwiększenie inwestycji dla wszystkich przedsiębiorstw, w szczególności małych i średnich¹², oraz dla projektów w zakresie infrastruktury;
- przyciągnięcie większej liczby inwestycji do UE z innych rejonów świata;
- zapewnienie większej stabilności systemu finansowego poprzez poszerzenie źródeł finansowania.

Ponadto Zielona Księga i inne sporządzone w związku z inicjatywą unii rynków kapitałowych dokumenty przywołują badania, z których wynika, że istnieje wyraźny związek pomiędzy rozmiarem i poziomem rozwoju lokalnego rynku kapitałowego a tempem wzrostu gospodarczego. Kraje, w których rynek kapitałowy jest bardziej rozwinięty, odnotowują wyższy poziom wzrostu. Z kolei inne przywołane badania dowodzą, że rynki kapitałowe przyczyniają się do szybszego rozwoju korzystających z nich przedsiębiorstw (zdecydowana większość europejskich spółek pozyskujących kapitał z giełdy odnotowała znaczny wzrost na przestrzeni trzech lat od debiutu) oraz do tworzenia nowych miejsc pracy.¹³

Komisja Europejska proponuje szereg działań, które mają na celu ułatwienie dostępu do rynku kapitałowego dla MŚP, m.in. uproszczenie wymagań dotyczących prospektów emisyjnych, stworzenie bazy informacji dla inwestorów zawierającej dane finansowe MŚP czy utworzenie Europejskiego Funduszu na rzecz Inwestycji Strategicznych (EFIS). Wszystkie te działania powinny umożliwić istotne zwiększenie udziału instrumentów rynku kapitałowego w finansowaniu przedsiębiorstw.

¹¹ Raport o stanie sektora małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce w latach 2012-2013, red. P. Zadura-Lichota, A. Tarnawa, Polska Agencja Rozwoju Przedsiębiorczości, Warszawa 2014.

¹² Zgodnie z art. 1 załącznika I do Rozporządzenia Komisji (WE) nr 800/2008 z 06.08.2008 r. do MŚP zaliczane są przedsiębiorstwa, które zatrudniają mniej niż 250 osób oraz spełniają jeden z dwóch warunków: 1) ich roczny obrót nie przekracza 50 mln EUR; 2) ich roczna suma bilansowa nie przekracza 43 mln EUR.

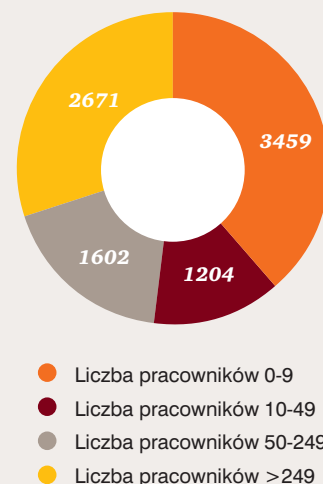
¹³ European IPO Task Force, "Rebuilding IPOs in Europe. Creating jobs and growth in European capital markets", 23 marca 2015 r.

Silne promowanie przez UE małych i średnich firm oraz ułatwienia w ich dostępie do finansowania są bardzo korzystne dla naszego kraju z uwagi na fakt, że firmy te stanowią główną siłą napędową polskiej gospodarki. Według ostatniego raportu Polskiej Agencji Rozwoju Przedsiębiorczości o stanie sektora MŚP, w 2012 r. małe i średnie przedsiębiorstwa odpowiadały za wytworzenie 48,5% PKB i za 70,1% ogółu zatrudnionych w przedsiębiorstwach. (patrz Wykres 9). Stanowią one 99,8% z łącznej liczby ok. 1,8 mln przedsiębiorstw w Polsce.

Należy w tym miejscu zaznaczyć, że pojęcie „małe i średnie przedsiębiorstwa” z perspektywy Europy Zachodniej, ma zupełnie inny wymiar niż w warunkach polskich. W rozumieniu strategii Komisji Europejskiej, zdecydowaną większość polskich firm, nawet tych z „Listy 2000” oraz tych notowanych już na giełdzie, można potencjalnie zaklasyfikować jako przedsiębiorstwa małe i średnie.

