

PRACE NAUKOWE

Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu

RESEARCH PAPERS

of Wrocław University of Economics

271

Zarządzanie finansami firm – teoria i praktyka

Tom 2



Redaktorzy naukowi

**Adam Kopiński, Tomasz Słoński,
Bożena Ryszawska**



Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu
Wrocław 2012

Redaktorzy Wydawnictwa: Elżbieta Kozuchowska, Aleksandra Śliwka

Redaktor techniczny: Barbara Łopusiewicz

Korektor: Justyna Mroczkowska

Łamanie: Adam Dębski

Projekt okładki: Beata Dębska

Publikacja jest dostępna w Internecie na stronach:

www.ibuk.pl, www.ebscohost.com,

The Central and Eastern European Online Library www.ceeol.com,

a także w adnotowanej bibliografii zagadnień ekonomicznych BazEkon

http://kangur.uek.krakow.pl/bazy_ae/bazekon/nowy/index.php

Informacje o naborze artykułów i zasadach recenzowania znajdują się na stronie internetowej Wydawnictwa

www.wydawnictwo.ue.wroc.pl

Kopiowanie i powielanie w jakiejkolwiek formie wymaga pisemnej zgody Wydawcy

© Copyright by Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu
Wrocław 2012

ISSN 1899-3192

ISBN 978-83-7695-219-2 (całość)

ISBN 978-83-7695-227-7 t. 2

Wersja pierwotna: publikacja drukowana

Druk: Drukarnia TOTEM

Spis treści

Aneta Michalak: Wybrane aspekty finansowania inwestycji rozwojowych w branżach kapitałochłonnych	11
Grzegorz Mikołajewicz: Społeczna odpowiedzialność biznesu (CSR), etyka biznesu i wartości korporacyjne	23
Sebastian Moskal: Zastosowanie instrumentu <i>credit default swap</i> do szacowania stopy wolnej od ryzyka na potrzeby wyceny wartości przedsiębiorstwa	34
Krzysztof Możejko: Efektywność analizy portfelowej w zmiennych warunkach inwestycyjnych	47
Rafał Nagaj: Analysis of public finances in Poland and the EU during the financial/economic crisis in 2008-2010	60
Witold Niedzielski: Najem długoterminowy samochodów jako alternatywa dla leasingu. Studium przypadku	71
Jarosław Nowicki: Szacowanie stopy podatku dochodowego w wycenie przedsiębiorstw niebędących spółkami kapitałowymi	83
Józef Osoba, Marcin Czarnacki: Wykorzystanie <i>mezzanine capital</i> w zrównoważonym modelu struktury kapitału przedsiębiorstwa	92
Dorota Ostrowska: Sprawność zarządzania środkami finansowymi uczestników rynku emerytalnego w Polsce	107
Przemysław Panfil: Przyjmowanie przez ministra finansów środków w depozyt lub w zarządzanie. Wnioski <i>de lege lata</i>	118
Marek Pauka, Paweł Prędkiewicz: Zagadka dyskonta w wycenach zamkniętych funduszy inwestycyjnych z perspektywy inwestora	127
Agnieszka Piechocka-Kaluźna: Znaczenie współczynnika wypłacalności jako miernika bezpieczeństwa funkcjonowania banków komercyjnych ...	141
Katarzyna Prędkiewicz: Is it possible to measure a funding gap?	152
Katarzyna Prędkiewicz: Limity inwestycyjne funduszy <i>venture capitals</i> i aniołów biznesu	160
Katarzyna Prędkiewicz, Hanna Sikacz: Analiza płynności statycznej grup kapitałowych na przykładzie przemysłu metalowego	170
Anna Pyka: Zewnętrzne formy finansowania działalności operacyjnej oraz inwestycji w małych i średnich przedsiębiorstwach w okresie kryzysu gospodarczego	183
Anna Pyka: Motywy emisji „obligacji węglowych” jako specyficznych obligacji korporacyjnych opartych na świadczeniach niepieniężnych	193
Anna Rosa, Wojciech Rosa: The impact of seasonality on the level of working capital needs	203

