

Rozprawa Doktorska

**ANALIZA DOSTĘPNYCH ŹRÓDEŁ
FINANSOWANIA PRZEDSIĘBIORSTW W POLSCE**

Artur Kopijkowski - Gożuch

Uniwersytet w Białymstoku

Spis treści

Wstęp	5
1. Sprawność systemu finansowania przedsiębiorstw w Polsce	15
1.1 Pojęcia i definicje przedsiębiorstwa i systemu jego finansowania	15
1.2 Potrzeby jednostek gospodarczych i sposoby ich zaspokajania	19
1.3 Charakterystyka wcześniejszych systemów zasilania podmiotów w środki finansowe	28
1.4 Analiza sprawności obecnego systemu finansowania działalności gospodarczej	36
1.4.1 Analiza sprawności finansowania kapitałami własnymi	39
1.4.2 Analiza sprawności finansowania kapitałami obcymi	42
1.5 Wpływ kryzysu finansowego na działalność przedsiębiorstw – wyniki badań ankietowych	50
2. Charakter prawny kredytów i pożyczek	61
2.1. Prawne uwarunkowania działalności banków	61
2.2. Umowa kredytowa	61
2.3. Pożyczka bankowa	62
2.4. Gwarancje bankowe	63
2.5. Kryteria klasyfikacji kredytów i pożyczek	64
2.6. Kredyty finansujące działalność bieżącą	68
2.6.1. Kredyt w rachunku bieżącym	68
2.6.2. Kredyt w rachunku kredytowym	68
2.6.3. Kredyt dyskontowy	69
2.7. Kredyty finansujące działalność inwestycyjną	70
2.7.1. Kredyt inwestycyjny	70
2.7.2. Kredyty pod dotacje Unii Europejskiej	70
2.7.3. Kredyty inwestycyjne z dopłatami Agencji Restrukturyzacji i Modernizacji Rolnictwa (ARiMR)	72
2.8. Kredyt konsolidacyjny	73
3. Analiza sektora bankowego	75
3.1. Analiza dostępnej oferty rynkowej – metodologia badania	78

3.2.	Ogólna charakterystyka badanych banków	79
3.2.1.	Fortis Bank.....	80
3.2.2.	Kredyt Bank	81
3.2.3.	PKO BP	82
3.2.4.	BRE Bank	82
3.2.5.	GETIN BANK	83
3.2.6.	ING Bank Śląski	83
3.2.7.	Millenium Bank	84
3.2.8.	BZ WBK.....	84
3.2.9.	PEKAO SA	84
3.2.10.	Citi Bank Handlowy	85
3.2.11.	Bank Ochrony Środowiska	85
3.2.12.	Nordea Bank Polska	85
3.3.	Dostępność wybranych produktów finansowych	85
3.4.	Wyniki badań empirycznych dotyczących oceny działalności banków komercyjnych w Polsce	93
3.4.1.	Ogólna charakterystyka próby i metodologii badawczej	93
3.4.2.	Wyniki badania	97
4.	Rynek kapitałowy jako źródło finansowania przedsiębiorstwa	101
4.1	Definicje i pojęcia funkcjonujące na rynku kapitałowym.....	101
4.2	Możliwe metody pozyskania kapitału z rynku kapitałowego	108
4.3	Wykorzystanie dostępnych na rynku instrumentów	118
5.	Inwestycje funduszy wysokiego ryzyka w przedsiębiorstwa	135
5.1	Istota funduszy private equity	135
5.2	Wartość dodana inwestycji funduszu w przedsiębiorstwo.....	140
5.3	Rynek funduszy private equity w Polsce	145
5.3.1	Formalny rynek private equity w Polsce	145
5.3.2	Nieformalny rynek private equity w Polsce	159
6.	Pozostałe formy finansowania działalności przedsiębiorstwa	167
6.1	Leasing	167
6.2	Factoring	173
6.3	Forfaiting.....	178

6.4	Franchising	182
6.5	Sekurytyzacja	186
6.6	Dotacje i subwencje	195
Wnioski.....		200
Bibliografia		220
Spis tabel i rysunków.....		227

Wstęp

Sformułowanie problemu badawczego

W okresie ostatnich dwudziestu lat w Polsce nastąpiły znaczące zmiany społeczne, gospodarcze i polityczne. Zmiany te były możliwe dzięki transformacji ustrojowej, która nastąpiła w naszym kraju na przełomie lat osiemdziesiątych i dziewięćdziesiątych ubiegłego wieku. Jednym z elementów wspomnianej transformacji była zmiana zasad i sposobów funkcjonowania podmiotów gospodarczych. W epoce gospodarki centralnie planowanej przedsiębiorstwa były kontrolowane przez państwo i w swojej działalności nie musiały brać pod uwagę wielu istotnych czynników ekonomicznych. Od początku lat dziewięćdziesiątych w polskiej gospodarce coraz większe znaczenie zaczęły odgrywać przedsiębiorstwa prywatne, co wynikało z jednej strony ze zwiększenia swobód gospodarczych, a z drugiej zaś z rozpoczętego w tym okresie procesu prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych. W epoce gospodarki kapitalistycznej jednym z pierwszych wyzwań, przed jakim stanęli prezesi nowopowstałych i już istniejących spółek i firm było znalezienie sposobu finansowania ich działalności. Przemiany gospodarcze wymusiły bowiem na przedsiębiorstwach działania dostosowawcze do wymogów konkurencji rynkowej, a te przedsiębiorstwa, które chciały pozostać na rynku, musiały podjąć wezwanie mające na celu przede wszystkim ich rozwój.

Obecnie podmioty gospodarcze mają do dyspozycji różnorodne formy finansowania. Zapotrzebowanie na określone źródło kapitału jest uzależnione od wielu czynników, jak: stopień rozwoju przedsiębiorstwa, czy rodzaj i ryzyko projektu, który jest przewidziany do realizacji i finansowania. Również zróżnicowane są sposoby pozyskiwania każdej z form finansowania oraz ich dostępność. W konsekwencji wiele potencjalnych źródeł kapitału, z uwagi na konieczność spełnienia wymogów stawianych przez ich właścicieli, staje się niedostępnych dla tych, którzy tego kapitału potrzebują. W praktyce, w początkowym okresie działalności, przedsiębiorstwa finansowane są najczęściej ze środków własnych założycieli oraz z wypracowywanych zysków, co wydawać się może najprostszą i najtańszą metodą finansowania projektów inwestycyjnych. Jednak w miarę rosnących potrzeb inwestycyjnych źródła te okazują się niewystarczające i właściciele muszą podjąć decyzję o pozyskaniu środków zewnętrznych. Finansowanie długiem jest jednym z najlepiej rozpoznanych i opisanych sposobów finansowania projektów inwestycyjnych, jednakże wybór właściwego instrumentu nie jest już sprawą tak prostą. Rozwijający się polski rynek kapitałowy stwarza właśnie najlepsze możliwości wyboru najefektywniejszego źródła finansowania, począwszy

od zwykłych akcji, a kończąc na wszelkiego rodzaju instrumentach dłużnych, do których niewątpliwie należą obligacje.

W niniejszej pracy podjąłem problem relatywnie niskiego popytu ze strony przedsiębiorców na kapitał pozyskany z rynku kapitałowego i finansowego. Polscy przedsiębiorcy, mimo dość szerokiej oferty rynkowej, mają raczej tradycyjne podejście do potencjalnych źródeł finansowania. Najczęściej kojarzą je z różnymi formami kredytów bankowych, a ich niewątpliwa popularność wynika między innymi z ich względnej prostoty, która powoduje, że są one zrozumiałe dla przedsiębiorców. Polska gospodarka, mimo blisko dwudziestu lat przemian, nadal musi nadrabiać zaległości wobec krajów zachodnich. Pojawiające się w naszym kraju nowe instrumenty finansowe, w systemach finansowych krajów rozwiniętych funkcjonują już od dziesiątek lat. Brak doświadczenia i niejednokrotnie wiedzy powoduje, że właściciele i menadżerowie działających w Polsce przedsiębiorstw nie zawsze potrafią sami wybrać odpowiednie dla swojej działalności źródło finansowania. W rezultacie stosunkowo niewielka ilość środków jest pozyskiwana bezpośrednio bądź pośrednio z rynku finansowego/kapitałowego oraz innych, alternatywnych wobec kredytu bankowego, źródeł finansowania.

Cel pracy i hipotezy robocze

Problem finansowania działalności gospodarczej przy pomocy alternatywnych źródeł finansowania jest pojęciem złożonym, pozostającym pod wpływem wielu czynników, w tym także poza ekonomicznych. Decyzja o wyborze źródła finansowania bardzo często jest determinowana nie przez ekonomiczny koszt pozyskania kapitału a przez czynnik społeczny i mentalny. Wiedza przedsiębiorcy na temat danej formy finansowania oraz jego nawyki, tak kulturowe jak i socjologiczne, bardzo często stanowią barierę dla zapewnienia optymalnego źródła finansowania swojej aktywności gospodarczej.

Celem niniejszej rozprawy doktorskiej jest dostarczenie empirycznych danych do oceny i porównania, z punktu widzenia przedsiębiorcy i obserwatora, procesu pozyskiwania środków ze źródeł szeroko rozumianego polskiego rynku finansowego i kapitałowego.

Wskazany cel ma spełniać funkcję poznawczą i wyjaśniającą oraz zawierać elementy interdyscyplinarne wytykające pomiędzy rachunkiem ekonomicznym a realnym mechanizmem decyzyjnym. Tak pojmowany cel rozprawy wpisuje się w nurt teorii dobrobytu oraz ekonomii pozytywnej.

W rozprawie jestem zainteresowany uzyskaniem odpowiedzi na następujące pytania badawcze:

- Jaka jest skala i rynek alternatywnych form finansowania działalności gospodarczej ?
- Jak kształtują się koszty ekonomiczne pozyskania zewnętrznego finansowania w rozróżnieniu na różne formy i źródła ?
- Czy alternatywne formy finansowania działalności gospodarczej są efektywnie wykorzystywane przez przedsiębiorców ?

Potrzeba odpowiedzi na powyższe pytania badawcze znaleźć uzasadnienie z punktu widzenia uczestników rynku w tym samych przedsiębiorców.

Uzasadniając wybór problemu badawczego, a następnie przygotowania badań własnych przyjąłem następującą hipotezę badawczą : zewnętrzne (a głównie pozyskane ze pomocą rynku finansowego) źródła finansowania przedsiębiorstwa mogą być korzystniejszą formą pozyskiwania kapitału, niż finansowanie kredytem, czy wypracowanym zyskiem własnym oraz że są one niedostatecznie wykorzystywane przez przedsiębiorstwa.

Hipoteza ta opiera się na wynikającym z analizy fundamentalnej przypuszczeniu o niskiej wiedzy przedsiębiorców na temat oferty rynku w postaci wielu alternatywnych form finansowania działalności gospodarczej.

Podział głównej hipotezy badawczej umożliwił mi na wyszczególnienie czterech hipotez szczegółowych, czyli istniejących na rynku form systemu finansowania przedsiębiorstw w Polsce:

1. Charakterystyka pozyskania środków finansowych z rynku bankowego

Kredyt bankowy stał się po okresie transformacji sztandarowym i powszechnie wykorzystywanym środkiem na finansowanie działalności przedsiębiorstwa. Dostępność tego instrumentu finansowania była i jest na tyle duża, iż przedsiębiorcy najczęściej sięgają po ten sposób pozyskania środków finansowych nie analizując często jego realnych i alternatywnych kosztów.

2. Źródła bezpośrednio pozyskane za pomocą rynku kapitałowego

Rynek kapitałowy daje wielkie możliwości przedsiębiorstwom chcącym pozyskać tani kapitał z rynku. Ważnym aspektem tego rynku jako źródła pozyskania kapitału jest także jego wartość dodana – kreowanie wizerunku przedsiębiorstwa na rynku krajowym i zagranicznym poprzez wzrost jego wiarygodności dla partnerów i kooperantów. Jednocześnie specyfika tego

rynku musi być odpowiednio wykorzystana z uwagi na fakt, iż rynek finansowy w Polsce jest rynkiem dość młodym i pomimo ciągłego rozwoju słabo rozpoznawalnym przez decydentów.

3. Źródła pośrednio pozyskane za pomocą rynku finansowego - quasi finansowe;

Pozyskanie partnera z rynku finansowego w formie inwestycji w przedsiębiorstwo wyspecjalizowanego funduszu Venture Capital jest w Polsce jeszcze w małym stopniu utożsamiane z finansowaniem bezpośrednim czy pozyskiwaniem przez przedsiębiorstwo kapitału na rozwój. Należy nadmienić, iż fundusz taki, decydując się na inwestycje w dane przedsiębiorstwo nie zasila go tylko w środki finansowe, ale także w wartości niematerialne, know-how, czy w wysokiej jakości kadrę zarządzającą.

4. Pozostałe formy finansowania działalności.

Innych form finansowania swojej działalności, czy to bieżącej czy potrzeb inwestycyjnych, przedsiębiorstwo może poszukiwać także w wystandaryzowanych metodach między innymi takich jak: leasing, factoring czy forfeiting. Wybór danego sposobu finansowania bardzo często zależy od konkretnej potrzeby przedsiębiorstwa (zakup środków trwałych, odzyskanie należności) a także od możliwości, które stwarza otoczenie firmy (np. dotacje w formie pomocy publicznej). Jednakże należy zauważyć, iż rola w/w instrumentów finansowania w pełni spełnia potrzeby ciągle rozwijającej się gospodarki, także same przedsiębiorstwa i ich decydenci coraz częściej będą sięgać po tego rodzaju metody pozyskiwania kapitału aby zaspokoić potrzeby inwestycyjne przedsiębiorstwa.

W rozprawie tej podjąłem się próby porównania i scharakteryzowania istniejących możliwości finansowania działalności gospodarczej przy głównym podziale na tradycyjne finansowanie (rynek bankowy) i pozyskiwanie kapitału za pośrednictwem rynku finansowego i kapitałowego. Podejmuję tu kwestie: procesu finansowania, możliwości pozyskania kapitału i jego kosztu, występujących na rynku tendencji, uwarunkowań i świadomości ekonomicznej decydentów w przedsiębiorstwach.

W części teoretycznej poruszyłem problematykę funkcjonowania przedsiębiorstw w Polsce oraz uwarunkowań prawnych i teorii finansowania działalności przedsiębiorstwa. W części empirycznej z kolei przedstawiłem funkcjonujące w Polsce metody pozyskiwania kapitału wraz z oceną efektywności ich wykorzystania przez przedsiębiorstwa. Ponadto w poszczególnych rozdziałach - oraz zbiorczo - porównałem koszty (finansowe i nie-finansowe) pozyskania kapitału z rynku finansowego i kapitałowego w porównaniu z kosztami zaciągnięcia kredytu bankowego.

Metody badawcze i zakres badań

W warstwie teoretycznej praca obejmuje problematykę funkcjonowania przedsiębiorstw w Polsce oraz uwarunkowania prawne i teorie finansowania działalności przedsiębiorstwa. Analiza dotyczy także bieżącej literatury naukowej oraz istniejących rozwiązań w innych krajach europejskich.

W warstwie empirycznej praca przedstawia funkcjonujące w Polsce metody pozyskiwania kapitału a także efektywność ich wykorzystywania przez przedsiębiorstwa. Przeprowadzone badania empiryczne stanowią obecnie i będą stanowić w przyszłości podstawę opracowania referatów wygłaszanych na konferencjach i seminariach naukowych.

Podjąłem także próbę porównania i scharakteryzowania istniejących możliwości finansowania działalności gospodarczej przy głównym podziale na tradycyjne finansowanie (rynku bankowego) i pozyskiwanie kapitału za pośrednictwem rynku finansowego. Badania przeprowadziłem na stanie faktycznym przedsiębiorstw (w formie ankiety przeprowadzonej na grupie reprezentatywnej) i następnie odniosłem je do analizy, stworzonej na potrzeby niniejszej pracy, w celu porównania i ustalenia poprawności stawianej hipotezy. Badania przeprowadzone w pracy, skupiają się na trzech sferach:

- badania dotyczące bieżącego stanu wiedzy,
- badania porównawcze wykorzystania danych modeli finansowania,
- badania przesłanek decydentów przy faktycznym wyborze źródła pozyskania kapitału.

Przy przeprowadzaniu badań i analiz wyżej wymienionych zależności i procesów społeczno – ekonomicznych wykorzystałem następujące narzędzia badań:

- metody analizy ankietowej,
- metody analizy porównawczej,
- metody analizy statystycznej,
- metody analizy hipotetycznej,
- metody tabelaryczne i graficzne.

Metody wyżej wymienione dzięki zastosowaniu analizy przeprowadzonej przy podejmowaniu przez decydentów decyzji o wyborze metody pozyskania kapitału oraz analizie ekonomicznej dostępnych źródeł finansowania, pozwoliły na ocenę stawianej w niniejszej rozprawie hipotezy głównej. W Polsce podobne badania, wedle posiadanej wiedzy, nie były do tej pory przeprowadzone. Prowadzone są jedynie bieżące badania dotyczące finansowania sektora małych i średnich przedsiębiorstw, nie odzwierciedlające jednak

trendów całej gospodarki. Nie prowadzone były także badania dotyczące procesu wyboru przez przedsiębiorcę danego modelu finansowania. Dlatego też, wybór problematyki badań, jak i zaproponowane narzędzia badań wydają się uzasadnione.

Struktura rozprawy

Rozprawa doktorska składa się z sześciu rozdziałów, a jej konstrukcja jest wynikiem wcześniej przedstawionego, wynikającego z wybranej metody oraz przyjętych hipotez szczegółowych, układu logicznego. Dwa pierwsze rozdziały stanowią część teoretyczną pracy. Rozdziały od trzeciego do szóstego mają charakter empiryczny.

W rozdziale pierwszym zbadalem problem sprawności obecnego systemu finansowania przedsiębiorstw w Polsce. W części teoretycznej tego rozdziału zaprezentowałem podstawowe definicje i klasyfikacje źródeł finansowania działalności gospodarczej. Następnie identyfikowałem kluczowe potrzeby jednostek gospodarczych oraz sposobów ich zaspokajania. Poruszyłem tu również problem między innymi struktury i kosztu kapitału, jako jednego z podstawowych czynników decydujących o wyborze konkretnego źródła finansowania. Uzupełnieniem części teoretycznej stanowi charakterystyka wcześniejszych systemów zasilania podmiotów gospodarczych w środki finansowe. Przedstawione w niej podstawowe dane liczbowe charakteryzują rozwój polskiego rynku kapitałowego w latach dziewięćdziesiątych. Zaprezentowałem również poszczególne fazy ewolucji polskiego systemu finansowego aż do stanu obecnego. Przeprowadziłem rozważania stanowiące teoretyczną podstawę do wykonania analizy sprawności obecnego systemu zasilania podmiotów gospodarczych w środki finansowe. Szczegółowa analiza możliwości, jakie rynek finansowy daje przedsiębiorstwom w procesie finansowania ich działalności, pozwoliła ocenić racjonalność wykorzystania dostępnych obecnie źródeł finansowania działalności gospodarczej. Uzupełnieniem części empirycznej stanowiły badania ankietowe dotyczące wpływu kryzysu finansowego na działalność przedsiębiorstw.

W rozdziale drugim podjąłem się próby zidentyfikowania charakteru prawnego kredytów i pożyczek bankowych. Opisałem prawne uwarunkowania działalności banków, które określają zasady prowadzenia działalności bankowej, tworzenia i organizacji banków, oddziałów i przedstawicielstw banków zagranicznych, a także oddziałów instytucji kredytowych. Dalsza część rozdziału jest szczegółowym zestawieniem informacji na temat podstaw prawnych umowy kredytowej, pożyczki bankowej oraz gwarancji bankowej. W

sposób ogólny przedstawiłem elementy, warunki oraz rodzaje tych form kapitału obcego. W dalszej części analizie poddałem kredyty i pożyczki bankowe przeznaczone na rozwój przedsiębiorstw, których dostępność na rynku jest powszechnie znana. Przedstawiłem różnego rodzaju kryteria klasyfikacji badanych źródeł finansowania, do których zalicza się między innymi: przeznaczenie kredytu, okres kredytowania czy sposób spłaty zaciągniętego długu. W dalszej części szczególnie wziąłem pod uwagę kredyty finansujące działalność bieżącą oraz działalność inwestycyjną przedsiębiorstw. W pierwszej grupie zebrałem najistotniejsze informacje, związane z głównym przeznaczeniem, sposobem zaciągania i warunkami, które przedsiębiorstwo musi spełnić, aby dane dofinansowanie pozyskać. Przedstawiłem następujące rodzaje kredytów: w rachunku bieżącym, w rachunku kredytowym oraz kredyt dyskontowy. Z kolei w grupie kredytów finansujących działalność inwestycyjną opisałem: kredyt inwestycyjny, kredyty inwestycyjne z dopłatami Unii Europejskiej i Agencji Restrukturyzacji i Modernizacji Rolnictwa oraz kredyt konsolidacyjny.

Rozdział trzeci to dogłębna analiza sektora bankowego. W części opisowej krótko przedstawiłem historię rozwoju bankowości w Polsce sięgającej końca lat czterdziestych, aż do dnia dzisiejszego. Analizę poparłem przedstawionymi wykresami dotyczącymi: wartości udzielonych kredytów w poszczególnych okresach czasu oraz wartość kredytów sektora bankowego dla przedsiębiorstw z wyszczególnieniem kredytów dla przedsiębiorstw ogółem, przeznaczonych na finansowanie działalności bieżącej i inwestycyjnej oraz kredytów przeznaczonych na zakup nieruchomości. Podjąłem się również próby analizy dostępnej na rynku oferty pozyskania środków finansowych z sektora bankowego. Badanie zostało przeprowadzone na podstawie dwunastu działających w Polsce banków w oparciu o dostępne źródła informacji. Wziąłem pod uwagę trzy kryteria: ogólna charakterystyka banku ze szczególnym uwzględnieniem stosowanych metod segmentacji klientów, dostępność wybranych produktów finansowych, jak i ogólny poziom zadowolenia klientów. W części badawczej przedstawiłem wyniki ogólnopolskich badań empirycznych, przeprowadzonych w okresie luty – kwiecień 2007 roku w ramach projektu badawczego, na próbie sześciuset klientów instytucjonalnych, korzystających z usług banków notowanych na warszawskiej giełdzie.

W rozdziale czwartym poddałem badaniu problematykę rynku kapitałowego jako źródła finansowania przedsiębiorstwa. Część teoretyczna rozdziału zawiera definicje oraz pojęcia dotyczące analizowanego tematu oraz podstawy prawne zasad funkcjonowania rynku kapitałowego. Szczególnie wziąłem pod uwagę zagadnienie rynku papierów wartościowych

oraz jego rozbudowaną strukturę, w ramach której wyróżnia się rynek publiczny oraz prywatny. Przedstawiłem w formie graficznej strukturę rynku Catalyst oraz wszystkich uczestników rynku kapitałowego. W kolejnej części rozdziału ukierunkowanego na przedstawienie możliwych metod pozyskania kapitału z tegoż rynku, wyjaśniłem czym są instrumenty finansowe, przy pomocy których przedsiębiorstwa mogą pozyskiwać środki na dalszy swój rozwój. Skupiłem się tu przede wszystkim na podstawowych instrumentach finansowych takich jak akcje, obligacje i listy zastawne. W części teoretycznej wyjaśniłem między innymi konstrukcję tych instrumentów oraz procedury ich emisji. W części badawczej uwzględniłem ich wykorzystanie przez przedsiębiorstwa. Opierając się na informacjach pochodzących od różnych podmiotów funkcjonujących na rynku kapitałowym, podjąłem się próby oceny stopnia wykorzystania dostępnych na tym rynku instrumentów finansowych, gdzie przedstawiłem szereg wykresów oraz tabel zawierających dane dotyczące przede wszystkim rynku pierwotnego, gdyż to właśnie na nim podmioty gospodarcze najczęściej zdobywają potrzebne im środki finansowe. Istotnym elementem wykonanych badań było porównanie kosztów pozyskania środków finansowych z rynku kapitałowego do kosztów związanych z tradycyjnymi źródłami finansowania jakimi są kredyty bankowe. Dokonałem porównania między innymi wykorzystania dwóch podstawowych instrumentów rynku kapitałowego (akcje i obligacje) do pozyskiwania kapitałów z banków oraz badano słuszność koncepcji utworzenia rynku NewConnect, będącego platformą transakcyjną zorganizowaną przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie. Uzyskane w ten sposób informacje pozwoliły mi odpowiedzieć na pytanie dlaczego rynek kapitałowy może być interesującym źródłem pozyskiwania środków finansowych i do jakich podmiotów są adresowane funkcjonujące na nim instrumenty.

Rozdział piąty poświęcony jest tematyce inwestycji funduszy wysokiego ryzyka w przedsiębiorstwa. W pierwszej części tego rozdziału wyjaśniłem istotę funduszy private equity i venture capital. Przedstawiłem tu charakterystyczne cechy poszczególnych rodzajów funduszy oraz występujące między nimi różnice. Ponadto poruszyłem problem działalności „aniołów biznesu”, którzy w naturalny sposób wypełniają istniejącą na rynku tzw. lukę kapitałową (ang. *equity gap*). Uzupełnienie części teoretycznej stanowi podjęta przeze mnie próba identyfikacji źródeł wartości dodanej inwestycji funduszu w przedsiębiorstwo. Skoncentrowałem się tu nie tylko na korzyściach wynikających z dopływu środków pieniężnych, ale również związanych z dostarczeniem wartości niematerialnych, know-how oraz wysokiej jakości kadry zarządzającej. W dalszej części rozdziału przeprowadziłem

analizę rynku funduszy wysokiego ryzyka. W celu dokładnego przedstawienia występujących na tym rynku tendencji podzieliłem go na dwa segmenty: rynek formalny i nieformalny. Analiza pierwszego z nich dotyczyła przede wszystkim działalności funduszy typu venture capital. W prowadzonych badaniach odniosłem się do sytuacji panującej w innych krajach europejskich, w tym zwłaszcza w krajach Europy Środkowo – Wschodniej, oraz do historycznych danych pochodzących z rynku polskiego. Zebrane informacje pozwoliły mi między innymi odpowiedzieć na pytania dotyczące skali działalności oraz stopnia wykorzystania funduszy venture capital w Polsce. W analizie rynku nieformalnego skupiłem się na działalności „aniołów biznesu”. Ich nieformalny charakter i anonimowość powoduje znaczne utrudnienia w prowadzeniu badań ich działalności. Utrudnienia te dotyczą zwłaszcza dostępu do aktualnych danych, które często są albo niedostępne albo niepełne. Z powyższych względów w prowadzonych analizach ograniczyłem się do badania działalności sieci „aniołów biznesu” (ang. *business angels networks*) i syndykatów.

W rozdziale szóstym niniejszej pracy doktorskiej przedstawiłem pozostałe formy finansowania działalności gospodarczej, służące zaspokajaniu zarówno inwestycyjnych, jak i operacyjnych potrzeb przedsiębiorstw. Przedmiotem moich rozważań są tu wystandaryzowane metody pozyskiwania środków finansowych takie jak: leasing, factoring, forfaiting, franchising, sekurytyzacja oraz różne formy dotacji i subwencji. Każdej z wymienionych metod poświęcony jest osobny podrozdział składający się z części teoretycznej i empirycznej. W części teoretycznej przedstawiłem między innymi ogólne założenia i odmiany danej metody wraz z odniesieniem do obowiązujących przepisów prawa regulujących sposób jej stosowania. W części empirycznej z kolei przedstawiłem analizę danych rynkowych obrazujących stopień wykorzystania danego źródła finansowania przez przedsiębiorstwa.

Niniejsza rozprawa doktorska odnosi się do źródeł finansowania działalności gospodarczej prowadzonej przez szeroko rozumiane jednostki gospodarcze, tj.: firmy, przedsiębiorstwa i instytucje komercyjne. Z uwagi na fakt, że niniejsza analiza prowadzona jest ogólnie w odniesieniu do wszystkich form organizacyjnych jednostek gospodarczych w tekście dla uproszczenia zamiennie używa się pojęć jednostka gospodarcza, firma i przedsiębiorstwo.

Część opisową odnoszącą się do metod finansowania działalności gospodarczej opracowałem na podstawie najlepszej literatury przedmiotu, zarówno polskiej, jak i zagranicznej. Cytowani autorzy w swoich publikacjach w kompleksowy sposób przedstawiają

trudną i złożoną problematykę finansów przedsiębiorstw, kładąc jednocześnie szczególny nacisk na rolę i znaczenia wyboru odpowiedniego źródła finansowania jako istotnego czynnika decydującego o przyszłości firmy.

ROZDZIAŁ I

SPRAWNOŚĆ SYSTEMU FINANSOWANIA PRZEDSIĘBIORSTW W POLSCE

1.1 Pojęcia i definicje przedsiębiorstwa i systemu jego finansowania

Przedsiębiorstwo jest terminem wieloznacznym. Występuje ono zarówno w języku potocznym, jak i w języku, którym posługują się różne nauki, przede wszystkim nauki ekonomiczne oraz prawnicze. W ustawodawstwie polskim termin przedsiębiorstwo występuje w trzech znaczeniach: podmiotowym, funkcjonalnym oraz przedmiotowym.

Definicja prawna przedsiębiorstwa w znaczeniu przedmiotowym znajduje się w art. 55 Kodeksu cywilnego, zgodnie z którym przedsiębiorstwo jest zorganizowanym zespołem składników niematerialnych i materialnych przeznaczonym do prowadzenia działalności gospodarczej. Obejmuje ono w szczególności:

- oznaczenie indywidualizujące przedsiębiorstwo lub jego wyodrębnione części (nazwa przedsiębiorstwa),
- własność nieruchomości lub ruchomości, w tym urządzeń, materiałów, towarów i wyrobów, oraz inne prawa rzeczowe do nieruchomości lub ruchomości,
- prawa wynikające z umów najmu i dzierżawy nieruchomości lub ruchomości oraz prawa do korzystania z nieruchomości lub ruchomości wynikające z innych stosunków prawnych;
- wierzytelności, prawa z papierów wartościowych i środki pieniężne,
- koncesje, licencje i zezwolenia,
- patenty i inne prawa własności przemysłowej,
- majątkowe prawa autorskie i majątkowe prawa pokrewne,
- tajemnice przedsiębiorstwa,
- księgi i dokumenty związane z prowadzeniem działalności gospodarczej.¹

Przedsiębiorstwo nie jest tożsame z prostą sumą jego składników, gdyż należy uwzględniać zawsze element organizacji, co pozwala odróżniać przedsiębiorstwo od jego majątku. Przedsiębiorstwo obejmuje zorganizowany kompleks składników przeznaczony do realizacji zadań gospodarczych, który także może stanowić przedmiot obrotu np. sprzedaży, dzierżawy, aportu czy darowizny.

¹ Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 roku - Kodeks cywilny, (Dz. U. 1964, Nr 16, poz. 93 ze zmianami).

Przedsiębiorstwo w znaczeniu podmiotowym oznacza wszelkie podmioty prawa, które prowadząc we własnym imieniu działalność gospodarczą, stale uczestniczą w obrocie gospodarczym i prawnym, co oznacza, że w tym ujęciu przedsiębiorstwo stanowi podmiot praw i obowiązków powstałych w związku z prowadzeniem określonej działalności. Ujmowanie przedsiębiorstwa od strony podmiotowej oznacza zatem traktowanie go jako podmiotu prawa, a w szczególności podmiotu stosunków cywilnoprawnych. Ujęcie podmiotowe przedsiębiorstwa jest bardziej ogólne od terminu „przedsiębiorca”, który zdefiniowany został w różnych aktach prawnych i nie zawsze ma znaczenie uniwersalne, obejmujące cały obszar stosunków cywilnoprawnych. Także w prawie europejskim termin „przedsiębiorstwo” często występuje w znaczeniu podmiotowym i oznacza jednostki prowadzące działalność gospodarczą niezależnie od wybranej przez nie formy prawnej.

Przedsiębiorstwo w znaczeniu funkcjonalnym oznacza określoną aktywność, działalność podmiotu o charakterze zawodowym, ciągłym, która podporządkowana została zasadzie racjonalnego gospodarowania i polega na uczestniczeniu w obrocie gospodarczym. Oznacza również działalność polegającą na zaspokajaniu potrzeb gospodarczych człowieka w wymiarze społecznym, a nie jednostkowym, za pomocą użytecznych dóbr materialnych i usług. Funkcjonalne znaczenie przedsiębiorstwa określa również działalność prowadzoną na własny rachunek na zasadach przedsiębiorczości, a więc powiązaną w swych efektach ekonomicznych przez stosunki prawne z działalnością lub potrzebami innych podmiotów gospodarczych.

Podmioty gospodarcze mają do dyspozycji różnorodne formy finansowania. W teorii i praktyce dokonuje się systematyki finansowania przy zastosowaniu następujących kryteriów:

1. czasu zaangażowania kapitału,
2. źródeł pozyskiwania kapitału,
3. własności i pozycji prawnej podmiotu wnoszącego kapitał.

Według kryterium *czasu zaangażowania kapitału* w działalność jednostki gospodarczej wymienia się:

- finansowanie długookresowe – związane z finansowaniem potrzeb przedsiębiorstwa w długim okresie czasu, za który przyjmuje się czas powyżej 1 roku. Modelowo takie finansowanie powinno dotyczyć finansowania aktywów trwałych.

- finansowanie krótkookresowe – związane jest z udostępnianiem firmie (instytucji) środków finansowych na okres krótszy niż 1 rok. Przyjmuje się, że ta forma finansowania powinna być związana z aktywami obrotowymi.

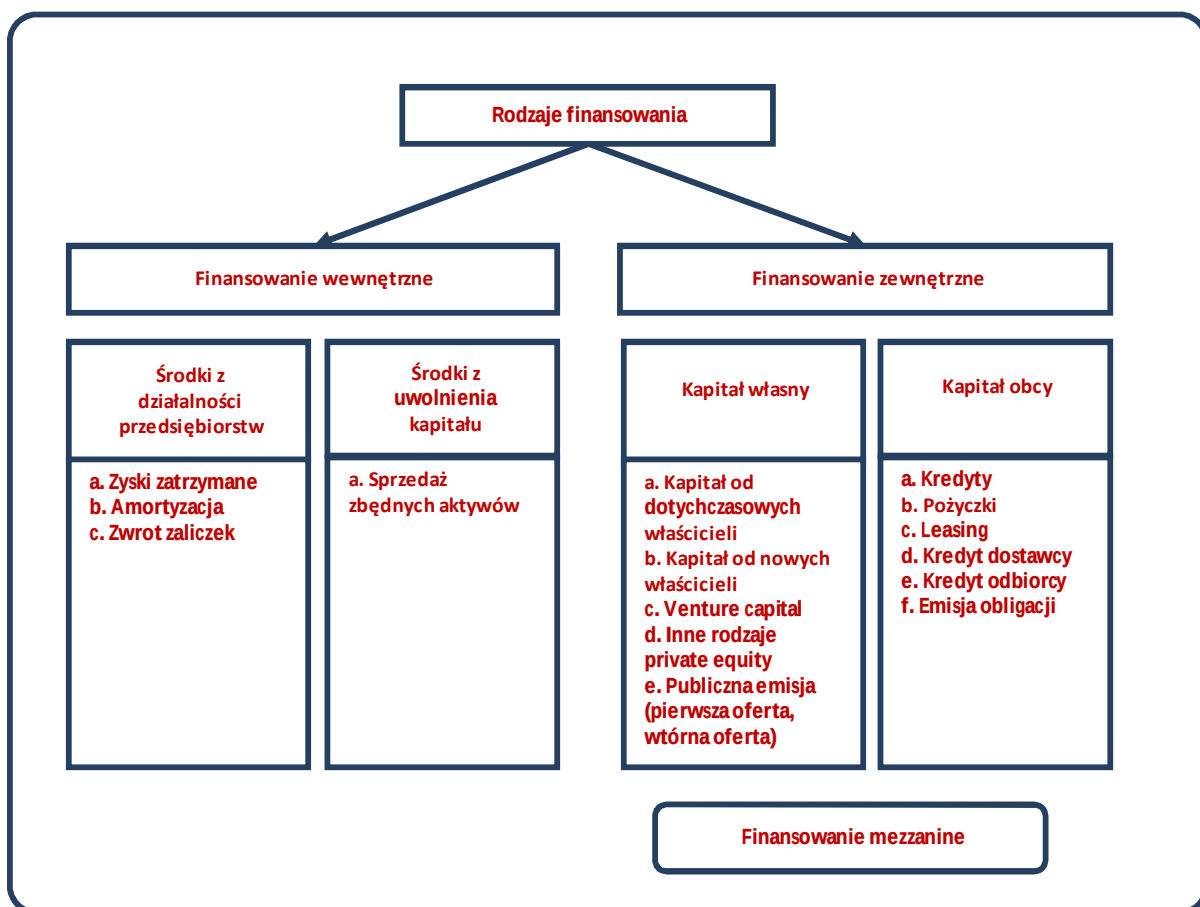
Podział form finansowania ze względu na źródła pozyskiwania kapitału dzieli się według kryterium *własności i pozycji prawnej podmiotu wnoszącego kapitał*, odpowiadającym standardom sprawozdawczości finansowej (układ pasywów bilansu). Według tego podziału wyróżnia się:

- kapitały własne – obejmujące równowartość środków gospodarczych pozostawionych do dyspozycji przez właścicieli przedsiębiorstwa,
- kapitały obce – obejmujące równowartość środków pieniężnych udzielonych firmie przez podmioty zewnętrzne, tj. wierzycieli. Kapitały obce powierzone są firmie na ściśle określony czas, po którym podlegają zwrotowi.

Z kolei w podziale według kryterium *źródeł pozyskiwania kapitału* wyróżnia się:

- finansowanie *wewnętrzne* – źródłem kapitału jest nadwyżka pieniężna uzyskiwana w drodze prowadzonej działalności gospodarczej (nadwyżka wpływów pieniężnych nad wydatkami),
- finansowanie *zewnętrzne* – źródłem kapitału są nadwyżki finansowe lub kapitał rzeczowy pochodzący spoza firmy, udzielone jednostce gospodarczej na czas określony lub nieokreślony. Do środków zewnętrznych firmy niektórzy autorzy zaliczają także środki pochodzące od właścicieli, takie jak „nowy” kapitał od dotychczasowych właścicieli (np. dopłaty właścicieli), czy kapitał od nowych właścicieli (np. nowe emisje akcji).

Przykłady finansowania rozróżniane ze względu na kryterium źródeł pozyskiwania kapitału przedstawia poniższy rysunek.



Rys. 1 Rodzaje finansowania przedsiębiorstwa według kryterium źródeł pozyskania kapitału

Źródło: M. Panfil, Finansowanie rozwoju przedsiębiorstwa z wykorzystaniem mezzanine, [w:] Zarządzanie finansami – finansowanie małych i średnich przedsiębiorstw, red. D. Zarzecki, Szczecin 2008

Jak wspomniano, dwa ostatnie kryteria podziału sposobów finansowania są ze sobą ściśle powiązane. Kapitał własny odzwierciedla bowiem zarówno zasilenie zewnętrzne związane z kapitałem podstawowym, jaki i zasilenie wewnętrzne (z firmy) w postaci reinwestowania całości lub części wypracowanych przez firmę zysków. W tym kontekście kapitał wnoszony przez właściciela do przedsiębiorstwa nazywa się też *kapitałem powierzonym*, a środki wypracowane przez firmę i pozostawione do reinwestowania – *kapitałami samofinansowania*. Z kolei wszystkie kapitały obce można zaliczyć do zewnętrznych źródeł finansowania.

Podział według kryterium *własności i pozycji prawnej podmiotu wnoszącego kapitał* jest jedną z najczęściej stosowanych klasyfikacji form finansowania działalności gospodarczej i taki podział przyjęto na potrzeby niniejszego opracowania. Szczegółowo zostały one omówione w dalszej części opracowania.

1.2 Potrzeby jednostek gospodarczych i sposoby ich zaspokajania

Przedsiębiorstwo do sprawnego prowadzenia działalności gospodarczej potrzebuje określonych zasobów. Dzieli się je na trzy podstawowe kategorie: praca, kapitał i ziemia. Potrzeby firm w zakresie finansowania działalności dotyczą drugiego z wymienionych zasobów – *kapitału*. Potrzeby te generalnie można podzielić na: związane z bieżącym funkcjonowaniem firmy oraz na potrzeby inwestycyjne. Powinny one służyć realizacji nadrzędnego celu prowadzenia działalności gospodarczej, jakim jest *maksymalizacja wartości firmy*.

Wśród szczegółowych celów działania firmy wymienia się²:

- *maksymalizację zysku* - w warunkach pewności lub oczekiwanego zysku i w sytuacji niepewności, ale bez uwzględniania ryzyka,
- *maksymalizację udziału w rynku* – cel ten jest ściśle skorelowany z maksymalizacją zysku i dlatego bywa stosowany alternatywnie,
- *przetrwanie* – firma powinna zaprzestać dotychczasowej działalności inwestując w obligacje państwowe, jeśli wówczas byłby to jedyny cel,
- *bezpieczeństwo* – minimalizacja rentowności na korzyść bezpieczeństwa do poziomu, w którym zyski nie przekraczają pewnej wartości krytycznej (ang. *safety first*),
- *osiąganie „zysku satysfakcjonującego”* – cel zdefiniowany przez przedstawiciela behawiorystycznej teorii firmy Herberta A. Simona – ułomności i ograniczenia procesu decyzyjnego implikują wybór wariantów dających „satysfakcjonujący zysk”,
- *maksymalizację akumulacji na sprzedaży* – cel ten jest stosowany jako alternatywa dla minimalizacji ryzyka,
- *maksymalizację relacji zysk / ryzyko*.

Za dwa najważniejsze cele uznaje się rentowność (tj. maksymalizacja zysku lub udziału w rynku) oraz ryzyko (tj. „bezpieczeństwo” lub „przetrwanie”). Oczywiście wybór pożądanej z punktu widzenia właścicieli kombinacji pomiędzy oczekiwanym zyskiem a ryzykiem nie jest zadaniem łatwym. Osoby zarządzające firmą, w dbałości o interesy właścicieli i firmy, mają do wyboru jedno z dwóch rozwiązań:

1. minimalizację ryzyka przy danych zyskach,
2. maksymalizację zysków przy danym ryzyku.

² H. Levy, M. Sarnat, Capital Investment and Financial Decisions, 4 edition, Prentice Hall, 1990, s. 3-12.

W obu przypadkach efekt jest ten sam – maksymalizowana jest wartość firmy.

Przyjmuje się, że finansowanie bieżącej działalności firmy powinno mieć źródło w przepływach pieniężnych generowanych przez prowadzony biznes. Każdy rozsądnie postępujący inwestor, w tym przypadku właściciel, powinien oczekiwać zwrotu z zaangażowania swoich środków w daną inwestycję (firmę). Oznacza to, że właściciele powinni oczekiwać generowania przez firmę nadwyżek pieniężnych, które pozwolą nie tylko na finansowanie bieżącej działalności, ale będą prowadzić do wzrostu wartości posiadanych przez nich firm, a w konsekwencji wzrostu wartości dla samych właścicieli (wzrostu ich bogactwa). Jeśli jednak firma nie przynosi zakładanych efektów, tzn. jeśli nie generuje oczekiwanych nadwyżek, właściciele powinni zrewidować założenia prowadzonego biznesu. Jedną z podstawowych kwestii powinno być ustalenie dalszych możliwości rozwoju firmy, w tym możliwości kreowania przez nią przyrostu wartości.

Jeśli problemy firmy są przejściowe, właściciele mogą zastanowić się nad źródłami *dokapitalizowania firmy*, w oczekiwaniu na odłożone na przyszłość korzyści. Jeśli jednak korzyści te nie są widoczne w oczekiwanej przez nich perspektywie, a może się też okazać, że nie są widoczne w ogóle, właściciele powinni się zastanowić nad wycofaniem z takiej inwestycji, włączając rozwiązanie w postaci zamknięcia firmy. W takim przypadku następuje destrukcja zaangażowanych przez nich zasobów, a nie wzrost wartości firmy.

Podobnie, zaspokajanie *potrzeb inwestycyjnych* firmy powinno być związane z nadrzędnym celem prowadzenia działalności przedsiębiorstw – *wzrostem ich wartości*. Najogólniej rzecz ujmując, inwestowanie polega na rezygnacji z bieżącej konsumpcji na rzecz odpowiednio zwiększonej konsumpcji przyszłej³. Stąd właściciele i/lub zarządzający firmą powinni wybierać do realizacji takie projekty, które będą maksymalizowały wartość firmy w długim okresie. W tym miejscu warto wspomnieć, że bardzo często „*inwestowanie*” i „*inwestycje*” używane są w wąskim znaczeniu ponoszenia nakładów gospodarczych lub samych nakładów mających na celu stworzenie nowych lub powiększenie istniejących środków trwałych. Praktycznie zawęża to rozumienie inwestycji do *inwestycji rzeczowych*. Obok nich firmy mają natomiast możliwość inwestowania także w *prawa majątkowe* do realnych aktywów. Nabycie tych praw przez inwestora wiąże się z ich utratą ze strony sprzedającego, co skutkuje zmianą właściciela akcji, udziałów, obligacji lub innych

³ J. Hirschleifer, Investment Decision under Uncertainty – Theoretic Approaches, The Quarterly Journal of Economics, 1965, Vol. 74, s. 509-536.

instrumentów finansowych. W związku z powyższym należy mówić o dwóch rodzajach inwestycji:

1. inwestycjach w realne aktywa, czyli tzw. inwestycjach *rzeczowych*, inaczej zwanych kapitałowymi (ang. *capital investments*),
2. inwestycjach w papiery wartościowe, czyli tzw. inwestycjach *finansowych* (ang. *financial investments*).

Powyższe oznacza, że przedsiębiorstwa chcąc zaspokoić swoje potrzeby inwestycyjne mają do wyboru: inwestycje rzeczowe polegające na zakupie realnych aktywów i/lub rozbudowę istniejących zasobów majątkowych lub inwestycje finansowe – zakup „gotowej” firmy od innych właścicieli. Jednym z podstawowych kryteriów warunkujących dokonanie tego wyboru będzie oczywiście ocena obydwu rodzajów inwestycji⁴.