Zwiększenie znaczenia rynku kapitałowego w finansowaniu gospodarki ma też na celu zmianę struktury oszczędności gospodarstw domowych. Obecnie dominują w niej depozyty bankowe, stanowiące wraz z gotówką około dwóch trzecich całkowitych oszczędności.¹⁴ Notowane akcje, obligacje i bony stanowią łącznie niecałe 5%, a udziały w funduszach inwestycyjnych – 9,5%. Dysproporcja ta pokazuje, jak duża jest skala potencjalnych środków, które mogłyby zostać przekierowane na rynek kapitałowy celem finansowania polskich przedsiębiorstw bez pośrednictwa sektora bankowego. Zmiana taka służyłaby zarówno oszczędzającym, którzy mieliby szansę na wyższą średnią stopę zwrotu, jak i przedsiębiorstwom, które uzyskałyby tańszy i szerszy dostęp do kapitału.

Wykres 9. Liczba osób zatrudnionych w Polsce wg wielkości przedsiębiorstw (dane w tys.)



Źródło: Raport o stanie sektora małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce w latach 2012-2013, red. P. Zadura-Lichota, A. Tarnawa, Polska Agencja Rozwoju Przedsiębiorczości, Warszawa 2014; dane za 2012 r.

Średniej wielkości przedsiębiorstwa, które są motorem wzrostu gospodarczego w wielu krajach, pozyskują w USA pięć razy więcej środków na rynkach kapitałowych niż ma to miejsce w UE. Gdyby europejskie rynki kapitałowe były tak dobrze rozwinięte, jak w USA, to w latach 2008-2013 tej wielkości przedsiębiorstwa miałyby dostęp do dodatkowego finansowania w wysokości 90 mld euro.

Źródło: Komisja Europejska, Zielona Księga: Tworzenie unii rynków kapitałowych, Bruksela, 18 lutego 2015 r.



¹⁴ Źródło: NBP, stan na koniec września 2014 r.

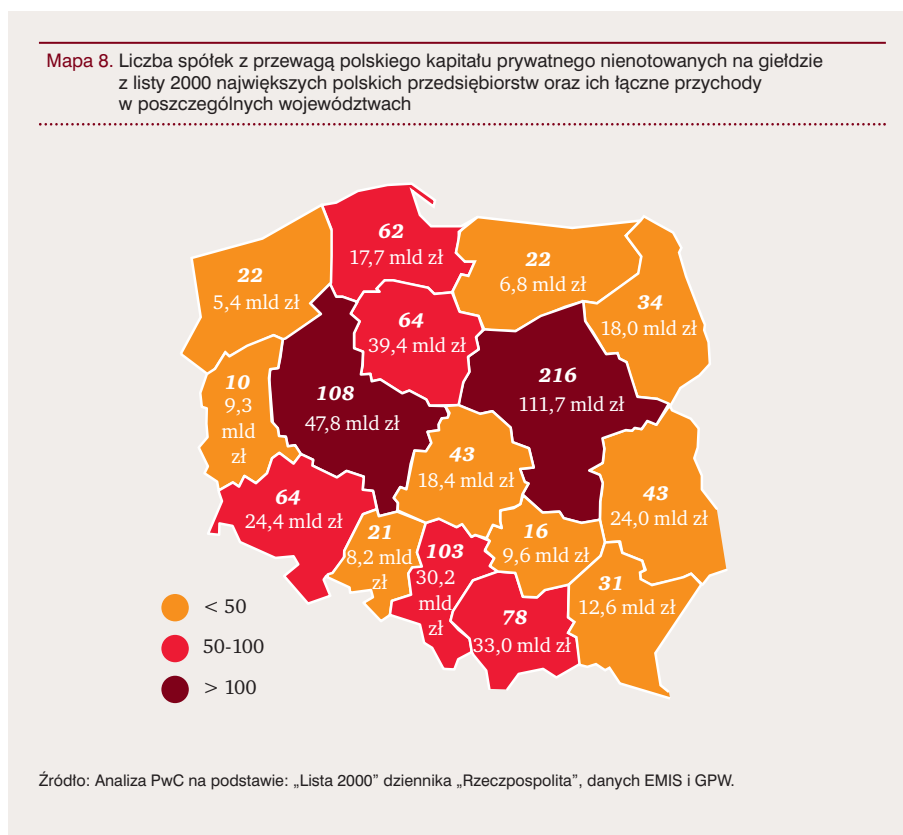
3.3. Potencjał do wykorzystania rynku kapitałowego jako narzędzia do pozyskania finansowania w formie emisji akcji przez polskie przedsiębiorstwa