Jerzy Różański, Jakub Marszałek: Struktura finansowania firm rodzinnych na przykładzie przedsiębiorstw regionu łódzkiego	215
Jerzy Różański, Dorota Starzyńska: Finansowe i pozafinansowe czynniki rozwoju przedsiębiorstw rodzinnych w regionie łódzkim	226
Józef Rudnicki: Can stock splits generate abnormal stock performance in post-crisis era? Evidence from the New York Stock Exchange.....	237
Włodzimierz Rudny: Model biznesu w procesie tworzenia wartości.....	248
Iwona Sajewska, Artur Stefański: Źródła finansowania wybranych przedsiębiorzeń w zakresie produkcji energii z zasobów odnawialnych w Polsce	259
Alicja Sekuła: Property revenues (PRS) and expenditures of local government units (LGUS) in Poland	270
Paweł Sekuła: Empiryczny test strategii fundamentalnej.....	280
Przemysław Siudak: Wpływ Wałbrzyskiej Specjalnej Strefy Ekonomicznej na sektor finansów publicznych	290
Tomasz Skica: Efektywność działania jednostek samorządu terytorialnego .	306
Michał Soliwoda: Rzeczowe aktywa trwałe a cykl inkasa należności, obrotu zapasami i regulowania zobowiązań	317
Dorota Starzyńska, Jakub Marszałek: Bariery finansowania firm rodzinnych na przykładzie przedsiębiorstw regionu łódzkiego	327
Wacława Starzyńska, Justyna Wiktorowicz: Czy zamówienia publiczne sprzyjają innowacyjności przedsiębiorstw?	336
Artur Stefański: Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej spółek giełdowych a cena rynkowa akcji.....	346
Igor Styn: Zakres wykorzystania funduszy pomocowych w finansowaniu inwestycji w odnawialne źródła energii w Polsce w stosunku do potrzeb inwestycyjnych	355
Alina Szewc-Rogalska: Wykup akcji własnych przez spółki giełdowe jako forma dystrybucji wartości dla akcjonariuszy	365
Piotr Szkudlarek: Inwestycje operatorów telekomunikacyjnych jako czynnik ograniczania wykluczenia cyfrowego w Polsce.....	374
Aneta Szóstek: Nabywanie nieruchomości w Polsce przez inwestorów zagranicznych.....	383
Piotr Szymański: Propozycja nowego standardu wartości uwzględniającego koszty zewnętrzne	394
Tomasz Śpiewak: Kierunki modyfikacji metody Baumola zarządzania środkami pieniężnymi – model linii kredytowej.....	406
Beata Trzaskuś-Zak: Budowa modelu prognostycznego należności spłacanych terminowo metodą harmoniczną i metoda Kleina.....	418
Dariusz Urban: Państwowe fundusze majątkowe jako inwestor finansowy ..	434
Ewa Widz: Efektywność wyceny rynkowej kontraktów futures na kurs euro na GPW w Warszawie	443

Paweł Wnuczak: Stopa zwrotu z kapitałów własnych (ROE) jako jedna z podstawowych determinant kreacji wartości przedsiębiorstwa	454
Robert Wolański: Zakres wykorzystania preferencji podatkowych w podatku dochodowym przez małe i średnie przedsiębiorstwa.....	467
Justyna Zabawa: Zastosowanie metody AHP w procesie finansowania inwestycji w odnawialne źródła energii	475
Dariusz Zawadka: Aktywność funduszy <i>venture capital</i> w ramach alternatywnych systemów obrotu	488
Danuta Zawadzka, Ewa Szafraniec-Siluta: Samofinansowanie produkcji rolniczej a poziom aktywności inwestycyjnej towarowych gospodarstw rolnych – analiza porównawcza sytuacji w Polsce na tle Unii Europejskiej.....	498
Grzegorz Zimon: Zarządzanie zapasami w przedsiębiorstwach tworzących zintegrowany system dostaw	509
Aleksandra Zygmunt: Analiza płynności finansowej spółek giełdowych branży przemysłu spożywczego w Polsce.....	519

Summaries

Aneta Michalak: Chosen aspects of financing development investments in capital-consuming industries.....	22
Grzegorz Mikołajewicz: Corporate Social Responsibility (CSR), business ethics and corporate values.....	33
Sebastian Moskal: Application of credit default swap in order to estimate risk free rate in the process of company's valuation	46
Krzysztof Możejko: Effectiveness of portfolio analysis in variable conditions on capital markets	59
Rafał Nagaj: Analiza finansów publicznych w Polsce i Unii Europejskiej w czasie kryzysu finansowego i gospodarczego w latach 2008-2010.....	70
Witold Niedzielski: Long-term rent with fleet management as an alternative for lease of cars. Case study	82
Jarosław Nowicki: Estimating the income tax rate in valuation of other enterprises than limited liability or joint-stock companies	91
Józef Osoba, Marcin Czarnacki: The use of mezzanine capital in an equilibrium model of capital structure of an enterprise.....	106
Dorota Ostrowska: Quality management of the pension market participants' financial means in Poland.....	117
Przemysław Panfil: The rules of free funds transfer to the Minister of Finance in the deposit or management – attempt to assess	126
Marek Pauka, Paweł Prędkiewicz: Mystery of discount in valuations of closed-end funds from the investor's perspective	140

Agnieszka Piechocka-Kaluźna: The role of insolvency ratio in assessing safety and ability for continuance of commercial banks.....	151
Katarzyna Prędkiewicz: Czy można zbadać lukę finansową?	159
Katarzyna Prędkiewicz: Venture capital and business angels investment limits	169
Katarzyna Prędkiewicz, Hanna Sikacz: Analysis of static financial liquidity in capital groups on the example of metal industry	182
Anna Pyka: External forms of working-capital and capital-expenditure financing for small and medium-sized businesses in times of an economic crisis.....	192
Anna Pyka: The motives for issuing “coal bonds” as a specific corporate bonds based on non-financial benefits	202
Anna Rosa, Wojciech Rosa: Wpływ sezonowości na poziom kapitału obrotowego.....	214
Jerzy Różański, Jakub Marszałek: Family business financial structure analysis of the Łódź region companies.....	225
Jerzy Różański, Dorota Starzyńska: Financial and non-financial factors of family enterprise development in the Łódź region.....	236
Józef Rudnicki: Czy podział akcji może być źródłem ponadprzeciętnych stóp zwrotu w czasach po kryzysie 2007-2009? Przykład Nowojorskiej Giełdy Papierów Wartościowych.....	247
Włodzimierz Rudny: Business model in value creation process	258
Iwona Sajewska, Artur Stefański: Main sources of funding for production ventures energy from renewable resources in Poland	269
Alicja Sekuła: Dochody i wydatki majątkowe jednostek samorządu terytorialnego	279
Paweł Sekuła: Empirical test of fundamental strategy.....	289
Przemysław Siudak: The influence of “Invest-Park” – Wałbrzych Special Economic Zone on public finance sector	305
Tomasz Skica: Effectiveness of activities of local government units	316
Michał Soliwoda: Tangible fixed assets vs. receivables, turnover and payables conversion cycles	326
Dorota Starzyńska, Jakub Marszałek: Family business financing barriers analysis of the Łódź region companies.....	335
Wacława Starzyńska, Justyna Wiktorowicz: Can public procurement stimulate innovativeness of enterprises?	345
Artur Stefański: Operating cash flow of firms listed on stock exchange and the price of stocks	354
Igor Styn: The scope of aid funds use in financing investments in renewable energy in Poland in comparison to investment needs	364
Alina Szewc-Rogalska: Share repurchase by publicly listed companies as a form of value distribution for shareholders	373

