

# Po kapitał tylko ze spraw

Z pozyskaniem kapitału jeszcze niedawno było tak łatwo – wspomina większość prezesów i dyrektorów finansowych. Od funduszy, od banków... A teraz? Równie trudno i coraz drożej

Michał Słowiński  
michal.slowinski@parkiet.com

Niemniej kapitał jest niezbędny do rozwoju, a tym bardziej w sytuacji, w której trudniej wypracować go wewnątrz firmy.

Kryzys, o którym mówi się od wielu miesięcy, początkowo dotyczący Stanów Zjednoczonych, ale w końcu także i lokalnego rynku, jest i będzie próbą ogniową dla wszystkich firm. Jedne wyjdą z niego wzmocnione i przez pierwsze kilka lat po kryzysie będą wyraźnie zyskiwać wobec konkurencji, inne zaś wyjdą osłabione i przy krótkich – zaledwie kilkuletnich obecnie – cyklach gospodarczych może nie starczyć im czasu w okresie dobrej koniunktury, aby odrobić poniesione straty. Obserwując ostatnie kilkanaście lat w Polsce, trudno oprzeć się wrażeniu, że taka selekcja naturalna działa szybko i skutecznie. Co więc zrobić, aby znaleźć się w gronie firm zyskujących na kryzysie? Choć odpowiedź leży raczej wewnątrz spółki, to spośród wielu elementów sukcesu z pewnością trzeba wskazać na konieczność in-

westowania. Z każdego kryzysu zwycięsko wychodzą firmy, które dzięki inwestycjom mają niższe koszty produkcji, lepszy produkt, lepszy marketing czy lepszą organizację wewnętrzną. Jest to także dogodny moment na tańsze przejęcie konkurenta lub wejście w nowy segment działalności. Inwestycje dokonane w odpowiednim czasie zwracają się wielokrotnie.

A na inwestycje potrzebny jest kapitał. W wielu przypadkach kapitał inny niż kredyt bankowy, bo o ten też znacznie trudniej i coraz częściej nie jest to kwestia wyłącznie jego kosztu. Nawet firmy o stabilnym, wysokim poziomie generowania gotówki mają problemy z pozyskaniem kredytu, pozwalającego na spory wydatek inwestycyjny pod zastaw kilkuletnich przyszłych przepływów pieniężnych. – Doradca jest już niezbędny przy pierwszych krokach, jakie wykonują firmy, myśląc o pozyskaniu finansowania. Przede wszystkim musi on zdefiniować, na co potrzebne są środki. Potem pomoże zdecydować, czy pozyskać kapitał z emisji obligacji, skorzystać z funduszy private equity, czy też sięgnąć po środki z ryn-

ku kapitałowego. Pierwsze kroki, czyli zdefiniowanie celów i wybór środków do realizacji, są niesłychanie ważne – twierdzi Konrad Zawisza z DIBRE Banku.

– Rola doradcy jest ogromna, zwłaszcza na obecnym trudnym rynku. Trzeba firmę przygotować do statusu spółki publicznej, do prawidłowego wypełniania obowiązków informacyjnych. Trzeba również w sposób profesjonalny przygotować prospekt, ciekawie przedstawić cele emisyjne, tak żeby inwestorzy chcieli kupić akcje danej spółki – twierdzi Mariola Więckowska, partner w Kancelarii Adwokatów i Radców Prawnych CSW.

## Skąd wziąć kapitał?

Jak pozyskać kapitał, skoro w 2008 r. jedynie dwadzieścia kilka spółek przeprowadziło ofertę publiczną i zadebiutowało na giełdzie, z czego w drugim półroczu zaledwie cztery, w tym dwie znalazły nabywców akcji za niewiele ponad 1 mln zł? – Trzeba zapomnieć o sytuacji sprzed dwóch lat i skoncentrować się na obecnej. Zresztą okresy łatwego pozyskiwania kapitału trwają krótko i niewielu firmom udaje się je wykorzystać – w ciągu ostatnich kilkunastu lat na polskim rynku akcji taki okres występował może dwu-, trzykrotnie i nigdy nie trwał dłużej niż około roku. Za tem nie jest to metoda dla tych, którzy chcą rozwijać systematycznie biznes, lecz dla tych, którzy oportunistycznie korzystają z okazji. Kiedy będzie następna – nie wiadomo. Nie mówiąc o tym, że największą szansę na jej wykorzystanie mają ci, którzy nie zamierzają wejść na giełdę w tym jedynym optymalnym momencie, ale ci, którzy są na niej obecni i cieszą się ustaloną renomą. Trzeba też założyć, że za każdym kolejnym razem ska-