Obecnie na rynkach akcji prowadzonych przez GPW notowane są 844 krajowe spółki¹⁵. Jednocześnie w Polsce jest około 19 tys. firm zatrudniających powyżej 50 osób. Dla wielu z nich rynek kapitałowy jest potencjalnym źródłem finansowania przyszłego rozwoju i to właśnie one powinny być głównym beneficjentem zmian proponowanych przez Komisję Europejską.

W celu zbadania możliwości dalszego wykorzystania rynku kapitałowego dla poszczególnych regionów Polski przeanalizowaliśmy listę 2000 największych Polskich przedsiębiorstw¹⁶. Wśród nich niemal połowę (927 podmiotów) stanowią spółki nienotowane na giełdzie, w których dominuje polski kapitał prywatny. Jest to grupa ze szczególnym potencjałem do wykorzystania rynku kapitałowego. (patrz Mapa 8).

Choć – jak przedstawiono w rozdziale 2 – giełda jest atrakcyjną formą pozyskania finansowania dla przedsiębiorstw o każdej wielkości (poza tymi najmniejszymi), to niewątpliwie im większa firma, tym większe spektrum możliwości oraz korzyści, jakie może zaoferować jej obecność na rynku kapitałowym. Z kolei spółki, w których dominuje kapitał zagraniczny, są grupą o znacznie mniejszym potencjalnie przede wszystkim dlatego, że mają zazwyczaj dostęp do finansowania ze strony swych zagranicznych właścicieli (którzy często korzystają z finansowania giełdowego, ale na swoich macierzystych rynkach).

Powyższe zestawienie wyraźnie pokazuje, jak spora grupa spośród największych polskich przedsiębiorstw nie skorzystała jeszcze z możliwości, jakie oferuje obecność na publicznym rynku kapitałowym. Warto też zwrócić uwagę, że spośród tych 927 spółek aż 400 osiągnęło w 2013 r.



przychody ze sprzedaży przekraczające 250 mln zł, 176 – 500 mln zł, a 69 – 1 mld zł. Natomiast powyższe zestawienie obejmuje wyłącznie spółki z „Listy 2000”, podczas gdy – jak zostało to omówione w rozdziale 2 – giełda umożliwia pozyskanie finansowania również firmom znacznie mniejszym, czasem nawet o rozmiarach stanowiących niewielki ułamek wielkości najmniejszego przedsiębiorstwa sklasyfikowanego na „Liście 2000”. Zdecydowana większość (92%) firm, które zadebiutowały na giełdzie w ciągu ostatniej dekady, w roku poprzedzającym debiut osiągnęły przychody ze sprzedaży mniejsze niż 250 mln zł. Małe spółki to przede wszystkim domena rynku alternatywnego NewConnect – jedynie 15 spośród 488 polskich firm, które zadebiutowały na nim do końca 2014 r., osiągnęło w roku poprzedzającym debiut przychody ze sprzedaży przekraczające 100 mln zł, a aż 300 nie przekroczyło nawet progu 5 mln zł rocznych przychodów. Jednak nawet na Głównym Rynku GPW notowanych jest bardzo dużo podmiotów, których rozmiary nie plasują ich

wśród 2000 największych polskich przedsiębiorstw. Zatem faktyczna liczba polskich firm, które już dzisiaj mogłyby sięgnąć po finansowanie poprzez emisję akcji i debiut na giełdzie, jest znacznie większa.

Ponadto trzeba podkreślić, że powyższe zestawienie jest wyłącznie ujęciem statycznym, bazującym na danych za rok 2013 (najbardziej aktualnych rocznych danych na moment sporządzenia niniejszego raportu). Natomiast wiele spośród obecnie małych i średnich polskich przedsiębiorstw rozwija się bardzo dynamicznie, zarówno organicznie, jak i przez przejęcia. Dlatego w najbliższych latach liczba krajowych firm o wielkości odpowiadającej rozmiarom podmiotów z bieżącej listy największych polskich przedsiębiorstw, znacznie się powiększy.