Piotr Szkudlarek: Telecommunication operators' investments as a factor limiting the digital exclusion in Poland	382
Aneta Szóstek: Acquiring properties in Poland by foreign investors	393
Piotr Szymański: The idea of a new standard of value which takes into account the external costs.....	405
Tomasz Śpiewak: Directions of modifications of the Baumol cash management model – line of credit model.....	417
Beata Trzaskus-Żak: Construction of the prognostic model of paid-in-term receivables using the harmonic method and the Klein method.....	433
Dariusz Urban: Sovereign Wealth Funds as a financial investor	442
Ewa Widz: Efficiency of market valuation of euro futures on the Warsaw Stock Exchange.....	453
Paweł Wnuczak: Return on equity (ROE) as one of fundamental determinants of company's value creation	466
Robert Wolański: The scope of the use of tax expenditures in income tax for small and medium enterprises.....	474
Justyna Zabawa: The application of the AHP method in the process of financing renewable energy sources projects.....	487
Dariusz Zawadka: Venture Capital activity in alternative investment markets	497
Danuta Zawadzka, Ewa Szafraniec-Siluta: Self-financing of agricultural production vs. the level of commercial farms' investment activity – comparative analysis of the situation in Poland on the basis of the European Union	508
Grzegorz Zimon: Inventory management in enterprises creating an integrated supply system.....	518
Aleksandra Zygmunt: Financial liquidity analysis of quoted enterprises belonging to food industry in Poland	531

Dariusz Zawadka

Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu

AKTYWNOŚĆ FUNDUSZY *VENTURE CAPITAL* W RAMACH ALTERNATYWNYCH SYSTEMÓW OBROTU

Streszczenie: W artykule rozważa się korzyści z komplementarnego działania z pozoru konkurencyjnych instytucji: funduszy *venture capital* oraz alternatywnych systemów obrotu. W pracy opisano potencjalne korzyści, jakie odnosić mogą te instytucje dzięki wzajemnej współpracy. Dodatkowo przeprowadzono badania na rynku NewConnect, które po części weryfikują potencjalne korzyści opisane w części teoretycznej pracy.

Słowa kluczowe: *venture capital*, rynek kapitałowy, fundusze podwyższonego ryzyka.

1. Wstęp

W literaturze i praktyce często podnoszony jest temat wyboru, jakiego dokonują przedsiębiorstwa w zakresie źródeł finansowania. Jest on uzależniony od czynników zarówno makro-, jak i mikroekonomicznych. Przy tym nie istnieje uniwersalna reguła rekomendująca poszczególne instrumenty – udziałowe i dłużne – dla wszystkich przedsiębiorstw. W przypadku finansowania kapitałem własnym firmy decydują, czy będzie to kapitał pozyskany z rynku publicznego czy prywatnego, to jest np. poprzez fundusze podwyższonego ryzyka. Oba te źródła często prezentowane są jako konkurencyjne sposoby finansowania luki kapitałowej powstającej w rozwijających się firmach. Niewiele jednak miejsca poświęca się komplementarności tych dwóch instytucji i symbiozie, jaka może między nimi zachodzić. Artykuł ten podejmuje taką tematykę.

Pozornie alternatywne systemy obrotu wydają się konkurować z funduszami *venture capital* o pozyskanie zainteresowania przedsiębiorstw. Celem opracowania jest odpowiedź na pytanie: Czy pomiędzy wskazanymi dwiema możliwościami finansowania rozwoju działalności może zachodzić komplementarność oraz z czego może ona wynikać? W pracy wskazano na wzajemne korzyści, jakie występują pomiędzy alternatywnymi systemami obrotu dedykowanymi małym i średnim przedsiębiorstwom we wczesnym etapie rozwoju a funduszami podwyższonego ryzyka.

2. Specyfika funkcjonowania *venture capital*

Venture capital (VC) są funduszami podwyższonego ryzyka inwestującymi w przedsiębiorstwa w relatywnie wczesnych fazach cyklu życia. Wypełniają one lukę kapitałową w okresie, kiedy przedsiębiorstwo nie może korzystać z finansowania dłużnego, prowadzi dynamiczny rozwój lub nie jest przygotowane do upublicznienia i pozyskania kapitału poprzez giełdę papierów wartościowych czy alternatywne systemy obrotu. Finansowanie za pomocą tego źródła dedykowane jest przede wszystkim firmom z sektora małych i średnich przedsiębiorstw.