Ponadto, kwestią, na którą warto zwrócić uwagę przy omawianiu potrzeb inwestycyjnych firmy, jest zalecenie rozdzielienia *decyzji inwestycyjnych* i *decyzji finansowych*⁵. Oznacza to, że decyzje o przyjęciu inwestycji do realizacji powinny być podejmowane niezależnie od wybranych źródeł finansowania inwestycji. Pozyskiwanie kapitału nie jest bowiem zależne od decyzji inwestycyjnych, a przyrost majątku (wartości) firmy wynika tylko z udanych projektów inwestycyjnych, a nie ze sposobów ich finansowania. Teoretyczne oddzielenie decyzji inwestycyjnych od decyzji finansowych opiera się na założeniach pierwszego twierdzenia M. Millera i F. Modiglianiego⁶:

- koszt długu jest identyczny dla inwestorów prywatnych i firm oraz nie zależy od poziomu ryzyka i zadłużenia (nie ma również pojęcia ograniczonej odpowiedzialności w przypadku spółek kapitałowych),

⁴ Wiąże się to z wykorzystywanym w analizie finansowej wskaźnikiem *q Tobina*, który wyraża relację rynkowej wartości spółki (inwestycji) do szacunku wartości odtworzenia jej realnych aktywów. Nazwa wskaźnika pochodzi od nazwiska amerykańskiego ekonomisty – Jamesa Tobina. Twierdził on, że firmy dokonują inwestycji w realne aktywa (inwestycje rzeczowe), jeśli jest to tańsze od zakupu „gotowej” inwestycji na rynku firm (np. na giełdzie papierów wartościowych), czyli wtedy, kiedy wskaźnik ten jest większy od 1. W przypadku, gdy wskaźnik *q Tobina* jest mniejszy od 1 („gotowe” aktywa są mniej warte niż koszt ich odtworzenia) tańszym sposobem pozyskania aktywów jest zakup firmy (inwestycji) na giełdzie, albo fuzja z firmą posiadającą aktywa, o które nam chodzi.

D. Zarzecki, Metody wyceny przedsiębiorstw, Fundacja Rozwoju Rachunkowości, Warszawa, 1999, s. 319-321.

⁵ Teoria ta jest nazywana także teorią *separacji Hirschliefer’a* i dotyczy rozdzielenia funkcji właścicielskiej i zarządczej, a przez to rozdzielania decyzji inwestycyjnych – maksymalizujących wartość firmy, i finansowych – maksymalizujących użyteczność wypłacanych dywidend.

T. Wiśniewski, Ocena efektywności inwestycji rzeczowych ze szczególnym uwzględnieniem ryzyka, Uniwersytet Szczeciński, Rozprawy i Studia T. (DCCLVII) 683, Szczecin, 2008, s. 127.

⁶ F. Modigliani, M. Miller, The Cost of Capital Corporation Finance and the Theory of Investment, American Economic Review, 1985, Vol. 48, s. 261-297, za T. Wiśniewski, Ocena... - op. cit., s. 128.

- na rynku kapitałowym nie ma kosztów transakcyjnych, informacji i bankructwa,
- nie ma podatków.

Analiza tych założeń w zasadzie prowadzi do wniosku, że postulowane teoretyczne rozdzielanie decyzji inwestycyjnych od finansowych może nie obowiązywać w praktyce. Różnice w kosztach długu – prywatnego i dla korporacji, koszty transakcyjne, pozyskania informacji, bankructwa oraz podatki mają wpływ na wartość firmy, jej strukturę zadłużenia, a w konsekwencji także na podejmowane decyzje inwestycyjne. Kwestia ta pozostaje jednym z nierozwiązanych problemów w teorii zarządzania, który wciąż jest przedmiotem dyskusji merytorycznej⁷.

Decyzje dotyczące wyboru pomiędzy finansowaniem kapitałem własnym a kapitałem obcym stanowią istotny element zarządzania każdym przedsiębiorstwem. Wybór określonego źródła finansowania uzależniony jest między innymi od takich czynników jak⁸:

- *dostępność* – zależy ona od spełnienia przez firmę określonych warunków, na przykład wymogi pozwalające na notowanie przedsiębiorstw na giełdzie lub posiadanie odpowiednich zabezpieczeń by uzyskać niezbędne środki w postaci kredytów,
- *koszty* – istotna jest nie tylko nominalna wysokość kosztów, jak wysokość odsetek od kredytu, ale również harmonogram spłat, których czasowa struktura powinna być dopasowana do przyszłych możliwości płatniczych firmy,
- *elastyczność* – ponieważ planując przyszłą sytuację firmy trudno jest przewidzieć wszystkie możliwe scenariusze jej rozwoju, ważnym czynnikiem określającym wybór konkretnego źródła kapitału jest możliwość elastycznego zwiększania dopływu środków finansowych oraz dopasowywania płatności do możliwości firmy,
- *efekt dźwigni finansowej* – finansowanie działalności za pomocą kapitału obcego może poprawić efektywność kapitału własnego, ale wiąże się też z podjęciem dodatkowego ryzyka, którego efektem może być między innymi utrata płynności,
- *ryzyko obsługi* – poziom podejmowanego ryzyka uzależniony jest od wielu czynników, zazwyczaj jednak im organizacja jest większa, tym może sobie pozwolić na finansowanie się w większym stopniu trudniej dostępnym kapitałem obcym,

⁷ P. Fernandez, The Correct Value of Tax Shields, An Analysis of 23 Theories, (April 2002);

http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=276051 (22.11.2008);

T.E. Copland, T. Koller, J. Murrin, Valuation. Measuring and Managing Firm Value of Companies, Ed. 3. John Wiley & Sons, 2000, s. 483, za T. Wiśniewski, Ocena... - op. cit., s. 128.

⁸ A. Rutkowski, Zarządzanie finansami, PWE, Warszawa, 2007, s. 271 -273.

ponieważ posiadane przez nią zasoby stanowią dla wierzycieli zabezpieczenie zwrotu środków.

Decydując się na finansowanie działalności przy pomocy kapitału obcego, przedsiębiorstwo ma na uwadze przede wszystkim korzyści płynące z istnienia *tarczy podatkowej* z tytułu odsetek. Należy jednak pamiętać, że wraz z rosnącym udziałem długu, rośnie również ryzyko niewypłacalności. Może więc wystąpić sytuacja w której koszty niewypłacalności przekroczą korzyści z finansowania firmy długiem⁹.

Zagadnieniem tym zajmuje się między innymi *statyczna teoria struktury kapitałowej*. Zakłada ona, że przedsiębiorstwo będzie zaciągać kredyty do momentu, w którym korzyść podatkowa z kolejnej złotówki długu będzie dokładnie równa kosztowi, który pojawia się w wyniku wzrostu prawdopodobieństwa niewypłacalności finansowej. Teoria ta nazywana jest statyczną, ponieważ zakłada, że firma nie zmienia swoich aktywów, ani rodzaju działalności, a analizie podlega jedynie zmiana wskaźnika dług/kapitał własny¹⁰.

W tym miejscu należy nawiązać do finansowania firmy kapitałem własnym i do kosztu tego kapitału. W Polsce, po przełomie w 1989 roku i w zasadzie do późnych lat dziewięćdziesiątych termin „*koszt kapitału*” był utożsamiany przeważnie z kosztem pozyskania kapitałów obcych i w powszechnym rozumieniu odpowiadał wartości oprocentowania kredytów bankowych. Takie uproszczone rozumienie kosztu kapitału wynikało przede wszystkim z braku świadomości ekonomicznej wielu uczestników obrotu gospodarczego, bowiem ani praktyka ani teoria zasad gospodarki rynkowej nie nadążały za dynamicznie zachodzącymi przemianami gospodarczymi. Dzisiejszą rzeczywistość schyłku pierwszej dekady XXI wieku, po prawie dwudziestu latach transformacji gospodarczej, należy określić jako czas społeczeństwa zdecydowanie bardziej świadomego zasad funkcjonowania gospodarki rynkowej. Tym niemniej zagadnienia kosztu kapitału, a zwłaszcza kosztu kapitału własnego, wciąż są słabo rozpoznane.

Jak wspomniano, *koszt kapitału* odnosi się nie tylko do kosztu kapitału obcego, ale również (i przede wszystkim) do *kapitału własnego*. Fundusze angażowane w przedsięwzięcia gospodarcze przez właścicieli nie są kapitałami bezkosztowymi, lecz wręcz przeciwnie – cena kapitału własnego jest normalnie wyższa niż kapitału obcego. Wynika to z faktu ponoszenia

⁹ B.D. Jordan, S.A. Ross, R.W. Westerfield, *Finanse przedsiębiorstw*, Dom wydawniczy ABC, Warszawa, 1999, s. 553.

¹⁰ Ibidem.

przez dostawców kapitału własnego, czyli właścicieli, najwyższego ryzyka. Są oni bowiem ostatnią grupą interesariuszy przy regulowaniu zobowiązań przez firmy będące ich własnością. Najpierw regulowane są zobowiązania podatkowe, następnie wobec różnych kategorii wierzycieli. Ewentualna reszta zostaje do dyspozycji właścicieli. Kapitał własny ma więc również cenę, którą należy uwzględnić w kalkulacjach łącznego kosztu kapitału.

Z kolei w nawiązaniu do *kosztu kapitału obcego*, należy podkreślić, że nie jest on po prostu bankową stopą procentową, czy uzgodnionym oprocentowaniem pożyczonych kwot. Rzeczywisty koszt kapitału obcego jest kosztem jego oprocentowania skorygowanym o wspomnianą korzyść (tarczę) podatkową. Wynika to z zaliczania odsetek płaconych od pożyczonego kapitału do kosztów firmy, co obniża podstawę jej opodatkowania, a w konsekwencji powoduje zmniejszenie podatku dochodowego.

W praktyce firmy przeważnie korzystają z mieszanej struktury finansowania. W związku z powyższym całkowity koszt zaangażowanych kapitałów wyznaczany jest przez tzw. *średnioważony koszt kapitału* (ang. *weighted average cost of capital* – WACC). Koszt ten obliczany jest przy zastosowaniu formuły przedstawionej we wzorze 1.

$$WACC = \frac{D}{V} * R_D * (1 - T) + \frac{S}{V} * R_E ,$$

gdzie:

$\frac{D}{V}$ - udział kapitału obcego, $\frac{S}{V}$ - udział kapitału własnego, R_D - koszt długu, R_E - koszt kapitału własnego,

T-stopa podatkowa.

Wzór 1. Przeciętny koszt kapitału (WACC)

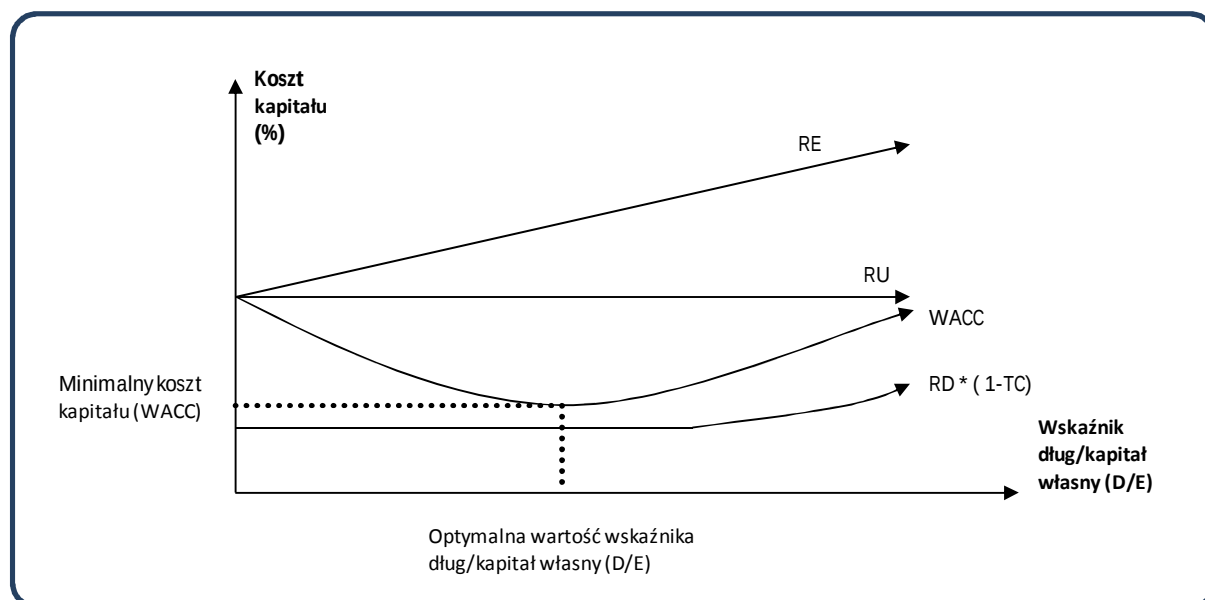
Źródło: M. Grinblatt, S. Titman, *Financial Markets and Corporate Strategy*, Irwin, McGraw-Hill, Boston 1998, s. 464-465.

Zgodnie ze wspomnianą statyczną teorią struktury kapitałowej, początkowo średnioważony koszt kapitału będzie malał, ponieważ koszt długu po opodatkowaniu jest mniejszy niż koszt kapitału własnego. W miarę wzrostu wskaźnika udziału długu w kapitale własnym, rosnące koszty niewypłacalności przekroczą jednak korzyści płynące z zastosowania kapitału obcego i wpłyną na wzrost średnioważonego kosztu kapitału (rysunek 5)¹¹.

Rosnący, wraz z wartością wskaźnika dług/kapitał własny, koszt kapitału własnego (por. R_E - rysunek 2) wynika z drugiego twierdzenia teorii F. Modiglianiego i M. Millera.

¹¹ Ibidem, s. 553-55.

Wzrost wskaźnika dług/kapitał własny powoduje wzrost stopnia dźwigni finansowej podnosząc tym samym ryzyko związane z kapitałem własnym, co znajduje swoje odzwierciedlenie w wymaganej stopie zwrotu z kapitału własnego R_E ¹².



gdzie: R_E - koszt kapitału własnego, R_D - koszt kapitału obcego, R_U - koszt kapitału bez uwzględnienia efektu dźwigni finansowej, T_C - stopa podatkowa.

Rys. 2 Optymalna struktura kapitałowa i koszt kapitału

Źródło: B.D. Jordan, S.A. Ross, R.W. Westerfield, *Finanse przedsiębiorstw*, Dom wydawniczy ABC, Warszawa 1999, s. 555.

Mimo, że teoria statycznej struktury kapitałowej nie pozwala dokładnie określić optymalnej struktury kapitałowej, wskazuje jednak na dwa ważne czynniki ją determinujące, a mianowicie: podatki i niewypłacalność finansową¹³.

Dodatkowe korzyści z tytułu *tarczy podatkowej*, osiągnąć mogą jedynie przedsiębiorstwa, które są płatnikami podatku dochodowego. W przypadku, gdy firma osiągnęła serie strat finansowych w poprzednich okresach lub wykorzystała już wcześniej efekt tarcz podatkowych (na przykład dzięki odpisom amortyzacyjnym), zastosowanie finansowania w postaci kapitału obcego nie wywoła tak dużych korzyści finansowych, jak w przypadku przedsiębiorstw, które ponoszą znaczące obciążenia podatkowe. Innym aspektem związanym z efektem tarczy podatkowej jest wysokość stopy podatkowej. Im wyższa jest jej wartość, tym chętniej przedsiębiorstwa korzystać będą z kapitałów obcych¹⁴.

¹² Ibidem, s. 543.

¹³ Ibidem, s. 557.

¹⁴ Ibidem, s. 557.

Równie istotny wpływ na podejmowane decyzje w zakresie struktury finansowania działalności, ma *ryzyko niewypłacalności*. Zależność jest następująca: im niższy poziom ryzyka niewypłacalności, tym firma będzie bardziej skłonna do wykorzystywania kapitałów obcych. Czynnikiem wpływającym niekorzystnie na poziom ryzyka niewypłacalności, jest na przykład duża zmienność zysku operacyjnego (ang. *Earnings Before Interest and Taxes – EBIT*). Im wyższy jest jej poziom, przy zachowaniu zasady *ceteris paribus*, tym w mniejszym stopniu przedsiębiorstwo powinno posiłkować się kapitałem obcym¹⁵.

Znaczący wpływ na kształt struktury finansowania przedsiębiorstwa wywierają również *koszty związane z niewypłacalnością*. Koszty te w dużej mierze zależą od charakteru prowadzonej działalności, a zwłaszcza rodzaju składników majątku firmy. W sytuacji, gdy firma dysponuje przede wszystkim łatwo zbywalnym majątkiem rzeczowym, jej skłonność do zadłużania będzie zdecydowanie większa, niż w przypadku firmy, której głównym kapitałem są umiejętności pracowników¹⁶.

Określenie optymalnej struktury finansowania przedsiębiorstwa jest zadaniem niezwykle trudnym. Podejmując w tym względzie decyzje należy wziąć pod uwagę zarówno rodzaj prowadzonej działalności, jak i stopień rozwoju firmy. Istotnymi czynnikami są również koszty i ryzyko związane z określonym źródłem kapitału, a także elastyczność w dopasowywaniu dopływu środków finansowych do potrzeb firmy. Umiejętne zarządzanie strukturą finansowania przedsiębiorstwa, wymaga od kadry kierowniczej zarówno dużej wiedzy, jak i doświadczenia. Istotna jest również stała obserwacja pojawiających się w otoczeniu nowych rozwiązań finansowych, które coraz lepiej odpowiadają na potrzeby przedsiębiorstw.

Podstawowe zalety i wady finansowania działalności z wykorzystaniem kapitału własnego i obcego prezentuje poniższa tabela.

¹⁵ Ibidem.

¹⁶ Ibidem, s. 558.

Tabela 1 Zalety i wady różnych sposobów finansowania działalności gospodarczej

Sposób finansowania	Zalety	Wady
Własne oszczędności (kapitały własne)	• brak zadłużenia • nie jest wymagana spłata • wszystkie zyski trafiają do przedsiębiorcy • pozyskanie zaufania przyszłych pożyczkodawców	• ryzyko utraty całego majątku • koszt kapitału własnego wyższy od kosztu kapitału obcego
Rodzina i przyjaciele (kapitały własne)	• jest to stosunkowo łatwo i szybko osiągalne źródło kapitału • władza w firmie pozostaje nieograniczona • pożyczka nie wymaga kłopotliwych formalności	• ryzyko utraty zaufania rodziny • ryzyko utraty przyjaciół • pomimo nieoficjalnego charakteru pożyczki możliwe jest, że rodzina będzie ingerować w prowadzenie firmy
Wprowadzenie wspólnika (kapitały własne)	• zdobycie większego kapitału • ryzyko rozłożone jest na więcej osób • większa zdolność do zaciągania pożyczek	• zysk dzielony ze wspólnikiem • konieczność podzielenia się władzą w firmie
Pożyczki z banku i innych organizacji lub instytucji (kapitały obce)	• zachowanie własności firmy • spłata rozłożona jest w czasie • odsetki obniżają podstawę opodatkowania	• koszty związane z pożyczaniem • konieczność udzielania poufnych informacji o firmie • konieczność dostosowania się do ograniczeń narzuconych przez pożyczkodawcę

Źródło: opracowanie własne na podstawie I. Flis, M. Makiewicz, Własna firma. Przewodnik po świecie biznesu, Wydawnictwo Park, Bielsko-Biała 2006, s. 76.

Jak wynika z przedstawionego porównania własnych i obcych źródeł finansowania, podstawowe różnice – sprowadzone do korzyści i wad tych dwóch odmiennych źródeł kapitału – dotyczą, wspomnianych na początku tego rozdziału, kwestii determinujących wybór źródeł finansowania: dostępności, kosztów, elastyczności, efekt dźwigni finansowej i ryzyka obsługi źródeł finansowania.

Z reguły szacuje się, że *dostępność* i *elastyczność* kapitałów własnych, zwłaszcza pierwotnych właścicieli kapitału (ich rodzin i przyjaciół), jest większa niż kapitałów obcych. Wynika to z osobistego zaangażowania właścicieli w dane przedsięwzięcie i ich determinacji w jego finansowaniu oraz z reguły braku kłopotliwych formalności. Oczywiście, na pewnym etapie rozwoju firmy, dostępność tych środków może się skończyć, z uwagi na wyczerpanie możliwości finansowych właścicieli. Wówczas konieczne, dla dalszego rozwoju firmy, będzie pozyskanie nowego finansowania zewnętrznego – albo w postaci wprowadzenia nowych wspólników, albo skorzystania z kapitału obcego.

Zasadniczo wprowadzenie nowych wspólników do firmy jest formą finansowania bardziej dostępną niż pozyskanie kapitałów obcych, zwłaszcza w odniesieniu do małych firm, w początkowych fazach rozwoju. Przeważnie wymagania nowych wspólników będą bowiem mniejsze niż oferentów kapitałów obcych. Wadą takiego rozwiązania jest konieczność

podzielenia się z nowymi współnikami władzą, a przez to danie im prawa do podejmowania decyzji i udziału w zyskach. Ponadto, koszt pozyskania i utrzymania takich inwestorów, innymi słowy koszt kapitału własnego, z reguły będzie wyższy od kosztu finansowania obcego. Właściciele, jak wspomniano, oczekują czy też oczekiwać powinni, wyższych niż wierzyciele stóp zwrotu, bowiem ryzyko finansowania własnych firm jest zdecydowanie wyższe od tego, które ponoszą dawcy kapitału obcego.

Z kolei podstawową zaletą kapitałów obcych jest ich niższy w porównaniu z kapitałem własnym koszt, mimo że jest ponoszony praktycznie natychmiast po uruchomieniu finansowania tego rodzaju. Ponadto, ta forma finansowania zmniejsza obciążenia podatkowe firmy (tarcza podatkowa). Jednakże wielu, zwłaszcza małych i średnich przedsiębiorców, kojarzy kapitał obcy przede wszystkim z wyższym poziomem ryzyka, bowiem w przeciwieństwie do kapitałów własnych, finansowanie obce ma z reguły określone z góry terminy spłaty. Wielu zniechęca się też rozbudowaną stroną formalną tego rodzaju finansowania. W części będzie to powodowało ograniczenie dostępności tej formy pozyskania kapitału.

Realizowanie potrzeb przedsiębiorstwa w zakresie pozyskiwania kapitału, dotyczących zarówno finansowania działalności bieżącej jak i inwestycyjnej, wiąże się z sięganiem po różne formy finansowania, pochodzące ze źródeł własnych firmy lub obcych. Analiza sprawności obecnego systemu finansowania działalności gospodarczej została przedstawiona w dalszej części opracowania.

1.3 Charakterystyka wcześniejszych systemów zasilania podmiotów w środki finansowe

Transformacja ustrojowa, która miała miejsce w Polsce na przełomie lat osiemdziesiątych i dziewięćdziesiątych, zapoczątkowała w naszym kraju istotne zmiany ekonomiczne i gospodarcze. Od początku lat dziewięćdziesiątych w polskiej gospodarce coraz większe znaczenie zaczęły odgrywać przedsiębiorstwa prywatne. Wynikało to z jednej strony ze zwiększenia swobód gospodarczych, z drugiej zaś z rozpoczętego w tym okresie procesu prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych. Ważnym elementem toczącego się procesu urynkwienia polskiej gospodarki było również utworzenie w 1991 roku Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie. Powstanie zorganizowanego rynku obrotu papierami wartościowymi w znacznym stopniu ułatwiło przepływ kapitału w kierunku jego najefektywniejszego wykorzystania. W ciągu blisko dwudziestu lat przemian w Polsce

powstało szereg instytucji i instrumentów finansowych, które coraz lepiej zaspokajają potrzeby zarówno przedsiębiorców jak i inwestorów.

Stworzenie sprawnie działającego rynku kapitałowego było jednym z istotniejszych elementów polskiej transformacji ustrojowej. Relatywnie dobrze rozwinięty rynek kapitałowy funkcjonował w naszym kraju do wybuchu drugiej wojny światowej. Pierwsza giełda papierów wartościowych w Polsce otwarta została w Warszawie 12 maja 1817 roku. Sesje odbywały się w godzinach 12.00 - 13.00. W XIX wieku przedmiotem handlu na giełdzie warszawskiej były przede wszystkim weksle i obligacje. Handel akcjami rozwinął się na szerszą skalę w drugiej połowie XIX wieku. W okresie pomiędzy pierwszą a drugą wojną światową giełdy w Polsce działały na podstawie rozporządzenia Prezydenta o organizacji giełd. Oprócz giełdy warszawskiej istniały także giełdy papierów wartościowych w Katowicach, Krakowie, Lwowie, Łodzi, Poznaniu i Wilnie. Podstawowe znaczenie miała jednak giełda w Warszawie, na której koncentrowało się 90% obrotów. W 1938 roku na warszawskiej giełdzie notowano sto trzydzieści papierów: obligacje (państwowe, bankowe, municypalne), listy zastawne oraz akcje. Po drugiej wojnie światowej rynek kapitałowy operujący klasycznymi instrumentami finansowymi, jakimi są akcje i obligacje, praktycznie przestał w Polsce istnieć. Wynikało to z politycznych i własnościowych zmian, jakie nastąpiły w Polsce w drugiej połowie lat czterdziestych.¹⁷

W gospodarce socjalistycznej funkcja kapitałowa systemu finansowego była realizowana w mocno ograniczonym zakresie. Sprowadzała się ona do realizacji zadań związanych z gromadzeniem oszczędności. Zadania te były realizowane w tym sensie, że w systemie bankowym (i pewnym stopniu systemie ubezpieczeniowym) gromadziły się oszczędności podmiotów niefinansowych. Mechanizm gromadzenia oszczędności, ograniczający się w praktyce wyłącznie do systemu bankowego, w połączeniu z prowadzoną polityką gospodarczą (w tym z polityką stopy procentowej) nie zachęcał jednak do dobrowolnego oszczędzania w walucie krajowej. Innym mankamentem funkcjonującego w tym okresie systemu finansowego był fakt, że nie przetwarzał on zgromadzonych oszczędności w inwestycje. Decyzje o wielkości i kierunkach inwestowania podejmowano na podstawie przesłanek rzeczowych, a strumienie pieniężne (alokowany kapitał finansowy) były do nich biernie dostosowywane.¹⁸ Podstawowym elementem systemu finansowego gospodarki centralnie planowanej były centralnie sterowane kredyty bankowe. Począwszy od

¹⁷ System finansowy w Polsce, praca zbiorowa pod red. B. Pietrzak, Z. Polański, PWN, Warszawa, 1999, s. 172.

¹⁸ Ibidem, s. 332.

1946 roku prawo do kredytowania wszystkich przedsiębiorstw działających na terenie Polski otrzymał wyłączne Narodowy Bank Polski (NBP). Istniejące oprócz Narodowego Banku Polskiego inne banki, takie jak: Bank Gospodarki Żywnościowej (BGŻ) czy Bank Handlowy w Warszawie S.A., nie odgrywały żadnej samodzielnej roli w gospodarce. Pewnym stopniem samodzielności (przy podległości wobec NBP) cieszyły się natomiast banki spółdzielcze. Banków prywatnych, mimo że niektóre z wymienionych wyżej banków były formalnie spółkami akcyjnymi, w praktyce nie było. Nie dopuszczano również do działalności banków zagranicznych na terytorium naszego kraju. Na początku lat dziewięćdziesiątych, mimo istotnych zmian gospodarczych oraz pojawieniu się na polskim rynku kapitałowym nowych instytucji finansowych, dominującą rolę w systemie finansowym naszego kraju nadal odgrywał system bankowy. Wynikało to z faktu, że dostosowywanie systemu bankowego do potrzeb gospodarki rynkowej mogło rozpocząć się od reform już istniejących instytucji, podczas gdy pozostałe elementy systemu finansowego musiały być budowane od początku.

Reforma systemu finansowego, w tym również systemu zasilania podmiotów gospodarczych w środki finansowe, odgrywała zasadniczą rolę w procesie transformacji i rozwoju polskiej gospodarki. W ewolucji systemu finansowego zarówno na podstawie doświadczeń polski jak i gospodarek krajów rozwiniętych, w uproszczeniu można wyróżnić trzy fazy:

- *kapitalizm właścicielski,*
- *kapitalizm menadżerski,*
- *kapitalizm instytucjonalny.*¹⁹

Na początku okresu transformacji polski system finansowy znajdował się w fazie *kapitalizmu właścicielskiego*. W tej fazie system finansowy opierał się głównie na bankach depozytowych, które przyjmowały oszczędności w różnych formach od jednostek (osób indywidualnych i firm) i wykorzystywały je w większości na zabezpieczone pożyczki oraz na inwestycje w obligacje państwowe. Inne instytucje finansowe, takie jak np. towarzystwa ubezpieczeniowe czy fundusze powiernicze, w tej fazie nie odgrywały większej roli. Podstawowym źródłem finansowania działalności gospodarczej były środki własne przedsiębiorstw, które pochodziły z zatrzymanych zysków. Na tym etapie rozwoju dominowały małe rodziny firmy o różnych formach prawnych, w których właściciele byli

¹⁹ Ibidem, s. 35-38.

jednocześnie zarządcami. Charakterystyczną cechą tej fazy ewolucji systemu finansowego była przewaga sektora rolniczego.²⁰

W pierwszych latach transformacji banki komercyjne, mimo znacznej nadpłynności, stosunkowo niechętnie udzielały kredytów przedsiębiorstwom. W latach 1990-1996 zaobserwować można było zmniejszanie się udziału należności od sektora niefinansowego w ogólnej wartości aktywów sektora bankowego. Banki, wobec znacznej nadpłynności i pewnej niechęci do podejmowania ryzyka przy udzielaniu kredytów podmiotom gospodarczym, zwiększały swoje lokaty w papiery wartościowe. Należy przy tym zaznaczyć, że banki inwestowały przede wszystkim w papiery w wartościowe emitowane przez Skarb Państwa oraz Narodowy Bank Polski. Mniejsze zainteresowanie banków kredytowaniem przedsiębiorstw potwierdza zaobserwowana w latach 1991-1995 malejąca wartość kredytów udzielanych przez banki komercyjne podmiotom gospodarczym w stosunku do PKB (por. Tabela 2).

Tabela 2 Kredyty bankowe dla sektora niefinansowego w latach 1991 - 1995

Wyszczególnienie	1991	1992	1993	1994	1995
Kredyty dla sektora niefinansowego (mln zł)	19 362,6	24 886,9	33 195,7	41 562,0	56 235,0
Kredyty dla gospodarstw domowych (mln zł)	719,3	1 201,8	2 259,4	3 344,3	5 621,6
Kredyty dla podmiotów gospodarczych (mln zł)	18 643,3	23 685,1	30 936,3	38 217,70	50 613,40
Kredyty dla sektora niefinansowego do PKB (%)	23,94	21,65	21,31	19,75	20,32
Kredyty dla gospodarstw domowych do PKB (%)	0,89	1,05	1,45	1,59	2,03
Kredyty dla podmiotów gospodarczych do PKB (%)	23,05	20,61	19,86	18,16	18,29

Źródło: Prywatyzacja a rynek kapitałowy w Polsce, pod red. J. Czekaj, S. Owsiak, PWN, Warszawa 1999, s. 47.

Dla zaspokajania potrzeb przedsiębiorstw, w zakresie pozyskiwania długoterminowych źródeł finansowania, istotne znaczenie miało uruchomienie w Polsce zorganizowanego rynku obrotu papierami wartościowymi. Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie rozpoczęła działalność 16 kwietnia 1991 roku. Na pierwszej sesji notowanych było pięć spółek, a wartość obrotu zamknęła się symboliczną kwotą kilkunastu milionów starych złotych. W pierwsze lata funkcjonowania giełdy podaż akcji na rynku pierwotnym była efektem prywatyzowania przedsiębiorstw państwowych. Obserwując ten proces od strony finansowej, można powiedzieć, że miało to znaczenie z punktu widzenia budżetu państwa, ponieważ dawało dodatkowy strumień pieniądza, natomiast z punktu widzenia prywatyzowanych przedsiębiorstw, chociaż następowała zmiana ich sytuacji prawnej, ich sytuacja finansowa

²⁰ Ibidem, s. 35-36.

pozostawała często bez zmian.²¹ Podstawowe wskaźniki rozwoju giełdy w latach 1991-1996 przedstawia poniższa tabela.

Tabela 3 Podstawowe wskaźniki rozwoju Giełdy Papierów Wartościowych w latach 1991 - 1996

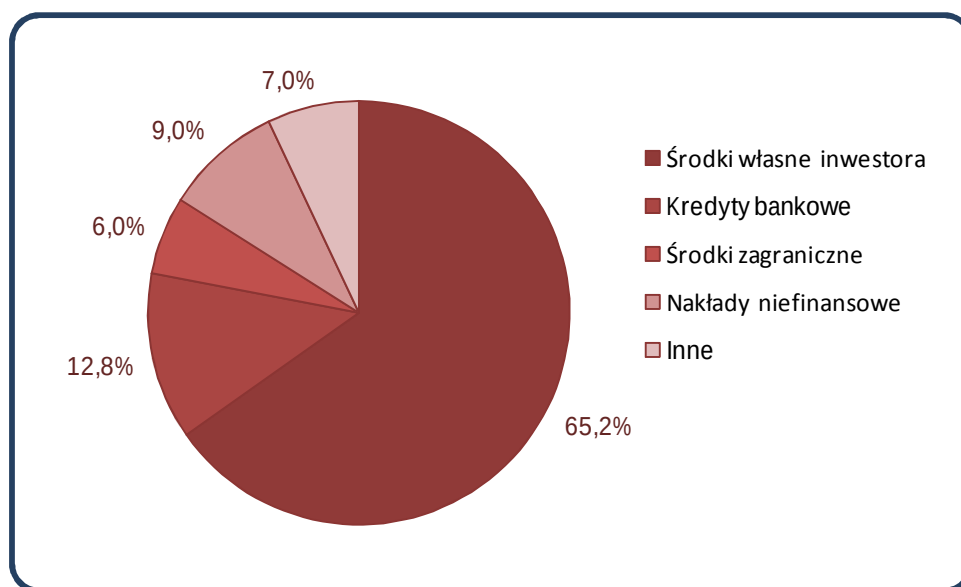
Wyszczególnienie	1991	1992	1993	1994	1995	1996
Liczba notowanych spółek (szt.)	9	16	22	44	65	85
Kapitalizacja (w mln zł)	59,0	351,0	10 849,0	8 668,0	11 260,0	23 254,0
Średnia wartość obrotów na sesję (w mln zł)	1,4	2,3	50,9	132,6	49,5	102,4
WIG	786,2	927,4	11 584,0	7 473,0	7 585,0	14 342,0

Zródło: Prywatyzacja a rynek kapitałowy w Polsce, pod red. J. Czekaj, S. Owsiak, PWN, Warszawa 1999, s. 63.

Od początku powstania Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie środki nowych emisji akcji przedsiębiorstw w latach 1991-1996 wzrastały od 0,1 do 1,2 mld złotych. W 1996 roku stanowiło to 2,8% nakładów inwestycyjnych przedsiębiorstw. Głównym źródłem finansowania projektów inwestycyjnych były środki własne przedsiębiorstw. W latach 1991-1996 udział środków własnych w finansowaniu dotychczas ponoszonych nakładów stale się zwiększał i kształtował się na poziomie 50-60% sumy nakładów inwestycyjnych przedsiębiorstw. Drugim – po środkach własnych – źródłem finansowania inwestycji rzeczowych był kredyt bankowy. Jego atrakcyjność uzależniona jest od jego ceny, tj. stopy oprocentowania. Ta zaś, w całym okresie transformacji, kształtowała się na wysokim poziomie i nie skłaniała inwestorów do zadłużania się w bankach. Innym dostępnym sposobem finansowania inwestycji był dług obligacyjny przedsiębiorstw. W latach 1991-1996 emisja długu obligacyjnego występowała w ilościach śladowych, pochodziła z zaledwie kilku przedsiębiorstw. Najczęściej emitowane obligacje miały charakter krótkoterminowy i były adresowane do wąskiego grona odbiorców. Struktura finansowania nakładów inwestycyjnych podmiotów gospodarczych w 1995 roku przedstawiona została na poniższym wykresie.²²

²¹ Ibidem, s. 179.

²² Prywatyzacja a rynek kapitałowy w Polsce, pod red. J. Czekaj, S. Owsiak, PWN, Warszawa, 1999, s. 128-136.



Rys. 3 Źródła finansowania inwestycji podmiotów gospodarczych w 1995 roku

Źródło: Prywatyzacja a rynek kapitałowy w Polsce, red. J. Czekaj, S. Owsiak, PWN, Warszawa 1999, s. 129.

Dynamicznym zmianom, jakie zachodziły w polskiej gospodarce w latach dziewięćdziesiątych, towarzyszył proces ewolucji systemu finansowego w kierunku *kapitalizmu menadżerskiego*. W tym okresie coraz większą rolę zaczynał odgrywać rynek kapitałowy. W tej fazie powstały pozabankowe instytucje finansowe gromadzące oszczędności, takie jak fundusze ubezpieczeniowe i fundusze powiernicze. Wraz z rozwojem instytucji finansowych rozwijał się również rynek kapitałowy, który umożliwiał osobom prywatnym i instytucjom gromadzenie oszczędności i lokowanie ich w papierach wartościowych pozostających w obrocie giełdowym. Modele: *anglosaski* albo *niemiecko-japoński*, obrazują przejście od kapitalizmu właścicielskiego do kapitalizmu menadżerskiego.²³

W Polsce system finansowy rozwijał się według *modelu anglosaskiego*. Według niego następuje powolny wzrost roli rynku kapitałowego, jako instrumentu monitorującego i dyscyplinującego firmy notowane na giełdzie. Rozwój tegoż rynku umożliwiał polskim przedsiębiorstwom pozyskanie dodatkowych środków finansowych poprzez emisję papierów wartościowych. Z procesem tym łączyło się jednak często oddzielenie funkcji właścicielskich od menadżerskich, co mogło być przyczyną konfliktu interesów między właścicielem a zarządcą. Główną rolą rynku kapitałowego było monitorowanie i dyscyplinowanie działalności przedsiębiorstw. W przypadku spółek notowanych na giełdzie,

²³ System finansowy w Polsce... - op. cit., s. 35-37.

odzwierciedleniem opinii inwestorów na temat działalności danej firmy była jej wycena rynkowa.

Dalszy rozwój systemu anglosaskiego był związany z powolnym wzrostem funduszy ubezpieczeniowych, funduszy powierniczych oraz emerytalnych jako instytucji gromadzących oszczędności i lokujących je przeważnie za pośrednictwem rynku kapitałowego. W tym systemie punkt ciężkości regulacji systemu finansowego przesunął się w kierunku kontroli i regulacji rynków kapitałowych, banków inwestycyjnych, banków uniwersalnych, wymagań dostarczania przez spółki akcyjne odpowiednich informacji, jak również wymagań dotyczących odpowiednich standardów księgowości.

W systemie *niemiecko-japońskimi* banki są silnie powiązane z przedsiębiorstwami w grupy finansowo-przemysłowe. Funkcja monitorująca i dyscyplinująca wykonywana jest wewnątrz grupy finansowo-przemysłowej poprzez zmianę zarządu i strategii pod wpływem członka grupy (Japonia) lub w wyniku posiadania przez bank prawa głosu w przedsiębiorstwie (Niemcy).

W poniższej tabeli zostały przedstawione charakterystyczne cechy poszczególnych faz ewolucji systemu finansowego, w tym również podstawowe różnice między modelami: anglosaskim i niemiecko-japońskim.

Tabela 4 Ewolucja systemu finansowego w ujęciu T. Rybczyńskiego

Wyszczególnienie	Faza rozwoju systemu finansowego		
	kapitalizm właścicielski	kapitalizm menadżerski	kapitalizm instytucjonalny
Podstawa instytucjonalna systemu finansowego	Banki depozytowe	Rynek kapitałowy Banki inwestycyjne Niebankowe instytucje finansowe	Rynek finansowy: fundusze inwestycyjne, emerytalne i ubezpieczeniowe
Źródło finansowania rozwoju przedsiębiorstw	Źródła wewnętrzne (zyski)	Model anglosaski – rynki kapitałowe i źródła wewnętrzne Model niemiecko-japoński – banki (silnie powiązane z przedsiębiorstwami w grupy finansowo-przemysłowe, np. w Japonii „keiretsu” lub system banku głównego w Niemczech)	Rynek kapitałowy (maleje znaczenie banków depozytowych)
Wykorzystywany mechanizm władztwa korporacyjnego	Brak konfliktu między właścicielem a menedżerem; monitoring występuje w znacznie ograniczonym zakresie (ze strony kredytobiorcy)	Model anglosaski – rynki kapitałowe poprzez kształtowanie cen akcji przedsiębiorstw, w dalszej fazie rozwoju funkcję tę spełnia mechanizm wrogich przejęć Model niemiecko-japoński – funkcję dyscyplinującą pełnią wewnętrzne grupy finansowo-przemysłowe poprzez zmiany zarządu i strategii pod wpływem członka grupy (Japonia) lub w wyniku posiadania przez bank prawa głosu w przedsiębiorstwie (Niemcy)	Funkcję monitorującą i dyscyplinującą pełnią rynki finansowe (kapitałowe, kredytowe i pieniężne)

Źródło: A. Metysek - Jędrzych, Współczesne przeobrażenia systemu finansowego i ich konsekwencje, Bank i Kredyt, styczeń 2008, s.52.

Obecnie polski system finansowy przechodzi w trzecią fazę ewolucji – *kapitalizm instytucjonalny*. W tej fazie rynki kapitałowe wykonują funkcje alokowania nowych oszczędności, monitorowania i dyscyplinowania firm, jak również gromadzenia środków pieniężnych zarówno dla spółek niefinansowych, jak i finansowych. Zmniejsza się rola banków depozytowych, rośnie natomiast aktywność banków inwestycyjnych i departamentów inwestycyjnych banków uniwersalnych. Dominującą rolę jako instytucji zbierających duże oszczędności i podejmujących decyzje co do ich alokacji odgrywają fundusze ubezpieczeniowe i emerytalne oraz do pewnego stopnia również fundusze powiernicze. Towarzyszy temu zmiana struktury gospodarki – w dochodzie narodowym maleje udział produkcji przemysłowej na korzyść usług.²⁴

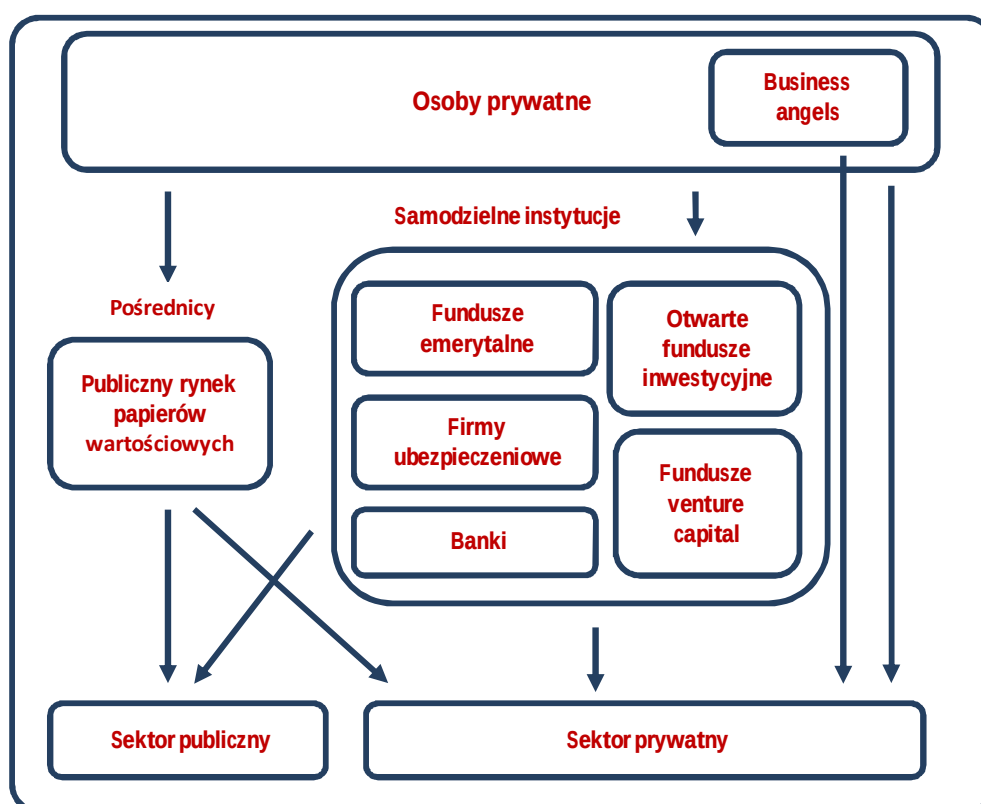
W ostatnich dwudziestu latach polski system finansowy uległ znaczącym przeobrażeniom. Wraz z ewolucją tego systemu rozwijały się również sposoby finansowania działalności gospodarczej. Następujące zmiany miały na celu zapewnienie przepływu środków pieniężnych w kierunku ich najefektywniejszego wykorzystania. W kolejnych

²⁴ Ibidem, s. 38.

częściach niniejszego opracowania, przeprowadzona została szczegółowa analiza sprawności obecnego systemu zasilania podmiotów gospodarczych w środki finansowe.

1.4 Analiza sprawności obecnego systemu finansowania działalności gospodarczej

Analizę sprawności systemu finansowania działalności gospodarczej należałoby przeprowadzić biorąc pod uwagę rynek kapitałowy jako całość, jak i poszczególne jego elementy. Strukturę i funkcjonowanie tego rynku, w uproszczony sposób przedstawia poniższy rysunek.



Rys. 4 Uczestnicy rynku kapitałowego

Źródło: B. Mikołajczyk, Infrastruktura MSP w krajach Unii Europejskiej, Difin, Warszawa 2006, s. 138.

W zaprezentowanym ujęciu rynek kapitałowy składa się z trzech poziomów. Pierwszy z nich tworzą „pierwotni” dostawcy kapitału, czyli osoby prywatne, kierujące na rynek swoje zasoby finansowe w oczekiwaniu odpowiednich stóp zwrotu. Drugi poziom tworzą pośrednicy finansowi, tacy jak giełda papierów wartościowych oraz podmioty samodzielnie inwestujące środki zgromadzone od inwestorów prywatnych, np. banki, fundusze emerytalne, inwestycyjne, czy venture capital. I wreszcie trzeci poziom tworzą beneficjenci rynku

kapitałowego, czyli firmy i instytucje (sektor publiczny i prywatny), do których bezpośrednio lub pośrednio trafia kapitał zgromadzony przez inwestorów z poziomu pierwszego i drugiego.

Oczywiście w rzeczywistości przepływy pieniężne pomiędzy uczestnikami rynku kapitałowego występują nie tylko w kierunku do sektora publicznego i przedsiębiorstw. Również samodzielne instytucje finansowe korzystają ze źródeł finansowania oferowanych przez nie same (np. zaciągają kredyty w bankach), ale także inwestują na giełdzie papierów wartościowych, czy też z niej mogą pozyskiwać środki na swój rozwój. Podobnie, osoby prywatne i business angels korzystają z różnych form finansowania oferowanych przez instytucje finansowe (np. kredyty i pożyczki). Przedstawiony schemat, biorąc pod uwagę cel i przejrzystość rozważań, pomija te zależności.