¹⁵ Źródło: GPW, dane na 7 maja 2015 r.

¹⁶ Na podstawie „Listy 2000” dziennika „Rzeczpospolita”.



Jakub Karnowski

Prezes Zarządu PKP S.A.

„Jednym z najważniejszych efektów przemian ustrojowych w Polsce było powstanie i rozwój warszawskiej Giełdy Papierów Wartościowych. Silny i konkurencyjny rynek kapitałowy to niższa cena kapitału dla przedsiębiorców, wzrost transparentności obrotu gospodarczego i efektywny kanał zamiany oszczędności w inwestycje. Dzięki wspieraniu projektów rozwojowych i badawczych z pieniędzy pozyskanych w drodze emisji akcji lub obligacji, wzrosła innowacyjność polskich przedsiębiorstw. Grupa PKP istotnie przyczynia się do rozwoju polskiego rynku kapitałowego. Debiut PKP Cargo na GPW był drugą największą ofertą publiczną w 2013 r. – inwestorzy kupili łącznie akcje o wartości 1,42 mld zł. Spółka stała się pierwszym w Unii Europejskiej kolejowym przewoźnikiem towarowym notowanym na giełdzie. Jej wejście na giełdę było impulsem do restrukturyzacji spółki i jej dynamicznego rozwoju. Zmieniła się jej taktyka – z obrony pozycji konkurencyjnej na ekspansję i zdobywanie nowych rynków. Sukces PKP Cargo przełożył się na większą wiarygodność w oczach partnerów handlowych oraz łatwiejszy dostęp do finansowania bankowego. Zaufanie inwestorów do kierunku rozwoju obranego przez spółkę najlepiej obrazuje wzrost kursu akcji o niemal 30 proc. w ciągu półtora roku.”



Tomasz Pruszczyński

Prezes Zarządu i współzałożyciel SARE SA

„SARE jest doskonałym przykładem na to, jak korzystać z szans, które daje NewConnect. Debiutując na rynku byliśmy prężną, choć niewielką firmą dostarczającą nowoczesne technologie informatyczne w modelu SaaS. Realizowaliśmy kampanie komunikacyjne i marketingowe dla klientów w Polsce. W tym czasie nasze przychody wzrosły dziesięciokrotnie, a my rozwinęliśmy nasz system i portfolio usług. Obecnie działamy w 38 krajach na całym świecie i nie zwalniamy tempa. W mojej ocenie do końca roku spełnimy kryteria pozwalające na przeniesienie notowań na Główny Rynek Giełdy Papierów Wartościowych. Obecność na rynku i wsparcie akcjonariuszy, pozwoliły nam doszlifować model biznesowy oraz zwiększyć efektywność i rentowność działania. Będąc spółką publiczną jesteśmy też bardziej wiarygodnym partnerem dla naszych klientów, wśród których są choćby instytucje finansowe, gdzie bezpieczeństwo informacji jest sprawą kluczową.”





Ponadto niejednokrotnie zdarza się, że niewielka firma, która ma dobry pomysł na biznes i wie jak go wcielić w życie, już po kilku latach od powstania staje się ważnym graczem nie tylko na lokalnym, ale i na światowym rynku.

Należy zatem spodziewać się, że w najbliższych latach liczba polskich przedsiębiorstw mających potencjał do wykorzystania rynku kapitałowego istotnie zwiększy się zarówno dzięki dynamicznemu rozwojowi już istniejących małych i średnich firm, jak i wskutek powstania wielu nowych biznesów, które w wyniku szybkiego wzrostu w ciągu paru lat osiągną rozmiary umożliwiające im osiągnięcie pełnych korzyści, jakie niesie ze sobą obecność na rynku kapitałowym.