Tabela 1. Dostępność źródeł finansowania małych przedsiębiorstw we wczesnych fazach cyklu życia

Źródło finansowania	Dostępność
Samofinansowanie	Niedostępne
Wkłady wspólników	Łatwo dostępne
<i>Venture capital</i>	Trudno dostępne
Kredyty bankowe	Niedostępne
Poręczenia kredytowe	Niedostępne
Leasing	Niedostępne
Fundusze pomocowe	Niedostępne
Kredyt kupiecki	Niedostępne
Faktoring	Niedostępne
Pożyczki sektora pozabankowego	Niedostępne
Pożyczki od rodziny i znajomych	Łatwo dostępne

Źródło: A. Skowronek-Mielczarek, *Małe i średnie przedsiębiorstwa. Źródła finansowania*, C.H. Beck, Warszawa 2003, s. 40.

Firmy z sektora MŚP (zwłaszcza młode) mają istotne ograniczenia źródeł finansowania. W dużej mierze sprowadzają się one do finansowania rozwoju działalności kapitałem własnym. Z tabeli 1 wynika, że środki pochodzące z funduszy podwyższonego ryzyka są trudno dostępne dla firm. Przyczyn tego może być kilka. Fundusze te, poszukując przedsiębiorstw innowacyjnych, oczekują zwykle ponadprzeciętnych stóp zwrotu. Rzadko kiedy zainteresowane są branżami tradycyjnymi. Ponadto należy zwrócić uwagę na szereg zobowiązań przedsiębiorcy wobec funduszu w przypadku zaangażowania kapitałowego, co może zniechęcać część firm do takiego wyboru. VC dokonują zasileń kapitałowych przedsiębiorstw w postaci obejmowania udziałów lub akcji w zamian za wkład pieniężny, finansowania instrumentami dłużnymi lub za pomocą *mezzanine finance*. W zamian za udział w ryzykownych przedsięwzięciach oczekują one znacznie wyższej stopy zwrotu od spodziewanych na publicznym, regulowanym rynku akcji. Wysokie stopy zwrotu są pochodną ekspozycji kapitału zarządzanego przez VC na wysokie ryzyko wynikające m.in. z cyklu życia inwestycji portfelowych. Fundusze te chętnie inwestują w przedsiębiorstwa w fazie wczesnego rozwoju i ekspansji.

Poza najważniejszą korzyścią z udziału VC w finansowaniu przedsięwzięcia, tj. pozyskaniem finansowania, wiąże się z nim wiele innych korzyści dla przedsiębiorstw i ich właścicieli:

- dostarczenie spółce *know-how* z zakresu zarządzania [Sobańska, Sieradzan 2004, s. 17-21],
- wykorzystanie doświadczenia VC i jego zarządzających na poziomie zarówno strategicznym, jak i operacyjnym,
- dodatkowa kontrola ze strony profesjonalnego inwestora,
- poprawa kultury organizacyjnej przedsiębiorstwa,
- pomoc w pozyskaniu doświadczonych menedżerów,
- dostęp do sieci kontaktów biznesowych [Metrick 2007, s. 96],
- zmniejszenie ryzyka właścicieli poprzez delegowanie jego części na rzecz VC,
- kreacja wizerunku firmy innowacyjnej, a także wizerunek bezpiecznego partnera w biznesie.

Dodatkowo specjalistyczne fundusze VC dokonują inwestycji w zawężonym obszarze, obejmującym dziedziny, co do których fundusz i jego pracownicy mogą mieć wiedzę merytoryczną i doświadczenie zawodowe. W takich przypadkach w dużo większym stopniu mogą się one angażować w zarządzanie przedsiębiorstwem, na poziomie zarówno strategicznym, jak i operacyjnym.

3. Rynki publiczne w cyklu życia przedsiębiorstwa

Zgodnie ze zdefiniowaną przez MacMilliana luką kapitałową rynek publiczny stanowi górne ograniczenie luki kapitałowej. Z badań przeprowadzonych przez niego wynika, że przedsiębiorstwa borykają się z problemem pozyskania finansowania od momentu, kiedy są zbyt duże na finansowanie poprzez kapitał zgromadzony przez właściciela i dostępne finansowanie obce od rodziny i znajomych, do momentu, kiedy ich skala działalności pozwoli na upublicznienie firmy i pozyskanie kapitału na rynku publicznym [Cecelak 2010, s. 71-72]. Z uwagi na wielkość finansowania, jakiej dedykowany jest rynek publiczny, przedsiębiorstwa z sektora MŚP mają ograniczony dostęp do finansowania z tego źródła.

Analizując cykl życia przedsiębiorstwa, można wywnioskować, że rynek publiczny jest odpowiednim źródłem pozyskania kapitału dla przedsiębiorstw będących na etapie późnego rozwoju lub dojrzałości. Takie wnioskowanie potwierdza analiza wymogów stawianych przyszłym emitentom. Na krajowym rynku publicznym, a tym bardziej w przypadku rozwiniętych zagranicznych rynków, oczekiwania wobec przyszłych emitentów dyskryminują w pewien sposób zwłaszcza sektor małych przedsiębiorstw.