W uzupełnieniu należy także wspomnieć o innych uczestnikach rynku kapitałowego, do których zaliczają się firmy leasingowe, faktoringowe, czy fundusze pożyczkowe i poręczeniowe. Podmioty te biorą udział w finansowaniu działalności gospodarczej ze środków pochodzących zarówno od instytucji finansowych, jak i samych przedsiębiorstw, czy też programów pomocowych. W szczególności firmy leasingowe i faktoringowe będą, podobnie jak ich klienci, finansowały swoją działalność ze środków własnych oraz pożyczonych od instytucji finansowych. Natomiast fundusze pożyczkowe i poręczeniowe działają w oparciu o fundusze uzyskane z programów pomocowych Unii Europejskiej, Banku Światowego i budżetu państwa.

Przedstawiona struktura rynku kapitałowego zostanie odniesiona do stosowanego w niniejszym opracowaniu podziału źródeł finansowania na własne i obce, i w takim układzie będzie prowadzona analiza sprawności systemu finansowania działalności gospodarczej.

Ocenę tę warto rozpocząć od porównania szacunków rynku obydwu sposobów finansowania. Według danych Głównego Urzędu Statystycznego struktura finansowania przedsiębiorstw była w ciągu kilku ostatnich lat stabilna i wskazywała na równe wykorzystanie kapitałów własnych i obcych (po 50%)²⁵. Podstawowe dane w tym zakresie przedstawia poniższa tabela.

²⁵Bilansowe wyniki finansowe podmiotów gospodarczych za 2006 rok, GUS, Warszawa, 2007; Bilansowe wyniki finansowe podmiotów gospodarczych w 2008 roku, GUS, Warszawa 2009, Wyniki finansowe podmiotów gospodarczych I-XII 2007, GUS, Warszawa 2008.
Dane zbierane przez GUS dotyczą firm zatrudniających co najmniej 10 osób.

Tabela 5 Aktywa i ich źródła finansowania w przedsiębiorstwach działających w Polsce w latach 2005 - 2008

	2005	2006	2007	2008	2006 /2005	2007 /2006	2008 /2007	2005	2006	2007	2008
	mld zł				dynamika %			struktura %			
Aktywa (Pasywa)	1 318,4	1 457,3	1 583,5	1 900,5	110,5	108,7	120,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Aktywa trwałe	799,0	865,4	946,5	1 127,1	108,3	109,4	119,1	60,6	59,4	59,8	59,3
Aktywa obrotowe	519,4	591,9	637,0	773,4	114,0	107,6	121,4	39,4	40,6	40,2	40,7
Kapitał (fundusz) własny	674,8	744,4	857,3	959,2	110,3	115,2	111,9	51,2	51,1	54,1	50,5
Zobowiązania	544,9	604,5	608,4	801,7	110,9	100,6	131,8	41,3	41,5	38,4	42,2
długoterminowe	163,5	178,6	167,8	229,7	109,2	93,9	136,9				
krótkoterminowe	381,4	425,9	440,6	572,0	111,7	103,5	129,8				
Pasywa pozostałe*	98,7	108,4	117,8	139,6	109,8	108,7	118,5	7,5	7,4	7,4	7,3

* wartość pasywów pozostałych nie jest podawana przez GUS. Obliczono ją jako różnicę pomiędzy sumą aktywów a kapitałami własnymi i zobowiązaniami.

Źródło: opracowanie własne na podstawie materiałów GUS.

Wprawdzie relacje zaangażowania kapitałów własnych i obcych w finansowaniu przedsiębiorstw w analizowanym okresie są praktycznie wyrównane, to na uwagę zwraca fakt, że w roku 2008 zaobserwowano wolniejszy przyrost kapitałów własnych niż zobowiązań. W przypadku zobowiązań krótkoterminowych odnotowano przyrost o 36,9%, natomiast w przypadku długoterminowych o 29,8%. W konsekwencji, zobowiązania ogółem przedsiębiorstw zwiększyły poziom w 2008 roku o 31,8%, podczas gdy zaangażowanie kapitałów własnych wzrosło zaledwie o 12%. Dla porównania dynamika wzrostu zobowiązań w 2006 roku, w porównaniu do 2005, wyniosła ok. 10% a w 2007 roku, w stosunku do roku poprzedniego, suma zobowiązań nie uległa zmianie.

Tym niemniej, analiza przedstawionych danych skłania do wniosku, że obydwie formy finansowania cieszą się jednakowym zainteresowaniem przedsiębiorców.

1.4.1 Analiza sprawności finansowania kapitałami własnymi

Kapitały własne angażowane w finansowanie działalności przedsiębiorstw, zgodnie z podziałem stosowanym w opracowaniu, to przede wszystkim kapitały początkowe właścicieli (ich rodzin i przyjaciół), zyski akumulowane z prowadzonej działalności, a w dalszej kolejności nowe kapitały angażowane przez dotychczasowych bądź nowych właścicieli. Wartość wszystkich rodzajów kapitałów własnych w finansowaniu przedsiębiorstw w 2008 roku w Polsce wyniosła ok. 959,2 mld zł co, jak wspomniano, jest równe finansowaniu przy pomocy kapitału obcego.

Na popularność kapitału własnego niewątpliwie mają wpływ wymieniane wśród zalet tej formy finansowania jego względna *dostępność* i *elastyczność uruchamiania* oraz *brak konieczności dzielenia się zyskiem* z podmiotami spoza grona właścicieli. Obowiązujące przepisy prawa w zakresie zakładania firm, zwiększania czy umorzeń kapitałów nie stanowią raczej przeszkody w wykorzystywaniu kapitałów własnych. Oczywiście można oczekiwać uproszczenia pewnych procedur – np. w zakresie koordynacji systemu organów administracji państwowej, w których dokonuje się zgłoszenia prowadzonej działalności i aktualizacji informacji rejestrowych. Pewną barierę stanowią także wymogi co do minimalnego poziomu kapitałów podstawowych w spółkach z o.o. i akcyjnych (odpowiednio 5 i 500 tys. zł). Z drugiej jednak strony ma to na celu zwiększenie bezpieczeństwa obrotu gospodarczego prowadzonego z podmiotami zorganizowanymi w takich formach.

Ponadto, wielu przedsiębiorców wciąż uważa finansowanie kapitałem własnym za *bezpieczne*, ponieważ nie wiąże się z obligatoryjnymi opłatami za jego wykorzystanie ani zazwyczaj nie ma określonego terminu ewentualnych jego spłat na rzecz właścicieli. Poruszona kwestia ryzyka wykorzystania kapitałów własnych jest jednak co najmniej dyskusyjna. To właściciele ze wszystkich interesariuszy ryzykują najbardziej, są bowiem zaspokajani w ostatniej kolejności, po spłacie wszystkich wierzycieli. W związku z tym powinni oczekiwać wyższych od pozostałych stron finansujących zwrotów z użyczonego firmie kapitału. Powinno to znaleźć odzwierciedlenie w koszcie kapitału własnego, który normalnie – z uwagi na ryzyko ponoszone przez właścicieli – jest wyższy od kosztu kapitału obcego. Zatem ryzyko związane z kapitałem własnym powinny być elementem stanowiącym barierę dla wielu rozsądnie postępujących inwestorów, którzy powinni oczekiwać odpowiedniej do poziomu tego ryzyka ceny za użyczenie kapitału, odzwierciedlonej w *koszcie kapitału własnego*. Podobnie zachowują się zresztą wierzyciele, którzy z góry

określają cenę wykorzystania dysponowanych przez siebie kapitałów, wyrażoną stopą oprocentowania pożyczanych kwot. Jeśli uznają, że firma nie jest w stanie wnieść tej opłaty (obsługiwać odsetek) i dodatkowo spłacać kapitału, to nie udzielą jej wsparcia.

Wydaje się, że wymogi, co do ceny kapitału własnego będą miały szczególne znaczenie w przypadku pozyskiwania *zewnętrznych kapitałów własnych*, czyli dopłat od dotychczasowych właścicieli, nowych emisji kapitałów, czy zaangażowania funduszy *private equity*. Generalnie można przyjąć, że im bardziej oddalony od firmy i anonimowy inwestor, tym pozyskanie od niego kapitałów będzie oparte bardziej na rachunku ekonomicznym, wyrażonym w poszukiwaniu inwestycji przynoszącym oczekiwane stopy zwrotu. W tym sensie stosunkowo łatwe, w porównaniu do innych form zewnętrznego finansowania własnego, będzie pozyskiwanie kapitałów od dotychczasowych właścicieli, o ile oczywiście będą oni w ogóle dysponowali kolejnymi nadwyżkami kapitału. Dużo trudniejsze może okazać się wprowadzenie nowych właścicieli. Problemy mogą rozpocząć się już na etapie ich poszukiwania. Chodzi przede wszystkim o utrudniony dostęp do uczestników niepublicznego i nieformalnego rynku kapitałowego, a mianowicie inwestorów indywidualnych, w tym *business angels*. W poszukiwaniu tych inwestorów, poza dobrym pomysłem na biznes, znaczenie będą odgrywały przede wszystkim kontakty właścicieli i przedsiębiorstwa, brak jest bowiem sformalizowanej struktury tego rynku. Pewnym ułatwieniem w kojarzeniu inwestycji i inwestorów są sieci i syndykaty zrzeszające aniołów biznesu. Obecnie w Polsce działa sześć takich sieci – dwie ogólnopolskie i cztery regionalne.²⁶

Nieco łatwiej będzie dotrzeć do inwestorów skupionych na tzw. formalnym rynku *private equity*, ponieważ tworzą go firmy wyspecjalizowane w poszukiwaniu inwestycji przynoszących ponadprzeciętne przyrosty wartości kapitału. Są to fundusze *private equity* i *venture capital*. Portal finansowy bankier.pl podaje kontakty do ponad trzydziestu takich instytucji²⁷. Jednakże wymagania stawiane przez fundusze *private equity* będą dużo większe niż inwestorów indywidualnych, w tym zwłaszcza aniołów biznesu. Ci ostatni, co ważne dla małych i młodych firm, często są skłonni: po pierwsze angażować się w przedsięwzięcia o dużo wyższym ryzyku niż pozostali inwestorzy, a po drugie na dużo mniejsze kwoty, niż minimalne wymagania np. funduszy *private equity*. Z tych powodów odgrywają ważną rolę w wypełnianiu tzw. luki kapitałowej.

²⁶ Zob. pkt. 9.3.2 niniejszego opracowania

²⁷ <http://www.bankier.pl/firma/vc/narzedzia/katalog/> (11.12.2009).

Wreszcie firmy mogą korzystać także z najbardziej sformalizowanego rynku kapitału własnego, czyli *giełdy papierów wartościowych*. Giełda pełni rolę instytucjonalnego pośrednika pomiędzy podmiotami zgłaszającymi zapotrzebowanie na kapitał i jego dawcami. Jest to jednak rynek transakcji przeważnie dużo większych niż zawierane przez inwestorów indywidualnych czy fundusze private equity, a przez to niedostępnych dla wielu firm poszukujących kapitału.

W Polsce działa jedna giełda, o której wspomniano w podrozdziale 1.2 niniejszego rozdziału – jest nią Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie (GPW), która prowadzi swoją działalność na dwóch rynkach regulowanych:

- *podstawowym* – na którym notowanych jest większość spółek, przy czym charakteryzuje się on najwyższymi wymogami wejścia,
- *równoległym* – przeznaczonym dla spółek mniejszych, które nie są w stanie od razu spełnić wymogów notowania na rynku podstawowym.

Poza rynkiem regulowanym GPW jest także organizatorem rynku *NewConnect*, przeznaczonego dla firm, które nie są w stanie spełnić wszystkich wymogów dopuszczenia na rynek równoległy (a tym bardziej na rynek podstawowy). W swoich zamierzeniach *NewConnect* skupia przede wszystkim dynamiczne firmy innowacyjnych technologii, ale nie jest to warunkiem koniecznym. Mogą być na nim notowane również firmy z innych sektorów.

Wymagania, co do wartości emisji oraz procedury formalnej i informacyjnej rynku papierów wartościowych, stanowią dla wielu przedsiębiorstw istotną barierę wejścia. Ponadto, część inwestorów, nawet tych dużych, z tych powodów, świadomie pozostaje poza tym rynkiem.

Tym niemniej giełda papierów wartościowych jest jednym z filarów rynku kapitałowego i odgrywa ważną rolę dla poprawnego funkcjonowania gospodarki rynkowej. Przede wszystkim ułatwia przepływ kapitału do przedsiębiorstw i sektorów, w których może być on najbardziej efektywnie wykorzystany. *Dostęp do kapitału* jest ułatwiony z uwagi na możliwość kojarzenia nieporównywalnie wielu, w stosunku do innych segmentów rynku kapitałowego, ofert inwestorów i przedsiębiorców. Z punktu widzenia tych ostatnich daje im ponadto praktycznie nieograniczony dostęp do finansowania. Przedsiębiorstwa mają możliwość powtarzania emisji swoich akcji, co wobec wcześniejszego rozpoznania obowiązków spoczywających na spółce publicznej przy wejściu na giełdę i „nauczenia się”

bycia spółką publiczną zdaje się naturalnym źródłem pozyskiwania kolejnych porcji kapitału. Ułatwione jest też zdobywanie środków z innych źródeł, np. poprzez emisję obligacji czy kredyty bankowe.

Obecność na giełdzie oznacza też zazwyczaj *wzrost wiarygodności* wśród partnerów biznesowych, którzy mają dostęp praktycznie do wszystkich ważnych informacji na temat spółki. Wejście na giełdę łączy się też ze wzrostem *prestżu* firmy, gdyż panuje przekonanie, że giełda gromadzi prężne i efektywne firmy, które nie boją się otwartości i jawności oraz codziennej oceny inwestorów. Giełda przynosi też *efekt promocyjny* – firmy giełdowe są często przedmiotem informacji podawanych w mass mediach, przez co zyskują tanią i efektywną promocję.

Podsumowując rozważania na temat finansowania kapitałem własnym w Polsce należy stwierdzić, że swoją wartością jest on równy finansowaniu kapitałami obcymi. Jego wartość w 2008 roku wyniosła 959,2 mld zł. We wtórnych źródłach informacji brak jest danych dezagregujących tę wartość na subrynki kapitału własnego. Praktycznie dostępne są jedynie informacje z niektórych sformalizowanych jego segmentów – wartość debiutów giełdowych w 2008 roku wyniosła 9,4 mld zł²⁸, a wartość inwestycji funduszy private equity i venture capital szacowana jest na 2,5 mld zł²⁹. Stanowi to jednak zaledwie ułamek wartości całego rynku kapitału własnego. W związku z powyższym należy przypuszczać, że jego zasadniczą część stanowią środki od inwestorów spoza formalnego rynku, zarówno indywidualnych jak i instytucjonalnych oraz tzw. kapitały samofinansowania przedsiębiorstw, czyli zyski zatrzymane.

1.4.2 Analiza sprawności finansowania kapitałami obcymi

Równie popularnym źródłem finansowania są kapitały obce. Ich wartość w bilansach przedsiębiorstw na koniec 2008 roku w Polsce wynosiła około 941,3 mld zł, z czego 801,7 mld zł stanowią zobowiązania m.in.: *kredyty i pożyczki, zobowiązania z tytułu dostaw i usług* (kredyt kupiecki), *zobowiązania z tytułu podatków, ceł, ubezpieczeń i innych świadczeń* (zobowiązania podatkowe) oraz *zobowiązania pozostałe*. Ich strukturę przedstawia poniższa tabela.

²⁸ http://www.gpw.pl/gpw.asp?cel=informacje_gieldowe&k=24&i=/zrodla/spolkigieldowe/debiuty/debiuty2008.html&sky=1 (13.01.2010).

²⁹ Dane Polskiego Stowarzyszenia Inwestorów Kapitałowych.

Zobowiązania podatkowe oraz grupa zobowiązań pozostałych, w odróżnieniu do dwóch pierwszych rodzajów zobowiązań, nie posiada charakteru produktów finansowych. Dotyczą one przede wszystkim zobowiązań bieżących, wynikających z normalnej działalności firmy, których daty zapadalności przypadły po dniu bilansowym (31 grudnia 2008 roku) i dlatego wykazane są na stanie zobowiązań firm. Z tych powodów nie będą przedmiotem szczegółowych rozważań.

Tabela 6 Zobowiązania przedsiębiorstw działających w Polsce w latach 2007 - 2008

Wyszczególnienie	2007		2008	
	mld zł	%	mld zł	%
Kredyty i pożyczki	164,1	27,0%	316,2	39,4%
Kredyt kupiecki	235,7	38,7%	273,2	34,1%
Zobowiązania z tyt. podatków, ceł, ubezpieczeń i innych świadczeń	41,6	6,8%	49,4	6,2%
Pozostałe zobowiązania	167	27,5%	162,9	20,3%
Razem	608,4	100,0%	801,7	100,0%

Źródło: opracowanie własne na podstawie materiałów GUS.

Analiza powyższych danych wskazuje, że najbardziej popularną formą finansowania zewnętrznego są *kredyty i pożyczki*. Z danych zebranych przez GUS wynika, że w 2008 roku zadłużenie przedsiębiorstw z tego tytułu wyniosło 316,2 mld zł. Z kolei NBP podaje, że same kredyty i pożyczki *bankowe* dla przedsiębiorstw wyniosły 216 mld zł³⁰. Do nich należy dodać co najmniej wartość pożyczek udzielonych przez fundusze pożyczkowe, czyli ok. 2,8 mld zł³¹, co łącznie daje kwotę około 218,8 mld zł.

Kolejną popularną formą finansowania zewnętrznego jest *kredyt kupiecki*. Przyczyn takiego stanu rzeczy można upatrywać przede wszystkim w ograniczonych do minimum procedurach – jest to praktycznie umowa, często słowna, albo wyrażona na dokumencie zapłaty, co do terminu uregulowania zobowiązania. Powszechność tej formy finansowania może też oznaczać, problemy przedsiębiorstw z regulowaniem zobowiązań z tytułu dostaw towarów i usług, a w związku z tym wydłużaniem okresów ich spłaty, co może skutkować narastaniem wartości niezapłaconych zobowiązań.

Zainteresowanie kredytami i pożyczkami wśród przedsiębiorstw, pomimo ich znacznego sformalizowania, zwłaszcza ze strony banków, należy uznać za stosunkowo wysokie, zbliżone rzędem wartości do kredytu kupieckiego. Może to wynikać z faktu, że z kredytów i pożyczek w większości korzystają firmy duże, zatrudniające pięćdziesięciu i

³⁰ Raport roczny 2008, NBP, Warszawa 2009, s. 175.

³¹ Dane Polskiego Stowarzyszenia Funduszy Pożyczkowych.

więcej pracowników – ich udział w ogólnej wartości kredytów i pożyczek wynosi ponad 80%³². Dla tych firm wymagania stawiane przez banki i fundusze pożyczkowe są zdecydowanie mniej uciążliwe. Rzadziej natomiast z tej formy finansowania korzystają firmy małe – kredyty i pożyczki udzielone tym podmiotom to niecałe 20% portfela kredytowego banków i funduszy pożyczkowych. Wynika to przede wszystkim z relatywnie mniejszych wartościowo potrzeb tej grupy przedsiębiorstw, ale także z rozbudowanych wymogów formalnych banków: z niedopasowania oczekiwań banków do możliwości małych przedsiębiorców w zakresie zabezpieczeń, czy sposobów dokumentowania ich działalności. Zauważalny jest jednak dialog pomiędzy bankami a sektorem MSP. Banki dostrzegają ten segment klientów – wydzielając dla nich osobne produkty, ale także rozwijają swoje techniki scoringowe i ratingowe, dzięki którym ocena MSP staje się łatwiejsza, mniej pracochłonna i kosztowna. W konsekwencji powinna się zwiększyć dostępność kredytów dla tej grupy klientów. Tym niemniej, w dobie obecnego kryzysu finansowego, rozpoczętego załamaniem rynku kredytów subprime w USA, a skutkującego m.in. zmniejszeniem podaży pieniądza na rynku, nie należy spodziewać się nadmiernych uproszczeń procedur, zwłaszcza tych w zakresie zabezpieczeń.

Wartość pozostałych form finansowania obcego, które można określić mianem produktów finansowych, jest zdecydowanie niższa. Rynek leasingu w Polsce w 2008 roku to 33,1 mld zł, faktoringu 47,9 mld zł, a wartość pożyczek udzielonych przez fundusze pożyczkowe, jak wspomniano to zaledwie 2,8 mld zł. Zestawienie tych form finansowania obcego przedsiębiorstw w 2008 roku w Polsce przedstawia poniższa tabela.

Tabela 7 Szacunkowe wartości rynków wybranych form finansowania obcego przedsiębiorstw w Polsce w 2008 roku

Forma finansowania	Wartość w mld zł
Leasing	33,1
Faktoring	47,9
Fundusze pożyczkowe	2,8
Razem	83,8

Źródło: opracowanie własne na podstawie materiałów źródłowych Związku Polskiego Leasingu, Polskiego Związku Faktorów, Polskiego Stowarzyszenia Funduszy Pożyczkowych.

Te alternatywne formy finansowania, wprawdzie mające dużo mniejszy udział w finansowaniu przedsiębiorstw niż kredyty i pożyczki, przeżywają w naszym kraju dynamiczny rozwój. Wartość zarówno rynku leasingu jak i faktoringu wzrosła w 2007 roku w porównaniu z 2006 o ok. 50%, natomiast pożyczki udzielone przez fundusze pożyczkowe

³² Wyniki finansowe podmiotów... - op. cit.

zwiększyły się o 20%. W 2008 roku w wyniku kryzysu na rynkach finansowych, który przełożył się również na wyniki przedsiębiorstw, tempo wzrostu rynku leasingu zmniejszyło się do około 3%. W przypadku pożyczek udzielonych przez fundusze pożyczkowe wzrost wynosił około 16%. Najbardziej dynamicznie rozwinął się rynek factoringu, który zwiększył się o około 55%.

Korzystanie z *usług firm leasingowych* staje się coraz bardziej popularne z uwagi na uproszczoną procedurę pozyskiwania kapitału, nie zawsze wymagane zabezpieczenie oraz korzyści podatkowe. Polski rynek leasingu jest jednym z najszybciej rozwijających się rynków w Europie. W 2008 roku wartość polskiego rynku leasingu wynosiła 33,1 mld zł, co w porównaniu do 2007 roku oznacza wzrost o około 1,3%. Najbardziej dynamicznie rozwijał się rynek leasingu IT, maszyn i urządzeń oraz nieruchomości³³. Niektórzy badacze wskazują, że w wielu krajach wśród klientów firm leasingowych przeważają dynamicznie rozwijające się firmy z sektora MSP³⁴.

Na popularności zyskuje także *faktoring*. Wartość obrotów całego polskiego rynku factoringu w latach 2005 – 2008 wzrosła ponad trzykrotnie z blisko 14,2 mld zł w roku 2005 do około 47,9 mld zł w roku 2008. Można się spodziewać, że obroty na tym rynku będą systematycznie wzrastać, zwłaszcza w okresie kryzysu finansowego, kiedy część przedsiębiorstw w poszukiwaniu funduszy będzie korzystać z usług faktora. Wzmożony popyt na te usługi może doprowadzić do podwyższenia ich, już i tak wysokiej, ceny. Najczęściej cena usług fakoringowych jest wyższa od oprocentowania kredytów i pożyczek bankowych. Poza tym, firmy faktoringowe, mogą również napotkać barierę w postaci ograniczonych środków finansowania wykupywanych wierzytelności. W pewnych obszarach faktoring stanowi alternatywę dla kredytu obrotowego. Wprawdzie jest od niego nieco droższy, ale nie wymaga ustanawiania zabezpieczeń, a w związku z tym ponoszenia ich kosztów, poza tym w przeciwieństwie do kredytu nie powoduje zwiększania zadłużenia, więc nie zmniejsza przyszłej zdolności kredytowej firmy.

Jak wspomniano, dynamicznie rozwija się też w Polsce rynek *funduszy pożyczkowych*. Przeciętny wzrost tego rynku w okresie ostatnich trzech lat (2005-2008) wyniósł ok. 20%. Fundusze pożyczkowe nastawione są na wypełnianie luki kapitałowej i obsługę MSP, które nie mogą skorzystać z kredytów bankowych. W kręgu ich szczególnego zainteresowania są

³³ Szerszy opis rynku factoringu oraz leasingu przedstawiają kolejno pkt. 10.1 oraz 10.2 opracowania.

³⁴ B. Mikołajczyk, Infrastruktura MSP w krajach Unii Europejskiej, Difin, Warszawa, 2006, s. 162.

firmy zatrudniające pięciu i mniej pracowników. Zgodnie z danymi publikowanymi przez Polskie Stowarzyszenie Funduszy Pożyczkowych na koniec grudnia 2008 roku sześćdziesiąt siedem instytucji prowadziło siedemdziesiąt jeden funduszy pożyczkowych. W porównaniu do roku poprzedniego liczba tych instytucji zmniejszyła się o Nidzicką Fundację Rozwoju „NIDA” oraz Agencję Inicjatyw Lokalnych Sp. z o.o. z siedzibą w Żarnowcu, które zaprzestały prowadzenia działalności pożyczkowej. Według stanu na koniec grudnia 2008 roku fundusze pożyczkowe dysponowały kapitałem początkowym o wartość 946,4 mln zł oraz udzieliły od początku działalności 171,3 tys. pożyczek o wartości 2,8 mld zł.

Działalność funduszy pożyczkowych często jest powiązana z działalnością *funduszy poręczeniowych*. Te drugie pełnią rolę gwaranta, ich zadaniem jest udzielenie zabezpieczeń kredytów i pożyczek dla podmiotów, które samodzielnie takich zabezpieczeń nie mogą wnieść. Dzięki temu ryzyko finansowania może być podzielone na kilka podmiotów. W praktyce jednak fundusze poręczeniowe nie udzielają zabezpieczenia na 100% pożyczki, czy kredytu. Ich udział w poręczeniu przeważnie ograniczony jest do 60 – 80% kwoty pożyczki. To sprawia, że wiele zwłaszcza małych i mikro firm we wczesnych stadiach rozwoju nie jest w stanie zapewnić poręczenia w brakującej części, mimo dobrych pomysłów znajdujących odzwierciedlenie w kreowaniu nadwyżek i w biznes planach tych firm. W konsekwencji nie mogą skorzystać z formy finansowania obcego w postaci pożyczki, przeważnie też są za słabe, żeby pozytywnie przejść ocenę banku. W związku z powyższym muszą szukać finansowania gdzie indziej, np. wśród dotychczasowych i / lub nowych właścicieli, w tym funduszy private equity.

Nową szansą dla przedsiębiorstw jest stworzenie rynku *Catalyst*. Rynek obligacji Catalyst rozpoczął działalność 30 września 2009 roku. Prowadzony jest na platformach transakcyjnych Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie i BondSpot (dawniej: MTS CeTO). Tworzą go cztery platformy obrotu. Dwie prowadzone przez GPW – w formule rynku regulowanego i ASO - przeznaczone są dla klientów detalicznych, analogiczne dwa rynki BondSpotu dedykowane są klientom hurtowym (rynek ASO na platformie BondSpot ruszy do końca 2009 roku). Wszystkie przeznaczone są dla nieskarbowych instrumentów dłużnych - obligacji komunalnych, korporacyjnych oraz listów zastawnych. Zgodnie z wynikami przeprowadzonych badań wartość emisji obligacji korporacyjnych na rynku Catalyst w 2009 roku osiągnęła wartość 6,8 mld zł. Należy jednak zauważyć, że większość tej kwoty (5,3 mld zł) stanowią obligacje wyemitowane przez Krajowy Fundusz Drogowy. Obligacje

typowo korporacyjne miały wartość jedynie około 76 mln zł. Wartość wyemitowanych listów zastawnych w 2009 roku wyniosła około 2,9 mld zł.³⁵

Przyczyn niewielkiego zainteresowania polskich przedsiębiorstw obligacjami można wymienić kilka. Zdaje się, że najważniejszą z nich jest fakt postrzegania emisji obligacji jako procesu bardziej skomplikowanego niż pozyskiwanie kapitałów z innych źródeł. W zasadzie porównać go można tylko z emisją akcji na giełdzie. Ponadto, obiektywną barierą są stosunkowo wysokie *kwoty emisji*, których nie można dzielić na przykład na transze uruchamiane w zależności od programu inwestycyjnego przedsiębiorstwa. Poza tym, ponieważ obligacja trafia na rynek kapitałowy, to od jego zmiennych nastrojów będzie zależało powodzenie emisji. W czasach dekoniunktury i kryzysu emitent może mieć problemy ze sprzedażą swoich papierów, albo może się okazać, że są one znacznie droższe niż oczekiwano. Pewnym, często wykorzystywanym zabezpieczeniem w tej sytuacji jest gwarancja objęcia całej lub części emisji przez bank (ang. *underwriting*).

Wobec powyższego decyzja o wykorzystaniu obligacji jako źródła finansowania powinna mieć konkretne umotywowanie. Często jest nim niższy koszt w porównaniu z kredytem bankowym, albo dłuższy termin spłaty, okres karencji i kapitalizacji odsetek. Ponadto, nabywcy obligacji, z reguły mniej niż inni kapitałodawcy zewnętrzni, są zainteresowani ingerowaniem w bieżące zarządzanie spółką, co może dla niektórych podmiotów ceniących niezależność być dobrym rozwiązaniem. Czasami motywem może być po prostu brak innego wyjścia. Dzieje się tak w przypadku, gdy np. banki odmówią finansowania danej inwestycji, uznając ją jako zbyt ryzykowną, albo z uwagi na fakt, że firma wykorzystała już swoją zdolność kredytową.

Specyficzną formą finansowania obcego są także *fundusze unijne* udzielane przez Unię Europejską (UE), ponieważ mają postać bezzwrotnych grantów. Łączna suma środków zaangażowana w realizację działań rozwojowych w Polsce w okresie 2007 – 2013, których głównym elementem będzie Narodowa Strategia Spójności wyniesie ze strony bezzwrotnej pomocy unijnej 85,4 mld euro³⁶. To oznacza, że średnio rocznie (do roku 2015)³⁷ do beneficjentów pomocy unijnej będzie trafiać ok. 9,5 mld euro, co odpowiada ok. 5% PKB.

³⁵ Szersza analiza została przedstawiona w rozdziale 4.2.

³⁶ Narodowe Strategiczne Ramy Odniesienia 2007-2013, Ministerstwo Rozwoju Regionalnego, Warszawa, maj 2007, s. 116.

³⁷ Fundusze europejskie są wydawane zgodnie z *regulą n+2*, co oznacza, że zobowiązania UE, chociaż dotyczą lat 2007-2013, będą mogły być regulowane w latach 2007-2015.

Stopień dofinansowania projektów zależy od wielu czynników i jest regulowany w wytycznych poszczególnych programów operacyjnych, ale może sięgać nawet 100% wartości inwestycji. Jednakże większość działań polega na dofinansowaniu projektów planowanych przez beneficjentów, a nie finansowaniu ich w całości, zatem wymaga zaangażowania także środków własnych beneficjentów. Przy czym źródła finansowania wkładu własnego nie mają znaczenia z punktu widzenia instytucji zarządzającej danym programem i w praktyce mogą pochodzić zarówno ze źródeł własnych, jak i obcych. Ponadto, finansowanie projektów unijnych przeważnie jest realizowane na zasadzie *refundacji* środków, co oznacza, że beneficjenci pomocy unijnej najpierw realizują inwestycję ze zgromadzonych przez siebie środków, a dopiero po jej formalnym rozliczeniu otrzymują zwrot części przewidzianej do sfinansowania ze środków unijnych. Również i w tym przypadku, nie ma formalnych ograniczeń, co do źródeł pochodzenia środków angażowanych przez beneficjentów. Ważne jest samo zapewnienie tego finansowania. Beneficjenci najczęściej korzystają z mieszanych źródeł finansowania, na które przeważnie składają się środki własne, kredyty i pożyczki, a także leasing aktywów trwałych. To z kolei oznacza, że beneficjentem pomocy unijnej mogą być przedsiębiorstwa posiadające wystarczające środki i/lub kwalifikujące się do pozyskania zewnętrznych źródeł finansowania. Stanowi to oczywiście pewne ograniczenie w dostępie do funduszy dla przedsiębiorstw mniejszych, czy młodych, które są poza zasięgiem zainteresowania banków, czy innych instytucji finansowych.

W tym miejscu warto zwrócić uwagę na wyzwania, jakie stawia przed uczestnikami obrotu gospodarczego kryzys finansowy, czy też właściwie już gospodarczy. Wielu ekonomistów jest zdania, że jednym ze znaczących sposobów łagodzenia skutków kryzysu będzie uruchamianie na jak najszerszą skalę *inwestycji infrastrukturalnych*. W aspekcie funduszy unijnych pojawiają się opinie o konieczności przesunięcia środków unijnych z działań „miękkich” na „twarde”. Chodzi tu o podtrzymanie popytu inwestycyjnego, ważnego dla rozwoju gospodarczego. Dodatkowo, uwagę zwraca się na wspomniany sposób wydatkowania środków unijnych, a w szczególności zasady prefinansowania, które w wielu przypadkach blokują efektywne wykorzystanie funduszy unijnych. Rozwiązaniem wartym rozważenia jest szersze wykorzystanie *gwarancji bankowych* udzielanych przez państwo, które przyspieszą pozyskiwanie kredytów na prefinansowanie i współfinansowanie inwestycji przez beneficjentów. Pojawiają się opinie, że kluczową rolę w tym procesie mógłby odgrywać państwowy Bank Gospodarstwa Krajowego (BGK). Zgodnie z „Planem Stabilności i

Rozwoju” rząd zamierza dokapitalizować BGK kwotą 2 mld zł, co powinno przynieść efekt w postaci zwiększenia dostępności kredytowej o 20 mld zł.

Podsumowując rozważania na temat sprawności wykorzystania kapitałów obcych jako źródeł finansowania należy przede wszystkim podkreślić dominację tradycyjnych źródeł kapitału. Chodzi o kredyty i pożyczki, w tym również kredyt kupiecki. Ten ostatni, jest najbardziej popularnym sposobem finansowania działalności. Można przypuszczać, że mają na to wpływ ograniczone do minimum formalności – jest to praktycznie umowa, często słowna, albo wyrażona na dokumencie zapłaty, co do terminu uregulowania zobowiązania. Jednocześnie obydwa źródła razem (kredyty i pożyczki oraz kredyt kupiecki) stanowiły ponad połowę zobowiązań przedsiębiorstw na koniec 2008 roku i wyniosły około 590 mld zł.

Pozostałe rodzaje kapitałów obcych mają dużo mniejszy udział w finansowaniu przedsiębiorstw. Najbardziej popularne z nich to leasing i faktoring – wartość rynku pierwszego z nich to około 33 mld zł, a drugiego około 48 mld (2008 rok). Z kolei, nastawione na obsługę mniejszych podmiotów, fundusze pożyczkowe w zeszłym roku udzieliły pożyczek na łączną sumę 2,8 mld zł.

Dominacja kredytów i pożyczek, jako źródeł finansowania obcego, wskazuje na ich zasadniczą rolę, jaką odgrywają w gospodarce. Nabiera to szczególnego znaczenia w dobie kryzysu finansowego, kiedy nasilają się problemy z płynnością wynikającą z ograniczonej podaży pieniądza na rynku. Już dzisiaj polskie banki, wprowadzają wytyczne ich zagranicznych właścicieli, dotyczące limitów kredytowych dla poszczególnych branż. W konsekwencji ograniczenia podaży kredytów, wzrasta ich koszt (działa prawo podaży i popytu), a to z kolei obniża zainteresowanie nimi ze strony inwestorów. W skrajnej sytuacji może się zdarzyć, że ci, którzy posiadają pieniądze, nie będą chcieli ich wprowadzać do obrotu gospodarczego, gdyż będą to uważali po prostu za bardziej ryzykowne. A dostępność kredytów jest kluczową sprawą dla przedsiębiorstw. I nie chodzi tylko o duże kredyty pod wielkie inwestycje. Równie istotne są te dla małych i średnich firm, bez których gospodarka przestanie się rozwijać. Jest tu olbrzymia rola do odegrania przez państwo, które powinno zaangażować się jeszcze bardziej w udzielanie gwarancji.

Generalnie, należy oczekiwać podejmowania przez państwo konkretnych działań. Obserwowana obecnie aktywność rządów w USA i Europie Zachodniej mająca na celu przeciwdziałanie kryzysowi wynika z wniosków wyciągniętych po okresie Wielkiej Depresji

lat trzydziestych w USA. Za jedną z przyczyn rozmiarów ówczesnego kryzysu ekonomiści zgodnie uznają bierne zachowania władz, które doprowadziły do paniki na rynku bankowym i załamania sektora finansowego. Natomiast za podstawowe narzędzie naprawcze uznano program dokapitalizowania banków przez państwo, który po raz pierwszy został uruchomiony w 1933 roku.

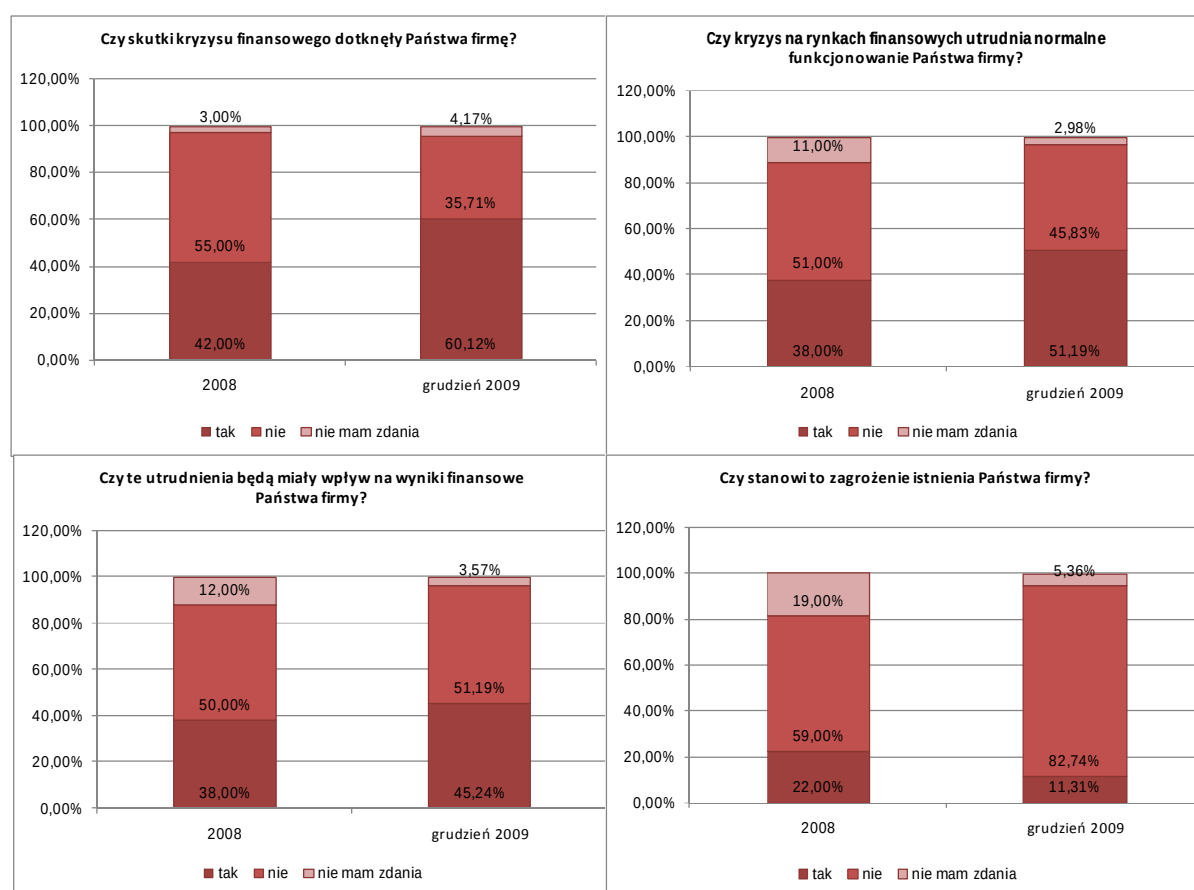
Polskie banki prawdopodobnie nie będą potrzebowały dokapitalizowania, tak jak ich centrale na świecie. Potrzebne jest raczej przywrócenie zaufania w sektorze bankowym, a to można wspomóc programem gwarancji państwowych. Oczywiście gwarancje te powinny być odpowiednio adresowane i skonstruowane. Tu z kolei potrzeba planu uzdrowienia gospodarki w sferze realnej, czyli decyzji określających, które sektory gospodarki najbardziej potrzebują wsparcia i jakie będą jego efekty.

1.5 Wpływ kryzysu finansowego na działalność przedsiębiorstw – wyniki badań ankietowych

Na potrzeby niniejszego rozdziału wspólnie z Północną Izbą Gospodarczą w Szczecinie w grudniu 2009 roku przeprowadziłem badania ankietowe dotyczące *wpływu kryzysu finansowego na działalność przedsiębiorstw*. Badaniem została objęta grupa stu sześćdziesięciu ośmiu przedsiębiorstw zrzeszonych w Północnej Izbie Gospodarczej. Przedsiębiorcom zadano pytania dotyczące ich opinii na temat kryzysu finansowego, wykorzystywania przez nich dotacji z Unii Europejskiej oraz stosowania wybranych form finansowania krótkoterminowego. Dodatkowo respondentów poproszono o odpowiedź, którymi źródłami kapitału długoterminowego są oni zainteresowani w perspektywie najbliższych trzech lat. Uzyskane wyniki zostały skonfrontowane z wynikami podobnego badania, które zostało przeprowadzone w listopadzie 2008 roku na próbie stu przedsiębiorstw.

Otrzymane wyniki wskazują, że wielu badanych przedsiębiorców zauważa negatywne skutki kryzysu. Co prawda, podobnie jak w 2008 roku, większość ankietowanych stwierdziła, że kryzys finansowy nie stanowi bezpośredniego zagrożenia dla istnienia ich firmy, ale aż 60% badanych podmiotów odczuło jego skutki. Oznacza to, że w porównaniu do 2008 roku odsetek przedsiębiorstw, które dotknięte zostały skutkami kryzysu finansowego wzrósł o blisko 20 pkt. proc. Biorąc pod uwagę fakt, że ponad 50% badanych przedsiębiorców stwierdziło, że kryzys finansowy utrudnia normalne funkcjonowanie firmy można przepuszczać, że skutki kryzysu mają znaczący wpływ na stan polskiej gospodarki. Tezę tę potwierdza fakt, że ponad 45% badanych przedsiębiorców uważa, że wywołane kryzysem

utrudnienia mogą negatywnie wpłynąć na osiągane wyniki finansowe. Dla porównania, w listopadzie 2008 roku podobny pogląd wyraziło 38% badanych firm. Przedstawione wyniki zdają się potwierdzać postawioną w ubiegłym roku hipotezę, zgodnie z którą główne skutki kryzysu miały wystąpić w Polsce w 2009 roku. Wyraźnie zauważalny jest wzrost liczby przedsiębiorstw, których wyniki finansowe na skutek kryzysu uległy pogorszeniu. W rezultacie spodziewane ograniczenie konsumpcji oraz wydatków inwestycyjnych sektora prywatnego wpłynęło na zmniejszenie się tempa wzrostu produktu krajowego brutto. Porównanie wyników badań ankietowych dotyczących wpływu kryzysu finansowego na działalność przedsiębiorstw zostały przedstawione na poniższym wykresie.

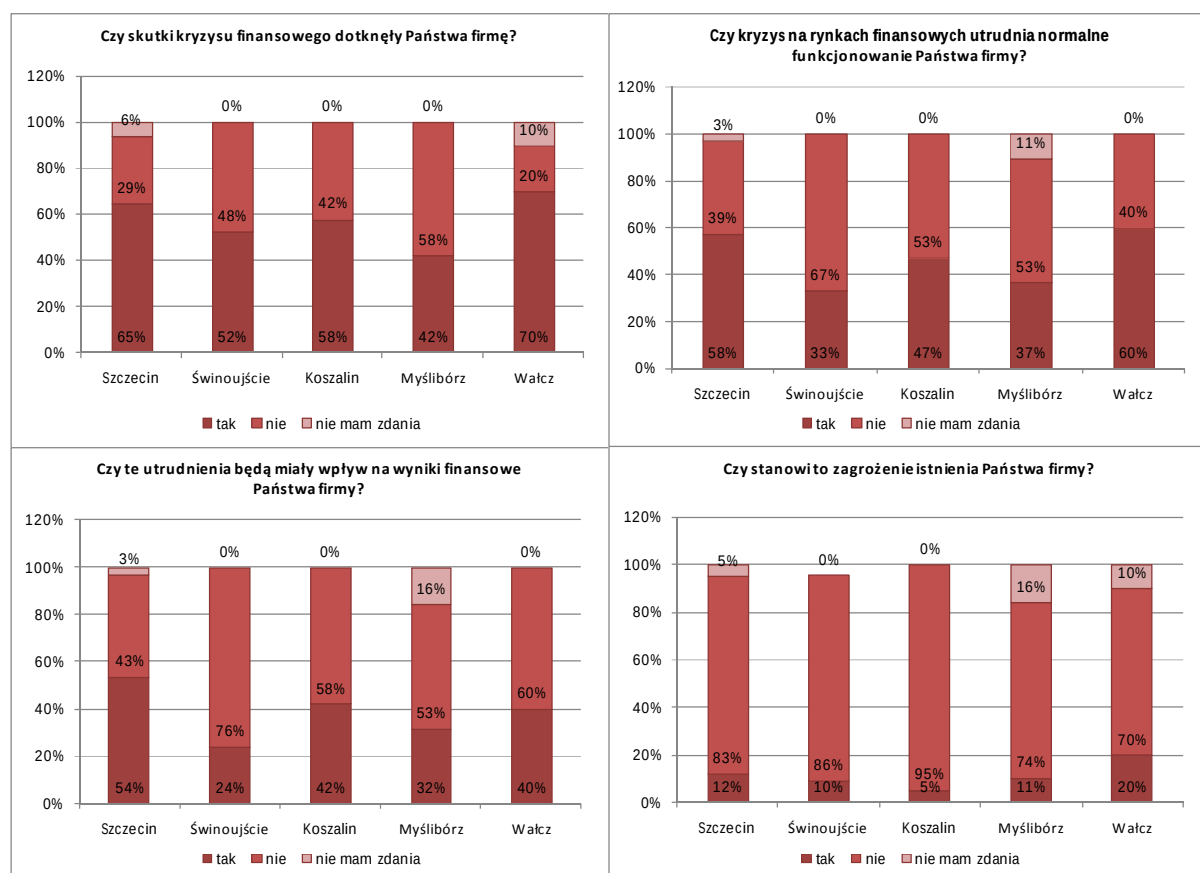


Rys. 5 Ocena wpływu obecnego kryzysu finansowego na działalność przedsiębiorstw w listopadzie 2008 roku oraz w grudniu 2009 roku

Źródło: opracowanie własne na podstawie badań ankietowych przeprowadzonych przez Północną Izbę Gospodarczą w Szczecinie w listopadzie 2008 roku oraz w grudniu 2009 roku.