W kontekście potencjalnych kandydatów do wejścia na giełdę w najbliższych latach nie należy zapominać o spółkach kontrolowanych przez skarb państwa i polskie samorządy. Wśród kandydatów do prywatyzacji przez giełdę w najbliższych latach padały takie nazwy jak choćby spółki z Grupy PKP, Poczta Polska, Kompania Węglowa, czy Węglokoks, natomiast ich faktyczna liczba jest większa. W sumie na „Liście 2000” znajduje się 75 firm niegiełdowych, których głównym właścicielem jest Skarb Państwa lub zależne od niego osoby prawne. Wśród tej grupy są zarówno spółki jeszcze całkowicie niesprywatyzowane, będące potencjalnymi kandydatami do wprowadzenia na giełdę, jak i podmioty zależne notowanych już spółek kontrolowanych przez skarb państwa. Warto jednak podkreślić, że nawet ta ostatnia grupa tylko pozornie nie wydaje się mieć potencjału do wykorzystania rynku kapitałowego.

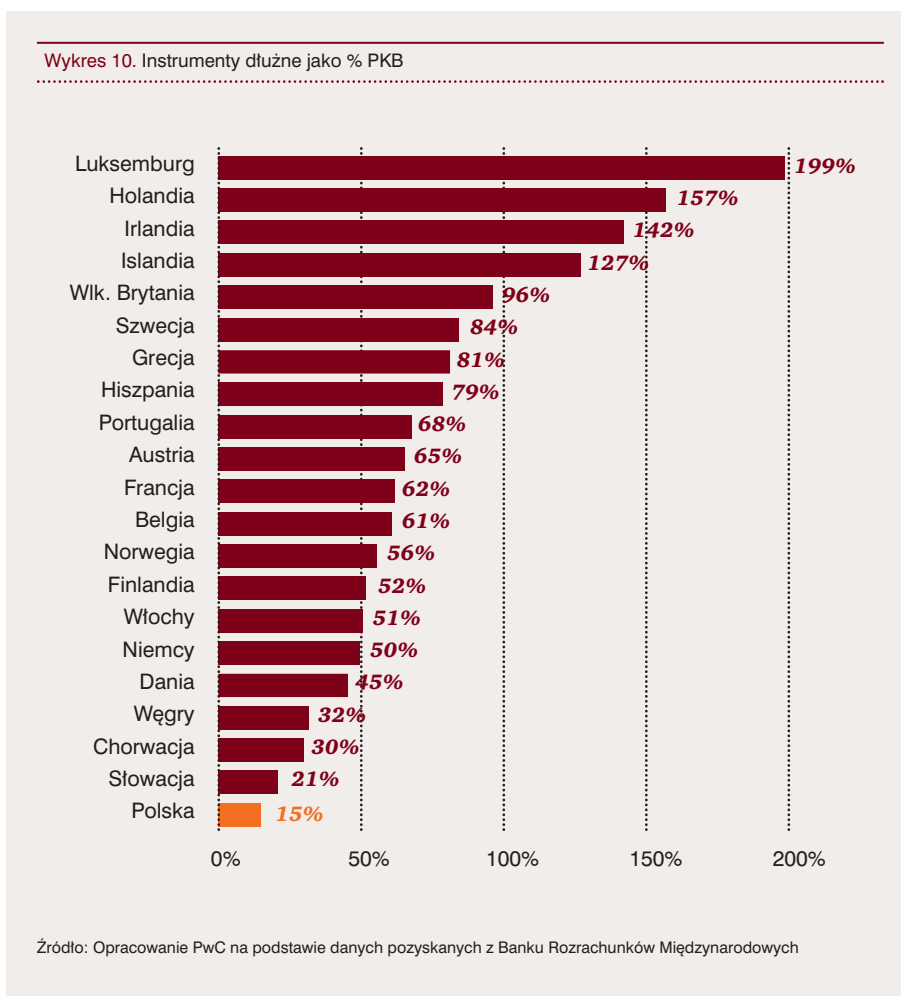
Niektóre z nich mogą bowiem być wprowadzane na giełdę przez ich spółki matki. Tym bardziej, że zgodnie z ogłoszoną w 2012 r. strategią Ministerstwa Skarbu Państwa, przedsiębiorstwa znajdujące się wciąż z rąk państwa powinny pozbywać się biznesów niezwiązanych bezpośrednio z ich podstawową działalnością operacyjną. Zgodnie z publikowanymi w mediach informacjami, przeprowadzone na zlecenie Ministerstwa audyty wykazały, że tego typu podmiotów może być kilkadziesiąt. Nic nie stoi na przeszkodzie, aby niektóre z tych spółek trafiły na giełdę. Kilka spośród największych grup kapitałowych kontrolowanych przez skarb państwa informowało nawet w ostatnich latach o tego typu planach w stosunku do niektórych ze swoich spółek zależnych.