Podstawowymi wymogami ze strony organizatora rynku w Polsce są [Regulamin Giełdy, § 3]:

- minimalna kapitalizacja – 15 mln EUR;
- minimalny *free float* – 15% wyemitowanego kapitału;

- publikacja sprawozdań finansowych – za ostatnie trzy lata.

Na regulowanych rynkach, uważanych powszechnie za rozwinięte, wymogi te są jeszcze bardziej restrykcyjne, co powoduje, że zgodnie z obowiązującą definicją sektora MŚP firmy reprezentujące tę grupę nie mogłyby lub miałyby utrudnioną możliwość upublicznienia.

Postrzeganie rynku publicznego jako źródła finansowania dużych przedsiębiorstw próbowano zmienić poprzez utworzenie alternatywnych systemów obrotu (ASO). Rynki te charakteryzują się znacznie mniejszymi wymogami i dedykowane są przedsiębiorstwom z sektora MŚP działającym we wczesnych fazach cyklu życia przedsiębiorstw. W Europie poza londyńskim rynkiem AIM większość ASO powstała po 2004 roku. Także Giełda Papierów Wartościowych SA z siedzibą w Warszawie utworzyła ASO – rynek NewConnect. Dedykowany jest on małym i średnim przedsiębiorstwom we wczesnych fazach rozwoju. Stawiane emitentom wymogi są mniej restrykcyjne, a regulacje rynku i jego funkcjonowania bardziej liberalne.

Poprzez takie działanie operatorzy giełdowi stworzyli konkurencyjne źródło finansowania względem funduszy podwyższonego ryzyka (VC). Z drugiej jednak strony da się zaobserwować pewne efekty synergii i symbiozy pomiędzy ASO a VC. Komplementarność tych dwóch instytucji może wpływać na wzrost efektywności alokacji środków w sektorze MŚP.

4. Aktywność *venture capital* na polskim rynku publicznym

Pomimo że mogłoby się wydawać, że fundusze podwyższonego ryzyka konkurują z giełdami, a zwłaszcza z ASO, o projekty inwestycyjne, można znaleźć wiele przykładów działań, w których oba te podmioty zyskują na współpracy. Szczegółowa analiza wskazuje także, że przedsiębiorstwa zasilane przez fundusze VC różnią się od firm pozyskujących kapitał poprzez ASO. Porównując wielkość pozyskanych środków, zauważyć można, iż w przypadku wejścia kapitałowego VC są one wyższe aniżeli w przypadku emisji poprzedzających upublicznienie w ramach ASO, co może mieć związek z kosztami transakcyjnymi.

Pierwszym obszarem współpracy może być moment wyjścia z inwestycji funduszu poprzez upublicznienie podmiotu i sprzedaż jego akcji w drodze subskrypcji publicznej. VC dokonuje w ten sposób dezinwestycji, a ASO pozyskuje nowego emitenta. W tym przykładzie tam, gdzie kończy się cykl dla VC, zaczyna się dla rynku publicznego.

Kolejnym przykładem czerpania wspólnych korzyści jest dokapitalizowanie funduszy VC poprzez rynek publiczny. Fundusze te mogą pozyskiwać kapitał poprzez emisję certyfikatów inwestycyjnych lub też w najprostszy sposób – poprzez podwyższenie kapitału w spółce akcyjnej i wprowadzenie akcji do obrotu. Takie przypadki występują na rynku regulowanym (np. MCI SA), ale także w ramach alternatywnego systemu obrotów (np. Venture Capital Poland SA).

Fundusze mogą wykorzystywać alternatywne systemy obrotu w poszukiwaniu projektów inwestycyjnych, zmniejszając koszty analiz i oceny przedsiębiorstwa. Zgromadzenie małych i średnich przedsiębiorstw we wczesnych fazach rozwoju w ramach alternatywnych systemów obrotu sprawia, że VC, śledząc raporty bieżące i okresowe emitentów, mogą poszukiwać w ramach rynku ciekawych i perspektywicznych inwestycji. W praktyce takie działanie dotyczy funduszy zorientowanych na późniejsze fazy cyklu życia przedsiębiorstwa. Przykładem tego może być wezwanie i zamiar wycofania z NewConnect Domu Maklerskiego TMS Brokers SA przez Nabbe Investments, który wspierany był przez fundusz *private equity* – Pine-Bridge Investments.

Fundusze mogą także wykorzystywać ASO do poprawy nadzoru właścicielskiego i zmniejszenia kosztów monitoringu. Wymogi informacyjne narzucone przez ASO oraz „Dobre praktyki spółek notowanych na NewConnect” nakładają na emitentów obowiązki raportowania o istotnych zdarzeniach. Dodatkowo częściową rolę nadzorcę przejmuje autoryzowany doradca, który przed upublicznieniem spółki musi przeprowadzić badanie *due diligence*, a w okresie trwania umowy pomiędzy nim a emitentem ma obowiązek pomagać i wspierać spółkę w wypełnianiu obowiązków informacyjnych. Wspomniane zadania autoryzowanego doradcy muszą być wykonywane rzetelnie, gdyż są obwarowane karami ze strony organizatora rynku. Poprzez upublicznienie spółek VC zyskują także dodatkowe narzędzie, a mianowicie wycenę inwestycji przez rynek publiczny. Upubliczniona zostaje też informacja o posiadaniu przez VC pakietu akcji, które docelowo zostaną wystawione na sprzedaż, co zdeterminowane jest przez relatywnie krótki horyzont inwestycyjny VC.