Oceniając wyniki badań otrzymane w poszczególnych oddziałach Północnej Izby Gospodarczej należy zauważyć, że podregionami województwa zachodniopomorskiego, w których największy odsetek przedsiębiorstw odczuł skutki obecnego kryzysu finansowego, są obszary stosunkowo najlepiej rozwinięte gospodarczo, takie jak Szczecin, Wałcz i Koszalin. Spośród podmiotów skupionych w oddziale myśliborskim, a więc działających na obszarze

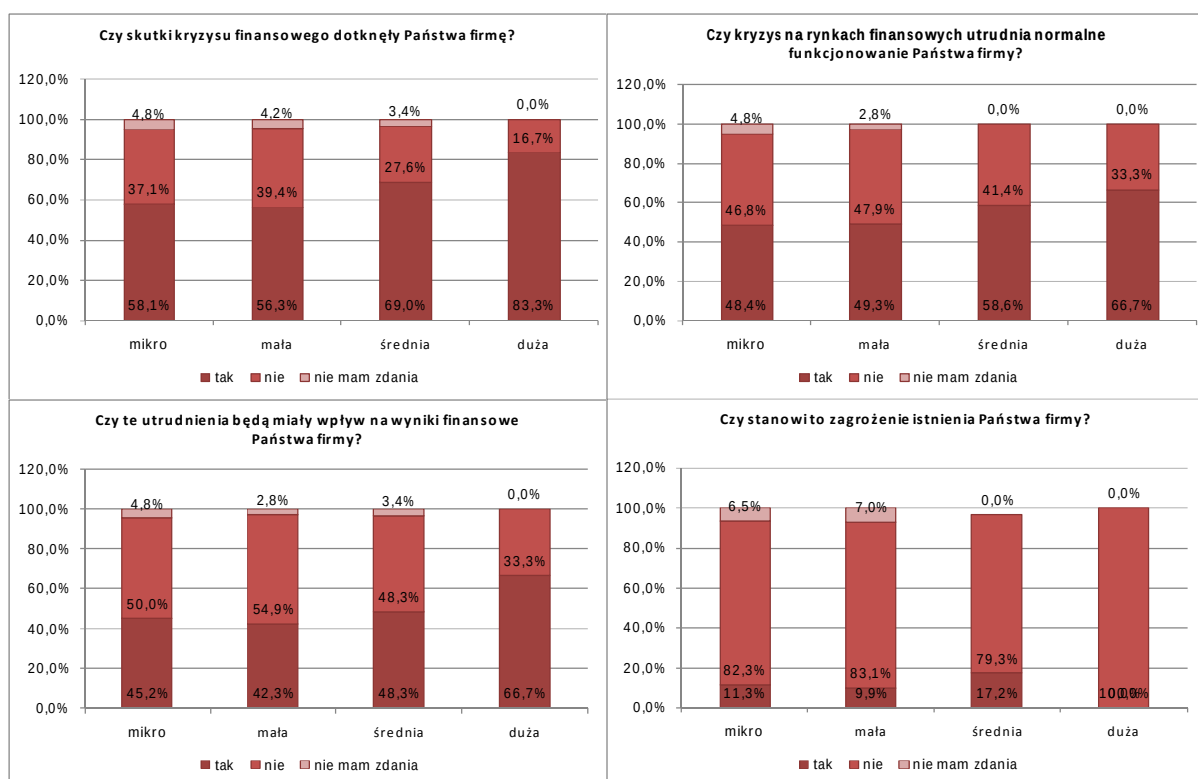
słabiej rozwiniętym gospodarczo, większość badanych podmiotów (58%) nie odczuło skutków kryzysu. Podobny rozkład odpowiedzi można zaobserwować w przypadku kolejnego pytania zadanego respondentom. Obszarami, na których kryzys utrudnił normalne funkcjonowanie największej liczbie podmiotów są Wałcz i Szczecin. Biorąc pod uwagę fakt, że teoretycznie najsilniej, między innymi z racji posiadania portu morskiego, uzależnionym od koniunktury gospodarczej na świecie jest Świnoujście, dziwić może fakt, że blisko 67% badanych tam podmiotów stwierdziło, że kryzys na rynkach finansowych nie utrudnił ich normalnego funkcjonowania. Należy jednak pamiętać, że Świnoujście jest nie tylko silnie związane z szeroko rozumianą gospodarką morską, ale również z turystyką. Teoretycznie kryzys mógł przyczynić się do polepszenia sytuacji finansowej wielu działających tam przedsiębiorstw. Można przepuszczać, że polscy turyści w obliczu faktycznych lub spodziewanych trudności finansowych zamiast drogiej zagranicznych wycieczek wybrali wypoczynek nad polskim morzem. Podejmowaniu tego rodzaju decyzji dodatkowo sprzyjały występujące w sezonie letnim korzystne warunki pogodowe. Przedsiębiorstwa działające na obszarach silnie rozwiniętych gospodarczo, lecz nieposiadających takich atutów jak Świnoujście, odczuły kryzys znacznie bardziej dotkliwie. Pocieszający jest jednak fakt, że niezależnie od lokalizacji większość badanych przedsiębiorstw uważa, że ewentualne skutki kryzysu nie zagrażają ich istnieniu. Wyniki badań szczegółowo przedstawia poniższy wykres.



Rys. 6 Ocena wpływu obecnego kryzysu finansowego na działalność przedsiębiorstw według wybranych podregionów w grudniu 2009 roku

Źródło: opracowanie własne na podstawie badań ankietowych przeprowadzonych przez Północną Izbę Gospodarczą w Szczecinie w grudniu 2009 roku.

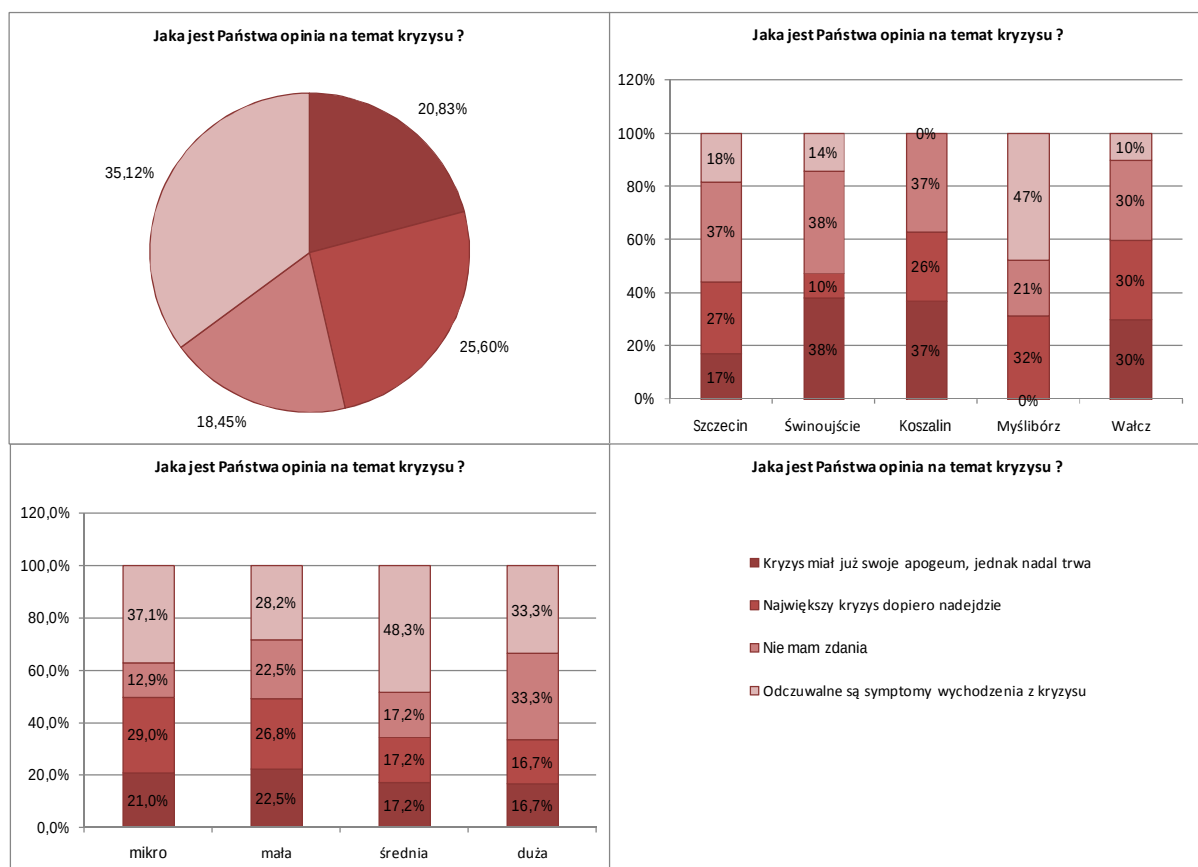
Z przeprowadzonych badań wyraźnie wynika, że skutki kryzysu finansowego w większym stopniu odczuły duże podmioty gospodarcze. Wydawać się może, że przeważające w regionie zachodniopomorskim małe i mikro firmy, z uwagi na fakt, że z reguły obsługują rynek lokalny, nie powinny być tak wrażliwe na zawirowania występujące w światowej gospodarce, jak duże podmioty produkujące głównie na eksport. Należy jednak pamiętać, że mniejsze przedsiębiorstwa często współpracują z większymi w charakterze podwykonawców, stąd nie powinien dziwić fakt, że ponad 56% małych i 58% mikro firm odczuło negatywne skutki kryzysu. Cieszyć może fakt, że chociaż w przypadku blisko 67% dużych przedsiębiorstw, wywołane kryzysem utrudnienia wpłynęły na osiągnięte wyniki finansowe, to żadna z badanych w tej grupie firm nie uważa, że te utrudnienia mogą stanowić zagrożenie dla jej istnienia. Wynika to z faktu, że duże podmioty dysponują na ogół większym kapitałem i często posiadają odpowiednio zdywersyfikowany rynek zbytu. Inaczej jest w przypadku mniejszych przedsiębiorstw, które z uwagi na ograniczony potencjał finansowy nie są w stanie w wystarczająco elastyczny sposób zarządzać kapitałem pracującym. Potwierdzają to przedstawione na poniższym wykresie wyniki badań.



Rys. 7 Ocena wpływu obecnego kryzysu finansowego na działalność według wybranych grup przedsiębiorstw w grudniu 2009 roku

Źródło: opracowanie własne na podstawie badań ankietowych przeprowadzonych przez Północną Izbę Gospodarczą w Szczecinie w grudniu 2009 roku.

Niewątpliwym powodem do optymizmu mogą być dane opublikowane na początku listopada 2009 roku przez Komisję Europejską. Zgodnie z nimi, podczas gdy w całej UE w 2010 roku PKB z powodu kryzysu zmniejszy się o 4,1%, Polska jako jedyny kraj członkowski odnotuje wzrost gospodarczy, w wysokości 1,2% PKB.³⁸ W najbliższych miesiącach kluczowe znaczenie dla sytuacji gospodarczej naszego kraju mogą mieć decyzje inwestycyjne podejmowane przez przedsiębiorców. W dużej mierze decyzje te będą zależęły od nastrojów panujących obecnie wśród inwestorów. Z przeprowadzonych badań wynika, że ponad jedna trzecia respondentów zauważa symptomy wychodzenia z kryzysu. Biorąc pod uwagę fakt, że według opinii ponad 20% badanych firm kryzys nadal trwa, ale miał już swoje apogeum, na najbliższą przyszłość można patrzeć z umiarkowanym optymizmem. Z drugiej strony nie można lekceważyć opinii blisko 25% badanych przedsiębiorców, którzy stwierdzili, że największy kryzys dopiero nadejdzie. Nie bez znaczenia jest również uczucie niepewności, co do przyszłości wyrażające się w opinii ponad 17% badanych przedsiębiorców, którzy nie mają wyrobionego zdania na temat kryzysu. Szczegółowe wyniki przeprowadzonych badań zostały przedstawione na poniższych wykresach.

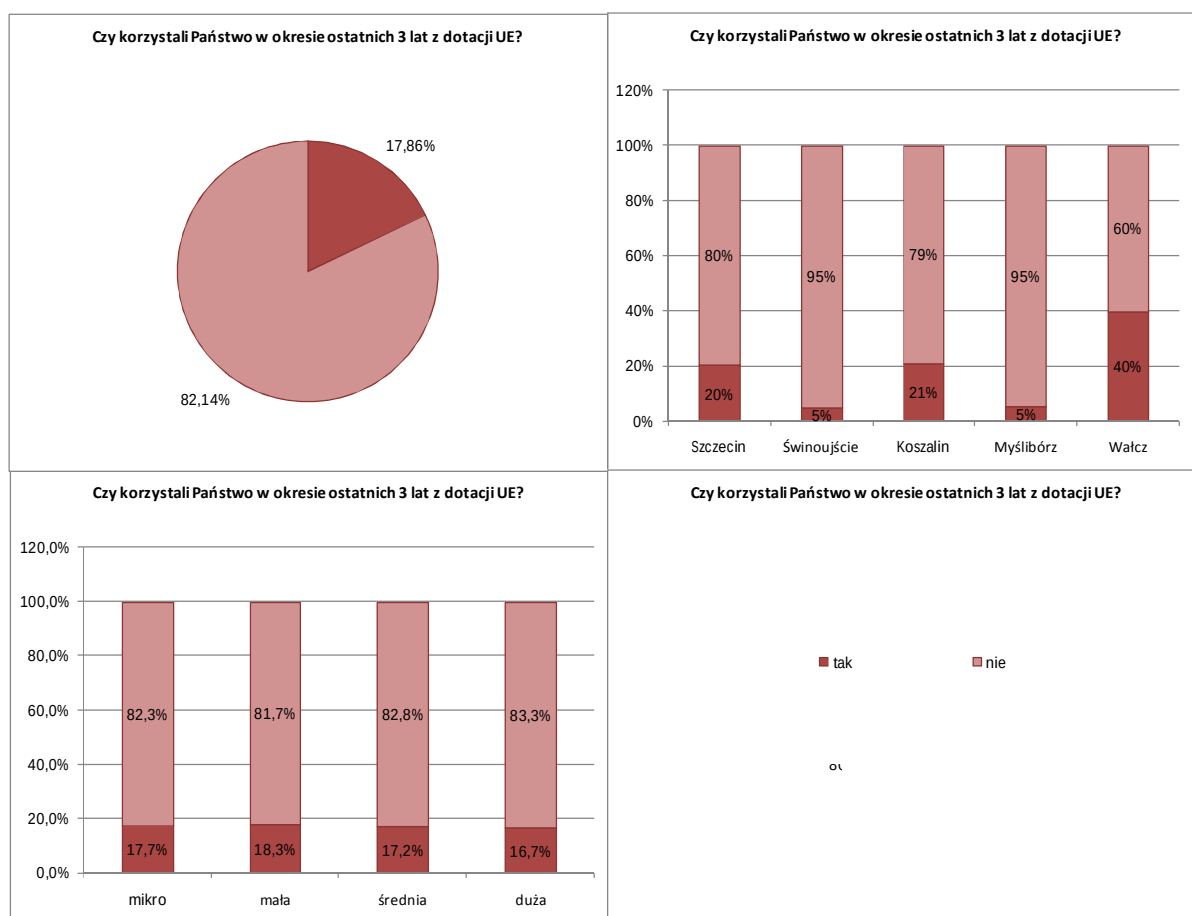


Rys. 8 Opinie przedsiębiorców na temat obecnego kryzysu finansowego w grudniu 2009 roku

³⁸ Polska jedyna w UE ze wzrostem PKB, gazetaprawna.pl (03.11.09).

Źródło: opracowanie własne na podstawie badań ankietowych przeprowadzonych przez Północną Izbę Gospodarczą w Szczecinie w grudniu 2009 roku.

Oprócz pytań dotyczących wpływu kryzysu finansowego na działalność przedsiębiorstw, respondentom zadano również pytania związane z wykorzystaniem przez nich wybranych źródeł krótko- i długoterminowego finansowania. Otrzymane wyniki wskazują, że duże rezerwy w zakresie możliwości pozyskania długoterminowego kapitału związane są z dotacjami pochodzącymi z Unii Europejskiej. Na pytanie „Czy korzystali Państwo w okresie ostatnich 3 lat z dotacji Unii Europejskiej?” ponad 80% badanych firm odpowiedziało negatywnie. Warto przy tym zaznaczyć, że ośrodkami, w których największy odsetek badanych przedsiębiorstw korzystał ze środków UE, są obszary, w których procentowo najwięcej przedsiębiorców odczuło negatywne skutki kryzysu finansowego. Potwierdza to tezę, że kryzys dotknął przede wszystkim obszary o dużej aktywności gospodarczej. Rozmiar przedsiębiorstwa nie miał istotnego wpływu na stopień wykorzystania środków unijnych. Wyniki badań dotyczących wykorzystania dotacji z UE zostały szczegółowo przedstawione na poniższym wykresie.

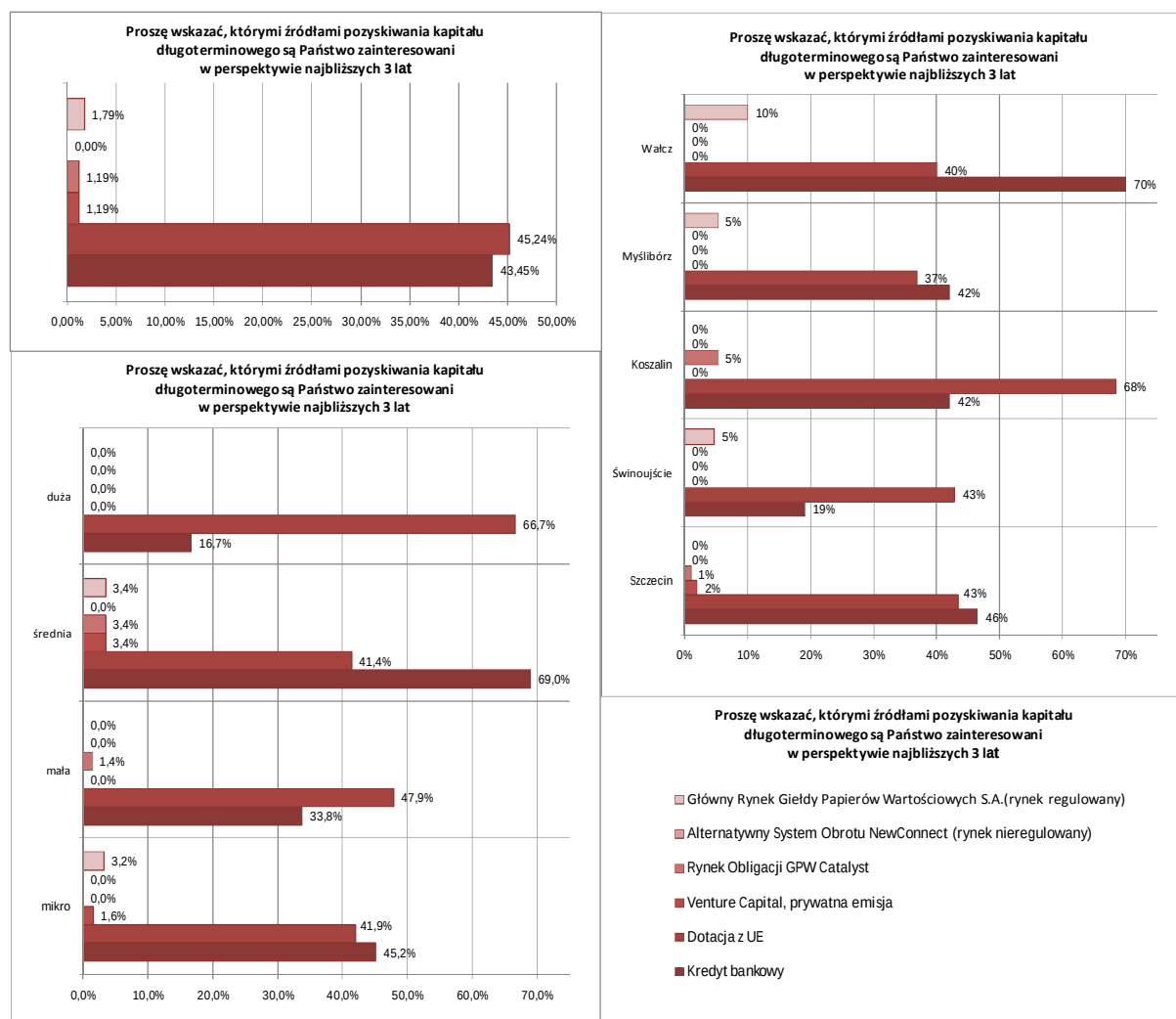


Rys. 9 Wykorzystanie dotacji z UE przez przedsiębiorstwa w ostatnich trzech latach

Źródło: opracowanie własne na podstawie badań ankietowych przeprowadzonych przez Północną Izbę Gospodarczą w Szczecinie w grudniu 2009 roku.

Potwierdzeniem dużych rezerw w zakresie możliwości pozyskania środków finansowych pochodzących z UE są odpowiedzi przedsiębiorców na pytanie dotyczące potencjalnych źródeł długoterminowego kapitału. Ponad 45% badanych przedsiębiorstw w perspektywie najbliższych trzech lat jest zainteresowana właśnie tą formą finansowania. Do tej grupy zaliczyć należy przede wszystkim duże przedsiębiorstwa, wśród których blisko 67% ma zamiar ubiegać się o środki unijne. Powodem takiej sytuacji może być fakt, że w przypadku wielu programów unijnych warunkiem uzyskania dotacji jest współfinansowanie projektu przez wnioskodawcę. W niektórych programach beneficjenci już na etapie składania aplikacji o dotację muszą przedstawić dokumenty potwierdzające posiadanie środków finansowych niezbędnych do realizacji projektu. Dużym przedsiębiorstwom, które dysponują z reguły większym kapitałem, łatwiej jest wygenerować środki finansowe niezbędne do uzyskania dotacji. Możliwości mniejszych firm są w tym zakresie mocno ograniczone. Rozwiązaniem tej sytuacji może być szersza współpraca MSP z bankami. Kredyt na inwestycję współfinansowaną z funduszy unijnych jest obciążony mniejszym ryzykiem, co w obecnych czasach jest szczególnie ważne również dla banków. Wyższy poziom ryzyka prowadzenia działalności gospodarczej w ostatnich miesiącach spowodował, że przed podjęciem decyzji kredytowej banki bardziej wnikliwie niż przed pojawieniem się obecnego spowolnienia gospodarczego analizują sytuację firm. Firmy mając do wyboru tradycyjne kredyty a środki unijne, z oczywistych względów preferują te drugie.

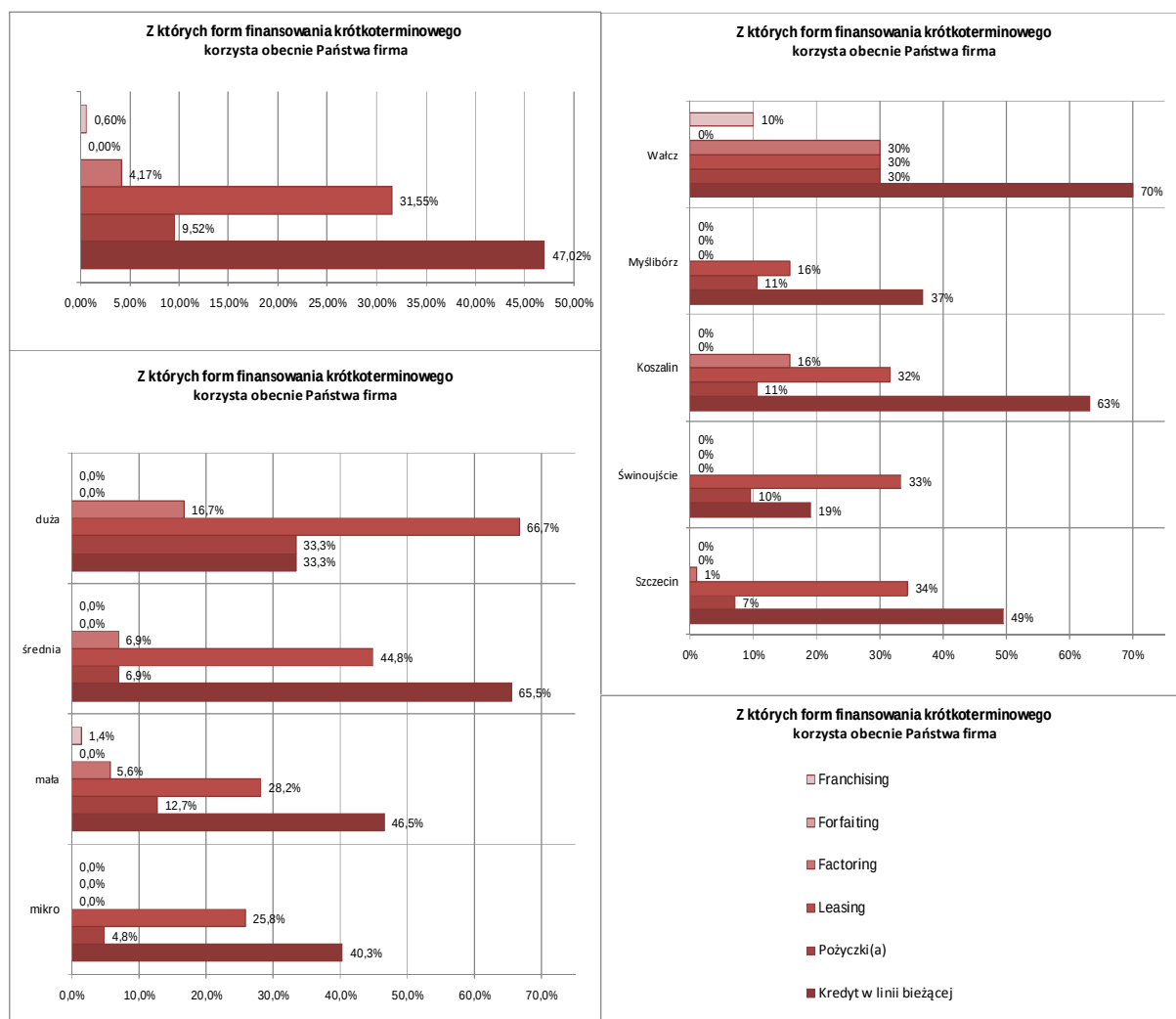
Najpopularniejszym obok dotacji z UE potencjalnym źródłem kapitału jest jednak nadal kredyt bankowy. W perspektywie najbliższych trzech lat tą formą finansowania działalności zainteresowanych jest blisko 43% badanych przedsiębiorstw. Warto zauważyć, że są to przede wszystkim małe (45%) i średnie (blisko 70%) firmy, które jak wcześniej wspomniano zazwyczaj nie dysponują odpowiednio wysokimi zasobami kapitałów własnych. Potwierdza to fakt, że w przypadku dużych przedsiębiorstw jedynie około 17% respondentów w perspektywie najbliższych trzech lat jest zainteresowanych kredytem bankowym. Szczegółowe zestawienie wyników przeprowadzonych badań zostało przedstawione na poniższym wykresie.



Rys. 10 Zainteresowanie przedsiębiorstw wybranymi źródłami długoterminowego kapitału

Źródło: opracowanie własne na podstawie badań ankietowych przeprowadzonych przez Północną Izbę Gospodarczą w Szczecinie w grudniu 2009 roku.

Stosunkowo duża dostępność dotacji z UE i związanych z nimi kredytów bankowych powoduje, że przedsiębiorcy dość ostrożnie podchodzą do alternatywnych sposobów pozyskiwania kapitału. Świadczy o tym znikome zainteresowanie względnie nowymi w naszym kraju formami finansowania takimi jak Venture Capital, Alternatywny System Obrotu NewConnect czy Rynek Obligacji GPW Catalyst. Sytuacja wygląda podobnie w przypadku krótkoterminowych form finansowania działalności gospodarczej. Ponad 47% badanych podmiotów korzysta obecnie z kredytu w linii bieżącej, a blisko 10% z pożyczek. Inną popularną formą finansowania jest leasing, który wykorzystywany jest obecnie przez około 32% badanych firm. Minimalne zainteresowanie takimi formami finansowania jak Factoring, Forfaiting czy Franchising potwierdza dość ostrożne podejście badanych przedsiębiorców do nowych i często niezrozumiałych instrumentów finansowych. Wyniki przeprowadzonych w tym zakresie badań szczegółowo przedstawione zostały na poniższym wykresie.



Rys. 11 Wykorzystanie wybranych form finansowania krótkoterminowego w grudniu 2009 roku

Źródło: opracowanie własne na podstawie badań ankietowych przeprowadzonych przez Północną Izbę Gospodarczą w Szczecinie w grudniu 2009 roku.

Niewątpliwa popularność tradycyjnych form finansowania działalności wynika między innymi z ich względnej prostoty, która powoduje, że są one zrozumiałe dla przedsiębiorców. Polska gospodarka mimo blisko dwudziestu lat przemian nadal musi nadrobić zaległości wobec krajów zachodnich. Pojawiające się w naszym kraju nowe instrumenty finansowe, w systemach finansowych krajów rozwiniętych funkcjonują już od dziesiątek lat. Z tego też powodu przedsiębiorstwa prywatne, które w Polsce na masową skalę zaczęły powstawać na początku lat dziewięćdziesiątych, zgłaszając nowe potrzeby kapitałowe, nie zawsze potrafią same wybrać odpowiednie dla siebie źródła finansowania. Dlatego bardzo istotną rolę mogą odegrać tutaj doradcy ekonomiczni i analitycy finansowi, którzy działając na zlecenie przedsiębiorstw pełnią funkcję edukacyjną i pomagają znaleźć najkorzystniejsze w danych warunkach sposoby zaspokajania finansowych potrzeb swoich klientów. Warto przy tym podkreślić, że ostateczna decyzja dotycząca źródeł finansowania

działalności gospodarczej zawsze należy do przedsiębiorcy, dlatego, że bierze na siebie pełne ryzyko i w przypadku niepowodzenia realizowanych przez siebie projektów będzie ponosił wynikające z tego ryzyka konsekwencje.

ROZDZIAŁ II

CHARAKTER PRAWNY KREDYTÓW I POŻYCZEK

2.1 Prawne uwarunkowania działalności banków

Zasady prowadzenia działalności bankowej, tworzenia i organizacji banków, oddziałów i przedstawicielstw banków zagranicznych, a także oddziałów instytucji kredytowych są w Polsce prawnie uwarunkowana poprzez ustawę Prawo bankowe. Wspomniana ustawa w art. 5 wśród wielu czynności właściwych bankom wyróżnia m.in.:

- udzielanie kredytów,
- udzielanie i potwierdzanie gwarancji bankowych oraz otwieranie i potwierdzanie akredytyw,
- udzielanie pożyczek pieniężnych,
- operacje czekowe i wekslowe oraz operacje, których przedmiotem są warranty,
- udzielanie i potwierdzanie poręczeń.

Wymienione powyżej czynności wykonywane mogą być wyłącznie przez banki, oddziały banków zagranicznych, oddziały instytucji kredytowych lub inne jednostki organizacyjne uprawnione do tego na podstawie odrębnej ustawy. Zgodnie z obowiązującymi przepisami, jednostkami organizacyjnymi uprawnionymi do udzielania kredytów są także Spółdzielcze Kasy Oszczędnościowo – Kredytowe³⁹.

2.2. Umowa kredytowa

Kredyt bankowy jest zawartą w formie pisemnej umową pomiędzy bankiem a kredytobiorcą. Zgodnie z art. 69. ust. 1 ustawy Prawo bankowe *„przez umowę kredytu bank zobowiązuje się oddać do dyspozycji kredytobiorcy na czas oznaczony w umowie kwotę środków pieniężnych z przeznaczeniem na ustalony cel, a kredytobiorca zobowiązuje się do korzystania z niej na warunkach określonych w umowie, zwrotu kwoty wykorzystanego kredytu wraz z odsetkami w oznaczonych terminach spłaty oraz zapłaty prowizji od udzielonego kredytu”*⁴⁰. Do ekonomicznych warunków kredytowych, które muszą być zawarte w umowie kredytowej zalicza się:

- datę i miejsce zawarcia,
- strony umowy,

³⁹ I. Próchicka - Grabias, A. Szelągowska, Finansowanie działalności gospodarczej w Polsce, CeDeWu.pl, Warszawa, 2006, s. 14.

⁴⁰ Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 roku – Prawo bankowe, (Dz. U. 1997, Nr 140, poz. 939, ze zmianami).

- kwotę i walutę kredytu,
- udział kredytu w realizowanych przy jego pomocy nakładach,
- cel kredytu,
- zasady i termin spłaty kredytu i odsetek,
- wysokość oprocentowania,
- wysokość prowizji bankowych,
- sposób zabezpieczenia,
- zakres uprawnień banku związanych z kontrolą wykorzystania i spłaty kredytu,
- terminy i sposób pozostawienia do dyspozycji kredytobiorcy środków pieniężnych,
- warunki dokonywania zmian i rozwiązania umowy,
- okres karencji spłaty odsetek i kapitału⁴¹.

Warunki umowy kredytowej powinny być przedstawione w jasny i przejrzysty sposób tak, aby uniemożliwić w przyszłości ich niejednoznaczną interpretację. Różna interpretacja zawartych w umowie kredytowej sformułowań niejednokrotnie powodować może wyższe koszty spłaty kredytu i w ostateczności może doprowadzić nawet do rozwiązania umowy. Dotyczy to w szczególności zapisów dotyczących oprocentowania oraz okresu karencji.

2.3 Pożyczka bankowa

W polskim prawodawstwie umowa pożyczki uregulowana została przepisami Kodeksu cywilnego. Zgodnie z art. 720 tejże ustawy *„przez umowę pożyczki dający pożyczkę zobowiązuje się przenieść na własność biorącego określoną ilość pieniędzy albo rzeczy oznaczonych tylko co do gatunku, a biorący zobowiązuje się zwrócić tę samą ilość pieniędzy albo tę samą ilość rzeczy tego samego gatunku i tej samej jakości”*.⁴²

Szczególną formę pożyczek stanowią pożyczki udzielane przez banki. Ich wyjątkowy charakter polega między innymi na tym, że udzielane mogą być wyłącznie w formie pieniężnej. Wynika to z ustawy Prawo bankowe, która w tym przypadku stanowi uzupełnienie przepisów Kodeksu cywilnego. Sposób spłaty i oprocentowania pożyczek bankowych określony został w art. 78 ustawy Prawo bankowe. Na jego mocy *„do umów pożyczek*

⁴¹ Finansowanie rozwoju przedsiębiorstwa. Studia przypadków, red. M. Panfil, Difin, Warszawa, 2008, s. 245.

⁴² Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 roku..... – op. cit.

pieniężnych zawieranych przez bank stosuje się odpowiednio przepisy dotyczące zabezpieczenia spłaty i oprocentowania kredytu”⁴³.

Niektórzy eksperci jako szczególną formę pożyczki traktują również kredyt bankowy⁴⁴. Między pożyczką pieniężną a kredytem bankowym występuje jednak kilka zasadniczych różnic. Po pierwsze umowa pożyczki przenosi na pożyczkobiorcę własność określonej ilości pieniędzy, natomiast umowa kredytowa pozostawia jedynie do dyspozycji kredytobiorcy kwotę środków pieniężnych, występujących w formie bezgotówkowego pieniądza bankowego, określonego jako limit, do wysokości którego kredytobiorca może się zadłużać w ustalonym okresie. Ponadto w umowie kredytu konieczne jest określenie celu, na jaki przeznaczone mają być pozyskane środki pieniężne. Wykorzystanie kredytu niezgodnie z celem zawartym w umowie upoważnia kredytodawcę do wypowiedzenia umowy kredytu. W przypadku umowy pożyczki, określenie celu, na jaki przeznaczone zostaną środki pieniężne nie jest wymagane obligatoryjnie. Kredyt jest zawsze zobowiązaniem odpłatnym, natomiast pożyczka – o ile nie jest udzielana przez bank – może mieć charakter darmowy. Umowy kredytu zawierane przez banki sporządzane są zawsze w formie pisemnej natomiast umowy pożyczki zawierane mogą być w dowolnej formie. Wyjątek stanowi pożyczka bankowa, która podobnie jak kredyt wymaga formy pisemnej⁴⁵.

2.4. Gwarancje bankowe

Definicja gwarancji bankowej zawarta została w art. 81 ustawy Prawo Bankowe. Na jego mocy *„gwarancją bankową jest jednostronne zobowiązanie banku-gwaranta, że po spełnieniu przez podmiot uprawniony (beneficjenta gwarancji) określonych warunków zapłaty, które mogą być stwierdzone określonymi w tym zapewnieniu dokumentami, jakie beneficjent załączy do sporządzonego we wskazanej formie żądania zapłaty, bank ten wykona świadczenie pieniężne na rzecz beneficjenta gwarancji - bezpośrednio albo za pośrednictwem innego banku*”⁴⁶. Stronami gwarancji bankowej są:

- zleceniodawca, na którego polecenie bank gwarantujący wystawia gwarancję,
- beneficjent gwarancji, na którego rzecz wystawiana jest gwarancja,

⁴³ Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 roku ... - op. cit.

⁴⁴ Temat ten opisuje szerzej W. Popiołek, Kodeks cywilny. Komentarz, t. II, Kazimierz Pietrzykowski (red.), Warszawa, 1998, s. 308.

⁴⁵ G. Kozuń-Cieślak, Obligacje komunalne instrument dłużny dla jednostek samorządu terytorialnego, PWE, Warszawa, 2008, s. 48.

⁴⁶ Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 roku... - op. cit.

- bank udzielający gwarancji.

W praktyce gospodarczej występują różne rodzaje gwarancji bankowych, wśród najczęściej spotykanych na wyróżnienie zasługują:

- gwarancja wadialna,
- przetargowa,
- gwarancja należytego wykonania umowy lub kontraktu,
- gwarancja zwrotu zaliczki,
- otwarcia akredytywy,
- gwarancja zapłaty za dostawę towaru lub też wykonania usługi,
- gwarancja zapłaty cła,
- gwarancja spłaty kredytu,
- gwarancja spłaty rat leasingowych,
- gwarancja zapłaty z innych tytułów, np. wykupu inkasa, weksła,
- regwarancja.

Gwarancja ma na celu zapewnienie jej beneficjentowi wykonania umowy przez kontrahenta. Jeśli umowa nie zostanie wykonana, to bank wypłaca beneficjentom określoną kwotę pieniędzy. Gwarancja jest niezależnym zobowiązaniem banku i nie może być odwołana, chyba, że przewidziano to w jej treści. Płatność z tytułu gwarancji dokonywana jest zwykle po złożeniu pisemnego oświadczenia beneficjenta. Warunki umowy gwarancji bankowej, jej wysokość, okres ważności są określone w liście gwarancyjnym i ustalane indywidualnie dla każdego klienta. Gwarancja bankowa ma zabezpieczyć beneficjenta gwarancji nie tylko przed ryzykiem niewypłacalności, lecz również ryzykiem długoterminowego i trudnego dochodzenia roszczeń.

2.5 Kryteria klasyfikacji kredytów i pożyczek

Klasyfikacji dostępnych na rynku kredytów i pożyczek bankowych dokonać można za pomocą wielu różnorodnych kryteriów. Wśród najważniejszych z nich wyróżnia się:

- przeznaczenie kredytu,
- sposób postawienia kredytu do dyspozycji klienta,
- okres kredytowania,
- termin uruchomienia kredytu,

- sposób spłaty kredytu.

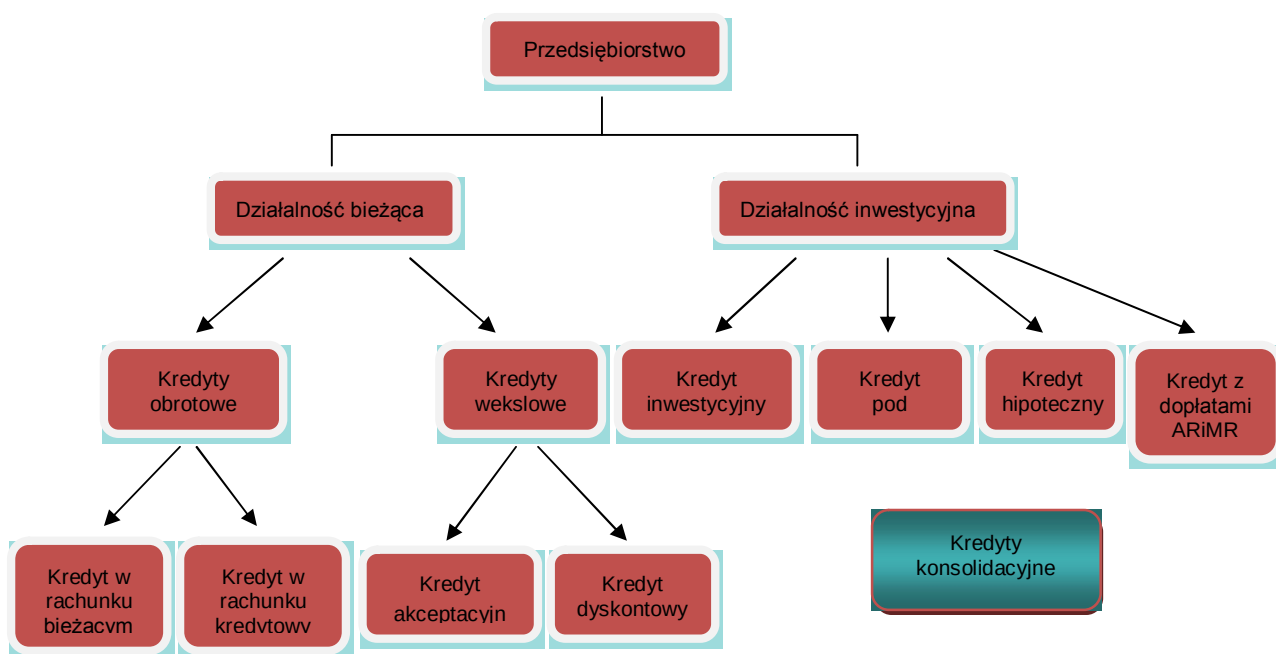
Kredyty bankowe służyć mogą zarówno finansowaniu działalności bieżącej przedsiębiorstwa jak i finansowaniu jego działalności inwestycyjnej. Biorąc pod uwagę to kryterium rozróżnia się dwie podstawowe grupy kredytów:

- *kredyty obrotowe* – służące do finansowania bieżącej działalności gospodarczej przedsiębiorstwa, najczęściej mają charakter krótkoterminowy,
- *kredyty inwestycyjne* – mające charakter długoterminowy i wykorzystywane są do finansowania rzeczowych przedsięwzięć inwestycyjnych⁴⁷.

Uwzględniając sposób postawienia kredytu do dyspozycji kredytobiorcy, kredyty bankowe podzielić można na trzy kategorie:

- *kredyty w rachunku bieżącym* – udzielane w postaci limitu na rachunku bankowym do jakiego kredytobiorca może się zadłużyć w okresie określonym umową,
- *kredyty w rachunku kredytowym* – polegające na otwarciu osobnego rachunku, na którym bank stawia do dyspozycji kredytobiorcy przewidziane umową środki finansowe,
- *kredyty wekslowe* – polegające na dyskontowaniu lub skupie weksli będących zobowiązaniami handlowymi.

⁴⁷ J. Bednarz, E. Gostomski, Finansowanie działalności gospodarczej, Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk, 2006, s. 60.



Rys. 12 Klasyfikacja dostępnych na rynku kredytów z uwagi na cel ich przeznaczenia

Źródło: opracowanie własne.

Istotne kryterium klasyfikacji kredytów bankowych stanowi okres kredytowania. Z uwagi na to kryterium banki najczęściej rozróżniają trzy następujące rodzaje kredytów:

- *kredyty krótkoterminowe* – udzielne na okres do 1 roku,
- *kredyty średnioterminowe* – z terminem spłaty od 1 roku do 3 lat,
- *kredyty długoterminowe* – z terminem spłaty powyżej 3 lat⁴⁸.

Okres kredytowania uzależniony jest najczęściej od przeznaczenia kredytu oraz wiarygodności kredytowej kredytobiorcy. Dłuższy okres kredytowania oznacza dla banku większe ryzyko, dlatego też kredyty o dłuższym okresie kredytowania charakteryzują się zazwyczaj wyższym kosztem. Warto przy tym zaznaczyć, że efekt ten nie dotyczy kredytów hipotecznych, które udzielane są co prawda z reguły na dłuższy okres czasu, ale z uwagi na odpowiednie zabezpieczenie w postaci hipoteki obarczone są mniejszym ryzykiem⁴⁹.

W praktyce najczęściej kredyty krótkoterminowe wykorzystywane są do finansowania działalności bieżącej przedsiębiorstwa natomiast kredyty średnio i długoterminowe przeznaczone są na finansowanie inwestycji.

⁴⁸ Ibidem, s. 60.

⁴⁹ Finansowanie rozwoju przedsiębiorstwa... - op. cit., s. 224

Przeznaczenie oraz okres kredytowania determinuje często zasady i termin uruchomienia kredytu, które określone są zawsze w warunkach umowy kredytowej. Kwota przyznanego kredytu uruchomiona może być w jeden z trzech następujących sposobów:

- *jednorazowo* – cała kwota zostaje przekazana kredytobiorcy w jednym terminie,
- *w transzach* – kwota kredytu udostępniana jest kredytobiorcy w częściach w zależności od jego potrzeb i warunków umowy,
- *w ciągnieniach* – terminy oraz wysokość poszczególnych ciągnięć nie są ustalone w umowie, reguluje je sam kredytobiorca w zależności od potrzeb⁵⁰.

W praktyce jednorazowo uruchamiane są najczęściej kredyty krótkoterminowe o nieznaczej wartości, natomiast kredyty inwestycyjne o długim okresie spłaty udostępniane są kredytobiorcy w transzach sukcesywnie, w miarę realizacji kolejnych etapów finansowanej przy ich pomocy inwestycji.

Sposób spłaty przyznanego przez bank kredytu określony jest zawsze w umowie kredytowej. W zależności od wartości przyznanej kwoty oraz propozycji banku spłata kredytu może nastąpić albo w ratach albo jednorazowo na koniec okresu kredytowania. W praktyce kredyty krótkoterminowe spłacane są zazwyczaj jednorazowo natomiast kredyty o dłuższym okresie kredytowania spłacane są w ratach. Raty kredytowe składają się z dwóch części - raty odsetkowej i raty kapitałowej. Do wyznaczenia wysokości raty kredytowej wykorzystuje się zazwyczaj jedną z dwóch następujących metod:

- *metodę kapitałową* (metoda malejących rat) – raty w pierwszym okresie są bardzo wysokie, a następnie ich wielkość stopniowo maleje,
- *metodę annuitową* (metoda równych rat) – kredytobiorca co miesiąc płaci takie same raty⁵¹.

Najistotniejsze rodzaje kredytów, wraz z ich poszczególnymi odmianami, zostały opisane szerzej w dalszej części pracy.

⁵⁰ Ibidem, s. 226- 227.