Podobnie jak w przypadku prywatnych przedsiębiorstw, potencjał prywatyzacyjny nie ogranicza się tylko do spółek z „Listy 2000”. Zgodnie z wypowiedzią ministra skarbu, w grudniu 2014 r. podległe mu ministerstwo realizowało 148 procesów prywatyzacyjnych. Większość z nich dotyczyła niewielkich przedsiębiorstw, jednak w niektórych przypadkach ewentualna konsolidacja mniejszych podmiotów mogłaby poprzedzić prywatyzację i tym samym zwiększyć możliwości do wykorzystania do tego celu rynku kapitałowego. Doskonałym przykładem jest tu Polski Holding Nieruchomości (PHN), utworzony na potrzeby prywatyzacji przez giełdę z kilku dotychczas niezależnych od siebie spółek nieruchomościowych znajdujących się w rękach państwa. PHN został wprowadzony na giełdę w lutym 2013 r., a skarb państwa ze sprzedaży 25% akcji spółki pozyskał 238,6 mln zł. Ścieżka giełdowa miała również umożliwić łatwiejszą i korzystniejszą sprzedaż inwestorom pozostałych 75% akcji w przyszłości.

3.4. Potencjał do wykorzystania rynku kapitałowego w formie emisji obligacji na rynku Catalyst przez polskie przedsiębiorstwa

W istniejącym obecnie modelu finansowania gospodarki europejskiej, przedsiębiorstwa na naszym kontynencie (w tym w Polsce) polegają w zdecydowanej większości wyłącznie na finansowaniu poprzez sektor bankowy, na który przypada aż 60% łącznego finansowania firm. W Stanach Zjednoczonych ta zależność jest odwrotna, przedsiębiorcy aż w 80% korzystają z finansowania pozabankowego. Jednym z głównych typów takiego finansowania jest emisja obligacji i ich wprowadzenie do obrotu giełdowego. W świetle opisanych szerzej w poprzedniej części niniejszego rozdziału planowanych działań Komisji Europejskiej mających otworzyć drogę do łatwiejszego pozyskiwania finansowania dłużnego z wykorzystaniem rynku kapitałowego, należy spodziewać się dynamicznego wzrostu liczby polskich przedsiębiorstw emitujących obligacje na rynku publicznym w nadchodzących latach.

Momentem przełomowym dla rynku obligacji w Polsce było uruchomienie przez GPW platformy Catalyst w 2009 r., co przyczyniło się do dynamicznego rozwoju publicznego rynku instrumentów dłużnych w naszym kraju. Mimo to, na tle innych państw Unii Europejskiej, polski rynek obligacji jest wciąż we wczesnym stadium rozwoju, czego bardzo dobrym odzwierciedleniem jest relacja wartości wyemitowanych instrumentów dłużnych do PKB – wskaźnik ten dla naszego kraju jest jednym z najniższych w Europie i wynosi 15% (patrz Wykres 10). Świadczy to o tym, że istnieje ogromny potencjał do dalszego rozwoju publicznego rynku obligacji w Polsce, czego przejawem jest obserwowany w ostatnich latach dynamiczny wzrost wartości wyemitowanych instrumentów dłużnych na platformie Catalyst.