ASO i kapitał pozyskany poprzez tę instytucję pozwala dywersyfikować ryzyko VC. Czy to ze względu na wykorzystane limity jednostkowych inwestycji, czy też z powodu problemów spółek portfelowych, VC mogą nie chcieć zwiększać zaangażowania w poszczególne przedsiębiorstwa. Dokooptowanie kolejnego funduszu może się wiązać z utratą uprawnień zagwarantowanych w umowie inwestycyjnej pomiędzy VC a spółką. Dodatkowo pojawienie się kolejnego istotnego akcjonariusza mogłoby rodzić konflikty z uwagi na koncentrację kontroli. Poprzez wprowadzenie podmiotu na rynek VC może pozyskać dla swojej spółki portfelowej kapitał, nie tracąc swoich przywilejów.

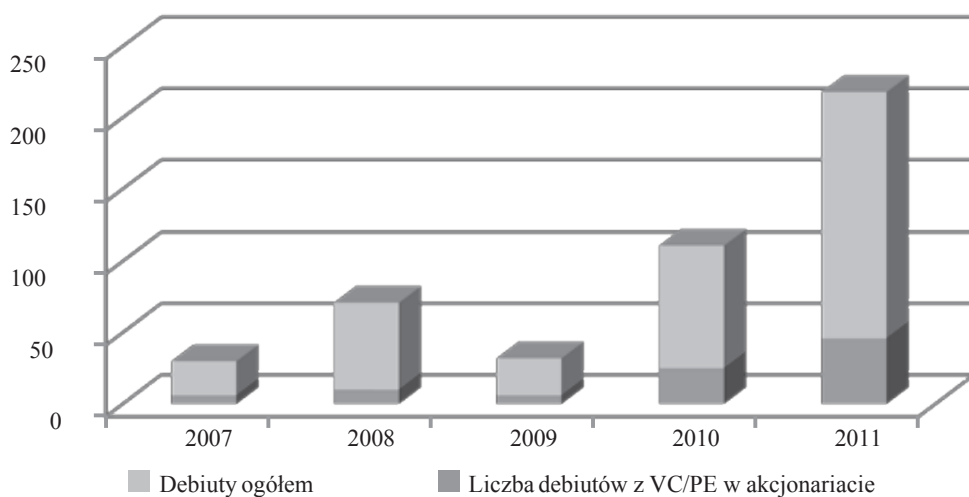
W powyższych przykładach giełdy zyskują poprzez nowe podmioty, których akcje znajdują się w obrocie (rosną przychody giełdy, wzrasta jej znaczenie jako lokalnego centrum finansowego, następuje wzrost kapitalizacji i znaczenia giełdy), i dodatkowych inwestorów. Nowymi inwestorami nie są tylko VC, ale także podmioty, które dzięki ASO mają możliwość zakupu akcji przedsiębiorstwa w nowej lub specyficznej i do tej pory nierozpoznanej branży. Do inwestorów, którym ASO otworzyło możliwość inwestowania w ryzykownym segmencie zarezerwowanym dotąd dla wyspecjalizowanych VC, zaliczyć można np. inwestorów indywidualnych lub Otwarte Fundusze Emerytalne (OFE). Dodatkowo wskazane synergije przekładają się na poprawę płynności na rynku, a w konsekwencji na wzrost jego efektywności.

5. *Venture capital* a rynek publiczny. Konkurencyjność czy komplementarność na rynku polskim?

Badanie zostało przeprowadzone na populacji spółek z rynku NewConnect. Uwzględniono wszystkie debiuty w okresie od utworzenia rynku do końca 2011 roku. Na potrzeby badań przyjęto i zdefiniowano przedsiębiorstwo wspierane kapitałowo przez VC. Jako takie rozumie się spółkę, której akcjonariuszem przed debiutem był podmiot:

- działający w branży finansowej, który na stałe i profesjonalnie inwestuje swoje środki, oraz
- którego działalnością podstawową jest inwestowanie w formie udziałowej kapitału podwyższonego ryzyka, oraz
- którego udział w kapitale zakładowym wynosi co najmniej 5%.

Analiza debiutów na rynku NewConnect wskazuje, że liczba przedsiębiorstw, w których w akcjonariacie w momencie debiutu był VC, utrzymuje się na stałym poziomie. W analizowanym okresie były 73 takie upublicznienia, co stanowiło blisko 25% całej zbadanej populacji. Co istotne, udział ten utrzymywał się na w miarę stabilnym poziomie w analizowanym okresie.