⁵¹ Ibidem - *op. cit.*, s. 227 oraz I. Próchicka - Grabias, A. Szelańska... - *op. cit.*, s. 20 – 21.

2.6 Kredyty finansujące działalność bieżącą

2.6.1 Kredyt w rachunku bieżącym

Kredyt w rachunku bieżącym (ang. *overdraft*) zwiększa saldo debetowe rachunku bieżącego przedsiębiorstwa do określonego umową kredytową limitu. Umowa ta upoważnia kredytobiorcę do wydawania zleceń płatniczych, które bank zobowiązuje się wykonać do wysokości przyznanego kredytu. Rachunek bieżący pełni od tego momentu podwójną funkcję, zarówno rachunku rozliczeniowego, jak i rachunku kredytowego. Dopóki przedsiębiorstwo posiada własne środki finansowe na rachunku, dopóty wszelkie wypłaty zmniejszają stan posiadania tych środków i dopiero, gdy wyczerpią się one całkowicie, zostanie uruchomiony kredyt. Wysokość kredytu w rachunku bieżącym ustalana jest indywidualnie, w zależności od potrzeb oraz wysokości i częstotliwości obrotów na rachunku bieżącym kredytobiorcy. Kredyt ten ma charakter odnawialny, oznacza to, że wszelkie wpływy na rachunek zmniejszają automatycznie wysokość wykorzystanego kredytu. W praktyce spotkać się można z technicznym terminem bankowym „*wolna marża kredytowa*” oznaczającym różnicę między kwotą przyznanego kredytu a kwotą faktycznego zadłużenia, czyli salda debetowego tego rachunku⁵².

Kredyt w rachunku bieżącym przeznaczony jest przede wszystkim do pokrycia bieżących zobowiązań, na które chwilowo brakuje własnych środków finansowych. Kredyt ten służy więc przedsiębiorstwom do zapewnienia bieżącej płynności finansowej. Z punktu widzenia kredytobiorcy niewątpliwą zaletą kredytu w rachunku bieżącym jest szybki dostęp do przyznanых środków pieniężnych oraz możliwość elastycznego wykorzystywania przyznanego limitu w zależności od aktualnej sytuacji płatniczej. Podstawową wadą tego kredytu jest oprocentowanie, które znacznie przewyższa przeciętne oprocentowanie zwykłych kredytów gospodarczych przyznanых na taki sam okres⁵³.

2.6.2 Kredyt w rachunku kredytowym

Kredyt w rachunku kredytowym udzielany jest w specjalnie w tym celu utworzonym rachunku kredytowym, w którym bank pozostawia do dyspozycji kredytobiorcy przewidziane w umowie kredytowej środki finansowe. Dokonywanie operacji pomiędzy rachunkiem bieżącym a kredytowym wymaga oddzielnych dyspozycji i przeksięgowania. Dzięki temu bank może lepiej kontrolować sposób wykorzystania i spłaty kredytu. Udostępnienie kwoty kredytu

⁵² J. Bednarz, E. Gostomski... - op. cit., s. 58 – 59.

⁵³ I. Próchicka - Grabias, A. Szelałowska... - op. cit., s. 15 – 16.

może nastąpić albo jako jednorazowe postawienie do dyspozycji kredytobiorcy całej kwoty albo poprzez sukcesywne przekazywanie jej części w kolejnych transzach. Spłata kredytu dokonana może być również na dwa sposoby tzn. albo w ratach albo jednorazowo na koniec okresu kredytowania. Warunki udostępnienia oraz spłaty przyznanego kredytu ustalane są dla każdego klienta indywidualnie⁵⁴.

Kredyt w rachunku kredytowym może mieć charakter zarówno odnawialny, jak i nieodnawialny. Kredyt odnawialny zbliżony jest do kredytu w rachunku bieżącym, z tą jednak różnicą, że kredytobiorca musi dokonywać spłat na rachunek kredytowy. Kredyt nieodnawialny udzielany jest do wysokości przyznanego limitu, a dokonywane spłaty nie powodują jego odnowienia. W praktyce gospodarczej kredyt w rachunku kredytowym udzielany jest w różnych odmianach, najczęściej spotykane to: kredyt docelowy, kredyt kasowy, kredyt na pokrycie wymagalnych zobowiązań, kredyt sezonowy, kredyt w formie linii kredytowej, kredyt płatniczy, czy kredyt rewolwingowy (odnawialny)⁵⁵.

2.6.3 Kredyt dyskontowy

Kredyt dyskontowy przeznaczony jest dla tych klientów banków, którzy przyjmują od swoich kontrahentów płatności w formie weksli. Banki najczęściej realizują dwa rodzaje weksli:

- *własny* (prosty, sola) – funkcjonuje jako środek płatniczy wystawiony przez głównego dłużnika wekslowego (kupującego towar/importera) i stanowi jego zobowiązanie do zapłaty remitentowi sumy wekslowej (sprzedającemu/eksporterowi) w określonym dniu,
- *trasowany* (ciągniony, trata) – wystawca weksła (sprzedawca/trasant) poleca zapłacić innej osobie (kupujący/trasat/główny dłużnik wekslowy) sumę wekslową w określonym terminie; trasat przyjmuje to zobowiązanie poprzez podpisanie weksła, czyli dokonuje akceptu weksła trasowanego.

Weksle bywają czasami używane w rozliczeniach między różnymi podmiotami. Jednak do bieżącego funkcjonowania przedsiębiorstwa niezbędne są środki pieniężne. Pozyskanie środków z weksli umożliwia kredyt dyskontowy. Kredyt ten poprawia bieżącą płynność finansową przedsiębiorstwa, umożliwia bowiem otrzymanie środków jeszcze przed terminem wykupu weksła.

⁵⁴ J. Bednarz, E. Gostomski... - op. cit., s. 59 – 60.

⁵⁵ I. Próchicka - Grabias, A. Szelałowska... - op. cit., s. 15 – 16.

Podawcą weksla może być każdy podmiot prowadzący działalność gospodarczą. Weksle mogą być dyskontowane pojedynczo lub w ramach linii, a składane do dyskonta powinny być wystawione zgodnie z wymogami Prawa wekslowego.

2.7 Kredyty finansujące działalność inwestycyjną

2.7.1 Kredyt inwestycyjny

Kredyt inwestycyjny jest kredytem długoterminowym, który udzielany jest w celu sfinansowania wydatków inwestycyjnych związanych z prowadzeniem oraz rozwojem działalności gospodarczej. Kredyt ten wykorzystywany jest do finansowania przedsięwzięć inwestycyjnych związanych z odtworzeniem, modernizacją lub powiększeniem majątku trwałego przedsiębiorstwa. Środki finansowe pozyskane za jego pomocą przeznaczone są na zakup nieruchomości, budowę nowych lub rozbudowę już istniejących linii produkcyjnych oraz zakup maszyn i urządzeń. Kwota kredytu udostępniana jest do dyspozycji kredytobiorcy stosownie do jego indywidualnych potrzeb. Kredyt można wykorzystać jednorazowo lub np. w transzach dostosowanych do terminarza realizacji inwestycji⁵⁶.

Warunkiem uzyskania kredytu inwestycyjnego jest udokumentowanie efektywności ekonomicznej, słuszności inwestycji, przewidywanych zysków, amortyzacji gwarancji bankowych oraz dobrze przygotowanych kosztorysów i planów finansowych. W celu zmniejszenia ryzyka kredytowego banki niejednokrotnie wymagają również udziału własnego kredytobiorcy w planowanej inwestycji. Wkład ten w zależności od rodzaju planowanego przedsięwzięcia wynosi od 10% do 20% wartości inwestycji netto. Stosowanie takiego rozwiązania wynika z założenia, że kredytobiorca ryzykujący własnym kapitałem będzie bardziej zainteresowany powodzeniem realizowanej przez siebie inwestycji⁵⁷. W praktyce gospodarczej oprócz standardowego kredytu inwestycyjnego, wiele banków oferuje również szereg kredytów docelowych, wśród których na wyróżnienie zasługują: kredyt na zakup środka transportu, kredyt termomodernizacyjny, kredyt na zakup nieruchomości.

2.7.2 Kredyty pod dotacje Unii Europejskiej

Kredyty inwestycyjne pod dotacje z Unii Europejskiej pozwalają sfinansować wszelkie inwestycje posiadające wsparcie ze środków UE (także usługi doradcze, szkolenia, uzyskanie certyfikatów jakości). Finansowaniu podlegają zarówno koszty kwalifikowane jak i

⁵⁶ Ibidem, s. 20.

⁵⁷ Ibidem.

niekwalifikowane przedsięwzięcia, koszty podlegające zwrotowi w ramach dotacji, jak i koszty niepodlegające zwrotowi. Kredyt skierowany jest do wszelkich podmiotów instytucjonalnych, którym przysługuje prawo ubiegania się o dotacje UE, tj. przedsiębiorców, rolników, jednostek samorządu terytorialnego, szpitali, szkół wyższych, jednostek zależnych od jednostek samorządu terytorialnego lub Skarbu Państwa. W praktyce kredyty pod dotacje Unii Europejskiej występować mogą w różnych odmianach:

- *kredyt pomostowy* – udzielany pod warunkiem przyznania klientowi dotacji i spłacany w całości z dotacji otrzymanej przez inwestora,
- *kredyt standardowy* – udzielany na okres ustalony z inwestorem, dotacja może spłacać część kredytu lub w ogóle nie zostać przeznaczona na spłatę kredytu,
- *kredyt warunkowy* – uruchamiany pod warunkiem przyznania inwestorowi dotacji,
- *promesa kredytowa* – wystawiany przez bank dokument wyrażający deklarację udzielenia przez bank kredytu na warunkach określonych w promesie,
- *gwarancja realizacji umowy* – wystawiana na życzenie klienta gwarancja realizacji umowy dotacji (stanowi zabezpieczenie prawidłowej realizacji umowy gdy dotacja wypłacana jest klientowi w formie zaliczek).

Jednym z warunków uzyskania kredytu unijnego jest wkład własny kredytobiorcy, który najczęściej wynosi około 20% wartości inwestycji. Należy przy tym zaznaczyć, że dotacja z funduszy unijnych nie jest traktowana jako środki własne.

Kredyty zaciągane w ten sposób zazwyczaj mają charakter długoterminowy, najczęściej przyznawane są na okres do dziesięciu lat, przy czym długość okresu kredytowania uzależniona jest od celu kredytu. Uruchomienie kredytu następuje po spełnieniu warunków określonych w umowie kredytu. Standardowo warunki te obejmują ustanowienie zabezpieczenia kredytu, otworzenie w banku rachunku pomocniczego do obsługi dotacji, przedłożenie do banku kopii wniosku o dotację złożonego do instytucji zarządzającej wraz z potwierdzeniem jego złożenia – w przypadku, jeśli kredyt uruchamiany jest przed podpisaniem umowy dotacji. Spłata kredytu w zależności od jego rodzaju nastąpić może ze środków własnych kredytobiorcy lub środków pochodzących z dotacji.

Wsparcie ze środków europejskich przysługuje przedsiębiorcom realizującym działania inwestycyjne, jak również szkoleniowe i doradcze zgodnie z kryteriami określonymi przez program operacyjny, w ramach którego przedsiębiorca ubiega się o dotację. Programy operacyjne stanowią zatwierdzone przez Komisję Europejską dokumenty

definiujące możliwości, formy i zasady przyznawania wsparcia ze środków funduszy europejskich. W latach 2008 - 2013 przedsiębiorcy będą w szczególności mogli liczyć na wsparcie w ramach:

- *Programu Operacyjnego „Innowacyjna Gospodarka”*
- *Programu Operacyjnego „Kapitał Ludzki”*
- *Programu Operacyjnego „Infrastruktura i Środowisko”*
- *16 Regionalnych Programów Operacyjnych,*
- *Programu Operacyjnego „Rozwoju Obszarów Wiejskich”,*
- *Programu Operacyjnego „Zrównoważony Rozwój Sektorów Rybołówstwa i Nadbrzeżnych Obszarów Rybackich”.*

W ramach powyższych programów przedsiębiorcy będą mogli ubiegać się o dotacje od 40% do 70% wartości kosztów kwalifikowanych inwestycji. Ostateczna wysokość możliwej dotacji uzależniona jest od wielkości firmy i od regionu, gdzie realizowana jest inwestycja oraz od programu operacyjnego, w ramach którego klient zamierza ubiegać się o dotację. Wypłata środków z dotacji następuje w formie refundacji części kosztów już poniesionych w ramach inwestycji. Oznacza to, że przedsiębiorca ubiegający się o wsparcie powinien w pierwszej kolejności zapewnić sobie finansowanie planowanej inwestycji. Promesa kredytowa bądź umowa kredytu przedłożona przez przedsiębiorcę wraz z wnioskiem o dofinansowanie z funduszy europejskich wskazuje instytucji rozpatrującej wniosek, iż przedsiębiorca posiada zapewnione finansowanie projektu inwestycyjnego.

2.7.3 Kredyty inwestycyjne z dopłatami Agencji Restrukturyzacji i Modernizacji Rolnictwa (ARiMR)

Kredyt inwestycyjny z dopłatami Agencji Restrukturyzacji i Modernizacji Rolnictwa (ARiMR) skierowany jest do przedsiębiorców prowadzących działalność gospodarczą w sektorze przetwórstwa rolniczo-spożywczego, rolnictwa ogrodnictwa lub branży rolniczo podobnej. Preferencyjne warunki tego rodzaju kredytów polegają na dopłatach do oprocentowania kredytu. Wysokość dopłat uzależniona jest od rodzaju linii preferencyjnej i wynosić może do 80% całkowitego oprocentowania kredytu.

Kredyt preferencyjny z dopłatami ARiMR ma charakter długoterminowy, a długość okresu kredytowania uzależniona jest najczęściej od przeznaczenia kredytu. Warto, przy tym zaznaczyć, że banki udzielając tego rodzaju kredytu stosują często okres karencji, który w niektórych przypadkach wynosić może nawet kilka lat.

Kredyty preferencyjne charakteryzujące się różnym zakresem przedmiotowym i podmiotowym są dostępne w następujących liniach kredytowych:

- kredyty na realizację inwestycji w gospodarstwach rolnych, działach specjalnych produkcji rolnej i przetwórstwie produktów rolnych,
- kredyty na zakup gruntów rolnych,
- kredyty na utworzenie lub urządzenie gospodarstw rolnych przez osoby, które nie ukończyły czterdziestego roku życia,
- kredyty na utworzenie lub urządzenie gospodarstwa rolnego w ramach realizacji, zaakceptowanego przez ministra właściwego do spraw rozwoju wsi i ministra właściwego do spraw finansów publicznych, programu osadnictwa rolniczego na gruntach Skarbu Państwa,
- kredyty na realizację inwestycji w rolnictwie i przetwórstwie produktów rolnych przez grupy producentów rolnych utworzone na podstawie ustawy z dnia 15 września 2000 roku o grupach producentów rolnych i ich związkach oraz o zmianie innych ustaw (Dz. U. Nr 88, poz. 983 ze zm.),
- kredyty na zakup nieruchomości rolnych przeznaczonych na utworzenie lub powiększenie gospodarstwa rodzinnego w rozumieniu ustawy z dnia 11 kwietnia 2003 roku o kształtowaniu ustroju rolnego (Dz. U. Nr 64, poz. 592),
- kredyty na realizację inwestycji w zakresie nowych technologii produkcji w rolnictwie zapewniających wysoką jakość produktu,
- kredyty na wznowienie produkcji w gospodarstwach rolnych lub działach specjalnych produkcji rolnej znajdujących się na obszarach, gdzie szkody powstały w związku z klęską suszy, gradobicia, nadmiernych opadów atmosferycznych, wymarznienia, powodzi, huraganu, pożaru spowodowanego wyładowaniem atmosferycznym lub osuwisk ziemi.

Ubiegając się o kredyt preferencyjny z dopłatami ARiMR należy pamiętać, że kredyt nie może być przeznaczony na inwestycje, które były poniesione przed podpisaniem umowy kredytowej. Wykluczone są także inwestycje, co do których została już lub będzie zastosowana pomoc publiczna w formie dotacji.

2.8 Kredyt konsolidacyjny

Kredyt konsolidacyjny jest rozwiązaniem w sytuacji, gdy kredytobiorca chce spłacić kredyty inwestycyjne i obrotowe zaciągnięte w bankach lub innych instytucjach finansowych

jednym prostym kredytem. Kredyt ten udzielany jest na całkowitą spłatę zobowiązań przedsiębiorcy wynikających z tytułu kredytów obrotowych oraz z tytułu kart kredytowych wydanych przedsiębiorcy. Ponadto, część kredytu może być przeznaczona na finansowanie bieżących potrzeb wynikających z prowadzonej działalności gospodarczej (w szczególności związanych z zaopatrzeniem, produkcją, sprzedażą i świadczeniem usług, wypłatą wynagrodzeń oraz procesem rozliczeń pieniężnych).

W przypadku klientów indywidualnych podstawowym celem kredytu konsolidacyjnego jest zamiana drogich kredytów konsumpcyjnych na znacznie tańszy kredyt zabezpieczony hipotecznie. Dzięki temu, zamiast wielu, płaci się tylko jedną ratę. Kredytem konsolidacyjnym można spłacić kredyt mieszkaniowy, kredyt samochodowy, kredyt konsumpcyjny, linię debetową w rachunkach bieżących.

Kredyty konsolidacyjne są coraz popularniejszą usługą finansową, która pozwala zoptymalizować koszty związane z obsługą otrzymanych wcześniej kredytów. W udzielaniu kredytów konsolidacyjnych, oprócz banków, specjalizują się też firmy doradztwa finansowego.

ROZDZIAŁ III

ANALIZA SEKTORA BANKOWEGO

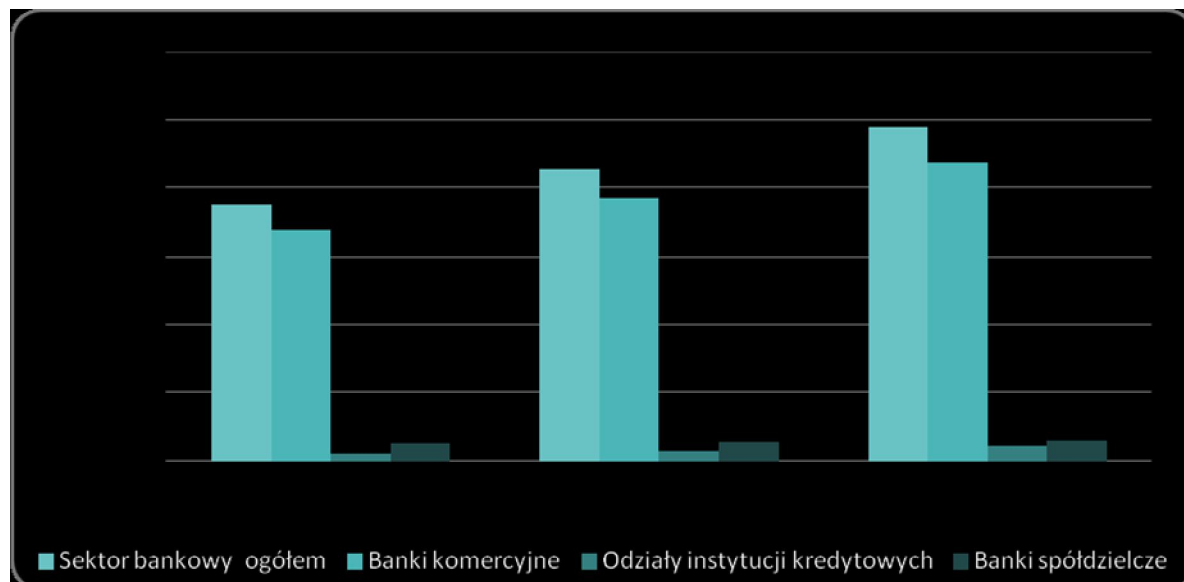
Ze względu na relatywnie krótką historię gospodarki wolnorynkowej po II wojnie światowej, bankowość korporacyjna w Polsce rozwijała się przede wszystkim w oparciu o wzorce, zapożyczone z zachodu. Pierwotnie, większość polskich banków komercyjnych powstało na początku lat dziewięćdziesiątych jako formy wyłonięne ze struktur NBP. Zasady funkcjonowania banków polskich przed 1989 rokiem w zasadniczy sposób odbiegały od funkcjonowania banków komercyjnych w warunkach gospodarki rynkowej. Administracyjny sposób ustalania stóp procentowych oraz planów dotyczących działalności kredytowej, jak i praktyczny brak otoczenia konkurencyjnego powodują, że trudno jest oceniać efektywność działania banków w tamtym czasie.

Lata następujące po zmianie ustroju upłynęły pod znakiem prywatyzacji banków powstałych z dawnego NBP. Banki te zostały przejęte przez największych graczy z rynku globalnego (Bank Handlowy – Citigroup, Pekao/BPH Unicredito, BRE Bank – Commerzbank, BIG – Millennium, BZ WBK – AIB, Bank Śląski – ING, Kredyt Bank – KBC Bank). Według stanu na 30 czerwca 2008 roku na polskim rynku obecnych jest pięćdziesiąt banków komercyjnych⁵⁸ (w tym czternaście banków notowanych na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych). Aktualnie wśród piętnastu największych banków komercyjnych w Polsce, oprócz trzech banków posiadających udział Skarbu Państwa, znajduje się tylko jeden bank, który nie posiada większościowego udziału kapitału zagranicznego (GETIN Bank). Przejęcia polskich banków przez znacznie większe instytucje finansowe, działające na rynku globalnym, wiążą się nie tylko z przepływem kapitału, ale również z przepływem know-how, schematów organizacyjnych oraz pozostałych wartości intelektualnych. Niewątpliwie, wiedza płynąca od zachodnich właścicieli to znacząca akceleracja rozwoju oferty i jakości usług.

W chwili obecnej, na polskim rynku usług finansowych, wszystkie największe banki prowadzą zarówno obsługę klientów indywidualnych, jak i klientów korporacyjnych. Oba segmenty działalności banków rozwijały się na przestrzeni lat z różną dynamiką. W ostatnich dwóch latach wskaźniki wzrostu akcji kredytowej wskazują na szybszy rozwój bankowości detalicznej. Związane jest to przede wszystkim z wyjątkowo dynamicznie rozwijającym się rynkiem produktów hipotecznych. Poniżej przedstawiono wykres przedstawiający wartość

⁵⁸ Informacja o sytuacji banków 2008, Komisja Nadzoru Finansowego, Warszawa, 2008.

udzielonych kredytów ogółem, przeznaczonych zarówno na finansowanie gospodarstw domowych, jak i przedsiębiorstw oraz instytucji niekomercyjnych.



Rys. 13 Wartość kredytów ogółem (w mln zł)

Źródło: Informacja o sytuacji banków 2008, Komisja Nadzoru Finansowego, Warszawa, 2008

Dynamiczny wzrost akcji kredytowej dla sektora niefinansowego jest czynnikiem decydującym o szybkim rozwoju banków w ostatnim okresie. W pierwszym półroczu 2008 roku wartość kredytów dla tego sektora (według wartości nominalnej) wzrosła ogółem o 14,6% (rok/rok o 30,6%) z 427,6 mld zł do 490,1 mld zł, co wynikało z wysokiego popytu na kredyt ze strony gospodarstw domowych i sektora przedsiębiorstw.

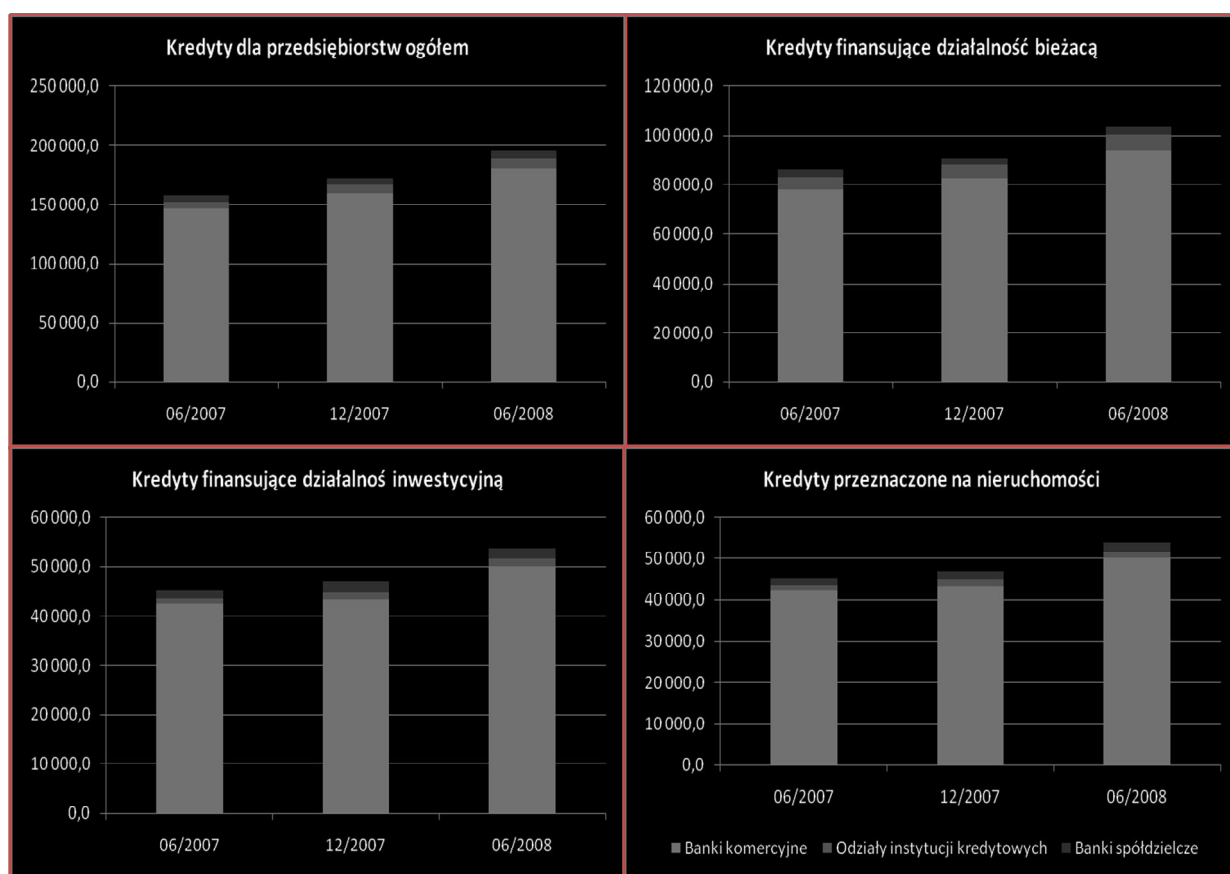
Sektor przedsiębiorstw należy podzielić według kryterium wielkości klienta. Należy wyróżnić:

- segment MSP, których wielkość waha się od kilku do kilkudziesięciu mln zł obrotu rocznego,
- segment dużych przedsiębiorstw, których obroty nie przekraczają 200 – 300 mln zł rocznie,
- segment korporacji – których obroty przekraczają 200 – 300 mln zł.

W Polsce, segment dużych przedsiębiorstw rośnie w umiarkowanym tempie. Na ogół są to dojrzałe firmy posiadające historię i względnie stabilną sytuację finansowo –

ekonomiczną. Są to klienci, którzy świadomie korzystają z instrumentów oferowanych przez banki.

Segment korporacji ulega procesom konsolidacyjnym (w ramach krajowych bądź międzynarodowych grup kapitałowych). Obsługę tego typu klientów, coraz częściej przejmują lokalne centrale banków, bądź zagraniczne centrale (obsługujące międzynarodowe grupy kapitałowe). Ze względu na postępujące procesy globalizacji, należy spodziewać się spadku znaczenia klientów z tej grupy dla lokalnych banków działających w Polsce.



Rys. 14 Wartość kredytów sektora bankowego dla przedsiębiorstw (w mln zł)

Źródło: Informacja o sytuacji banków 2008, Komisja Nadzoru Finansowego, Warszawa, 2008

Przyczyn wysokiego popytu na kredyty ze strony przedsiębiorstw należy dopatrywać się w przyroście portfeli przedsiębiorstw z segmentu małych i średnich. Powyżej przedstawiono wykresy przedstawiające wartość kredytów udzielonych przedsiębiorstwom, z rozróżnieniem na kredyty służące finansowaniu: działalności bieżącej, działalności inwestycyjnej i wydatków związanych z nabyciem lub budową nieruchomości.

Znaczny wzrost wartości udzielanych kredytów jest konsekwencją korzystnych perspektyw rozwoju gospodarki na początku 2008 roku. W pierwszym półroczu bieżącego roku wartość kredytów udzielonych sektorowi przedsiębiorstw zwiększyła się o 13,7% (rok/rok o 24,3%) z 171,7 mld zł do 195,3 mld zł. Należy jednak odnotować zmniejszenie dynamiki kredytów na nieruchomości, co może sugerować ograniczenie inwestycji w tym sektorze gospodarki ze względu na zmniejszenie popytu przy obecnym poziomie cen, jak też możliwe pogorszenie sytuacji finansowej deweloperów.

Wzrastające znaczenie małych i średnich przedsiębiorstw do bankowości korporacyjnej, wpływa na zmianę strategii marketingowych banków. Łatwo zwrócić uwagę, że banki zaostrzają walkę o klientów tego sektora, prowadząc agresywne kampanie marketingowe. Należy zwrócić uwagę, że kampanie reklamowe dla klientów MSP swoim wyrazem i „luźną” stylistyką nawiązują do reklam kierowanych dla klientów indywidualnych. Jest to doskonały przykład na zobrazowanie charakterystyki i wyzwań stojących przed bankowością korporacyjną w związku ze współpracą z mniejszymi klientami. Podmioty będące w grupie potencjalnych klientów dla banków takich jak BRE czy Handlowy, w połowie lat dziewięćdziesiątych, to duże przedsiębiorstwa, posiadające rozbudowaną strukturę organizacyjną, wyspecjalizowane komórki zajmujące się finansami, sprawozdawczością i kontaktem z bankami. Taki klient, przychodzący do banku doskonale wiedział, jakiego rozwiązania potrzebuje, a główną rolą banku była odpowiednia identyfikacja ryzyka kredytowego. Rynek wymusza na bankach poszerzanie oferty dla MSP o coraz bardziej wyrafinowane produkty i usługi (wcześniej dostępne tylko dla dużych przedsiębiorstw). Jednak obsługa klientów tej wielkości w zasadniczy sposób różni się od obsługi dużych przedsiębiorstw. Typowy przedstawiciel tego segmentu, to przedsiębiorstwo, w którym sytuacja ekonomiczna zmienia się wyjątkowo dynamicznie, a struktura organizacyjna ogranicza się do jednego zarządzającego, który jest jednocześnie właścicielem. W rezultacie banki mają gorszy dostęp do danych finansowo – ekonomicznych, niezbędnych do analizy ryzyka kredytowego. Stosowanie zaawansowanych instrumentów finansowych wymaga większej pomocy ze strony pracowników banku (doradców klienta). Istotnym problemem jest również wysokie ryzyko finansowe tego rodzaju podmiotów.

3.1 Analiza dostępnej oferty rynkowej - metodologia badania

Poniższa analiza oferty rynkowej to próba ogólnego przedstawienia możliwości pozyskania środków finansowych z sektora bankowego. Badając aktualne oferty posłużono

się metodami analizy i syntezy, stosując przy tym zarówno ujęcie ilościowe jak i jakościowe. Badanie przeprowadzone zostało na przykładzie dwunastu wybranych banków działających w Polsce, w oparciu o powszechnie dostępne źródła informacji. Do analizy wybrano następujące banki:

1. Fortis Bank,
2. Kredyt Bank,
3. PKO BP,
4. BRE Bank,
5. Getin Bank,
6. Millenium,
7. ING Bank Śląski,
8. Bank Zachodni WBK,
9. Pekao SA,
10. Bank Handlowy,
11. BOŚ Bank,
12. Nordea Bank.

Analiza dostępnej oferty rynkowej, wymienionych powyżej banków opierać się będzie na trzech zasadniczych elementach:

- przedstawieniu ogólnej charakterystyki banku ze szczególnym uwzględnieniem stosowanych metod segmentacji klientów,
- badaniu dostępności wybranych produktów finansowych,
- analizie ogólnego poziomu zadowolenia klientów.

3.2 Ogólna charakterystyka badanych banków

Banki komercyjne, nazywane również bankami kredytowymi, zajmują się przede wszystkim obsługą finansową podmiotów gospodarczych. W tym celu prowadzą działalność depozytową, kredytową oraz świadczącą usługi operacyjne.

Działalność depozytowa polega na przyjmowaniu i przechowywaniu przez bank komercyjny, na określonych warunkach, środków pieniężnych swoich klientów. Powstają w ten sposób depozyty bankowe, które dzielą się na depozyty *a vista* (wypłacane na każde żądanie) oraz depozyty *terminowe*, nazywane często lokatami.

Na ogół skala działalności depozytowej banku wyznacza skalę jego działalności kredytowej, w ramach której banki komercyjne udzielają:

- *kredytów*, czyli finansują wcześniej określone przez kredytobiorcę przedsięwzięcia, jednocześnie zachowując prawo kontroli prawidłowości realizacji tych przedsięwzięć.
- *pożyczek pieniężnych*, które przyjęło się nazywać kredytem na dowolny cel, i przy których rola banku ogranicza się tylko do sprawdzania stopnia zabezpieczenia spłaty pożyczki przez pożyczkobiorcę, natomiast nie interesuje się celowością przeznaczenia pożyczanych środków pieniężnych.
- *awali kredytowych*, czyli gwarancji (poręczeń) składanych dla innych podmiotów, przy których bank nie angażuje swoich środków finansowych, a jedynie zapewnia, że ureguluje zobowiązania podmiotu, za które wcześniej poręczył, jeśli on nie wywiąże się z przyjętych na siebie zobowiązań.

Udzielane kredyty są traktowane przez bank jako czasowo zamrożone środki pieniężne, które będzie można uzyskać dopiero po upływie terminu spłaty. Decydują więc one o płynności banku, czyli jego zdolności do regulowania własnych zobowiązań, np. terminowej realizacji wypłat gotówkowych na żądanie depozytariuszy.

W działalności każdego banku istotne znaczenie ma odpowiednia segmentacja klientów, dzięki której oferta banku może być odpowiednio dopasowana do potrzeb rynku. W przypadku klientów biznesowych, podstawowym kryterium segmentacji jest wielkość podmiotu, która mierzona jest zwykle wielkością obrotów, sumą bilansową bądź wielkością zatrudnienia. Nie ma jednoznacznej i uniwersalnej klasyfikacji, która przypisywałaby konkretne firmy do konkretnych grup we wszystkich badanych bankach. Każdy z przedstawionych w opracowaniu banków ma własne kryteria klasyfikacji swoich klientów, w większości przypadków są to kryteria kwotowe, aczkolwiek w bankach, takich jak Getin, PKO BP SA, BOŚ i Nordea można zauważyć tendencje zmierzające do kompleksowej obsługi klientów biznesowych bez jasno sprecyzowanych kryteriów segmentacji. Poniżej przedstawione zostały, krótkie charakterystyki wszystkich badanych banków. Szczególna uwaga poświęcona została stosowanym metodą segmentacji klientów.

3.2.1 Fortis Bank

Do niedawna Fortis Bank skupiał się na obsłudze Klientów biznesowych, których roczne obroty przekraczały 25 mln zł. Ze względu na przemiany gospodarcze zachodzące w

ostatnich trzech latach w Polsce i bardzo dużą dynamikę wzrostu małych i średnich przedsiębiorstw, Fortis Bank poszerzył swoją ofertę o propozycję dla klientów MSP. W chwili obecnej w Fortis Banku obsługą poszczególnych segmentów rynku zajmują się następujące trzy piony:

- Retail Banking,
- Commercial Banking,
- Private Banking.

Retail Banking - pion obsługi małych przedsiębiorstw i klientów indywidualnych - zajmuje się obsługą klientów poprzez sieć oddziałów i filii ds. obsługi klientów indywidualnych oraz poprzez zewnętrzną sieć sprzedaży. Zapewnia obsługę następujących segmentów klientów: małych przedsiębiorstw o rocznym obrocie nieprzekraczającym 25 mln zł, klientów segmentu Personal Banking, czyli zamożnych klientów indywidualnych.

Commercial Banking - pion obsługi średnich i dużych przedsiębiorstw - specjalizuje się w obsłudze swoich klientów poprzez sieć centrów obsługi średnich i dużych przedsiębiorstw (ang. *business centers*). Pion Commercial Banking adresuje swoją ofertę do średnich przedsiębiorstw o rocznych obrotach powyżej 25 mln zł. Koncentruje także swoje działania na przedsiębiorstwach wchodzących w skład międzynarodowych grup kapitałowych, niezależnie od wysokości obrotu.

Private Banking - pion bankowości prywatnej - oferuje profesjonalne kompleksowe usługi dla zamożnych Klientów indywidualnych (ang. *HNWI = High Net Worth Individuals*). Obecnie pion działa w oparciu o strukturę organizacyjną Departamentu Bankowości Prywatnej.

3.2.2 Kredyt Bank

Kredyt Bank S.A. jest bankiem uniwersalnym, koncentrującym się na obsłudze klientów indywidualnych oraz klientów prywatnego sektora gospodarczego, ze szczególnym uwzględnieniem małych i średnich firm. Przez ostatnie dwanaście lat Kredyt Bank umacniał swoją pozycję w polskim sektorze bankowym, dziś należy do najsilniejszych banków w kraju. Obecnie Kredyt Bank dzieli swoich klientów na dwa segmenty:

- bankowość detaliczną,
- segment korporacyjny.

Segment detaliczny w Kredyt Banku S.A. zdefiniowany jest jako obsługa klientów indywidualnych oraz małych i średnich przedsiębiorstw (MŚP), których roczne przychody nie przekraczają 16 mln zł. Z uwagi na swoją specyfikę, w ramach segmentu detalicznego wyodrębniona jest obsługa klientów Private Banking, którą zapewnia jedenaście oddziałów podległych bezpośrednio Departamentowi Private Banking, stanowiącemu część centrali banku. Obsługa małych i średnich przedsiębiorstw realizowana jest przez mobilne zespoły obsługi. Umożliwia to bezpośredni i szybki kontakt z klientem zwłaszcza w zakresie produktów kredytowych. Obsługa kasowa realizowana jest przez sieć oddziałów detalicznych.

Segment Korporacyjny z kolei obejmuje transakcje z dużymi firmami (o rocznych przychodach przekraczających 16 mln zł) oraz jednostkami budżetowymi szczebla centralnego i samorządowego.

3.2.3 PKO BP

PKO Bank Polski jest jednym z największych, uniwersalnych banków komercyjnych w Polsce. Do momentu połączenia się banków Pekao SA i BPH bank, PKO BP był liderem pod względem wartości aktywów, wolumenu depozytów, kredytów, liczby kont osobistych i kart bankomatowych. Dysponując przy tym największą siecią własnych placówek i bankomatów. Swoje usługi oferuje głównie klientom detalicznym, ale również jest ważnym partnerem dla małych i średnich przedsiębiorstw, jak i dużych korporacji. Ma też znaczący udział w rynku usług oferowanych gminom, powiatom i województwom. Grupa PKO Banku Polskiego, poza działalnością ściśle bankową, świadczy usługi specjalistyczne oraz zajmuje się sprzedażą produktów finansowych (fundusze emerytalne), leasingowych, jednostek funduszy inwestycyjnych, elektronicznych usług płatniczych. Obecnie działalność banku podzielona jest między pięć segmentów:

- segment detaliczny,
- segment mieszkaniowy,
- segment korporacyjny,
- segment skarbu,
- segment inwestycyjny.

3.2.4 BRE Bank

BRE Bank od początku swojej działalności był bankiem stricte korporacyjnym (Bank Rozwoju Eksportu), który nastawiony był na przedsiębiorstwa działające na rynkach

międzynarodowych. Stąd podejście BRE Banku do wszystkich segmentów klientów biznesowych w dużej mierze opiera się na podejściu do największych podmiotów. BRE Bank SA dzieli klientów biznesowych na trzy grupy:

1. K1 – Małe i Średnie Przedsiębiorstwa (obrót roczny do 30 mln zł),
2. K2 – Duże Przedsiębiorstwa (obrót roczny do 200 mln zł),
3. K3 – Koncerny i Korporacje (obrót roczny powyżej 200 mln zł).

Warunkiem *sine qua non* jest prowadzenie przez dany podmiot pełnej księgowości. Obroty roczne powinny wynosić więcej niż 3 mln zł rocznie. Ze względu na przejrzystość finansową preferowane są spółki kapitałowe. BRE Bank dodatkowo prowadzi obsługę Private Banking dla zamożnych klientów, którzy w dużej części są właścicielami obsługiwanych przedsiębiorstw.

3.2.5 GETIN BANK

GETIN Bank jest ogólnopolskim bankiem detalicznym, oferującym szeroki zakres usług dla klientów indywidualnych oraz małych i mikro przedsiębiorstw. Swoją ofertę kieruje do klientów, którzy oczekują sprawdzonych produktów, uproszczonych procedur obsługi i oceny ryzyka. Bank powstał na bazie Górnośląskiego Banku Gospodarczego i Banku Przemysłowego. Spółka wykupiła również Wschodni Bank Cukrownictwa.

3.2.6 ING Bank Śląski

ING Bank Śląski jest ogólnopolskim, uniwersalnym bankiem oferującym swoje usługi wszystkim segmentom rynku poprzez sieć oddziałów, sieci indywidualnych doradców i bankowość elektroniczną. Jego działalność koncentruje się głównie na południu Polski. Głównym udziałowcem jest ING Bank NV. W działalności ING Banku Śląskiego wyróżnić można dwa podstawowe obszary:

- bankowość detaliczną,
- bankowość korporacyjną.

Oferta dla przedsiębiorstw podzielona jest na dwa segmenty: małe firmy (poniżej 3,2 mln zł obrotu rocznego) i bankowość korporacyjną (powyżej 3,2 mln zł obrotu rocznego).

3.2.7 Millenium Bank

Bank Millennium jest ogólnopolskim, uniwersalnym bankiem oferującym swoje usługi wszystkim segmentom rynku poprzez sieć oddziałów, sieci indywidualnych doradców i bankowość elektroniczną. Bank powstał po fuzji BIG Banku z Bankiem Gdańskim. Głównym udziałowcem banku jest Banco Comercial Portugues. Zgodnie z założeniami średnioterminowej strategii rozwoju, Bank Millennium w sposób szczególny skoncentrował się w roku 2007 na działalności w trzech obszarach aktywności:

- usługach dla klientów detalicznych,
- programie kredytów detalicznych (*consumer finance*),
- usługach dla małych i średnich firm.

Działalność w wymienionych wyżej obszarach, uzupełnia oferta dla średnich i dużych firm.

3.2.8 Bank Zachodni WBK

Bank Zachodni WBK S.A. jest uniwersalnym bankiem komercyjnym, oferującym szeroki zakres usług bankowych w obrocie krajowym i zagranicznym, dla osób fizycznych i prawnych. BZ WBK powstał w 2001 roku w wyniku połączenia Banku Zachodniego i Wielkopolskiego Banku Kredytowego. Sieć placówek Banku jest zlokalizowana przede wszystkim w zachodniej części kraju oraz w najważniejszych centrach gospodarczych Polski. Większościowym udziałowcem jest Allied Irish Banks (AIB).

3.2.9 PEKAO S.A.

Bank Pekao SA pod koniec 2007 roku został połączony z częścią Banku BPH S.A., dzięki czemu stał się liderem na krajowym rynku bankowym jako największy w Polsce bank pod względem wartości aktywów, kredytów, depozytów i produktów inwestycyjnych. Obecnie bank jest największym bankiem w Europie Środkowej pod względem kapitalizacji. Swoje usługi kieruje do czterech grup klientów:

- klientów detalicznych,
- klientów zamożnych,
- klientów biznesowych (małe i mikro firmy),
- klientów korporacyjnych.

3.2.10 Citi Bank Handlowy

Bank Handlowy istnieje w Polsce od 1870 roku. Specjalizuje się w obsłudze handlu zagranicznego, obsłudze dużych przedsiębiorstw i bankowości inwestycyjnej. W celu obsługi klientów indywidualnych utworzył sieć banków detalicznych Handlobank Citigroup. W skład grupy kapitałowej wchodzi m.in. towarzystwo funduszy inwestycyjnych, firma zarządzająca aktywami, towarzystwo ubezpieczeniowe i spółka leasingowa.

Oferta korporacyjna banku skierowana jest do klientów instytucjonalnych o rocznych przychodach ze sprzedaży powyżej 75 mln zł. Do segmentu małych i średnich przedsiębiorstw bank zalicza natomiast firmy o rocznych przychodach ze sprzedaży poniżej 75 mln zł.

3.2.11 Bank Ochrony Środowiska (BOŚ Bank)

BOŚ Bank oferuje swoje produkty finansowe zarówno klientom korporacyjnym, jak i detalicznym. Prowadzi również kompleksową obsługę bankową budżetów jednostek samorządowych, w tym województw, powiatów oraz gmin. W 2002 roku zorganizował także niepubliczne emisje obligacji komunalnych. Wprowadził dwa nowe produkty dla samorządów: lokatę samorządową i wykup wierzytelności przysługujących od jednostek samorządu terytorialnego.

3.2.12 Nordea Bank Polska

Nordea jest największą instytucją finansową w Europie Północnej, obsługująca jedenaście milionów klientów detalicznych, milion podmiotów gospodarczych oraz ponad pięćset wielkich międzynarodowych korporacji. Liczba klientów internetowych Nordea wynosi 4,4 mln. Obszar działania grupy obejmuje dwadzieścia dwa kraje na świecie. Nordea w Polsce, to bank, towarzystwo ubezpieczeniowe oraz firma leasingowa z łączną liczbą klientów równą około trzystu dziewięćdziesięciu tysięcy.

3.3 Dostępność wybranych produktów finansowych

Ilość oferowanych produktów w ramach dostępnych usług bankowych w Polsce jest znacząca. Oferta obecnych w Polsce banków jest coraz szersza i bardziej dostępna (coraz mniejsze przedsiębiorstwa mają dostęp do coraz bardziej wyrafinowanych produktów, które jeszcze do niedawna dostępne były dla największych podmiotów). Każdy bank posiada

własne wersje produktów, które są sparametryzowane w sposób indywidualny. Dodatkowo, ze względów marketingowych, większość banków nadaje swoim produktom charakterystyczne nazwy.

W tabeli 8 przedstawiona została oferta dziesięciu banków będących przedmiotem analizy skierowana do *klientów korporacyjnych*. W tabeli tej pominięte zostały dwa banki (Fortis i Bank Handlowy), które swoją ofertę skierowaną do klientów instytucjonalnych prezentują w sposób bardzo ogólny bez wyodrębniania poszczególnych rodzajów produktów.