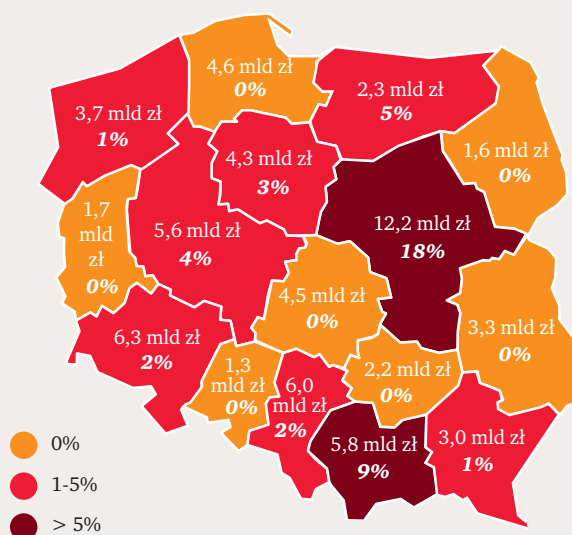
Podobnie jak w przypadku publicznego rynku akcji, obligacje mogą być emitowane przez przedsiębiorstwa zarówno duże, jak i te małe oraz średnich rozmiarów. Spora część emisji obligacji na rynku Catalyst nie przekracza kilku czy kilkunastu milionów złotych, co potwierdza, że grupa potencjalnych emitentów jest olbrzymia i przewyższa nawet tę dla rynku akcji, omówioną w poprzedniej sekcji, m.in. dlatego, że obligacje mogą emitować spółki, których akcje są notowane na giełdzie, a które stanowią bardzo pokaźną grupę (jak zostało to przedstawione w rozdziale 1), jak również przedsiębiorstwa należące do kapitału zagranicznego. Natomiast według stanu z maja 2015 r., obligacje dopuszczone do obrotu na rynku Catalyst miało zaledwie około 150 przedsiębiorstw. Jeśli zestawimy to z ogólną liczbą firm w polskiej gospodarce – nawet tych

średnich i dużych rozmiarów (około 19 tys. firm zatrudniających powyżej 50 osób) – to jasne jest, że potencjał rozwoju publicznego rynku obligacji w Polsce jest z dzisiejszej perspektywy nieograniczony.

Jednocześnie należy zaznaczyć, że obligacje jako formę finansowania już od dawna wykorzystuje znacznie liczniejsza grupa przedsiębiorstw, lecz znakomita większość emisji nie została dotychczas dopuszczona do obrotu publicznego. Część z nich to obligacje obejmowane przez właścicieli (w tych przypadkach jest to po prostu inna forma pożyczki), jednak jest też duża grupa emisji obejmowana przez banki, różnego rodzaju fundusze i innych inwestorów. Należy oczekiwać, że w przyszłości tego typu emisje coraz częściej będą trafiały na rynek Catalyst.

3.5. Potencjał do pozyskania finansowania przez polskie samorzady poprzez emisje obligacji na rynku Catalystr

Mapa 9. Całkowita wartość zadłużenia jednostek samorządu terytorialnego w poszczególnych województwach (w mld zł) oraz udział obligacji samorządowych notowanych na rynku Catalystr w tej kwocie (w %)



Źródło: Analiza PwC na podstawie danych GPW, GUS (BDL) oraz Ministerstwa Finansów – „Wskaźniki do oceny sytuacji finansowej jednostek samorządu terytorialnego w latach 2011-2013”

Rosnąca konieczność pozyskiwania stabilnych i zdywersyfikowanych źródeł finansowania dla planowanych przez polskie samorzady inwestycji w sytuacji ich wysokiego zadłużenia, powoduje potrzebę poszukiwania alternatywnych źródeł finansowania, jakimi mogą być emisje obligacji na rynku publicznym. Kluczowy w tym przypadku jest również fakt, że przy spełnieniu określonych warunków, w przypadku finansowania niektórych projektów instrumenty te mogą nie być wprost zaliczane do wielkości zadłużenia publicznego¹⁷. Dodatkowo emisja obligacji zawiera w sobie szereg korzyści w stosunku do innych form finansowania samorządów (jak opisano w rozdziale 1), co zwiększa ich atrakcyjność i jednocześnie wskazuje na ogromny potencjał dalszego rozwoju publicznego rynku obligacji samorządowych. Wszystko to powoduje, że w najbliższych latach ta forma finansowania inwestycji może stać się bardzo atrakcyjna dla samorządów,

szczególnie w kontekście otoczenia gospodarczego i ogólnych trendów zmian w sposobie pozyskiwania finansowania na realizację projektów publicznych.