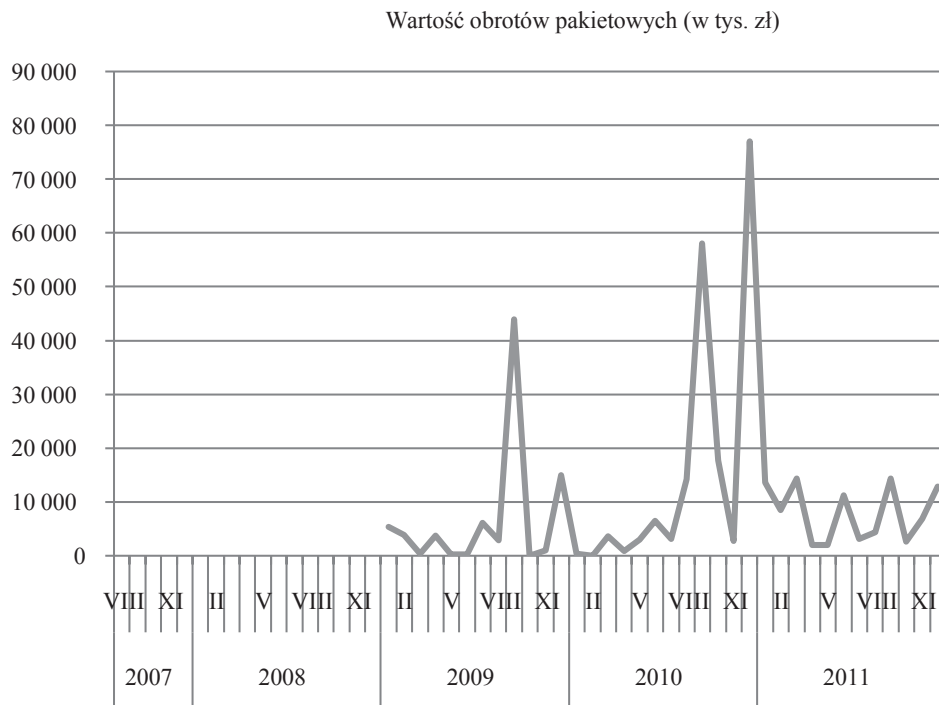


Rys. 1. Liczba debiutów na rynku NewConnect

Źródło: opracowanie własne.

Średnie zaangażowanie dla firm wspieranych przez VC, które były wprowadzane na NewConnect, wyniosło ponad 34%.

Jedną z przyczyn ograniczonego zaangażowania VC w alternatywnych systemach obrotu może być niska płynność akcji. Średnia wartość transakcji na rynku NewConnect w zależności od okresu badania wahała się w przedziale 2-3 tys. zł.



Rys. 2. Wartość obrotów pakietowych na rynku NewConnect w latach 2007-2011

Źródło: opracowanie własne.

Tabela 2. Wielkość emisji nowych akcji poprzedzająca debiuty na NewConnect

Średnia wielkość oferty	2007	2008	2009	2010	2011
Średnia wielkość nowych emisji spółek z VC w akcjonariacie	6 983 575	2 370 715	676 716	1 702 257	2 329 200
Średnia wielkość nowych emisji ogółem	6 059 541	2 893 520	2 012 876	2 069 095	3 474 781

Źródło: opracowanie własne.

Sytuacja ta może się zmienić dzięki transakcjom pakietowym, które występują na tym rynku od 2009 roku. Wartość obrotu takimi pakietami akcji w części może wynikać z transakcji zawieranych przez VC.

Jak pokazują statystyki, przedsiębiorstwa wspierane przez VC pozyskiwały mniej kapitału przed debiutem na rynku NewConnect. Wyjątek stanowi 2007 rok. Łącznie w analizowanym okresie spółki wspierane przez VC pozyskały poprzez oferty poprzedzające debiut na NewConnect ponad 240 mln zł, podczas gdy łączna wartość sprzedawanych w tych ofertach akcji wyniosła niespełna 262 mln zł. Może to świadczyć o znikomym zainteresowaniu ASO jako możliwością dezinwestycji. Zatem motywy upubliczniania spółek portfelowych VC muszą być inne.

Tak samo przedstawia się sytuacja wielkości przeprowadzanych ofert poprzedzających debiut. Wynika to z wysokiego udziału emisji nowych akcji w strukturze ofert. Tylko niewielką część stanowi sprzedaż istniejących wcześniej akcji. Można zatem na podstawie powyższego wyciągnąć wniosek, że VC na tym etapie rozwoju ASO nie realizują wyjść z inwestycji poprzez rynek NewConnect.

Tabela 3. Średnia wielkość oferty na rynku NewConnect w latach 2007-2011 (w zł)

Średnia wielkość oferty	2007	2008	2009	2010	2011
Z udziałem VC w akcjonariacie emitenta	7 845 817	2 370 715	676 716	1 769 546	2 642 002
Ogółem	6 275 102	2 957 263	2 016 730	2 442 554	4 168 591

Źródło: opracowanie własne.

Analizując średnią wielkość oferty przeprowadzanej w ramach debiutu na rynku NewConnect, można zauważyć, że w relatywnie krótkim okresie funkcjonowania tego ASO mogła nastąpić zmiana motywów, dla których VC decydują się na upublicznienie spółki. W pierwszym roku funkcjonowania rynku oferty z udziałem VC były wyższe, co może sugerować, że fundusze realizowały takie cele, jak dezinwestycje czy pozyskanie kapitału i dywersyfikacja ryzyka w finansowaniu swoich spółek. W ostatnich trzech latach widać natomiast wyraźną dysproporcję pomiędzy wielkością tych ofert na korzyść ofert bez udziału VC. Może to świadczyć o tym, że fundusze w znacznie większym stopniu doceniły zalety rynku NewConnect w postaci bieżącej wyceny przedsiębiorstwa czy traktowania go jako swoistej tablicy ogłoszeń.