W przypadku Banku Handlowego forma i warunki oferowanych instrumentów kredytowych są każdorazowo przedmiotem negocjacji z klientem. W ofercie banku znajdują się zarówno kredyty obrotowe, jak i inwestycyjne. Kredyty dostępne są w ramach całkowitego zaangażowania kredytowego Banku Handlowego w firmę. Jako całkowity limit zaangażowania bank rozumie wszystkie dostępne rodzaje kredytów, tj. kredyt w rachunku bieżącym, kredyt krótkoterminowy oraz kredyt średnio- i długoterminowy. Limit ten zależy od oceny kondycji finansowej firmy, przeprowadzonej przez Bank Handlowy.

Fortis Bank w ramach oferty korporacyjnej świadczy usługi dostosowane do indywidualnych potrzeb klienta w oparciu o dogłębną analizę jego oczekiwań przy wykorzystaniu międzynarodowej sieci partnerów. Uzyskanie szczegółowych informacji dotyczących oferty kredytowej tego banku wymaga bezpośredniego kontaktu z jego przedstawicielem.

Oferta kredytowa wszystkich dwunastu badanych banków skierowana do *małych i średnich przedsiębiorstw (MŚP)* przedstawiona została w tabeli 9. Warto przy tym jeszcze raz podkreślić, że każdy z przedstawionych w opracowaniu banków ma własne kryteria klasyfikacji swoich klientów, w większości przypadków są to kryteria kwotowe, aczkolwiek nie wszystkie badane banki posiadają jasno sprecyzowane kryteria segmentacji klientów biznesowych. Dlatego też oferta kredytowa banków Getin Banku, BOŚ Banku i Nordea Banku skierowana do klientów korporacyjnych pokrywa się z przedstawioną w tabeli 9 ofertą skierowaną do małych i średnich przedsiębiorstw.

Tabela 8 Dostępność wybranych produktów finansowych dla korporacji w dziesięciu wybranych bankach działających w Polsce

Rodzaj instrumentu finansowego	Kredyt Bank	PKO BP	BRE Bank	GETIN Bank	ING BANK Śląski	Millenium Bank	BZ WBK	PEKAO SA	BOŚ BANK	Nordea
Kredyt w rachunku bieżącym	Kredyt obrotowy w rachunku bieżącym – odnawialny		Kredyt w rachunku	Kredyt w rachunku bieżącym	Kredyt w rachunku bankowym	Kredyt w rachunku bieżącym	Kredyt w rachunku bieżącym	Kredyt w rachunku bieżącym	Kredyt WPROST	Kredyt w rachunku eFirma i eFirma plus
									Kredyt obrotowy w rachunku bieżącym	Kredyt obrotowy w rachunku bieżącym
Limit debetowy		Dopuszczalne saldo debetowe								
Kredyt w rachunku kredytowym	Kredyt obrotowy w rachunku kredytowym – odnawialny	Kredyt obrotowy odnawialny	Kredyt obrotowy	Kredyt obrotowy	Kredyt w formie odnawialnej linii kredytowej	Kredyt obrotowy	Kredyt obrotowy	Kredyt obrotowy w rachunku kredytowym	Kredyt obrotowy w rachunku kredytowym	Kredyt obrotowy
	Kredyt obrotowy w rachunku kredytowym - nieodnawialny	Kredyt obrotowy wielowalutowy	Kredyt odnawialny			Kredyt rewolwingowy				
		Kredyt "Pod kontrakt"	Kredyt płatniczy							
		Kredyt "VAT"								
Linia kredytowa		Limit kredytowy wielocelowy	Linia na finansowanie bieżącej działalności (Linia FBD)	Linia kredytowa						Linia kredytowa
			Linia wielowalutowa							
Kredyt inwestycyjny	Kredyty inwestycyjne	Kredyt inwestycyjny	Kredyt inwestycyjny	Kredyt inwestycyjny	Kredyt inwestycyjny	Kredyt inwestycyjny	Kredyt inwestycyjny	Kredyt inwestycyjny	Kredyt inwestycyjny	Kredyt inwestycyjny
			Specjalistyczne kredyty inwestycyjne		Kredyt refinansowy					
			Kredyt inwestycyjny na finansowanie wierzytelności leasingowej		Kredyt re-inwestycyjny			Kredyt dla dostawców leasingowych		
					Uzupełniający kredyt inwestycyjny (UKI)					
Kredyt na zakup środka transportu				Kredyt inwestycyjny na zakup środka transportu						Kredyt samochodowy Auto Firma
Kredyt termomodernizacyjny	Kredyt termomodernizacyjny				Kredyt z premią termomodernizacyjną	Kredyt termomodernizacyjny	Kredyt inwestycyjny na przedsięwzięcia termomodernizacyjne z częściową spłatą przez BGK w formie premii termomodernizacyjnej			
Kredyt na nieruchomości			Kredyt na finansowanie nieruchomości komercyjnych		Finansowanie nieruchomości komercyjnych	Kredyt na finansowanie budownictwa komercyjnego				
						Kredyt na finansowanie budownictwa mieszkaniowego				
Kredyt pod dotacje z UE	Pakiet usług "Inwestycja z UE"	Kredyt "Pod dotacje UE"	Kredyt inwestycyjny BRE-UNIA	Kredyt pod dotację	Kredyty unijne na finansowanie inwestycji		Kredyt na refinansowanie inwestycji w ramach funduszy strukturalnych	Kredyt "Unia"	Kredyty z 5 linii KFW na długoterminowe inwestycje	Kredyt Nordea Europa
							Kredyty inwestycyjne dla sektora rolnego z dofinansowaniem unijnym			
Kredyt hipoteczny				Uproszczona ścieżka w kredycie hipotecznym		Kredyt zabezpieczony hipoteką				
Pożyczka hipoteczna									Pożyczka hipoteczna	
Gwarancja bankowa		Gwarancja własna w obrocie krajowym			Gwarancje bankowe	Gwarancje bankowe	Gwarancje bankowe		Gwarancje bankowe	Gwarancja bankowa
					Linia gwarancyjna					
Kredyt konsolidacyjny			Kredyt konsorcjalny					Kredyty konsorcjalne		
Kredyt dyskontowy		Dyskonto weksli bez regresu do podawcy	Kredyt dyskontowy	Kredyt dyskontowy - dyskonto weksli					Dyskonto weksli	Dyskonto weksli
		Dyskonto weksli z regresem do podawcy								
		Dyskonto należności z tyt. akredytywy dokumentowej								
Kredyt zaliczka na wykup faktur			Kredytu odnawialnego na wykup faktur		Kredyt na sfinansowanie należności ubezpieczonych w KUKE S.A.			Kredyt Zaliczka		
Kredyt ARiMR	Kredyty udzielane ze środków Banku z dopłatami do oprocentowania ze środków Agencji Restrukturyzacji i Modernizacji Rolnictwa		Kredyt inwestycyjny z dopłatami ARiMR		Kredyty preferencyjne z dopłatami ARiMR do oprocentowania dla sektora rolno-spożywczego		Kredyt inwestycyjny z dopłatami do oprocentowania ARiMR	Kredyty preferencyjne (ARiMR),		
Fundusze poręczeniowe	Kredyty udzielane ze środków Banku z poręczeniem Krajowego Funduszu Poręczeń Kredytowych utworzonego w ramach BGK				Poręczenie lub gwarancja ze środków FPU BGK		Poręczenie lub gwarancja ze środków KFPK BGK	Poręczenie Polfund Fundusz Poręczeń Kredytowych S.A.		
					Poręczenia i Gwarancje udzielane przez Bank Gospodarstwa Krajowego		Poręczenia i Gwarancje udzielane przez Bank Gospodarstwa Krajowego			
							Poręczenie			
Inne		Kredyt Ukraina	Finansowanie mezzanine		Kredyty walutowe		Kredyt na prefinansowanie kontraktu eksportowego		Kredyty proekologiczne	

Źródło: opracowanie własne.

Jak wynika z przedstawionego materiału, badane banki w większości posiadają najistotniejsze produkty w swoich ofertach. Należy podkreślić, że informacje dotyczące oferty przedstawione w raporcie pochodzą ze źródeł publicznie dostępnych i nie ma pewności, czy fakt nie ujęcia informacji o danym produkcie w 100% świadczy o nie posiadaniu przez dany bank tego produktu. Istnieje również znacząca rozbieżność w opisie produktów znajdujących się w ofercie przez poszczególne banki, może to w pewien sposób zakłócać odbiór prezentowanych ofert.

Należy zwrócić również uwagę na fakt, że posiadanie danego produktu w ofercie nie oznacza, że możliwe będzie jego sprawne wykorzystanie przez klienta. Z praktycznej wiedzy rynkowej wynika, że wiele banków, mimo, iż posiada konkretny produkt w ofercie, nie posiada żadnego doświadczenia w jego obsłudze. Prowadzi to do znaczących komplikacji dla klienta i często kończy się przejściem klienta do innego banku. Faktyczna dostępność tych produktów występuje dla najbardziej znaczących klientów, a obsługa następuje bezpośrednio poprzez centralę banku. Odnosi się to głównie do produktów *tailor made* („uszyte na miarę”).

Badając ofertę banków warto zauważyć, że oprócz standardowych produktów bankowych wykorzystywanych do finansowania działalności gospodarczej, takich jak kredyt w rachunku bieżącym i kredytowym, czy też kredyt inwestycyjny, niektóre banki proponują również bardziej wyspecjalizowane produkty, takie jak:

- kredyt termomodernizacyjny,
- kredyty preferencyjne (z dopłatami ARiMR),
- kredyt na zakup środka transportu,
- kredyt na zakup nieruchomości komercyjnych,
- kredyt inwestycyjny z linii Europejskiego Banku Inwestycyjnego.

Szczególnie interesującą pozycją są kredyty inwestycyjne udzielane przy współpracy z Europejskim Bankiem Inwestycyjnym (EBI), w ramach realizacji długoterminowych projektów gospodarczych. W porównaniu do innych form kredytowania, podstawową zaletą finansowania inwestycji środkami pochodzącymi z preferencyjnej linii EBI jest znacząco niższe oprocentowanie. Kredyt z linii EBI może finansować do 50% nakładów inwestycyjnych projektu zgłoszonego przez kredytobiorcę. Jeżeli źródłem finansowania projektu są także inne kredyty Unii Europejskiej (np. PHARE), to wspólnie z kredytem z EBI nie mogą przekroczyć 90% nakładów inwestycyjnych. Kredyty z linii EBI przeznaczone są na finansowanie małych i średnich projektów w dziedzinach ochrony środowiska, zmniejszenia

zużycia energii, infrastruktury (w tym ochrony zdrowia i edukacji), przemysłu, kultury oraz usług i turystyki.

Inną interesującą ofertą jest finansowanie mezzanine, oferowane przez BRE Bank klientom korporacyjnym. Finansowanie mezzanine jest przeznaczone dla przedsiębiorców, których przedsięwzięcia inwestycyjne przekraczają możliwości uzyskania „zwykłego” kredytowania. Nazwa mezzanine pochodzi z języka angielskiego i oznacza antresolę lub półpiętro. W przypadku finansowania oznacza instrument pośredni pomiędzy finansowaniem dłużnym (kredyty, obligacje itp.), a finansowaniem kapitałowym (np. emisja akcji, private equity). Zastosowanie finansowania mezzanine jest tańsze niż private equity lub emisja akcji na giełdzie i może być dobrym rozwiązaniem w przypadku braku standardowej zdolności kredytowej oraz zabezpieczeń na aktywach przedsiębiorstwa.

Analizując dostępną ofertę rynkową badanych banków warto wspomnieć, że oprócz różnych form kredytów i pożyczek oferują one swoim klientom wiele dodatkowych usług służących finansowaniu działalności gospodarczej. Wśród najczęściej spotykanych tego typu produktów na wyróżnienie zasługują:

- faktoring,
- leasing,
- akredytywa dokumentowa,
- inkaso.

Wymienione powyżej produkty występują w różnych formach i odmianach, a warunki podpisywanych umów uzależnione są od indywidualnej sytuacji przedsiębiorstwa. Każda umowa jest inna, bo usługa ma być dobrze dopasowana do potrzeb konkretnego przedsiębiorstwa tak, aby w optymalny sposób dostarczyć niezbędnych do rozwoju firmy środków finansowych.

Z przeprowadzonych analiz wynika, że na rynku bankowym istnieją szerokie możliwości pozyskania środków finansowych służących finansowaniu działalności zarówno małych i średnich przedsiębiorstw, jak i dużych korporacji. Gama produktów jest na tyle szeroka, że umożliwia optymalne dopasowanie formy kredytu lub pożyczki do konkretnych potrzeb przedsiębiorstwa. Warto przy tym podkreślić możliwości negocjacji warunków podpisywanych umów, co dodatkowo wpływa na elastyczność zastosowania konkretnego rozwiązania. Niestety należy również zauważyć, że wiele banków, pomimo, iż posiada

konkretny produkt w ofercie, nie posiada żadnego doświadczenia w jego obsłudze, co zdecydowanie negatywnie wpływa na jakość świadczonych usług.

Ponadto, oferta banków nie zawsze dostosowana jest do potrzeb tych MSP, które zaliczane są do przedsiębiorstw małych czy mikro, zwłaszcza, gdy znajdują się w początkowej fazie rozwoju. Problemy z pozyskaniem finansowania z banków przeważnie wynikają z faktu, że potrzeby finansowe tych firm są za małe, albo ich projekty zbyt ryzykowane, żeby spełnić wymagania banków. Pozyskanie kredytu bankowego jest poza zasięgiem takich firm, bowiem nie dysponują one żadnym bądź dostatecznym majątkiem, który mógłby stanowić zabezpieczenie kredytu. Z kolei z punktu widzenia banku udzielenie kredytu jedynie w oparciu o projekcję przyszłych nadwyżek finansowych, zwłaszcza w odniesieniu do tak młodych firm, byłoby wysoce ryzykowne i praktycznie niemożliwe, biorąc pod uwagę procedury bankowe. Oczywiście teoretycznie można sobie wyobrazić kredyt bankowy udzielony na ryzykowne przedsięwzięcie, jednakże jego koszt najprawdopodobniej przekraczałby zyski możliwe do osiągnięcia z finansowanego nim projektu. Trudno oczekiwać, aby właściciele zaakceptowali takie warunki. Nieco złagodzone, aczkolwiek wciąż dość wysokie wymagania będą miały także firmy leasingowe.

W związku z powyższym na rynku finansowania najmniejszych podmiotów mówi się o tzw. *lucie kapitałowej* (ang. *equity gap*), którą można zdefiniować jako różnicę pomiędzy zapotrzebowaniem na kapitał a podażą kapitału na rynku⁵⁹. Pojęcie *luki kapitałowej* zostało najprawdopodobniej użyte po raz pierwszy w latach trzydziestych XX wieku w Wielkiej Brytanii, na określenie strukturalnej słabości brytyjskiego rynku finansowego, który nie był w stanie zaoferować małym i średnim firmom niewielkich porcji kapitału długoterminowego. W tamtym czasie chodziło o kwoty w przedziale od pięciu do dwustu tysięcy funtów. Badania prowadzone na tym samym rynku siedemdziesiąt lat później wskazują na problemy z finansowaniem projektów o wartości od dwustu pięćdziesięciu tysięcy do dwóch milionów funtów. Natomiast w Stanach Zjednoczonych trudności z uzyskaniem finansowania mają projekty o wartości od dwustu pięćdziesięciu tysięcy do dwóch milionów dolarów⁶⁰. Na rynku finansowania powstało zatem miejsce dla podmiotów, które wypełnią tę lukę. Zaliczyć do nich można m.in. fundusze pożyczkowe i fundusze podwyższonego ryzyka, tzw. *private equity*.

⁵⁹ B. Mikołajczyk, M. Krawczyk, Komplementarność i substytucyjność aniołów biznesu i operatorów venture capital, Bank i Kredyt, marzec 2006, s. 53.

⁶⁰ P. Tamowicz, Business Angels. Pomocna dłoń kapitału, Polska Agencja Rozwoju Przedsiębiorczości, Warszawa, 2007, s. 7-8.

W kręgu szczególnego zainteresowania funduszy pożyczkowych są firmy zatrudniające pięciu i mniej pracowników. Procedura udzielania pożyczek przez te instytucje jest szybsza i prostsza od stosowanej przez banki. Zgodnie z danymi publikowanymi przez Polskie Stowarzyszenie Funduszy Pożyczkowych na koniec grudnia 2007 roku sześćdziesiąt siedem instytucji prowadziło siedemdziesiąt trzy fundusze pożyczkowe, które dysponowały kapitałem pożyczkowym o wartości 823,2 mln zł oraz udzieliły od początku działalności 152,1 tys. pożyczek o wartości 2,4 mld zł⁶¹. Tym niemniej podobnie jak banki fundusze pożyczkowe mają niską tolerancję ryzyka. W rezultacie część MSP nie jest w stanie sprostać wymagom udzielania pożyczek przez te instytucje.

W związku z powyższym, MSP w początkowych fazach rozwoju zmuszone są do korzystania z kapitałów własnych. W tym zakresie, po pierwsze, teoretycznie mają do dyspozycji kapitały samofinansowania, budowane zyskami zatrzymanymi. Jednak często jest to na etapie rozwoju źródło zbyt skromne na przeprowadzanie inwestycji. Po drugie, mogą wykorzystać nowy kapitał od dotychczasowych właścicieli, aczkolwiek początkujący przedsiębiorcy z reguły nie dysponują dostatecznymi środkami własnymi dla sfinansowania rozwoju firmy. Najczęściej ograniczone albo wyczerpane będą także zasoby ich rodziny i przyjaciół.

W takiej sytuacji nie pozostaje nic innego jak podjęcie próby pozyskania zewnętrznego kapitału własnego. Firmy o ugruntowanej pozycji rynkowej mogą pomyśleć o wejściu na *giełdę*, czy o kolejnej emisji akcji. Jednakże młodych MSP nie stać na takie rozwiązania, przede wszystkim ze względu na skalę ich potrzeb (niewielkie porcje kapitału) i niewspółmiernie wysokie koszty takiej formy ich zaspokojenia. W związku z tym, konieczne jest wejście kapitałodawców, którzy będą skłonni nie tylko wnieść do firmy często niewielki kapitał własny, ale także wesprzeć dotychczasowych właścicieli w zarządzaniu. Przestrzeń tę starają się wypełnić podmioty *private equity*, oferujące firmom zewnętrzne kapitały własne. Rynek *private equity* tworzą fundusze *private equity* i *venture capital* oraz “aniołowie biznesu” (ang. *business angels*). Wartość tego rynku w Polsce w 2007 roku szacowana była na ok. 2,5 mld zł⁶².

W tej grupie inwestorów stosunkowo najmniejsze wymagania stawiają firmom aniołowie biznesu, ponieważ często są skłonni po pierwsze angażować się w przedsięwzięcia

⁶¹ B. Bartkowiak, M. Korol, Raport Nr 9/2008 Fundusze Pożyczkowe w Polsce, Szczecin, 2008.

⁶² Dane Polskiego Stowarzyszenia Inwestorów Kapitałowych.

o dużo wyższym ryzyku niż pozostali inwestorzy, a po drugie na dużo mniejsze kwoty, niż minimalne wymagania np. funduszy *private equity*. Niestety z uwagi na nieformalny charakter rynku *business angels* i przeważnie anonimowość samych inwestorów bardzo trudno do nich dotrzeć. Pewnym ułatwieniem w kojarzeniu inwestycji i inwestorów są sieci i syndykaty zrzeszające „aniołów biznesu”. Obecnie w Polsce działa pięć takich sieci – dwa ogólnopolskie i trzy regionalne, które zrzeszają ok. stu aktywnych aniołów⁶³.

Nieco łatwiej będzie dotrzeć do inwestorów skupionych na tzw. formalnym rynku *private equity*, bowiem tworzą go firmy wyspecjalizowane w poszukiwaniu inwestycji przynoszących (ponadprzeciętne) przyrosty wartości kapitału. Są to fundusze *private equity* i *venture capital*. Portal finansowy bankier.pl podaje kontakty do ponad trzydziestu takich instytucji⁶⁴. Jednakże wymagania stawiane przez fundusze *private equity* będą wyższe niż aniołów biznesu.

Podsumowując rozważania na temat alternatywnych do kredytów i pożyczek bankowych form finansowania zewnętrznego przedsiębiorstw należy zauważyć, że wprawdzie rynek zarówno funduszy pożyczkowych, jak i *private equity* pod względem wartości wciąż w Polsce (i na świecie) ma marginalne znaczenie w porównaniu z tradycyjnymi formami finansowania – wartość kredytów bankowych w 2007 roku wynosiła w Polsce 171,72 mld zł, a wartość rynku funduszy pożyczkowych i *private equity* niecałe 5 mld zł – to jednak przyczynia się on do zmniejszania luki finansowej. Działalność tych inwestorów można bowiem uznać za pomost pomiędzy tradycyjnymi formami finansowania przedsiębiorstw we wczesnych stadiach ich rozwoju (środki własne, rodzin właścicieli i ich przyjaciół) a kapitałami dostępnymi, kiedy firmy te stabilizują swoją pozycję i stają się interesującym partnerem dla banków, czy są przygotowane np. do wejścia na giełdę.

3.4 Wyniki badań empirycznych dotyczących oceny działalności banków komercyjnych w Polsce

3.4.1 Ogólna charakterystyka próby i metodologii badawczej

W tym miejscu przedstawione zostaną wyniki ogólnopolskich badań empirycznych dotyczących oceny kształtowania relacji z klientami przez banki. Badania przeprowadzono w okresie luty – kwiecień 2007 na próbie sześciuset klientów instytucjonalnych, korzystających

⁶³ P. Tamowicz, *Business...* - op. cit, s. 60-63.

⁶⁴ <http://www.bankier.pl/firma/vc/narzedzia/katalog/> (21.11.2008).

z usług banków notowanych na warszawskiej giełdzie. Badaniem objęto wszystkie banki notowane w tym okresie na giełdzie:

1. PKO BP
2. Pekao S.A.
3. Bank Ochrony Środowiska
4. ING Bank Śląski
5. Bank Przemysłowo – Handlowy
6. Nordea Bank Polska
7. Bank Zachodni WBK
8. BRE Bank
9. Fortis Bank
10. Millennium
11. Bank Handlowy
12. Kredyt Bank.

Badanie zrealizowano na losowo - kwotowej próbie. Objęto nim po pięćdziesięciu klientów instytucjonalnych każdego z wytypowanych banków. Dobór próby uwzględniał lokalizację oddziałów banków. W celu realizacji badania ogólnopolskiego opracowano listę oddziałów banków w strukturze terytorialnej. Z tej listy wylosowano miejscowości, w których znajdowały się oddziały wytypowanych do badania banków, starając się zachować porównywalność struktury regionalnej. Ankieterzy realizowali badanie w każdym wylosowanym mieście. Dodatkowo zastosowano dobór proporcjonalny, z uwzględnieniem wielkości przedsiębiorstw mierzonej liczbą zatrudnionych osób. Przeprowadzono 50% wywiadów w małych firmach (do dziewięciu pracowników), 30% w średnich firmach (od dziesięciu do czterdziestu dziewięciu pracowników), 20% w dużych firmach (powyżej pięćdziesięciu pracowników, z czego jeden wywiad w firmie zatrudniającej dwustu pięćdziesięciu jeden pracowników i więcej). Osoba, z którą prowadzono wywiad musiała spełnić założenie wstępne, tj. być odpowiedzialną w przedsiębiorstwie za kontakt z bankiem.

Badanie przeprowadzono przy wykorzystaniu metody wywiadu kwestionariuszowego, prowadzonego przez telefon i wspieranego komputerowo – CATI. Na potrzeby niniejszego opracowania z pytań zadanych respondentom wybrano te, które odnoszą się przede wszystkim do oceny czynników wpływających na chęć kontynuowania współpracy z bankiem, jakości usług proponowanych przez dany bank, poziomu satysfakcji klientów z jego

usług oraz oceny danego banku w porównaniu z innymi badanymi bankami. W szczególności analizowano następujące pytania:

1. *Które z poniższych działań marketingowych w największym stopniu wpływają na chęć kontynuowania współpracy z Państwa bankiem? (respondenci zostali poproszeni o ocenę w skali od 1 do 5, gdzie 5 oznacza ocenę bardzo dobrą)*
 - a. program lojalnościowy banku (zbieranie punktów, wspólne programy z firmami z innych branż)
 - b. krótkookresowe akcje promocyjne (np. konkursy dla wszystkich klientów)
 - c. czasowe niższe opłaty, prowizje
 - d. czasowe oferowanie niższego oprocentowania kredytów a wyższego dla depozytów
 - e. miła i kompetentna obsługa
 - f. szeroki wachlarz usług
 - g. sprawne rozpatrywanie reklamacji
 - h. bieżące i zrozumiałe informowanie o warunkach współpracy
 - i. indywidualizacja kontaktów z bankiem (indywidualny doradca / specjalny nr telefonu)
 - j. organizowanie przez bank imprez
 - k. życzenia świąteczne / imieninowe (wysyłane przez bank)
 - l. indywidualizacja oferty i warunków cenowych (prowizje, opłaty, oprocentowanie) do naszych potrzeb i oczekiwań
 - m. możliwość współtworzenia / modyfikacji oferty
 - n. systematyczne komunikowanie między stronami (przekazywanie informacji niezbędnych i pomocnych we współpracy między stronami relacji, np. o nowych możliwościach czy zmianach warunków)
 - o. wzajemne zaangażowanie stron w doskonalenie i rozwój relacji.

Pierwsze cztery czynniki (a - d) obejmują elementy najprostsze i najszybsze do zastosowania, mające podłoże natury ekonomicznej. Rola działań marketingowych wykorzystujących bodźce stricte ekonomiczne wynika z faktu, iż stanowią one jeden z nielicznych namacalnych elementów oferty banku, który może być stosunkowo łatwo poddany porównaniu i ocenie. Kolejne czynniki (e - k) związane są z obsługą i komunikacją z klientem – uwzględniono szeroką gamę instrumentów marketingowych dotyczących nawiązywania bezpośrednich i pośrednich kontaktów pomiędzy pracownikami banku a

klientami, możliwością zaspokojenia zróżnicowanych potrzeb klientów oraz narzędzi budujących przyjazną atmosferę współpracy. Ostatnia grupa (l - o) uwzględnia aktywności banków związane z zapewnieniem indywidualizacji obsługi i oferty, współpracy w procesie tworzenia oferty, wzajemnym przekazywaniem sobie informacji ważnych z punktu widzenia jednej ze stron oraz ogólnym zaangażowaniem pracowników w proces rozwoju relacji.

Kolejne analizowane pytania to:

2. *Proszę ocenić jakość obsługi przez pracowników Państwa banku:*

- a. bardzo dobra
- b. dobra
- c. dostateczna
- d. niedostateczna
- e. trudno powiedzieć

3. *Jak oceniają Państwo ogólny poziom satysfakcji z usług banku, w ramach którego prowadzone są te badania?*

- a. jesteśmy bardzo zadowoleni
- b. jesteśmy dość zadowoleni
- c. nie mamy zdania (ani zadowoleni, ani niezadowoleni)
- d. jesteśmy raczej niezadowoleni
- e. jesteśmy bardzo niezadowoleni

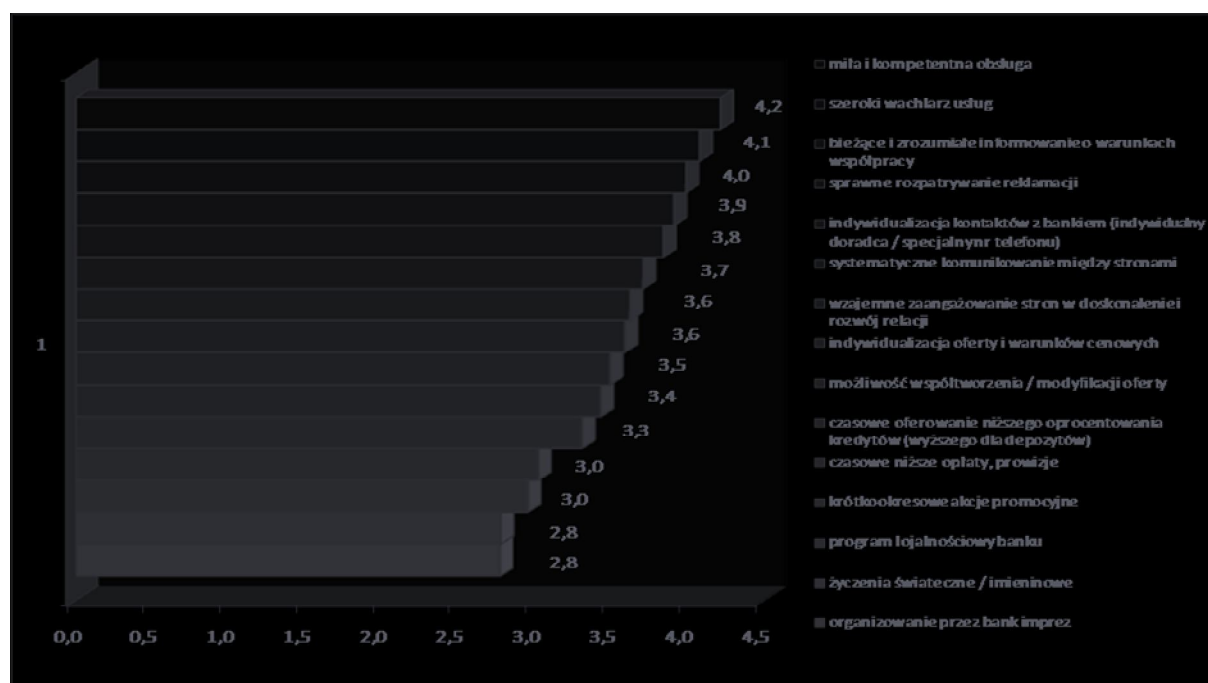
4. *Jak oceniliby Państwo swój bank, w porównaniu z innymi bankami?*

- a. najlepszy
- b. lepszy niż większość
- c. mniej więcej taki sam jak większość
- d. nie tak dobry jak większość
- e. najgorszy
- f. nie mamy zdania.

Wyniki badań prezentuje następny podpunkt.

3.4.2 Wyniki badania

Średnie oceny czynników wpływających na chęć kontynuowania współpracy z danym bankiem przedstawia rysunek 13. Analiza przedstawionych wyników wskazuje, że najważniejsze czynniki decydujące o pozostaniu klientów instytucjonalnych w danym banku to przede wszystkim *miła i kompetentna obsługa* (średnia ocen 4,2), ale również *szeroki wachlarz usług* (4,1) oraz *bieżące i zrozumiałe informowanie o warunkach współpracy* (4,0). W następnej grupie czynników znalazły się elementy związane z jakością obsługi: *sprawne rozpatrywanie reklamacji* (3,9), *indywidualizacja kontaktów z bankiem* (3,8) i *ich systematyczność* (3,8). Nieco mniej ważne okazały się *możliwość indywidualizowania oferty*, czy *promocje cenowe stosowane przez banki* (średnie oceny w przedziale 3,3 – 3,6). Natomiast za najmniej istotne respondenci uznali działania niezwiązane bezpośrednio z jakością obsługi czy samym produktem bankowym (programy lojalnościowe, krótkookresowe akcje promocyjne i imprezy organizowane przez bank, wysyłanie życzeń). Ocena tych czynników zawiera się w przedziale 2,8 – 3,0.

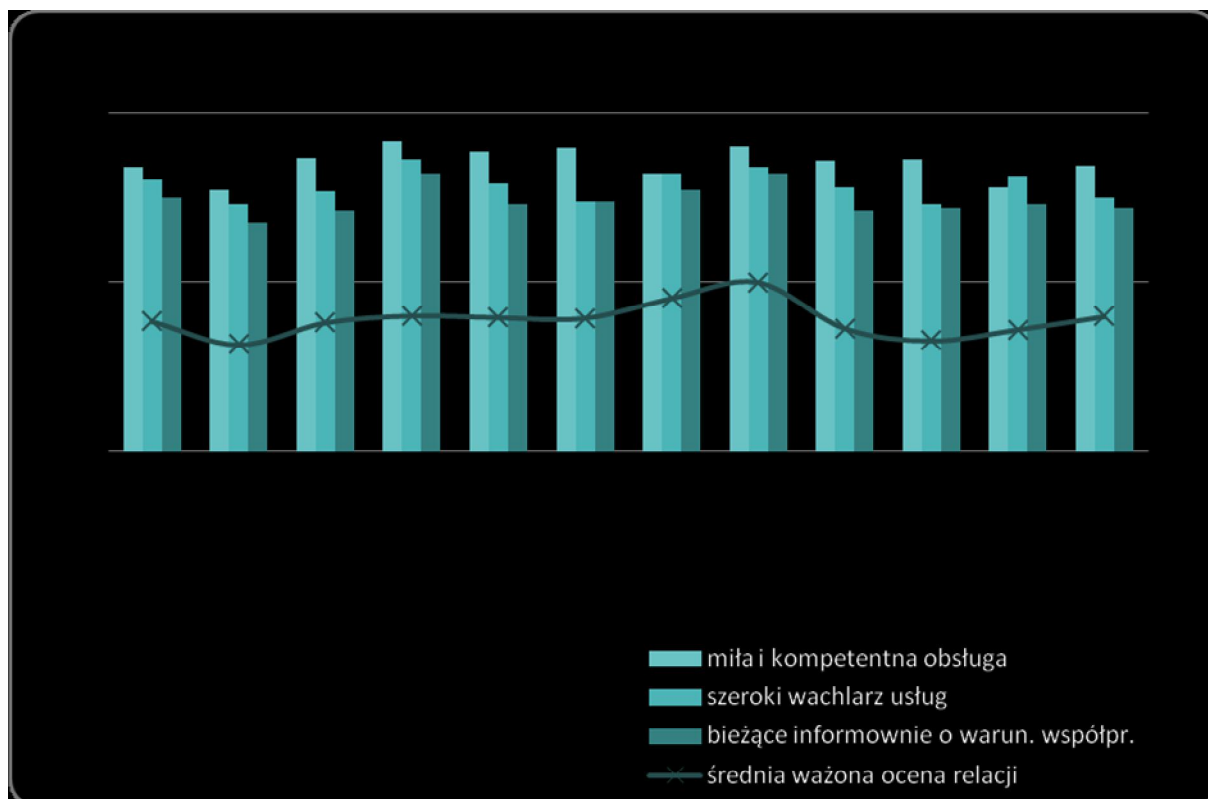


Rys. 15 Ocena czynników wpływających na chęć kontynuowania współpracy z bankiem (średnie z ocen badanych banków)

Źródło: opracowanie własne.

Na uwagę zwraca fakt, że oceny poszczególnych czynników są bardzo zbliżone w badanych bankach. Dla przykładu, czynniki ocenione jako najważniejsze (*miła i kompetentna obsługa*, *szeroki wachlarz usług* oraz *bieżące i zrozumiałe informowanie o warunkach*

współpracy) w badanych bankach mają rozrzut ocen odpowiednio: 3,9 – 4,3. Podobnie, *średnia ważona ocena relacji*⁶⁵ dla wszystkich banków wynosi 3,3 (w skali 1 - 5), przy czym oceny dla poszczególnych banków zawierają się w przedziale od 3,1 do 3,5. Szczegółowe oceny wymienionych czynników kształtowania relacji oraz średnią ważoną ocenę relacji w badanych bankach przedstawia rysunek 16.

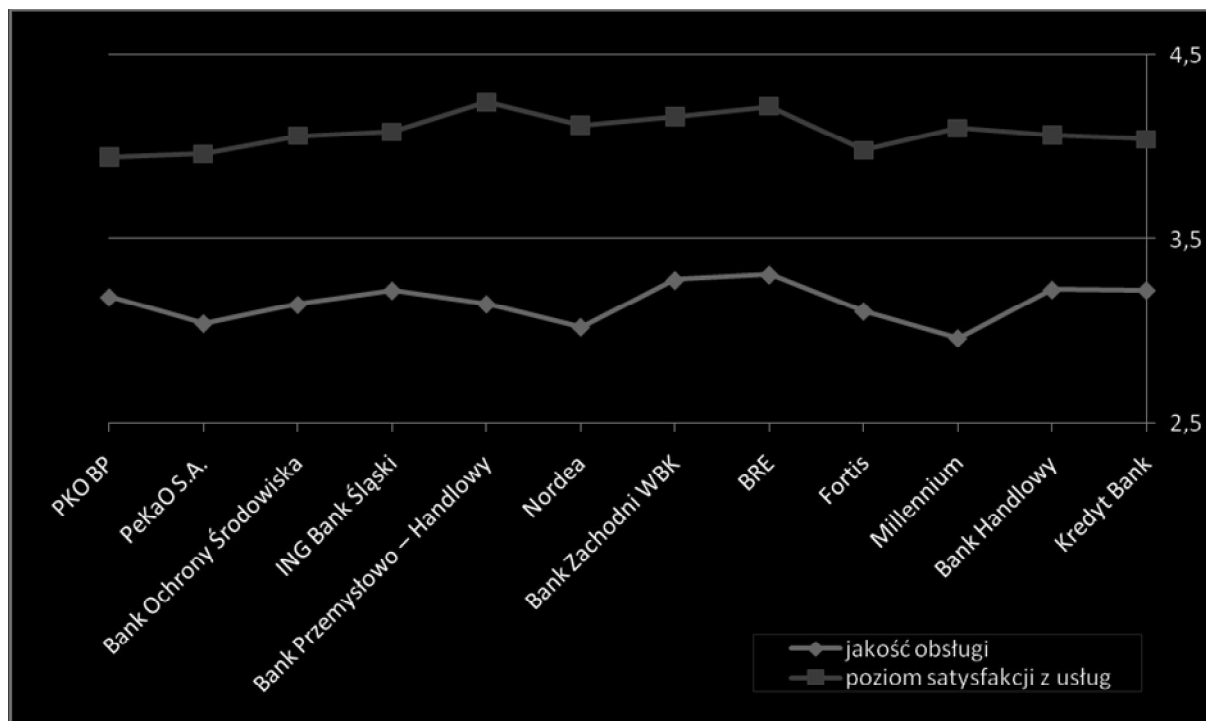


Rys. 16 Ocena najważniejszych czynników wpływających na chęć kontynuowania współpracy z bankiem

Źródło: opracowanie własne.

Kolejne pytania dotyczyły *jakości obsługi* oraz *ogólnego poziomu satysfakcji z usług* banku. I w tym przypadku oceny dla poszczególnych banków były bardzo wyrównane, przy czym wyżej respondenci ocenili poziom satysfakcji z usług (średnio 4,1) niż sam poziom obsługi (średnio 3,2). Oceny, jakie uzyskały poszczególne banki prezentuje rysunek 17.

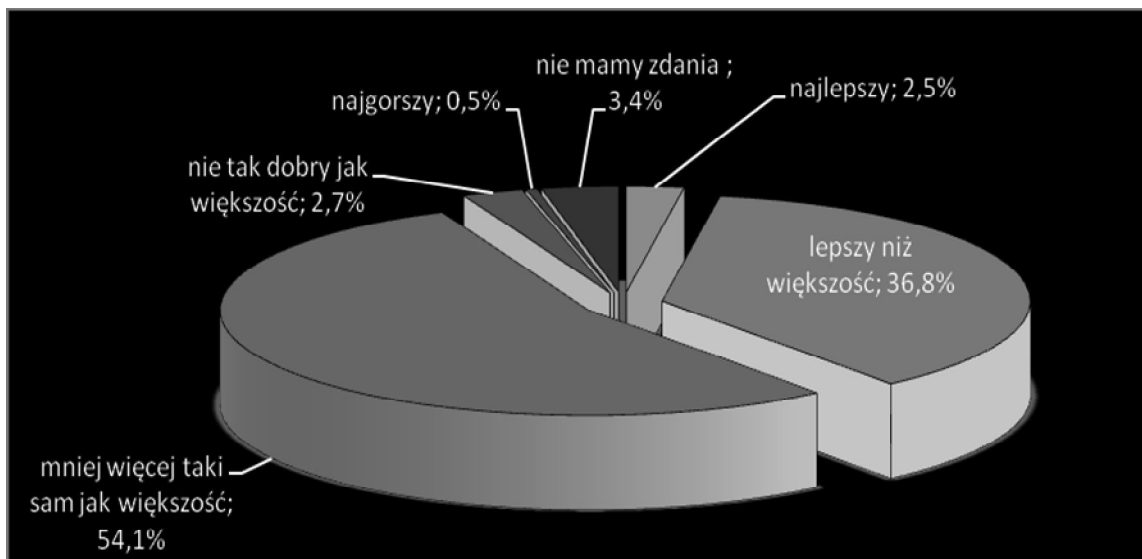
⁶⁵ Średnią ważoną ocenę relacji obliczono jako średnią ocen poszczególnych rodzajów relacji, w której za wagi przyjęto średnią ważność poszczególnych rodzajów relacji dla klienta.



Rys. 17 Ocena jakości obsługi oraz ogólnego poziomu satysfakcji z usług banku

Źródło: opracowanie własne.

Te wyniki zasadniczo pokrywają się z ostatnim z analizowanych pytań, które dotyczyło oceny konkretnego banku w porównaniu z innymi bankami. Przedstawiciele badanych firm najczęściej wskazywali bowiem odpowiedź, że obsługujący ich bank jest „mniej więcej taki sam jak większość” (54% ankietowanych). Aczkolwiek część respondentów oceniła swój bank „lepiej niż większość banków” (prawie 37%). Oceny skrajne (najlepszy i najgorszy) przyznało bardzo niewielu ankietowanych – w sumie 3%, przy czym zdecydowanie więcej przedstawicieli firm uznało swój bank za *najlepszy* (2,5%) niż jako *najgorszy* (0,5%). Tę ostatnią grupę respondentów – niezadowolonych z obsługującego ich banku – powiększają ci, którzy uważają swój bank za „nie tak dobry jak większość” (2,7%). Z kolei 3,4% ankietowanych nie miało zdania na temat oceny swojego banku w porównaniu do innych banków. Szczegółowe wyniki prezentuje rysunek 18.



Rys. 18 Ocena banku, z którego korzystają firmy w porównaniu do innych banków

Źródło: opracowanie własne.

Otrzymane wyniki wskazują na relatywnie niewielkie zróżnicowanie poszczególnych ocen w ramach analizowanej grupy banków. Zarówno przyczyny pozostawania w danym banku, ogólne oceny relacji, obsługi i poziomu satysfakcji z usług są podobne we wszystkich analizowanych bankach. W związku z powyższym można stwierdzić, że te elementy nie różnicują dokonywania wyboru banku przez klientów. Można raczej domniemywać, że klienci oczekują pewnego *standardu obsługi i jakości produktów* bankowych. Jeśli nie jest on zapewniony, to zmieniają bank. Banki zdają się odczytywać oczekiwania klientów i starają się świadczyć swoje usługi na poziomie wymaganym na rynku.

Ponadto, zapewnienie przez banki wymaganego przez klientów, a pośrednio także przez inwestorów, poziomu obsługi i jakości swoich produktów, jest konieczne z uwagi na fakt, że banki są *podmiotami zaufania publicznego* a ich działalność podlega *specjalnym regulacjom* wyrażonym w ustawie prawo bankowe, a w zakresie kontroli podległe są instytucjom nadzoru (NBP, Generalny Inspektorat Nadzoru Bankowego, Komisja Nadzoru Finansowego Bankowy Fundusz Gwarancyjny).

ROZDZIAŁ IV

RYNEK KAPITAŁOWY JAKO ŹRÓDŁO FINANSOWANIA PRZEDSIĘBIORSTWA

4.1 Definicje i pojęcia funkcjonujące na rynku kapitałowym

Rynek kapitałowy, to rynek instrumentów finansowych określanych jako średnio- i długoterminowe, ponieważ okres ich wykupu wynosi co najmniej jeden rok albo nie jest z góry określony. Średnio- i długoterminowy charakter tych instrumentów sprawia, że służą one pozyskiwaniu środków służących przede wszystkim finansowaniu inwestycji, rzadziej natomiast potrzeb bieżących. Głównym celem funkcjonowania rynku kapitałowego jest efektywna alokacja zasobów w gospodarce. Sposób inwestowania środków przez przedsiębiorstwa funkcjonujące na rynku kapitałowym jest ukierunkowany na obiektywną wycenę instrumentów finansowych, za pomocą których przedsiębiorstwa pozyskują środki przeznaczone na finansowanie inwestycji.⁶⁶ Zasady funkcjonowania rynku kapitałowego w Polsce regulują następujące ustawy:

- ustawa o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz spółkach publicznych⁶⁷,
- ustawa o obrocie instrumentami finansowymi⁶⁸
- ustawa o nadzorze nad rynkiem kapitałowym⁶⁹.

Podstawową formą rynku kapitałowego jest rynek papierów wartościowych. Papier wartościowy to dokument lub zapis w systemie informatycznym na rachunku papierów wartościowych, który ucieleśnia prawa majątkowe w taki sposób, że dane uprawnienia przysługują osobie wskazanej jako uprawniona w treści dokumentu (choćby jako okaziciel), a przedłożenie go jest warunkiem koniecznym i wystarczającym dla realizacji uprawnienia. W rozumieniu art. 3 ustawy o instrumentach finansowych papierami wartościowymi są:

- a) akcje, prawa poboru⁷⁰, prawa do akcji, warranty subskrypcyjne, kwity depozytowe, obligacje, listy zastawne, certyfikaty inwestycyjne i inne zbywalne papiery wartościowe, w tym inkorporujące prawa majątkowe odpowiadające prawom wynikającym z akcji lub z

⁶⁶ Podstawy Finansów, red. K. Marecki, PWE, Warszawa, 2008, s. 223.

⁶⁷ Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz. U. 2005 nr 184 poz. 1539 ze zmianami).

⁶⁸ Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz. U. 2005 nr 183 poz. 1538 ze zmianami).