ła szalenstwa pogoni kapitału za inwestycjami będzie coraz mniejsza – twierdzi Marcin Sadlej, partner zarządzający w CC Group, spółce zajmującej się relacjami inwestorskimi i doradztwem w zakresie pozyskiwania kapitału. Jego zdaniem, czeka nas powrót do podstaw. – Nie ma co ukrywać, że niezależnie od dużo niższych wycen, czyli wyższego kosztu pozyskiwanego kapitału, zdecydowanie trudniej przekonać inwestorów do inwestycji w ogóle. Tak jak kilka lat temu dobrze przygotowana oferta oznaczała lepszą cenę, teraz oznacza jedynie większe szanse na jakikolwiek odzew ze strony zarządzających. Jest trudniej i nad przygotowaniem oferty trzeba się naprawdę o wiele więcej napracować – dodaje.

Czy warto – zależy jakie spółka i jej właściciele mają plany i oczekiwania. Stawka jest drogi, ale czasami niezwykle cenny dla spółki kapitał, czy to z emisji akcji, czy też długu – obligacji krótko- lub średnioterminowych. – Na ten ostatni sposób pozyskania kapitału zwróciłbym szczególną uwagę, bo po raz pierwszy od bardzo dawna premie w stosunku do stóp międzybankowych są na tyle duże, że fundusze, dysponujące w końcu wielokrotnie większymi środkami na inwestycje w papiery dłużne niż na inwestycje w akcje, poważnie rozważają zakup obligacji korporacyjnych. Oczywiście, chętniej spółek giełdowych, które znają i są w stanie lepiej ocenić – tłumaczy Sadlej. Czy to jest możliwe? Zdaniem specjalistów, obecnie okresy, w których w ogóle nie da się pozyskać kapitału dla dobrych spółek na rynkowych warunkach, są bardzo krótkie. Co więc trzeba zrobić? – Trzeba być dobrą spółką, choć nie wystarczy po prostu być i czekać, aż ktoś to zauważy. W dzisiejszych czasach, gdy cały świat żyje chwilą, a zarządzający nawet przy dużych inwestycjach

# dzonym doradcą

na ocenę spółek mają czas liczony w godzinach, trzeba przygotować się do perfekcji, rozważyć każdą ich reakcję, pytanie, dopracować przekaz na temat spółki w najmniejszych detalach i... spróbować – wyjaśnia Marcin Sadlej.

## Doradca niezbędny

Rola doradcy finansowego w takim przygotowaniu jest ogromna. – Po pierwsze, jak wiadomo, najtrudniej oceniać siebie samego. Zatem spółce bardzo trudno krytycznie spojrzeć na swoje dokonania, wyniki itd. Musi to zrobić ktoś z zewnątrz. Po drugie, musi to zrobić ktoś, kto myśli i rozumuje podobnie jak analitycy i zarządzający – inaczej nie dostrzeże tych kwestii, które wzbudzą potem ich obawy – mówi Sadlej.

Każdy z takich elementów musi być dokładnie przeanalizowany i trzeba mieć gotową odpowiedź, a nawet czasem wyprzedzić pytanie. Ponadto, według ekspertów, całość argumentacji należy umiejętnie przedstawić krótko i zwięźle, posługując się językiem łatwo zrozumiałym dla inwestorów. – Inwestorzy porównują nową spółkę do innych, zestawiają ją ze swoimi doświadczeniami. Właściwe posługiwanie się tymi doświadczeniami skraca dyskusję i ułatwia zrozumienie. Podejście inwestorów do poszczególnych zagadnień zmienia się wraz z nabywanymi doświadczeniami. Pamiętajmy też, że spółki już obecne na giełdzie, a szczególnie te utrzymujące właściwą komunikację, są dla inwestorów autorytetami i często wyrocznią. Zatem warto wiedzieć, co opowiadają te firmy o swoim biznesie, co uznają w nim za kluczowe itd. Argumentacja musi się w dużym stopniu opierać na liczbach. Inwestorów interesuje przyszłość i jeszcze raz przyszłość, choć obecnie każdy skrzętnie sprawdza, czy nie „odrywa się” ona od przeszłości – konkluduje specjalista z CC Group.