Obecnie w skali kraju zaledwie około 5% łącznego zadłużenia jednostek samorządu terytorialnego ma formę obligacji notowanych na rynku publicznym. Analiza geograficzna rozkładu wartości emisji obligacji samorządowych na rynku Catalystr w podziale na województwa potwierdza bardzo nierównomierny rozkład wykorzystania rynku kapitałowego przez samorzady w poszczególnych regionach kraju (patrz Mapa 9). Zdecydowanym liderem jest województwo mazowieckie, gdzie obligacje notowane na rynku giełdowym stanowią 18% łącznego zadłużenia samorządów.

Z kolei w siedmiu województwach samorzady nie skorzystały jeszcze z tej formy finansowania. Gdyby w skali całego kraju udział obligacji notowanych na rynku publicznym osiągnąć miał poziom odnotowany w województwie mazowieckim, to już przy obecnym poziomie zadłużenia¹⁸ wartość obligacji samorządowych na rynku Catalystr byłaby większa o ponad 8,4 mld zł.

Wraz z coraz większą świadomością możliwości oferowanych przez rynek kapitałowy, należy spodziewać się, że w nadchodzących latach wykorzystanie rynku obligacji Catalystr przez polskie jednostki samorządu terytorialnego istotnie wzrośnie, wzorem niektórych krajów europejskich czy z innych regionów świata.

¹⁷ Patrz: K. Marchewka-Bartkowiak, M. Wiśniewski „Obligacje projektowe – nowy instrument finansowania przedsięwzięć PPP w formule project finance na poziomie międzynarodowym i krajowy” Studia Biura Analiz Sejmowych Nr. 3 (39) s. 139-157.

¹⁸ Dane na koniec 2013 r.

Raport został opracowany pod nadzorem zespołu ds. rynków kapitałowych PwC. Specjaliści ds. rynków kapitałowych PwC świadczą szeroki zakres usług w zakresie transakcji na rynkach kapitałowych. Usługi te obejmują przygotowanie do oferty publicznej oraz całościową obsługę doradczą transakcji.

PwC to firma działająca w 157 krajach, zatrudniająca ponad 195 tysięcy osób. Dzięki takiej różnorodności doświadczeń i szerokiej bazie wiedzy, jesteśmy w stanie pomóc naszym klientom sprostać wszelkim wyzwaniom biznesowym. Dostarczamy wysokiej jakości rozwiązania odpowiadające na problemy naszych klientów z zakresu prawnopodatkowego, biznesowego i audytorskiego.

Autorzy raportu



Jacek Socha

Wiceprezes
tel. +48 22 746 4335
jacek.socha@pl.pwc.com



Prof. Witold M. Orłowski

Główny doradca ekonomiczny
tel. +48 22 746 4394
witold.orlowski@pl.pwc.com



Tomasz Konieczny

Partner
tel. +48 22 746 4285
tomasz.konieczny@pl.pwc.com



Jakub Kurasz

tel. +48 22 746 4000
jakub.kurasz@pl.pwc.com



Filip Gorczyca

tel. +48 22 746 4172
filip.gorczyca@pl.pwc.com



Mateusz Walewski

tel. +48 22 746 6956
mateusz.walewski@pl.pwc.com

Do powstania niniejszego raportu przyczynili się również:

Paweł Uziembło, Dawid Budny, Adrian Grzegorzewski, Michał Gołębiewski

Niniejszy raport został przygotowany przez PricewaterhouseCoopers Sp. z o.o. („PwC”) do użytku Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. („GPW”) na potrzeby inicjatywy „Kapitał dla rozwoju”. Praca nad raportem trwała od 9 kwietnia 2015 r. do 20 maja 2015 r.

Raport zawiera informacje uzyskane ze źródeł szczegółowo w nim opisanych. PwC nie dokonało weryfikacji tych źródeł ani informacji przez nie przywoływanych. Ponadto część informacji oparta jest na własnych szacunkach PwC, które mogą istotnie różnić się od rzeczywistych danych. W związku z powyższym PwC nie udziela gwarancji dotyczących kompletności i dokładności danych.

Osoba czytająca raport jest świadoma, że został on przygotowany według wytycznych naszego klienta i może nie zawierać wszystkich elementów, uważanych za istotne z punktu widzenia czytającego.