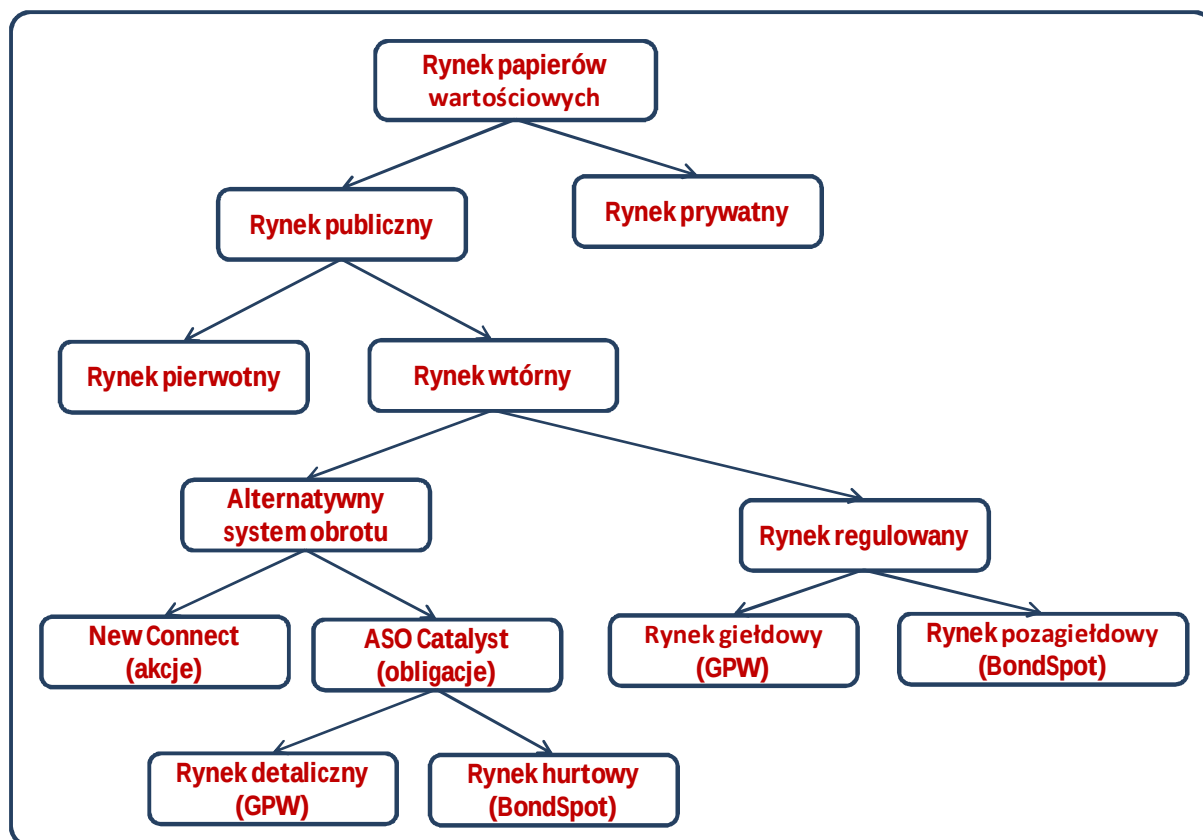
⁶⁹ Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (Dz. U. 2005 nr 183 poz. 1537 ze zmianami).

⁷⁰ w rozumieniu przepisów Ustawy z dnia 15 września 2000 roku Kodeks spółek handlowych (Dz. U. Nr 94, poz.1037, ze zmianami).

zaciągnięcia długu, wyemitowane na podstawie właściwych przepisów prawa polskiego lub obcego,

- b) inne zbywalne prawa majątkowe, które powstają w wyniku emisji, inkorporujące uprawnienie do nabycia lub objęcia papierów wartościowych określonych w lit. a, lub wykonywane poprzez dokonanie rozliczenia pieniężnego (prawa pochodne).⁷¹

Struktura rynku papierów wartościowych została przedstawiona na poniższym rysunku.



Rys. 19 Struktura rynku papierów wartościowych

Źródło: opracowanie własne na podstawie Podstawy Finansów, red. K. Marecki, PWE, Warszawa 2008, s. 225.

Podstawowa klasyfikacja, która przedstawiona została na powyższym rysunku, zakłada podział rynku papierów wartościowych ze względów prawno - organizacyjnych na *rynek publiczny i prywatny*. Granice tego podziału wyznacza w Polsce ustawa o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego obrotu. Zgodnie z art. 3 tej ustawy ofertą publiczną jest udostępnianie, co najmniej stu osobom lub nieoznaczonemu adresatowi, w dowolnej formie i w dowolny sposób, informacji

⁷¹ Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie... - op. cit.

o papierach wartościowych i warunkach dotyczących ich nabycia, stanowiących dostateczną podstawę do podjęcia decyzji o odpłatnym nabyciu tych papierów wartościowych.⁷²

Rynek publiczny definiowany jest więc jako ta część rynku kapitałowego, na której podmiot składający ofertę sprzedaży albo nabycia instrumentów finansowych, zwraca się do szerokiego grona inwestorów (nieznanych mu bezpośrednio), zwłaszcza z wykorzystaniem środków masowego przekazu. Rynek niepubliczny, określanej potocznie rynkiem prywatnym (ang. *Private equity*), obejmuje z kolei transakcje, w przypadku których wzajemne relacje stron transakcji oparte są na indywidualnych kontaktach emitenta (lub występującej w jego imieniu instytucji finansowej) z potencjalnymi inwestorami i między samymi inwestorami. Informowanie inwestorów, czy to przez emitenta, czy przez innych inwestorów, o możliwości nabycia instrumentów finansowych nie jest natomiast prowadzone z wykorzystaniem środków masowego przekazu (telewizji, radia, prasy, sieci Internet). Taki tryb sprawia, że kształt oferty nie jest najczęściej z góry ustalany przez podmiot składający ofertę, ale jest niejako dostosowywany do oczekiwań inwestorów, z którymi prowadzone są negocjacje. Tak zawierane transakcje mają charakter niesformalizowany i zawierane są w oparciu o ogólne przepisy prawa regulujące działalność podmiotów biorących udział w transakcji oraz sposób emitowania i nabywania danych papierów wartościowych.⁷³

W przypadku rynku kapitałowego bardzo istotny jest podział na *rynek pierwotny i wtórny*, ponieważ ma on zasadnicze znaczenie dla wszystkich uczestników tego rynku, wskazując na kierunek przepływu kapitału i strony transakcji.

Z punktu widzenia finansowania działalności inwestycyjnej przedsiębiorstw podstawowe znaczenie ma rynek pierwotny. Na rynku pierwotnym nabycie papierów wartościowych nowej emisji proponuje ich emitent. Zatem jest to rynek, na którym dokonuje się zasilenie emitenta w kapitał. Z rynkiem pierwotnym mamy po raz pierwszy do czynienia w momencie zakładania spółki akcyjnej, kiedy to jej założyciele deklarują objęcie lub proponują innym osobom objęcie określonej liczby akcji. W celu finansowania dalszego rozwoju spółka może dokonywać kolejnych emisji akcji lub papierów wartościowych o charakterze dłużnym.

⁷² Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej.... – op. cit.

⁷³ Szczegółowe informacje na temat niepublicznego rynku zostały przedstawione w rozdziale 9 - Inwestycje funduszy wysokiego ryzyka w przedsiębiorstwa.

W przypadku emisji papierów wartościowych w ramach rynku niepublicznego, obowiązki i prawa zarówno remitenta, jak i inwestorów, określone są w ogólnych przepisach prawa odnoszących się do danego rodzaju papieru wartościowego. Natomiast kwestie prawnie nieuregulowane są wypracowywane przez uczestników rynku. Inaczej rzecz się ma w przypadku pierwotnej oferty akcji na rynku publicznym (ang. *Initial Public Offering*, IPO). Jak wspomniano wcześniej, ofertę publiczną regulują przepisy ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych. Przede wszystkim, aby emitent mógł emitować papiery wartościowe w ramach rynku publicznego, musi najpierw udostępnić do publicznej wiadomości (w sposób i w terminach prawnie określonych) prospekt emisyjny, który jest uprzednio weryfikowany i zatwierdzany przez państwowy organ nadzoru. Jest to dokument stanowiący nie tylko pierwsze i najważniejsze źródło informacji o emitencie, ale również jedyny prawnie wiążący dokument, na podstawie którego jest możliwe zaoferowanie papierów wartościowych w ramach rynku publicznego. Publikacja prospektu emisyjnego stanowi szczególną ochronę inwestorów poprzez zapewnienie im możliwie szerokiego zakresu informacji na temat oferowanych papierów wartościowych, jak również informacji na temat ich emitenta. Ponadto, obsługą techniczną i organizacyjną sprzedaży papierów wartościowych zajmuje się zawsze dom maklerski, który odpowiada za sprawne i prawidłowe przeprowadzenie tej operacji. Nie jest więc tak, jak w przypadku rynku niepublicznego, gdzie emitent może sam przeprowadzić całą procedurę emisyjną.

Rynek wtórny jest rynkiem, na którym nie odbywa się już zasilenie przedsiębiorstw w kapitał, a odbywa się obrót papierami wartościowymi. Rynek ten służy zawieraniu transakcji kupna sprzedaży już wyemitowanych walorów pomiędzy inwestorami, przeważnie za pośrednictwem odpowiednich instytucji finansowych. Na rynku wtórnym kształtuje się wartość (cena) papierów wartościowych, po której właściciel papierów może je sprzedać.

Obrót papierów na rynku wtórnym może mieć charakter zorganizowany lub niezorganizowany. Obrót zorganizowany to obrót papierami wartościowymi dokonywany na *rynku regulowanym* lub na *alternatywnym systemie obrotu* (AOS).

Rynek regulowany to system obrotu papierami wartościowymi dopuszczonymi do tego obrotu, który zapewnia wszystkim inwestorom równy dostęp do informacji w tym samym czasie oraz jednakowe warunki nabycia i zbycia papierów wartościowych. Rynek taki

jest odpowiednio zorganizowany, podlega nadzorowi.⁷⁴ Elementami rynku regulowanego są *rynek giełdowy i pozagiełdowy*.

Rynek giełdowy to najbardziej zinstytucjonalizowana forma wtórnego rynku instrumentów finansowych. Pojęcie „giełdy” obejmuje zespół osób, urządzeń i środków technicznych, zorganizowanych w celu kojarzenia ofert sprzedaży i nabycia papierów wartościowych. Rynek pozagiełdowy (z ang. *Over the Counter Market*, OTC), podobnie jak rynek giełdowy, umożliwia w sposób uregulowany kupno i sprzedaż instrumentów rynku kapitałowego. Rynek ten, podobnie jak rynek giełdowy, stanowi zespół osób, regulacji oraz urządzeń i środków technicznych służących gromadzeniu, przedstawianiu i udostępnianiu informacji o ofertach kupna i sprzedaży papierów wartościowych, zawartych transakcjach oraz innych informacji związanych z obrotem. Nie ma jednak określonej lokalizacji fizycznej, więc nie można w jego przypadku mówić o parkiecie. W prowadzeniu obrotu i przy negocjowaniu transakcji pośrednicy (maklerzy) posługują się telefonem lub komputerem połączonym z komputerem centralnym rynku rejestrującym oferty kupna i sprzedaży papierów wartościowych oraz transakcje. W odróżnieniu od rynku giełdowego, na rynku pozagiełdowym dopuszczalne są transakcje zawierane bezpośrednio między inwestorami.

W Polsce rynek giełdowy jest prowadzony przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie. Regulowany rynek pozagiełdowy organizowany jest przez spółkę BondSpot SA (do niedawna MTS-CeTO SA, Centralna Tabela Ofert).⁷⁵ Na rynku pozagiełdowym dokonywane są przede wszystkim hurtowe transakcje instrumentami dłużnymi. Podstawowymi cechami odróżniającymi rynek pozagiełdowy od giełdowego są możliwości zawierania transakcji bezpośrednio pomiędzy inwestorami i brak fizycznej lokalizacji tego rynku.

Wtórny obrót papierami wartościowymi może odbywać się nie tylko na rynkach regulowanych, ale również w *alternatywny systemie obrotu*. Zgodnie art. 3 ustawy o obrocie papierami wartościowymi przez alternatywny system obrotu rozumie się organizowany przez firmę inwestycyjną lub podmiot prowadzący rynek regulowany, poza rynkiem regulowanym, wielostronny system kojarzący oferty kupna i sprzedaży instrumentów finansowych w taki sposób, że do zawarcia transakcji dochodzi w ramach tego systemu, zgodnie z określonymi zasadami. Alternatywnego systemu obrotu nie stanowi rynek organizowany przez Narodowy

⁷⁴ Finansowanie rozwoju przedsiębiorstwa... – op. cit., s. 133-134.

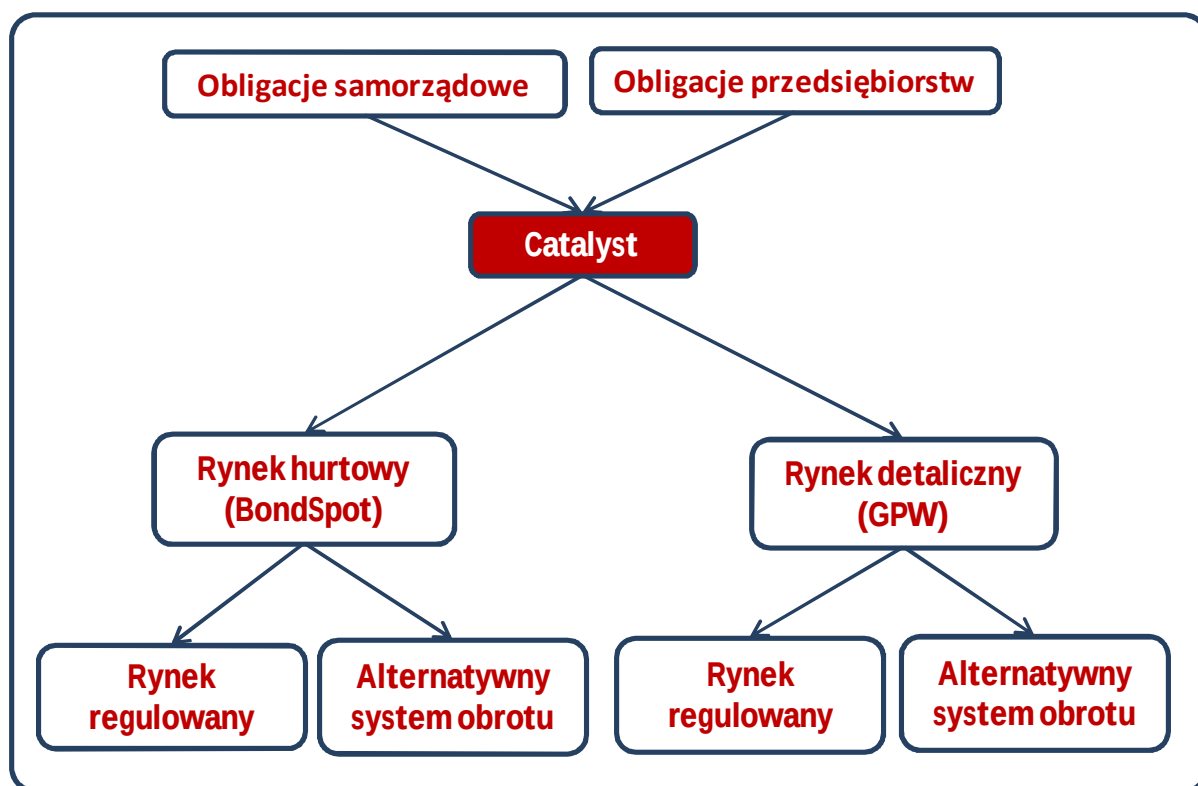
⁷⁵ Spółka MTS-CeTO zmieniła nazwę na BondSpot z dniem 18 września 2009 roku. Spółka BonSpot należy do grupy kapitałowej GPW. Na koniec 2009 roku udział Giełdy w jej akcjonariacie wynosił 92,47%.

Bank Polski, jak również organy publiczne, którym powierzono zarządzanie długiem publicznym lub które uczestniczą w takim zarządzaniu, w tym lokując środki pochodzące z tego długu.⁷⁶

Jednym z elementów alternatywnego systemu obrotu jest rynek NewConnect. Rynek NewConnect to zorganizowana przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie platforma transakcyjna, służąca pozyskiwaniu kapitału przez małe i średnie przedsiębiorstwa o dużym potencjale wzrostu, posiadające innowacyjne pomysły biznesowe. Cechą charakterystyczną tego rynku jest przede wszystkim prosta i szybka ścieżka formalna prowadząca do debiutu i pozyskania przez emitenta środków na rozwój. Dodatkową zaletą tego rynku są niższe koszty przeprowadzenia emisji oraz mniej rygorystyczne obowiązki informacyjne niż w przypadku rynku regulowanego. NewConnect to rynek strategiczny, który ma być pierwszym krokiem na rynku kapitałowym, poprzedzającym debiut na głównym rynku GPW w Warszawie.

Najnowszym elementem polskiego rynku kapitałowego jest rynek obligacji korporacyjnych i komunalnych Catalyst. Rynek Catalyst rozpoczął działalność 30 września 2009 roku. Prowadzony jest na platformach transakcyjnych Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie i BondSpot. Catalyst tworzą cztery platformy obrotu. Dwie prowadzone przez GPW – w formule rynku regulowanego i ASO - przeznaczone są dla klientów detalicznych, analogiczne dwa rynki BondSpotu dedykowane są klientom hurtowym (rynek ASO na platformie Bond Spot otworzył się w 2009 roku). Wszystkie przeznaczone są dla nieskarbowych instrumentów dłużnych - obligacji komunalnych, korporacyjnych oraz listów zastawnych. Taka architektura Catalyst sprawia, że jest on dostosowany do emisji o różnych wielkościach i różnej charakterystyce, a także do potrzeb różnych inwestorów – hurtowych i detalicznych, instytucjonalnych i indywidualnych. Strukturę rynku Catalyst szczegółowo przedstawia poniższy rysunek.

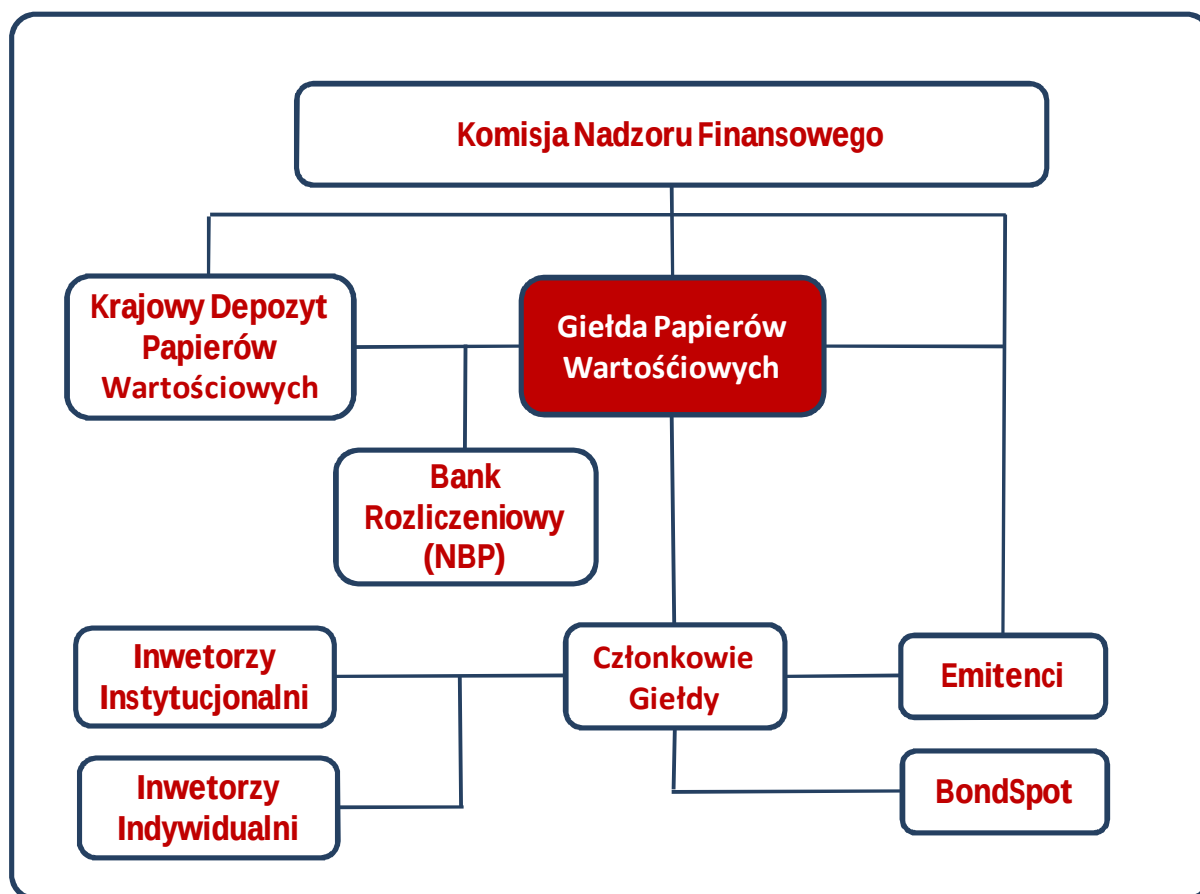
⁷⁶ Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie... - op. cit.



Rys. 20 Struktura rynku Catalyst

Źródło: opracowanie własne.

Administracyjny nadzór nad rynkiem kapitałowym sprawowany jest przez Komisję Nadzoru Finansowego (KNF). Komisja udziela licencji instytucjom rynku papierów wartościowych, takim jak biura maklerskie i fundusze inwestycyjne, oraz na bieżąco kontroluje rynek papierów wartościowych. Obok Komisji Nadzoru Finansowego do najważniejszych instytucji rynku kapitałowego w Polsce zaliczyć można wspomnianą już wcześniej Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie SA, spółkę BondSpot oraz Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych. Relacje pomiędzy poszczególnymi uczestnikami polskiego rynku kapitałowego szczegółowo zostały przedstawione na poniższym rysunku.



Rys. 21 Uczestnicy rynku kapitałowego

Źródło: opracowanie własne na podstawie materiałów informacyjnych Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie, <http://www.gpw.pl/gpw.asp?cel=ogieldzie&k=6&i=/grupakapitalowa/grupa&sky=1> (20.12.2009r.)

Celem niniejszego podrozdziału było wyjaśnienie podstawowych pojęć funkcjonujących na polskim rynku kapitałowym. Przedstawiona architektura tego rynku wskazuje, że pod względem strukturalnym przypomina on już rynki kapitałowe krajów rozwiniętych. Istnienie odpowiednich instytucji finansowych nie daje jednak gwarancji sprawnego przepływu środków pieniężnych pomiędzy inwestorami, a przedsiębiorstwami. Szczegółowa analiza metod pozyskiwania środków finansowych z rynku kapitałowego oraz stopnia wykorzystania dostępnych na rynku instrumentów finansowych przedstawiona została w kolejnych podrozdziałach.

4.2 Możliwe metody pozyskania kapitału z rynku kapitałowego

Na rynku kapitałowym, podobnie jak na każdym innym, występują zasoby i potrzeby, gdzie zapotrzebowanie na gotówkę ze strony przedsiębiorstw (popyt) jest zaspokajane przez podmioty dysponujące jej nadmiarem, tj. oszczędności gospodarstw domowych oraz

odprowadzane do funduszy emerytalnych składki osób pracujących (podaż), a ukształtowana cena jest kosztem pozyskania kapitału.

Przedsiębiorstwa, które odczuwają potrzebę zwiększenia swojej bazy kapitałowej muszą dokonać wyboru, przy pomocy którego instrumentu, bądź instrumentów finansowych, będą pozyskiwać środki na dalszy rozwój. W Polsce wyróżnić można:

- listy zastawne,
- obligacje,
- akcje.

Listy zastawne są dłużnymi papierami wartościowymi, których emisję w Polsce mogą przeprowadzać tylko banki hipoteczne, co wynika ściśle z Ustawy o listach zastawnych i bankach hipotecznych z dnia 29 sierpnia 1997 roku. Ustawodawca przewidział możliwość emisji listów dwojakiego rodzaju: hipotecznych oraz publicznych. W pierwszym przypadku jest to papier wartościowy imienny lub na okaziciela, którego podstawę emisji stanowią wierzytelności banku hipotecznego zabezpieczone hipotekami, w którym to liście bank hipoteczny zobowiązuje się wobec uprawnionego do spełnienia określonych świadczeń pieniężnych.⁷⁷ Drugi przypadek, emisja listu publicznego, ma takie samo przeznaczenie, jednakże co innego stanowi zabezpieczenie wierzytelności banku hipotecznego. W ustawie wskazano na kredyty w części zabezpieczonej wraz z należnymi odsetkami, gwarancją lub poręczeniem Narodowego Banku Polskiego, Europejskiego Banku Centralnego, rządów lub banków centralnych państw członkowskich Unii Europejskiej, Organizacji Współpracy Gospodarczej i Rozwoju, z wyłączeniem państw, które restrukturyzują lub restrukturyzowały swoje zadłużenie zagraniczne w ciągu ostatnich pięciu lat, oraz gwarancją lub poręczeniem Skarbu Państwa zgodnie z przepisami odrębnych ustaw oraz kredyty udzielonych podmiotom wymienionym wyżej, a także kredyty w części zabezpieczonej wraz z należnymi odsetkami, gwarancją lub poręczeniem jednostek samorządu terytorialnego oraz kredyty udzielone jednostkom samorządu terytorialnego.

Instrument ten może występować w formie materialnej jak również zdematerializowanej, ale w praktyce częściej jest spotykana wersja druga w formie zapisu cyfrowego. Całość świadczeń pieniężnych polega na wypłacie odsetek i wykupie listów zastawnych w sposób i w terminach określonych w warunkach emisji. Odsetki są wypłacane

⁷⁷ Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997r. o listach zastawnych i bankach hipotecznych (Dz. U. z 2003 roku Nr 99, poz. 919, z późn. zm.)

na bazie stałej lub zmiennej stopy procentowej, według terminów zaznaczonych na kuponach odsetkowych dołączonych do listu zastawnego. Częstotliwość płatności odsetek ustalana jest dla każdej emisji indywidualnie. Zapadalność listów zastawnych wynosi od trzech do siedmiu lat, ponieważ dotyczą one bankowości hipotecznej i pozyskanie takiego długoterminowego kapitału jest konieczne do finansowania zakupu nieruchomości.

Obligacje są papierami wartościowymi poświadczającymi wierzytelność, czyli zobowiązanie dłużne emitenta wobec jej właściciela, na określoną sumę wraz z zobowiązaniem do wypłaty oprocentowania w ustalonych terminach. Może również zawierać zobowiązanie emitenta do określonego świadczenia niepieniężnego. Z tego względu zaliczana jest do grupy papierów wartościowych wierzytelnościowych, w odróżnieniu od opisywanych dalej akcji, które są papierami udziałowymi.

Z punktu widzenia emitenta obligacja jest instrumentem czasowego korzystania z pozabankowych funduszy, zwykle średnio- lub długoterminowych i często znacznie dłuższego od terminu kredytu udzielonego przez bank. Będąc źródłem zewnętrznym obligacja może być traktowana przez emitenta jako alternatywne źródło pozyskania kapitału w stosunku do emisji akcji i kredytu bankowego. Podstawową przewagą obligacji nad akcjami są odsetki płacone obligatariuszom, odpisywane, jako koszty finansowe i zmniejszające podstawę opodatkowania, co obniża koszt pozyskanego kapitału. Zaletą obligacji w porównaniu z kredytem jest fakt, że emitent nie musi płacić bankowi prowizji naliczanej przy pobieraniu kredytu oraz unika nadzoru bankowego nad wykorzystaniem kolejnych transz kredytu.

Do wad emisji obligacji zaliczyć można trudności z ich sprzedażą, a więc niepewność, co do wielkości zebranego kapitału oraz niepewność sytuacji finansowej firmy w momencie ich wykupu. Istnieją również przypadki, w których cena sprzedaży na rynku pierwotnym jest niższa od wartości nominalnej obligacji.

Obligacje można dzielić na wiele rodzajów i ze względu na różne kryteria, ale podstawowym podziałem jest rodzaj emitenta, gdzie wyróżnić można obligacje:

- skarbowe,
- komunalne,
- przedsiębiorstw.

Emitentem obligacji skarbowych jest skarb państwa, a ich przeznaczeniem jest pokrycie deficytu budżetowego, bądź sfinansowanie wydatków inwestycyjnych. Z uwagi na to, że rząd gwarantuje spłatę tych obligacji wraz z odsetkami, to powszechnie uważa się za papiery nieobciążone ryzykiem. Cechą obligacji skarbowych jest również to, iż z reguły nie mogą być wezwane do wykupu przed pierwotnym terminem wykupu. Z uwagi na temat opracowania ten typ obligacji nie będzie w dalszej części szczegółowo analizowany, podobnie jak obligacje komunalne (ang. *municipal bonds*) dotyczące części samorządowej.

Emitentem „municypalek” mogą być nie tylko władze lokalne i ich agencje, ale również przedsiębiorstwa lokalne działające w sektorze publicznym np. szpitale, szkoły wyższe lub przedsiębiorstwa komunalne. Środki pozyskiwane z emisji najczęściej przeznacza się na rozwój infrastruktury drogowej, bazy transportowej, budownictwa mieszkalnego, jak również na budowę szkół, szpitali i instytucji użyteczności publicznej (długoterminowe), ale bywa również, że celem emisji jest zlikwidowanie luki w kasie miejskiej (krótkoterminowe).

Trzeci rodzaj, obligacje przedsiębiorstw, które stanowią jeden z dwóch głównych tematów tego rozdziału posiadają te same cechy, co wspomniane wyżej papiery wartościowe i wynikają z tych samych potrzeb na dodatkowe fundusze w związku z realizowanymi inwestycjami i chęci ograniczania kosztów pozyskania kapitału poprzez zmniejszanie podstawy opodatkowania w przyszłości. W grupie przedsiębiorstw, które emitują obligacje korporacyjne, znajdują się przedsiębiorstwa użyteczności publicznej, firmy transportowe, korporacje przemysłowe oraz banki i inne instytucje finansowe, dlatego jak można zauważyć dotyczą one nie tylko przedsiębiorstw niefinansowych.

Istotną kwestią, zwłaszcza przy obligacjach korporacyjnych jest ocena zdolności kredytowej emitenta na podstawie oceny jego sytuacji finansowej. Oceny dokonuje się na podstawie analizy podstawowych sprawozdań finansowych firmy oraz wskaźników najczęściej za okres ostatnich 3 – 5 lat, bieżącego momentu oraz perspektywy na najbliższą przyszłość. Po przeanalizowaniu przedsiębiorstwa jest ono wprowadzane na listę klasyfikującą je według stopnia ryzyka niewypłacalności. W późniejszym etapie ma to istotne wpływ na koszt kapitału (oprocentowanie), gdzie jedną ze składowych jest premia za ryzyko rosnąca wraz z ryzykiem niewypłacalności danego emitenta. Do najbardziej popularnych i poważanych należą oceny Agencji Moody's, Fitch oraz Standard&Poor's. Pomimo kontrowersji wokół ich niezależności i metodologii w związku z kryzysem finansowym wciąż istnieje duże zaufanie do publikowanych przez nie ocen.

Tabela 10 Skale ocen ratingowych trzech największych amerykańskich agencji

Opis	Moody's Investors Service	Standard&Poor's	Fitch Rating
Obligacje o najwyższej jakości kredytowej. Bardzo wysoka zdolność do obsługi długu	Aaa	AAA	AAA
Obligacje o bardzo wysokiej jakości kredytowej	Aa	AA	AA
Obligacje o wysokiej zdolności kredytowej. Wysoka zdolność obsługi długu ale istnieją czynniki, które mogą ją obniżyć	A	A	A
Obligacje o dobrej jakości kredytowej. Zadowalająca zdolność do obsługi długu.	Baa	BBB	BBB
Obsługa zobowiązania może być wątpliwa w przypadku wystąpienia niekorzystnych zdarzeń w otoczeniu emitenta.	Ba	BB	BB
Obsługa długu z tytułu obligacji jest wątpliwa	B	B	B
Obsługa długu możliwa tylko w przypadku wystąpienia korzystnych okoliczności w otoczeniu emitenta	Caa	CCC	CCC
Obligacje emitentów, którzy mogą zaprzestać działalności	Ca	CC	CC
Obligacje emitentów znajdujących się w trakcie postępowania upadłościowego	C	C	C
Obligacje, dla których zaprzestano regulowania zobowiązań lub niewykupione	D	D	DDD, DD, D

Źródło: opracowanie własne na podstawie Fitch Polska, Standard&Poor's oraz Moody's Investors Service.

Wśród obligacji przedsiębiorstw, które są ściśle związane z ocenami agencji ratingowych, warto jeszcze zwrócić uwagę na tzw. obligacje tandetne (ang. *jun bonds*), zwane śmieciowymi. Mają one charakter spekulacyjny i są emitowane w celu wykupienia upadających firm, aby je ratować. Wyróżnić można więcej rodzajów obligacji, co zostało przedstawione w tabeli poniżej.

Tabela 11 Podział obligacji według różnych klasyfikacji

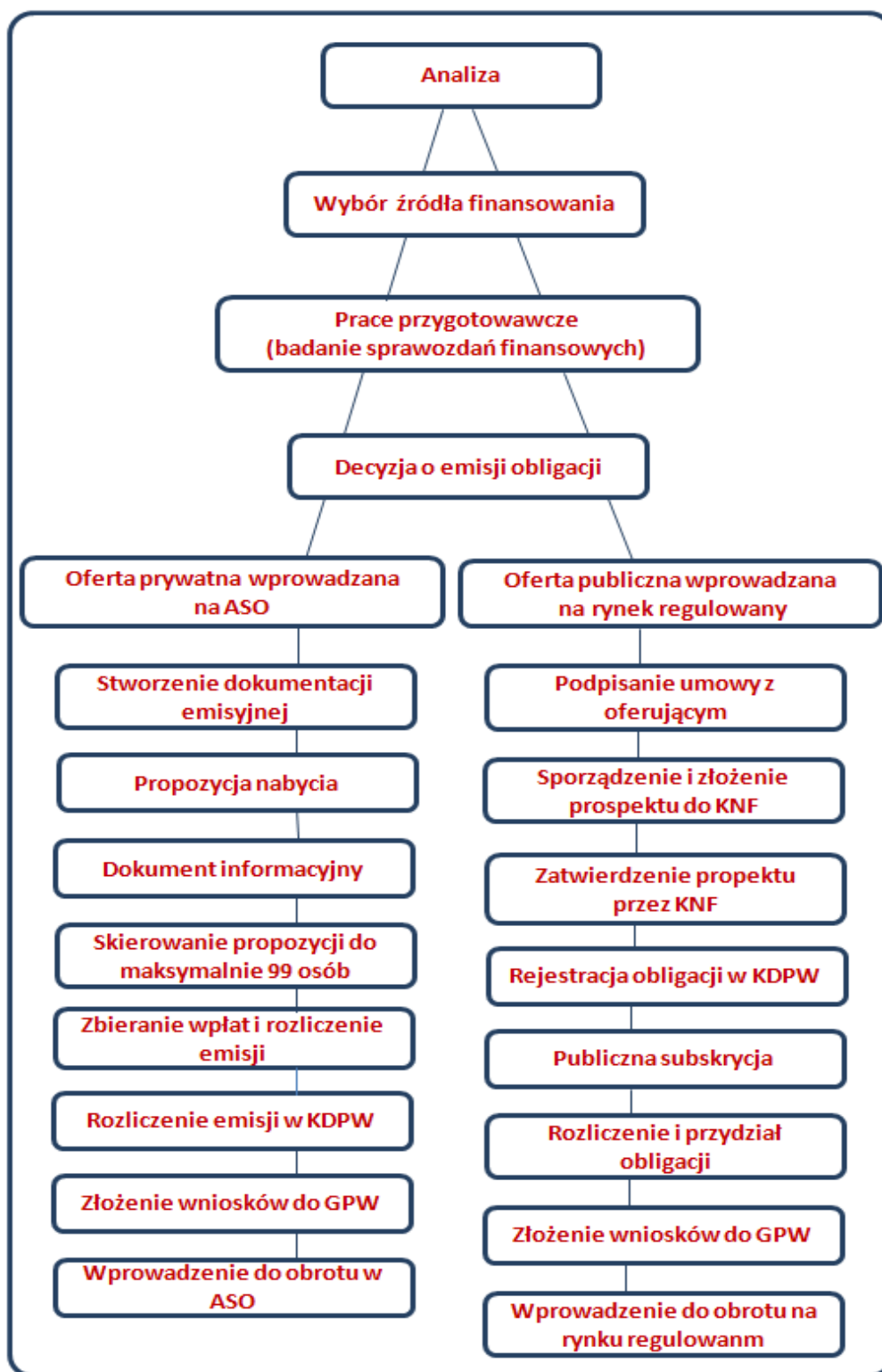
Klasyfikacja	Rodzaje obligacji
Sposób zabezpieczenia obligacji	zabezpieczone pierwszą hipoteką
	zabezpieczone drugą hipoteką lub generalną hipoteką
	zabezpieczone innymi papierami wartościowymi
	podporządkowane
	noty korporacyjne
Sposób oprocentowania	o stałej stopie oprocentowania
	o zmiennej stopie oprocentowania
	zerokuponowe
Prawa i przywileje związane z zakupem	zwykle
	zamienne
	z prawami poboru (warranty)

Źródło: opracowanie własne na podstawie: W. Dębski, Rynek finansowy i jego mechanizmy. Podstawy teorii i praktyki, PWN, Warszawa, 2008.

Na szerszy opis zasługują najmniej popularne obligacje, które w perspektywie najbliższych kilkunastu lat mogą najbardziej zyskać na znaczeniu, a mianowicie obligacje przychodowe. Ich główna idea opiera się na zasadzie, że roszczenia obligatariuszy z obligacji przychodowych zaspokajane będą z określonych przychodów lub aktywów wskazanych w warunkach emisji. Aktywa te stanowią jedyne zabezpieczenie obligacji przychodowych, co oznacza, że obligatariusze obligacji przychodowych nie mogą liczyć na zaspokajanie swoich roszczeń z innych aktywów emitenta, które nie zostały wskazane w warunkach emisji. Zakres podmiotów, dla których emisja tego typu obligacji jest dozwolona, został ograniczony głównie do spółek związanych kapitałowo z sektorem samorządowym oraz wykonujących zadania z zakresu użyteczności publicznej.

Ustawa o obligacjach (art. 23a) stanowi, że obligacje przychodowe mogą przyznawać obligatariuszowi prawo do zaspokojenia swoich roszczeń z całości albo z części przychodów lub z całości albo części majątku powstałego w wyniku przedsięwzięcia (przedsięwzięć), które zostały sfinansowane ze środków uzyskanych z emisji obligacji, lub/i z całości albo z części przychodów z innych przedsięwzięć określonych przez emitenta w warunkach emisji. Ponadto Ustawa daje obligatariuszom obligacji przychodowych prawo zaspokojenia ich roszczeń przed innymi wierzycielami emitenta.

W poprzednim podrozdziale wspomniano o nowo utworzonym rynku obligacji GPW - Catalyst, na którym można emitować obligacje zarówno w systemie ASO jak również na rynku regulowanym. Oczywiście, aby wyemitować obligacje nie jest konieczne wprowadzanie ich na giełdę, ponieważ istnieje pozagiełdowy rynek i stanowi on większość rynku nieskarbowych papierów dłużnych, jednakże w opinii autora warto zwrócić uwagę na drogę, jaką musi przebyć spółka, aby upublicznić papiery dłużne (schemat poniżej).



Rys. 22 Procedura emisji obligacji na WSE Catalyst

Źródło: S. Huczek, Obligacje korporacyjne na rynku Catalyst, GPW S.A., Warszawa 2009.

Akcje są papierami wartościowymi oznaczającymi prawo jej posiadacza do współwłasności firmy, która ją wyemitowała, czyli spółki akcyjnej, dlatego akcja jest zaliczana do grupy papierów udziałowych. Nabywca akcji zwany jest akcjonariuszem, dla

którego udział ten zaliczany jest do grupy papierów wartościowych o zmiennym dochodzie, ale dodatkowo akcjonariusz otrzymuje pewne prawa. Najważniejsze prawa, które otrzymuje akcjonariusz, są następujące:

- prawo głosu;
- prawo do dywidendy, inaczej prawo do udziału w zyskach spółki;
- prawo do udziału w masie likwidacyjnej;
- prawo poboru, czyli prawo do zakupu akcji nowej emisji.⁷⁸

Emisje akcji podobnie jak to miało miejsce przy obligacjach służą przede wszystkim pozyskaniu kapitału na rozwój. Z uwagi na pewną dojrzałość polskiego rynku kapitałowego, o czym napisano w pierwszym rozdziale niniejszego opracowania, zdecydowanie łatwiej pozyskać środki pieniężne emitując akcje na publicznym rynku (giełda) niż na niepublicznym. Pozyskanie kapitału poprzez emisję publiczną umożliwia osiągnięcie trwałej przewagi nad konkurencją. Nie przypadkiem decyzja o wejściu na giełdę nie raz zapadała po otrzymaniu wiadomości o przygotowaniach do debiutu giełdowego najpoważniejszego konkurenta.⁷⁹

Innym atutem emisji akcji, ale już zastrzeżonym tylko dla rynku publicznego, jest wzrost prestiżu i wiarygodności. Spełnienie wymogów związanych z funkcjonowaniem na rynku publicznym zdecydowanie poprawia wizerunek spółki wobec kontrahentów. Po dopuszczeniu do obrotu giełdowego spółka otrzymuje prawo posługiwania się specjalnym godłem. U adresatów informacji, że spółka jest notowana na giełdzie, można stwierdzić wzrost zaufania do tego przedsiębiorstwa, niezależnie od branży i typu relacji pomiędzy podmiotami.⁸⁰ Ściśle związany z wizerunkiem i szeroko rozumianym PR-em atut notowania akcji spółki na giełdzie, to promocja przedsiębiorstwa i jego produktów. Znalezienie się w elitarnym gronie spółek giełdowych zdecydowanie zwiększa rozpoznawalność wśród wielkiej liczby przedsiębiorstw działających w Polsce. Ponieważ spółki giełdowe są w centrum uwagi komentatorów ekonomicznych, każdy z emitentów otrzymuje darmowy pakiet promocyjny w postaci regularnie pojawiającej się w mediach nazwy spółki oraz informacji o jej działalności i produktach. Odpowiednio redagując raporty bieżące można mieć dodatkowo wpływ na ilość i jakość nagłaśnianych informacji. Uzyskanie podobnych efektów w drodze intensywnych

⁷⁸ K. Jajuga, *Obligacje i Akcje*, Komisja Nadzoru Finansowego, Warszawa 2009, s. 26

⁷⁹ B. Duszek, *Jak pozyskać kapitał z giełdy. Poradnik dla przyszłych emitentów*, GPW SA, Warszawa, 2007, s. 7

⁸⁰ Ibidem, s. 7

działań promocyjnych wiązałyby się ze znacznymi kosztami, niejednokrotnie przewyższającymi koszt wejścia na Giełdę.⁸¹

Do pozostałych zalet bycia spółką giełdową zaliczyć można obiektywną wycenę majątku spółki, wyższą płynność akcji, uzyskanie dodatkowych środków motywowania pracowników i menedżerów, możliwość efektywnego sfinansowania zakupu przedsiębiorstwa oraz uporządkowanie działalności przedsiębiorstwa. Istnieje jednak druga strona medalu emitowania akcji na rynku publicznym, która w ocenie autora, wciąż stanowi istotną barierę w finansowaniu działalności przedsiębiorstw poprzez rynek akcji, a mianowicie wymogi i procedura wejścia na giełdę. Zostały one określone w Ustawie o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych z dnia 29 lipca 2005 roku oraz w Regulaminach GPW S.A. i ASO. W związku z pojawieniem się w 2007 roku NewConnect aktualnie przedsiębiorstwa mają możliwość wyboru, do których wymogów się dostosować i na którym rynku zadebiutować (a zwłaszcza, w jakiej formule). W poniższej tabeli porównano przeznaczenie rynku głównego oraz alternatywnego systemu obrotu oraz niezbędne formalności, jakie muszą być spełnione, aby spółka miała szansę pozyskać z nich kapitał.

⁸¹ Ibidem, s. 8.

Tabela 12 Porównanie wymogów wejścia na Rynek Główny GPW oraz ASO NewConnect

	GPW – rynek główny	NewConnect
Wielkość spółki	Iloczyn liczby wszystkich akcji emitenta i prognozowanej ceny rynkowej równoważący w złotych co najmniej 5.000.000 Euro. Od 2009 r. iloczyn liczby wszystkich akcji emitenta i prognozowanej ceny rynkowej równoważący w złotych co najmniej 10.000.000 Euro	Brak ograniczeń. Notowane są nawet spółki typu „start up”
Historia emitenta	Ugruntowana pozycja na rynku	W początkowej fazie rozwoju, ale o dużej dynamice rozwoju
Wielkość emisji	Raczej powyżej 10 mln zł. W 2007 r. było tylko trzy emisje poniżej 10 mln zł	Od kilkuset tysięcy do kilkunastu milionów złotych
Rozproszenie	W posiadaniu akcjonariuszy, z których każdy uprawniony jest do wykonywania mniej niż 5% głosów na walnym zgromadzeniu, znajduje się co najmniej 15% akcji objętych wnioskiem o dopuszczenie do obrotu giełdowego, lub 100.000 akcji objętych wnioskiem o wartości równej co najmniej 1.000.000 EURO, liczonej wg ostatniej ceny sprzedaży lub emisyjnej	Brak ograniczeń (z zasady musi być zapewniona płynność obrotu)
Sposób emisji	Oferta publiczna	Oferta publiczna, oferta prywatna
Wymagania informacyjne	Stosowne dla rynku regulowanego oraz spółek publicznych	Stosowne dla spółek publicznych
Raporty finansowe	W prospekcie emisyjnym zaudytowane za ostatnie 3 lata działalności spółki. Na GPW muszą być podawane: - kwartalne informacje finansowe, - półroczne informacje przejrzane przez biegłego rewidenta, - roczne sprawozdanie finansowe zbadane przez biegłego rewidenta	W dokumencie informacyjnym zaudytowane za 1 rok chyba, że emitent działa krócej. Na New Connect muszą być podawane: - półroczne informacje finansowe, - roczne zbadane przez biegłego rewidenta
Koszty	Doradców, sporządzenia prospektu emisyjnego lub memorandum informacyjnego, oferty publicznej, funkcjonowania na GPW	W przypadku, kiedy spółka decyduje się na przeprowadzenie oferty publicznej, wówczas konieczne jest sporządzenie prospektu emisyjnego, którego koszt wynosi około min. 150 tys. zł. W przypadku emisji niepublicznej brak konieczności sporządzania prospektu, wówczas głównym kosztem jest opłacenie usług Autoryzowanego Doradcy jest to ok. 3% do 5% wartości emisji; koszt rocznej współpracy z AD wynosi od 60 do 120 tysięcy. Dopuszczenie spółki do obrotu to koszt 3 tys. zł. Za pomoc maklera spółka musi liczyć się z kosztem 40 - 60 tys. zł

Źródło: Raport kapitał 2008, IPO 2009.