Niezależnie od tego, czy spółka zdecyduje się na publikowanie prognoz finansowych, czy też nie, każdy z inwestorów chce wiedzieć, czego naprawdę może się spodziewać. Nietrafionych prognoz było bardzo wiele i nikt już nie podchodzi do nich bezkrytycznie. Przygotowanie przekonującej argumentacji jest trudne, gdyż z jednej strony występują ograniczenia formalne, z drugiej zaś naturalna i obecnie pogłębiona niepewność co do przyszłości. Stawka zaś jest ogromna, bo inwestorzy mogą nie uwierzyć w przyszłość malowaną w zbyt różowych kolorach i efektem będzie nieudana oferta. Jeśli prognozy się nie sprawdzą, spółka może utracić wiarygodność i przekreślić tym samym jeden z głównych celów, dla których przeprowadzała ofertę i wprowadzała akcje do notowań.

## Rozumieć drugą stronę

Sprzedż akcji w ofercie publicznej jest procesem negocjacji jak każdy inny. A w procesie negocjacji kluczowe jest to, aby znać i rozumieć drugą stronę. Doradca musi nie tylko mieć taką wiedzę, ale dzięki relacjom z inwestorami na bieżąco dostarczać rzetelną i pełną informację zwrotną, pozwalającą na dostosowanie dalszych działań i przekazu do sytuacji. Ponieważ dynamika procesu sprzedaży akcji jest bardzo duża, wszystko dzieje się w okresie liczonym w dniach, nie ma czasu na błędy – taka informacja musi być wiarygodna i dostępna natychmiast. – Zawsze, a szczególnie w tej chwili, o sukcesie oferty decydują inwestorzy instytucjonalni. Dzisiaj są oni tak naprawdę jedynym źródłem potencjalnego popytu, a w lepszych czasach choć nie jedynym, to głównym. Doradcy wspierający spółkę w pozyskaniu kapitału muszą być specjalistami przede wszystkim od tej części rynku – twierdzi Marcin Sadlej.

Jaka jest zatem rola doradcy finansowego? Musi umieć zarządzać wszystkimi wskazanymi wyżej elementami. Powinien mieć zatem bardzo duże doświadczenie na rynku giełdowym, zarówno w obszarze analiz, jak i sprzedaży papierów wartościowych. Musi też umieć zapanować nad emocjami samego klienta, bo często pośpiech nie jest dobrym doradcą, a im trudniejszy rynek, tym lepiej dopracowany produkt trzeba na nim oferować. Słowem, doradca musi nie tylko mieć doświadczenie, ale również powinien cieszyć się zaufaniem klienta i być dla niego autorytetem.

## Coraz trudniej o pieniądze z giełdy

O tym, że coraz trudniej spółkom zadebiutować na warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych, przekonują oficjalne statystyki. W 2006 r. na warszawskim parkiecie pojawiło się 38 kolejnych spółek, które sprzedały nowe akcje za 2,44 mld zł. Debiut każdej z nich przyniósł inwestorom zysk. W następnym roku w szczyt hossy na GPW pojawiło się aż 81 firm, które z nowych emisji pozyskały 15,4 mld zł. Pra-

wie każdy debiut był „plusowy”. W ubiegłym roku debiutantów było już znacznie mniej – tylko 33, wartość nowych emisji przekroczyła 3,6 mld zł (zadebiutowały o dwie firmy mniej niż w 2005 r.). W tym roku na rynku na razie pojawiły się dwie spółki – Centrum Klima oraz Bumech. O kapitał jest coraz trudniej, coraz większa więc jest rola doradców finansowych. SU