Jak wskazuje analiza stóp zwrotu na debiucie w pierwszych latach funkcjonowania NewConnect, zwrot dla spółek wspieranych przez VC był niższy od pozostałych. W ostatnich dwóch latach sytuacja ta się zmieniła. Przyczyn może być kilka. Po pierwsze, inwestorzy początkowo mogli sceptycznie oceniać takie spółki, zakładając wystąpienie zjawiska negatywnej selekcji ze strony VC. Fundusze swoje najgorsze projekty mogłyby upubliczniać i stopniowo dokonywać dezinwestycji, najpierw w procesie oferty publicznej lub prywatnej, później w ramach obrotu wtórnego na rynku. Inną przyczyną mogła być zbyt wysoka wycena emitentów, co skutkowało mogło niskim zainteresowaniem ze strony inwestorów w obrocie publicznym.

Tabela 4. Stopa zwrotu na debiucie na rynku NewConnect 2007-2011 (w zł)

Wyszczególnienie	2007	2008	2009	2010	2011
Stopa zwrotu na debiucie dla emitentów wspieranych przez VC	34,03%	-8,38%	73,38%	35,77%	19,79%
Stopa zwrotu na debiucie – cała populacja	138,75%	57,36%	81,62%	30,47%	20,11%

Źródło: opracowanie własne.

Jak wskazują statystyki pierwszych lat funkcjonowania rynku NewConnect, VC w umiarkowany sposób wykorzystują potencjał alternatywnego systemu obrotu. Być może organizator rynku powinien zastosować różnego rodzaju zachęty w celu przyciągnięcia przedsiębiorstw wspieranych przez VC. Poza emitentami, których poziom kultury organizacyjnej najprawdopodobniej byłby wyższy od przeciętnej na rynku, pojawiliby się także nowi inwestorzy. Takie działania mogłyby przyczynić się do dynamicznego rozwoju ASO, jednocześnie wspierając instytucje VC i prowadzoną przez nie działalność.

Nie bez znaczenia pozostaje także fakt, iż VC w przypadku upublicznienia spółki portfelowej dzielą po części ryzyko z autoryzowanym doradcą, zwłaszcza jeżeli chodzi o utratę renomy i wiarygodność w oczach inwestorów. Strach przed ich utratą może być także hamulcem przed zaangażowaniem tych instytucji w obrót na rynku publicznym.

6. Zakończenie

W pracy dokonano porównania możliwości finansowania rozwoju działalności przedsiębiorstw kapitałem z funduszy VC oraz kapitałem pozyskanym w drodze emisji akcji w ramach upublicznienia na rynku alternatywnym. Nacisk położono na weryfikację komplementarności VC i ASO oraz jej ewentualnych przyczyn. Przeprowadzono analizę wzajemnych korzyści, jakie mogą odnosić wspomniane instytucje. Po stronie VC zalicza się do nich m.in. możliwość pozyskania finansowania na inwestycje funduszu, ograniczenia kosztów transakcyjnych, ułatwienia kontroli i monitoringu nad spółkami portfelowymi, a także ich zasilenia kapitałem w kolejnych rundach finansowania oraz dezinwestycji poprzez ASO. Dla operatorów rynków alternatywnych korzyściami w tych przypadkach są pozyskanie nowych emitentów oraz zwiększenie bazy inwestorów. Przeprowadzone badania na rynku NewConnect wykazały, że bezpośrednim motywem wprowadzania na ASO spółek wspieranych przez VC nie jest dezinwestycja. Wartość pozyskiwanego przez nie kapitału może sugerować, że głównym motywem są inne aspekty, takie jak bieżąca wycena inwestycji funduszy czy korzyści wynikające z samego upublicznienia.

Literatura

- Cecelak J., *Luka kapitałowa w sektorze małych i średnich przedsiębiorstw*, [w:] *Rozwój przedsiębiorczości w gospodarce rynkowej*, red. J. Grzywacz, S. Kowalski, Instytut Nauk Ekonomicznych, Płock 2010.
- Giełda Papierów Wartościowych, *Regulamin Giełdy, tekst ujednolicony według stanu prawnego na dzień 20 czerwca 2012 r.*, źródło: http://www.gpw.pl/pub/files/PDF/regulacje/regulamin_gpw.pdf.
- Metrick A., *Venture Capital and the Finance of Innovation*, John Wiley and Sons, New York 2007.
- Skowronek-Mielczarek A., *Małe i średnie przedsiębiorstwa. Źródła finansowania*, C.H. Beck, Warszawa 2003.
- Sobańska K., Sieradzan P., *Inwestycje Private Equity/Venture Capital*, Key Text, Warszawa 2004.

VENTURE CAPITAL ACTIVITY IN ALTERNATIVE INVESTMENT MARKETS

Summary: The article considers benefits of complementary activity of apparently competitive institutions: venture capital funds and alternative investment markets. It describes the potential benefits that both can obtain thanks to mutual cooperation. Additionally NewConnect was analyzed to verify theoretical arguments.

Keywords: venture capital, capital markets, public venture capital.