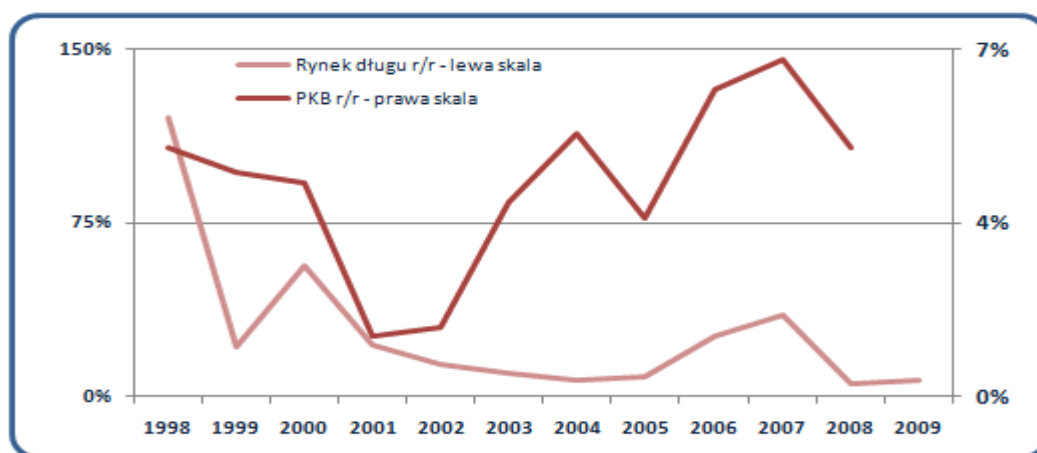
Podsumowując wstęp teoretyczny należy zaznaczyć, że zarówno emisja akcji, jak i obligacji służą jednemu celowi – zwiększeniu kapitałów stałych koniecznych do finansowania ekspansji firmy. Obydwa instrumenty mogą być rozpatrywane, jako źródła substytucyjne, a wtedy istotne staje się porównywanie korzyści z kosztami w celu wyboru którejś z metod, ale nie jest zabronione patrzenie na te źródła pod kątem komplementarności w sytuacji, gdy wspomniana ekspansja wymaga dużej, jak na realia danego przedsiębiorstwa, sumy środków. Próba dokonania takiej analizy została podjęta w kolejnym podrozdziale.

4.3 Wykorzystanie dostępnych na rynku instrumentów

Za początek polskiego rynku kapitałowego uznaje się uchwalenie jego pierwszej konstytucji⁸² 22 marca 1991 roku, która stworzyła formalne podstawy prawne do stworzenia polskiej giełdy, nadzoru na rynku regulowanym oraz licencjonowanych pośredników tego rynku. *Summa summarum* od dziewiętnastu lat polskie przedsiębiorstwa posiadają wszelką infrastrukturę konieczną i wystarczającą do finansowania swojej działalności właśnie tą drogą. Warto jednak sprawdzić czy szansa ta została w pełni wykorzystana.

Pierwszy został poddany analizie rynek nieskarbowych papierów dłużnych. Podobnie, jak ma to miejsce w innych krajach regionu tj. w Czechach, Turcji na Węgrzech i Słowacji, ogólny rynek papierów dłużnych jest zdominowany przez obligacje rządowe stanowiące wartościowo 91% tego rynku (dane na czerwiec 2009 r.), podczas gdy tylko 9% stanowi rynek papierów nieskarbowych.⁸³

Wartość rynku nieskarbowych papierów dłużnych na przestrzeni lat 1997 – 2009 wzrosła z 3,4 mld zł do ponad 48 mld zł, tj. ponad trzynastokrotnie, nie notując w żadnym roku dynamiki ujemnej (permanentny wzrost). Największa roczna dynamika rynku wystąpiła w początkowej fazie jego rozwoju w latach 1998 – 2000 podwajając się nawet w roku 1998. Druga faza większych wzrostów nastąpiła w połowie ostatniej dekady przywracając dodatnią korelację pomiędzy rynkiem długu i wzrostem gospodarczym (por. rysunek 21).



Rys. 23 Porównanie rocznej dynamiki PKB oraz rynku nieskarbowych papierów dłużnych w latach 1998 – 2009

Źródło: opracowanie własne na podstawie Fitch Ratings Polska oraz GUS.

⁸² Ustawa z dnia 22 marca 1991 roku Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych (Dz.U. 1991 nr 35 poz. 155).

⁸³ Polish Corporate Bond Market, Fitch Ratings, Warszawa 2009, s. 3.

Jak zaprezentowano w poniższej tabeli rynek nieskarbowych papierów dłużnych w Polsce tworzą cztery subrynki:

- rynek krótkoterminowych papierów dłużnych – KPD (*Commercial paper*),
- rynek obligacji komunalnych powyżej trzystu sześćdziesięciu pięciu dni (*Municipal bonds*),
- rynek obligacji powyżej trzystu sześćdziesięciu pięciu dni (*Corporate bonds*):
 - banków,
 - przedsiębiorstw.

Tabela 13 Rynek nieskarbowych obligacji w Polsce w latach 1997 - 2009

	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Wartość rynku krótkoterminowych papierów dłużnych (mln zł)	2 544	5 611	6 658	10 931	12 720	11 544	11 055	9 935	8 604	12 885	13 758	12 952	9 970
Odsetek krótkoterminowych papierów dłużnych w ogóle rynku nieskarbowych papierów dłużnych	75%	75%	73%	77%	73%	58%	51%	43%	34%	41%	32%	29%	21%
Roczna dynamika wartości wyemitowanych krótkoterminowych papierów dłużnych		121%	19%	64%	16%	-9%	-4%	-10%	-13%	50%	7%	-6%	-23%
Liczba emitentów (szt.)	113	176	229	328	309	272	232						
Wartość rynku obligacji przedsiębiorstw i banków (mln zł)	564	1 379	1 831	2 493	3 052	6 074	8 077	10 332	13 209	14 841	24 703	27 339	31 124
Odsetek obligacji przedsiębiorstw i banków w ogóle rynku nieskarbowych papierów dłużnych	17%	18%	20%	17%	18%	31%	37%	44%	53%	47%	58%	61%	65%
Roczna dynamika wartości wyemitowanych obligacji przez banki i przedsiębiorstwa		145%	33%	36%	22%	99%	33%	28%	28%	12%	66%	11%	14%
Liczba emitentów (szt.)	19	47	46	52	56	59	67	82	97	98	113	121	85
Wartość rynku obligacji przedsiębiorstw (mln zł)							5 288	7 259	8 920	8 827	13 872	14 944	12 158
Odsetek obligacji przedsiębiorstw							65%	70%	68%	59%	56%	55%	39%
Roczna dynamika wartości wyemitowanych obligacji przez przedsiębiorstwa								37%	23%	-1%	57%	8%	-19%
Liczba emitentów (szt.)							59	69	82	80	92	97	71
Wartość rynku obligacji banków (mln zł)							2 789	3 074	4 290	6 014	10 831	12 395	18 966
Odsetek obligacji banków							35%	30%	32%	41%	44%	45%	61%
Roczna dynamika wartości wyemitowanych obligacji przez banki								10%	40%	40%	80%	14%	53%
Liczba emitentów (szt.)							8	13	15	18	21	24	14
Wartość rynku obligacji komunalne (mln zł)	297	526	654	860	1 629	2 219	2 639	2 955	3 295	3 830	4 132	4 461	6 906
Odsetek obligacji komunalnych w ogóle rynku nieskarbowych papierów dłużnych	9%	7%	7%	6%	9%	11%	12%	13%	13%	12%	10%	10%	14%
Roczna dynamika wartości wyemitowanych obligacji komunalnych		77%	24%	32%	89%	36%	19%	12%	12%	16%	8%	8%	55%
Liczba emitentów (szt.)	28	40	53	89	149	192	201	227	264	322	337	373	415
Wartość rynku nieskarbowych papierów dłużnych (mln zł)	3 405	7 516	9 142	14 283	17 401	19 837	21 771	23 222	25 109	31 556	42 593	44 753	48 000
Roczna dynamika wartości wyemitowanych nieskarbowych papierów dłużnych		121%	22%	56%	22%	14%	10%	7%	8%	26%	35%	5%	7%

Źródło: opracowanie własne na podstawie Fitch Polska.

Struktura całego rynku na przestrzeni badanego okresu uległa istotnym zmianom. Udział KPD w sumie wszystkich wyemitowanych papierów dłużnych spadł z 75% w latach 1997 - 1998 do 21% w ostatnim roku, co nie oznacza, że wartościowo ten rynek również traci. Od 2000 roku wartość emisji waha się w przedziale 8 – 13 mld zł, z najlepszym, jak do tej pory, rokiem 2007 (szczyt cyklu koniunkturalnego w gospodarce, por. Rys.), kiedy to wyemitowano KPD na sumę 13,7 mld zł. Do roku 2003 publikowano również liczbę i strukturę branżową emitentów KPD, która również po 2000 roku ukształtowała się powyżej dwustu podmiotów ze znaczącym udziałem przedsiębiorstw budowlanych, leasingowych, energetycznych, spożywczych oraz banków⁸⁴.

Środki pozyskiwane tą drogą służą najczęściej regulowaniu bieżących zobowiązań, a z uwagi na krótki okres zapadalności (do jednego roku) ulegają rolowaniu, dlatego nie należy oczekiwać znaczących zmian na tym rynku. Ze swej zasady jest on alternatywą dla kredytów obrotowych, na jakie mogą liczyć przedsiębiorstwa w bankach, które jak dotychczas spełniają swoje zadanie i nie wypowiadają firmom kredytów „na rachunkach”. W 2008 roku w znaczącej większości z KPD korzystały samorządy⁸⁵ uzyskując oprocentowanie na poziomie stawki WIBOR 3M, 6M i 1Y, czyli niżej niż wynosiła stopa lombardowa NBP będąca podstawą do określania oprocentowania kredytu udzielanego przez banki.

Drugą kategorię stanowią obligacje komunalne o okresie zapadalności powyżej trzystu sześćdziesięciu pięciu dni emitowane przez jednostki samorządowe. Z uwagi na przedmiot opracowania nie dotyczący ściśle tych podmiotów, zostanie zwrócona jedynie uwaga na bardzo wysoką dynamikę tego rynku z 297 mln zł w 1997 roku do prawie 7 mld na koniec roku 2009, czyli wzrost ponad dwudziesto dwu krotny. Jeśli taka dynamika zostałaby zachowana to można oczekiwać, że już za dwa lub trzy lata roczna wartość wyemitowanych municypalnych papierów skarbowych przewyższy emisję KPD.

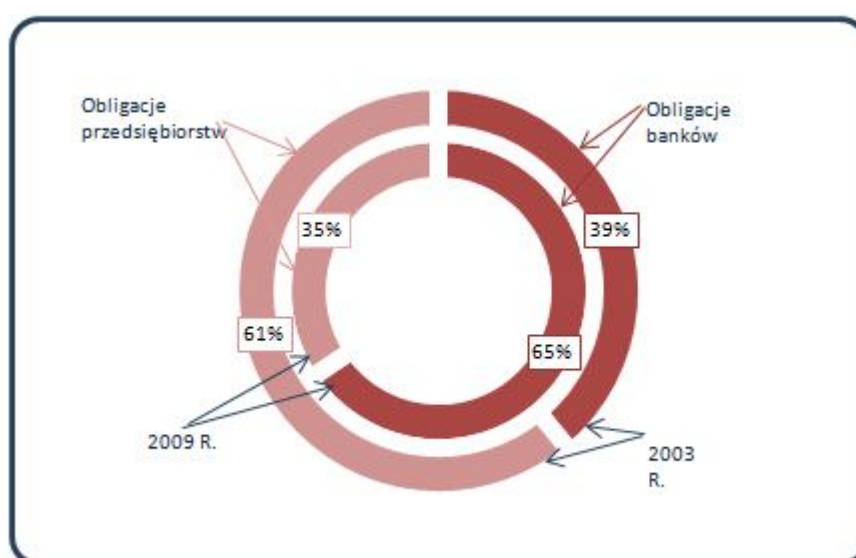
Ostatnią, a zarazem najważniejszą, kategorią są obligacje przedsiębiorstw. Do roku 2002 obligacje emitowane przez przedsiębiorstwa niefinansowe oraz banki były ujmowane w jednej kategorii i w zasadzie do tego momentu niewiele się działo na tym rynku. Roczna ilość emisji oscylowała w granicach pięćdziesięciu podmiotów a kwota emisji stanowiła ¼ wartości KPD (2001 r. – 3,1 mld zł). Szczególnie pozytywnie wyróżniają się trzy lata: 1998, 2002 oraz 2007. W każdym przypadku roczna dynamika była „nadzwyczaj” duża

⁸⁴ Rynek pozaskarbowych papierów dłużnych. Podsumowanie 2001 roku, Fitch Polska, Warszawa, 2002, s. 2.

⁸⁵ Rating i Rynek nr 12, Fitch Ratings Polska, Warszawa, 2008.

i niezwiązana z cyklem gospodarczym, ponieważ pierwszy i ostatni przypadek miały miejsce na szczycie hossy, a w 2002 roku był to dołek spowolnienia.

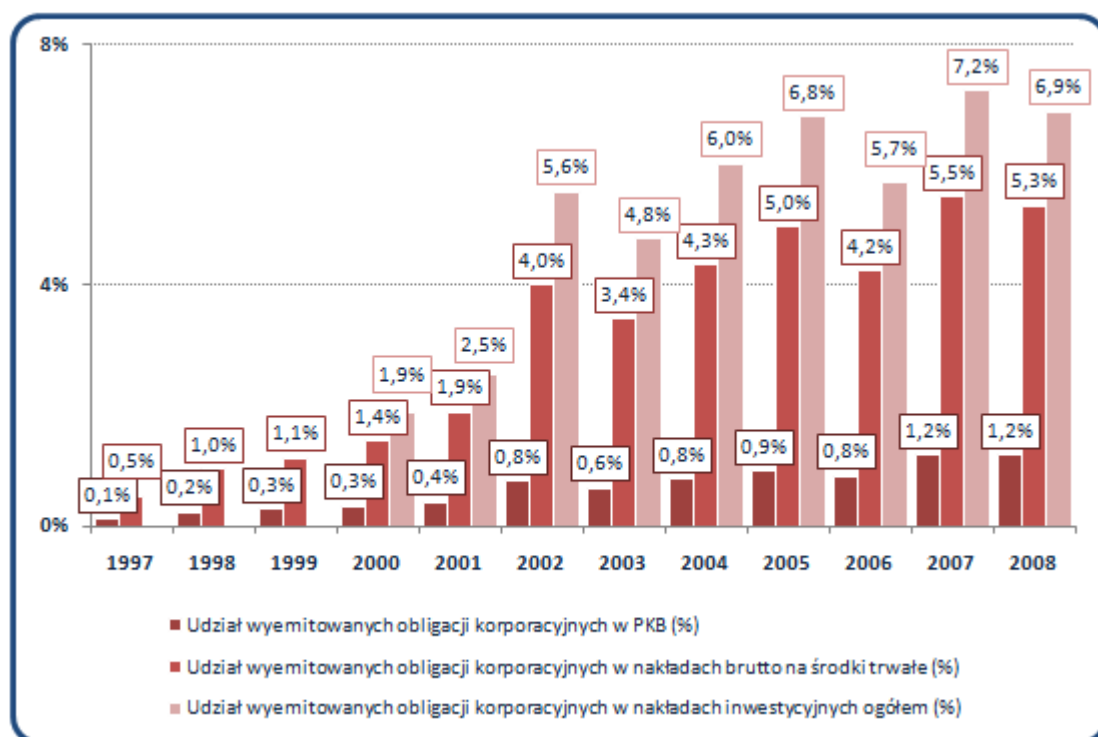
Po wspomnianym już 2002 roku, kiedy to zaczęto publikować oddzielnie wartość wyemitowanych obligacji dla banków i przedsiębiorstw (niefinansowych) można zauważyć zmiany w strukturze obligacji korporacyjnych. W 2003 roku przedsiębiorstwa nie będące bankami wyemitowały obligacje na sumę dwukrotnie większą niż banki, podczas gdy na koniec 2009 roku to właśnie wartość emisji tych drugich była większa o 50% od sumy obligacji przedsiębiorstw. Struktura wartości rynku obligacji korporacyjnych uległa odwróceniu. Zdecydowaną większość stanowią teraz obligacje banków (por. Rysunek 22).



Rys. 24 Struktura wartościowa rynku obligacji przedsiębiorstw i banków w latach 2003 i 2009

Źródło: opracowanie własne na podstawie Fitch Ratings Polska

Oceniając rozmiary rynku nieskarbowych papierów wartościowych nie wystarczy powiedzieć, że jego wartość na przestrzeni lat wzrastała, ale warto również odnotować, że rósł udział emisji długu w finansowaniu gospodarki (por. Rys). Należy pamiętać, że wielkości do 2002 roku włącznie dotyczą zarówno obligacji przedsiębiorstw, jak i banków, dlatego do tego momentu udział może być nieznacznie zawyżony. Nie umniejsza to temu, że w 2008 roku prawie 7% poniesionych nakładów inwestycyjnych było sfinansowane emisją obligacji i jest to drugi najlepszy wynik w historii.



Rys. 25 Udział rynku obligacji korporacyjnych w tworzeniu dochodu narodowego oraz w wielkości nakładów inwestycyjnych w latach 1997 – 2008

Źródło: opracowanie własne na podstawie Fitch Polska oraz GUS.

W połowie lat dziewięćdziesiątych, gdy przedsiębiorstwa dopiero uczyły się istoty emisji obligacji stanowiły one zaledwie 0,1% tworzonego PKB. Obecnie (na koniec 2008 roku) jest to już ponad 1,2%, co wciąż jest mniej niż w Rosji, Czechach czy nawet RPA⁸⁶, ale stanowi istotną poprawę. Analogicznie do okresu 2001 – 2002, gdy to problemy spowodowane kryzysem na rynku *high-tech* oraz wykryciem nadużyć finansowych w amerykańskich korporacjach, zmniejszyły dostępność kredytów inwestycyjnych, wzrosła emisja obligacji, także i w latach 2009 – 2010 można oczekiwać podobnych ruchów ze strony przedsiębiorstw, zwłaszcza tych zaangażowanych w budownictwo mieszkalne oraz infrastrukturalne.

⁸⁶ Ożywienie na rynku obligacji korporacyjnych w 2010 roku, Fitch Ratings Polska, Warszawa, 2009.

Tabela 14 Wybrane największe emisje obligacji przedsiębiorstw po 1997 roku

Emitent	Organizator	Typ	Data emisji	Zapadalność w latach	Baza odsetkowa	Kwota emisji w mln zł	Program w mln zł
Autostrada Wielkopolska	BRE Bank	-	2000-10-01	37	EURIBOR 6M	232.65	7.80
IKEA	ING Bank Śląski	-	2001-06-01	5 i 10	b.d.	250.00	500.00
Telefonia Dialog	Bank Handlowy	-	2003-07-01	3	WIBOR	294.00	b.d.
BZ WBK Leasing	DM BZ WBK	serie, od	2004-02-01	3	stałe	335.50	1000.00
Polskie Koleje Państwowe	PKO BP/DB	serie, od	2004-02-01	7	WIBOR 6M	993.00	b.d.
Echo Investment S.A.	BRE Bank	serie, od	2004-05-01	7	WIBOR 6M	550.00	600.00
Can Pack	Pekao SA	serie, od	2004-06-01	5;7;10;12	WIBOR	490.00	530.00
PBG S.A.	ING Bank Śląski	serie, od	2005-09-01	3	WIBOR 6M	310.00	500.00
Polimex Mostostal S.A.	BRE Bank	serie, od	2006-07-01	3;3;5	WIBOR 3M; WIBOR 6M	317.50	350.00
PKN Orlen	Pekao SA	-	2007-02-01	5	WIBOR	210.50	b.d.
GTC S.A.	Pekao SA	-	2007-04-27	7	WIBOR 6M	450.00	800.00
Południowy Koncern Energetyczny	BRE Bank	serie, od	2007-07-01	9-10	WIBOR6M	202.00	b.d.
BOT Elektrownia Turów	ING Bank Śląski	serie, od	2007-11-26	do 6 lat	WIBOR 6M	1939.80	2540.00
TVN	Pekao SA	-	2008-06-23	5	WIBOR 6M	387.50	b.d.
PKP Intercity S.A.	Pekao SA	serie, od	2008-08-11	1-5	WIBOR 3M	300.00	300.00

Źródło: opracowanie własne na podstawie Fitch Ratings Polska.

W zaprezentowanej powyżej tabeli zostało pokazanych piętnaście największych jednorazowych emisji obligacji po 1997 roku uporządkowanych chronologicznie. Najwięcej, bo aż 2 mld złotych udało się pozyskać Elektrowni z Turowa przy bazie odsetkowej na poziomie WIBOR-u sześciomiesięcznego. Zróżnicowanie przedsiębiorstw korzystających z emisji obligacji, w celu pozyskania środków na finansowanie działalności jest bardzo duże. Tylko w zaprezentowanej tabeli są spółki medialne, transportowe, petrochemiczne, deweloperskie, leasingowe oraz budowlane. Tym samym można przyjąć, że w zasadzie przedsiębiorstwa o każdym rodzaju działalności mogą próbować finansować się przy wykorzystaniu obligacji. Od kilku miesięcy istnieje dodatkowa szansa na sprzedanie wyemitowanych obligacji poprzez przeprowadzenie publicznej lub prywatnej emisji na rynku Catalyst. Poniżej zaprezentowano efekty działania tego rynku od września zeszłego roku.

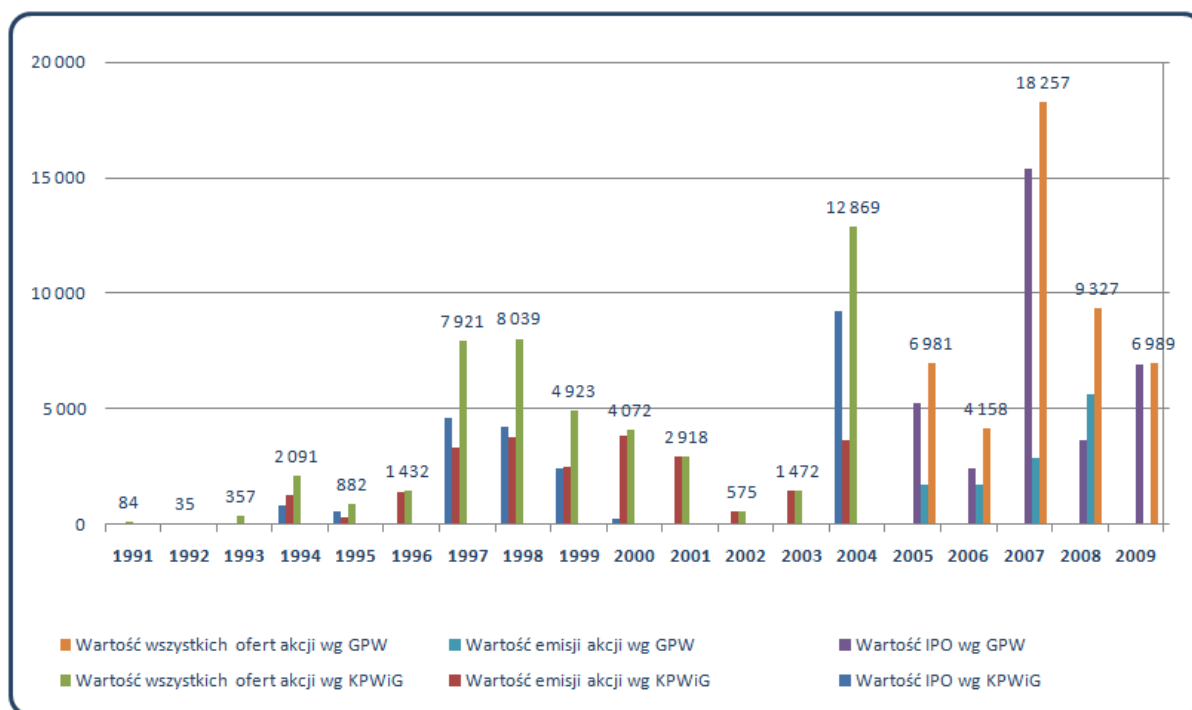
Tabela 15 Wybrane dane charakteryzujące rynek WSE Catalyst w okresie wrzesień 2009 - styczeń 2010

	IX 2009	X 2009	XI 2009	XII 2009	I 2010
Liczba serii	43	46	47	47	49
w tym notowane	31	34	35	35	36
korporacyjne obligacje	6	9	10	10	9
korporacyjne listy zastawne	16	16	16	16	16
komunalne obligacje	9	9	9	9	11
Wartość emisji (mln zł)	5 300	9 447	10 691	10 691	10 695
w tym notowane (mln zł)	5 258	9 406	10 649	10 649	10 652
korporacyjne obligacje (mln zł)	1 428	5 576	6 819	6 819	6 818
korporacyjne listy zastawne (mln zł)	2 900	2 900	2 900	2 900	2 900
komunalne obligacje (mln zł)	930	930	930	930	934
Liczba debiutów	31	3	1	0	2

Źródło: opracowanie własne na podstawie www.gpwcatalyst.pl (16.02.2010).

Największy udział ilościowy w rynku mają listy zastawne wyemitowane przez BRE Bank Hipoteczny oraz PEKAO Bank Hipoteczny, natomiast największą emisję obligacji jak dotychczas przeprowadził Bank Gospodarstwa Krajowego dla Krajowego Funduszu Drogowego w kwocie ponad 5,3 mld zł, co stanowi około 77% całej sumy notowanych obligacji „korporacyjnych”. W tym ostatnim przypadku oprocentowanie zostało ustalone na stałym kuponie 6,25% oraz 5,75% (dwie serie), ale notowane są również papiery innych przedsiębiorstw o kuponie zmiennym oraz zerokuponowe. Wracając do okresu sprzed powstania rynku Catalyst, to ciężko jest mówić o giełdowym rynku dla tego rodzaju instrumentów. Zdecydowana większość to papiery skarbowe, skutecznie „wypychające” z rynku te prywatne, czyli przeciwnie niż ma to miejsce na rynku akcji.

Emisja akcji w Polsce odbywa się głównie na rynku giełdowym, dlatego też na tym rynku skupiono się w niniejszym opracowaniu. Wykorzystując dane udostępnione przez Giełdę Papierów Wartościowych S.A., Komisję Nadzoru Finansowego oraz nieistniejącą już Komisję Papierów Wartościowych i Giełd podjęto próbę przedstawienia ilości kapitału zmobilizowanego przez rynek akcji w latach 1991 – 2009 (Rys. 26). Należy podkreślić, że wartości te pochodzą z kilku źródeł oraz dotyczą okresów, w których obowiązywały różne rozwiązania prawne i metodologie organów nadzoru.



Rys. 26 Wartość ofert publicznych akcji w latach 1991 – 2009 (mln zł)

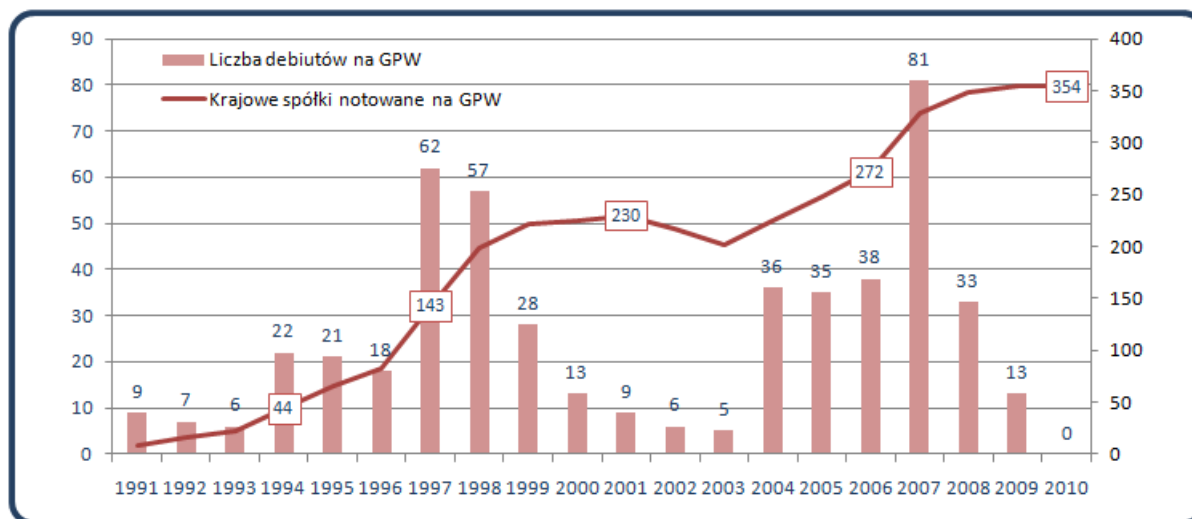
Źródło: opracowanie własne na podstawie www.gpw.com.pl, www.knf.gov.pl oraz Polski Rynek Kapitałowy 1991 - 2006, KPWiG, Warszawa, 2006.

Analizując powyższe wartości stwierdzić należy, że:

- wykorzystanie giełdy w celu finansowania działalności nierównomiernie, lecz stopniowo rośnie;
- dla przedsiębiorstw równie istotne znaczenie ma przeprowadzanie pierwszych ofert publicznych (IPO), co kolejnych emisji akcji. Wartości pozyskiwane z IPO charakteryzują się bardzo dużą zmiennością i zależą od fazy cyklu koniunkturalnego, co wyraźnie widać po przeprowadzonych ofertach w latach 1997 (4,6 mld zł) i 2007 (15,3 mld zł);
- znacząca ilościowa zmiana nastąpiła po wejściu Polski do struktur unijnych. Od 2004 roku wartość wszystkich ofert nie spadała poniżej 4 mld zł, podczas gdy we wcześniejszych latach rzadko (cztery razy) ta granica była przekraczana w górę;
- przez dziewiętnaście lat funkcjonowania publicznego rynku kapitałowego z tytułu emisji akcji przedsiębiorstwa pozyskały 81,4 mld zł.

Kolejne wartości charakteryzujące wykorzystanie emisji akcji, jako źródła finansowania działalności przedsiębiorstw, to ilość podmiotów, która je przeprowadziła (Rys. 27). Najwięcej IPO miało miejsce we wspomnianych wcześniej latach 1997 (sześćdziesiąt dwie spółki) oraz 2007 (osiemdziesiąt jeden spółek). Średniorocznie na giełdzie

w Warszawie debiutuje dwadzieścia sześć spółek, jednakże obecnie poza rynkiem głównym przedsiębiorstwa mogą również próbować swoich szans na ASO NewConnect. Do końca 2009 roku na rynku alternatywnym notowanych było już sto czternaście spółek, a ich wpływy ze wszystkich ofert wyniosły 378,7 mln zł, co oznacza ponad 3 mln złotych na jedną spółkę. Dla porównania dla głównego parkietu jest to przeciętnie ponad 160 mln zł na jedną spółkę.



Rys. 27 Wielkości charakteryzujące GPW S.A. w Warszawie w latach 1991 – 2010

Źródło: opracowanie własne na podstawie www.gpw.com.pl (16.02.2010).

Pozyskiwanie funduszy z rynku akcji nie różni się bardzo w swoim przeznaczeniu od finansowania emisją obligacji. Pomijając efekty marketingowe w zaistnieniu na giełdzie, których jak dotychczas nikt nie zmierzył i nie przeliczył na gotówkę, głównym celem emisji jest zdobycie dodatkowych środków na rozwój, który często jest utożsamiany z inwestycjami. Z tego powodu, analogicznie jak to miało miejsce wyżej, warto porównać pozyskane środki z giełdy z sumą inwestycji w gospodarce oraz kapitalizację krajowych spółek z wielkością PKB, co pozwoli określić stopień rozwoju rynku kapitałowego w Polsce.

Lata 2004 i 2007 były najlepszymi w ostatniej dekadzie w mobilizowaniu kapitału na rynku akcji przez przedsiębiorstwa z punktu widzenia pokrycia nakładów inwestycyjnych. Było to odpowiednio 10,7% oraz 9,5%, a więc o około 3 pkt. proc. więcej niż miało to miejsce dla rynku obligacji, który co trzeba przyznać charakteryzuje się większą stabilnością w zaspokajaniu potrzeb inwestycyjnych przedsiębiorstw. Poza wspomnianymi latami łączna oferta akcji uplasowanych na giełdzie stanowiła od 0,5% (2002 r.) do 5,3% (2005 r.) sumy nakładów. Znane już wielkości inwestycji w gospodarce za trzy pierwsze kwartały 2009 roku sygnalizują, że emisja akcji ustabilizuje się znów na poziomie 4 – 5% za cały poprzedni rok,

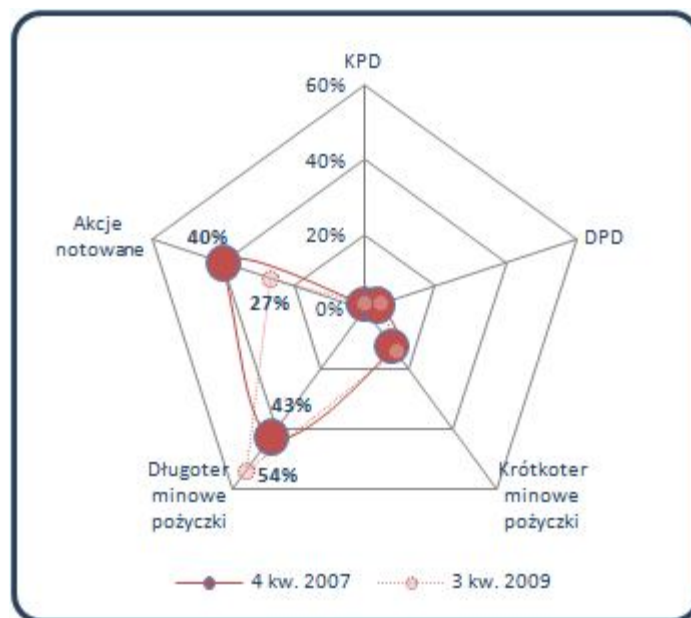
co podobnie jak przy rynku obligacji potwierdza tylko, że rynek kapitałowy nie jest podstawowym źródłem finansowania inwestycji w Polsce.

W związku z ostatnią kwestią warto poszukać dowodów w innych danych. Dobrym miernikiem pokazującym rozwój rynku kapitałowego na tle gospodarki jest relacja kapitalizacji spółek notowanych na giełdzie do PKB danego kraju⁸⁷. W rozwiniętych, nowoczesnych gospodarkach wartość kapitalizacji giełdy przekracza 50% PKB wytwarzanego przez dany kraj, często w stopniu znaczącym. W Wielkiej Brytanii kapitalizacja London Stock Exchange znacznie przekracza wartość PKB⁸⁸. W Polsce następował szybki wzrost relacji kapitalizacji giełdy do PKB – w ciągu ostatnich kilkunastu lat odnotowano zmianę z poziomu 3% w 1995 roku do 43% w zakończonym niedawno roku 2009. Podobny wynik osiągnięty był już w 2007 roku, jednakże bariera 20% została przekroczona dopiero w 2004 roku, tj. po trzynastu latach funkcjonowania rynku. Kolejny wspomniany poziom połowy PKB jeszcze przed rynkiem, co oznacza, że wciąż nie jest on wystarczająco rozwinięty.

Najszerze spojrzenie na wykorzystanie dwóch podstawowych instrumentów rynku kapitałowego w porównaniu z pozyskiwaniem kapitałów z banków przynoszą dane Narodowego Banku Polskiego (Tabela 16). Bilansowe sprawozdania potwierdzają wcześniejszą tezę, że największy udział w finansowaniu przedsiębiorstw miały i mają kredyty i pożyczki. Na kolejnym miejscu znajdują się wyemitowane akcje, a dalej obligacje (długoterminowe i krótkoterminowe).

⁸⁷ Giełda a rozwój, FOR, Warszawa 2008, s. 25.

⁸⁸ Ibidem, s. 26.



Rys. 28 Odsetek wybranych źródeł kapitału w bilansach przedsiębiorstw na koniec IV kwartału 2007 oraz III kwartału 2009 roku

Źródło: opracowanie własne na podstawie kwartalnych rachunków finansowych NBP.

W 2007 roku, w czasie szczytu hossy giełdowej, doszło do sytuacji, że rynkowa wartość wyemitowanych akcji przewyższała wartość zaciągniętych kredytów (Rys. 28), natomiast takie księgowe ujęcie niewiele miało wspólnego z faktycznymi wpływami finansowymi. Wyższy kurs akcji wpływa na poziom kapitałów własnych w bilansie spółki poprawiając strukturę finansowania i ocenę zdolności kredytowej przeprowadzanej przez bank oraz podwyższając rating emitowanych obligacji, ale nie musi oznaczać dodatkowych środków finansowych, ponieważ przedsiębiorstwo może nie być tym zainteresowane lub nie wykazywać potrzeb gotówkowych ponad samodzielnie wypracowane.

Faktem jest jednak, że od momentu, gdy akcje osiągnęły historyczny szczyt w 2007 roku i zaczął spadać ich udział w strukturze finansowania systematycznie rośnie udział długoterminowych papierów dłużnych (DPD). Trzy lata temu DPD stanowiły 2,8%, podczas gdy już w zeszłym roku było 4,4%. Wciąż są to wielkości niewiele znaczące, dlatego warto przyrzeć się innej zależności.

Obserwując dane w poniższej tabeli zwrócić należy uwagę na średnioważony poziom kosztu kredytu w bankach, jaki występował w przedstawionym okresie. Luzowanie polityki pieniężnej przez NBP po 2000 roku prowadziło do stopniowego obniżania nominalnych stóp procentowych, a dalej również tych rynkowych i bankowych. Oprocentowaniu kredytów w 2003 roku w przedziale 7,3 – 8,8% towarzyszyła bardzo niska lub ujemna ich dynamika

(IV kwartał 2004 r.), podczas gdy przy oprocentowaniu w okolicach 5% przyrost był zdecydowanie największy. W pierwszym wspomnianym okresie doszło do ponadprzeciętnej emisji akcji, o czym pisano również wcześniej, natomiast na rynku papierów dłużnych następowała ich redukcja, czyli wykup. Jest to zrozumiałe, ponieważ w tym czasie ceny obligacji były najniższe i przedsiębiorstwa spodziewając się dalszych obniżek stóp procentowych decydowały się wykupić stare emisje, choćby poprzez emisje nowych papierów dłużnych, których oprocentowanie i wypłacane odsetki będą niższe. Z kolei rok 2007 to zdecydowanie zwiększona emisja obligacji krótkoterminowych oraz długoterminowych z uwagi na wysokie ceny, jakie można uzyskać na rynku. Podobnie rzecz się miała z akcjami sprzedawanymi przed szczytem w 2007 roku, których emitenci korzystali na tanim i dostępnym kredycie, ale dla potencjalnych inwestorów.

Ponowny wzrost oprocentowania obserwowany od 2008 roku, a związany z kryzysem zaufania instytucji finansowych do siebie nawzajem oraz do swoich klientów w swej początkowej fazie, gdy Polska gospodarka była jeszcze u szczytu cyklu koniunkturalnego, nie wpłynął na obniżenie tempa udzielania kredytów. Dopiero w 2009 roku rynek znów (po pięciu latach) zaczął notować ujemny przyrost. Inaczej niż poprzednio zachowują się przedsiębiorstwa, które wciąż potrzebują kapitałów. Zamiast inwestować w emisję akcji, jak to miało miejsce w 2004 roku, środki pozyskiwane są z rynku DPD. Pokazuje to, że na rynku w dalszym ciągu jest kapitał do wzięcia przez spółki, natomiast raczej nie jest on zainteresowany instrumentami udziałowymi, jak akcje, ponieważ okres ich zwrotu jest długi i obecnie niepewny. Obligacje najczęściej są trzy- lub czteroletnie, a tworzony właśnie rynek Catalyst dodatkowo stwarza szybką możliwość ich upublicznienia i upłynnienia.

Tabela 16 Bilansowa wartość wybranych źródeł kapitału polskich przedsiębiorstw w latach 2003 - 2009

	KPD (mln zł)		DPD (mln zł)		Krótkoterminowe pożyczki (mln zł)		Długoterminowe pożyczki (mln zł)		Przeciętne oprocentowanie kredytów		Akcje notowane (mln zł)	
		Zm. kw./kw.		Zm. kw./kw.		Zm. kw./kw.		Zm. kw./kw.	do 1 roku	na 5 lat		Zm. kw./kw.
2003.Q4	6 720		22 568		65 227		196 448				78 895	
2004.Q1	6 476	-265	23 317	35	66 883	2 390	200 278	557	6.8%	7.5%	87 692	298
2004.Q2	6 737	354	22 618	-205	63 968	-1 994	197 689	1 900	7.3%	7.9%	89 739	-481
2004.Q3	6 043	-697	23 232	1 301	64 200	1 176	193 144	106	8.3%	8.8%	95 448	328
2004.Q4	6 085	-191	19 868	-1 903	64 517	3 181	176 400	-5 593	8.2%	8.6%	104 542	3 314
2005.Q1	5 214	-871	19 899	-286	66 111	-91	178 557	2 416	7.7%	8.2%	109 423	84
2005.Q2	5 364	3	20 365	311	68 228	2 418	182 129	3 464	6.6%	7.1%	114 331	4 839
2005.Q3	5 019	-441	20 120	4	68 391	394	184 096	3 144	6.1%	6.6%	140 840	5 977
2005.Q4	5 171	-99	20 012	400	65 656	-3 326	186 570	3 663	6.1%	6.6%	163 236	1 373
2006.Q1	5 272	-70	19 703	-733	71 477	4 533	196 717	7 795	5.5%	5.8%	182 410	-128
2006.Q2	6 133	773	19 794	-165	69 611	-2 746	207 157	3 870	5.4%	5.8%	178 050	2 747
2006.Q3	6 506	284	20 598	815	73 175	3 358	229 848	20 020	5.4%	5.7%	196 248	6 779
2006.Q4	5 444	-915	18 622	145	73 935	2 366	242 720	13 138	5.4%	5.7%	227 321	9 163
2007.Q1	4 907	-564	18 091	-888	76 347	1 961	258 137	12 407	6.0%	6.3%	264 460	7 175
2007.Q2	5 887	914	19 145	1 054	84 179	8 136	264 938	9 946	6.6%	7.7%	313 514	7 662
2007.Q3	6 755	450	19 842	1 343	88 661	4 696	282 479	15 827	6.4%	6.9%	288 221	9 301
2007.Q4	9 104	2 192	24 650	3 563	84 413	-3 366	287 813	11 770	7.5%	7.4%	270 567	5 533
2008.Q1	9 194	187	26 504	405	92 286	7 994	299 731	9 079	7.3%	8.2%	242 462	1 429
2008.Q2	10 341	827	26 579	1 093	95 529	4 433	311 190	15 753	8.4%	8.1%	203 893	4 211
2008.Q3	10 492	99	27 632	789	104 396	9 161	325 068	8 303	8.3%	8.3%	179 445	628
2008.Q4	11 704	1 200	28 211	-2 439	100 719	-7 860	372 463	14 154	8.3%	7.6%	137 139	2 622
2009.Q1	10 031	-911	28 511	-553	105 420	949	402 472	6 235	6.9%	7.3%	143 850	4 747
2009.Q2	10 417	-516	29 828	2 197	102 497	-1 468	391 832	-404	7.3%	7.3%	168 459	-112
2009.Q3	10 462	130	31 410	1 698	100 978	-301	382 982	-901	6.5%	7.5%	189 963	5 723

Źródło: Opracowanie własne na podstawie Biuletynów Informacyjnych NBP oraz Kwartalnych Rejestrów Finansowych NBP.

Jeśli prześledzić ostatnie emisje obligacji, które zadebiutowały na Catalyst (Tabela 16), to wśród przedsiębiorstw niefinansowych oraz niepaństwowych funduszy znalazły się MCI Management S.A., Electus S.A. oraz Onico Trade Sp. z o.o. Walory wymienionych spółek sprzedawane były w ofertach prywatnych, a dodatkowo w oparciu o zmniejszone wymogi formalne, czyli bez konieczności sporządzania prospektu emisyjnego, a jedynie dokumentu informacyjnego. Pośród wielu różnic dla niniejszego opracowania jedna jest zasadnicza – brak konieczności podawania szacunkowych kosztów emisji. MCI emitowało również obligacje w 2004 roku sporządzając wtedy pełny prospekt, z którego można wyczytać, że koszty emisji stanowiły ok. 1 mln zł, tj. 3,4% wartości emitowanych papierów. Dla obecnie notowanych obligacji nie podano ile wynosiło przygotowanie i upublicznienie oferty, przez co jest utrudnione porównywanie kosztów emisji obligacji, przede wszystkim z kosztami zaciągnięcia kredytu.

Podobny problem z ustaleniem kosztów emisji notowanych listów zastawnych został rozwiązany poprzez pokazanie kosztów z wcześniejszych prospektów z zgodnie z założeniem, że jeżeli nie zmieniła się wielkość emisji i nie jest przeprowadzana po raz pierwszy, to koszty nie powinny być większe. Dla obydwu banków hipotecznych szacunkowe koszty emisji listów zastawnych nie wyniosły nawet 0,5%, a więc bardzo mało. Jeżeli wziąć po uwagę rodzaj podmiotu (banki) oraz ich stabilność (jedne z największych w kraju), to proporcjonalnie do aktualnej stopy odsetkowej można wyznaczyć koszty emisji obligacji przedsiębiorstw wcześniej wymienionych. W ten sposób na podstawie wyznaczonych oraz odczytanych z rynku wartości można porównać opłacalność emisji obligacji z zaciąganiem kredytu⁸⁹. Oto, co następuje:

- prowizja przygotowawcza od kwoty udzielonego kredytu wynosi maksymalnie 5%, tj. ponad pięciokrotnie więcej niż wprowadzenie obligacji na Catalyst. Opcja maksymalnie nie oznacza raczej, że bank zrezygnuje z 80% swoich wpływów z tego tytułu, a o tyle musiałaby spać prowizja przygotowawcza, żeby być konkurencyjną w stosunku do emisji obligacji bądź listów zastawnych;
- wysokość oprocentowania kredytów dla przedsiębiorstw jest często ustalana w oparciu o stawkę WIBOR plus marża, podobnie jak ma to miejsce dla obligacji, natomiast faktycznie płacone odsetki od obligacji są raczej wynikiem gry rynkowej niż umowy, jak to jest w przypadku kredytu. Na koniec III kwartału 2009 roku przedstawiono

⁸⁹ Do porównań wykorzystano Taryfę prowizji i opłat bankowych BRE Banku z dnia 1 grudnia 2009 roku.

obliczenia NBP, które wskazują na okolicę siedmiu procent, jako przeciętnej stopy oprocentowania kredytu. Ze skonsolidowanego raportu MCI za pierwsze sześć miesięcy 2009 roku wyczytać można, że spółka posiada zaciągnięte kredyty oprocentowane na 9,75 i 6,76%. Wszystkie te wartości są bardzo zbliżone do aktualnego oprocentowania notowanych papierów. Dla MCI jest to obecnie 8,33%, czyli więcej niż WIBOR 6M, ale mniej niż jeden z kredytów, jaki posiada. Pozostałe przedsiębiorstwa mają oprocentowanie wyższe z uwagi na większe ryzyko działalności.

Przedstawione powyżej informacje dają praktyczny dowód na słuszność koncepcji utworzenia rynku NewConnect. Poza tym, że jest to rynek dla mniejszych spółek (wspominano już o mniejszej ofercie publicznej), to również tańszy sposób na pozyskanie kapitału. Dla rynku głównego GPW przeciętny koszt pozyskania kapitału w 2008 roku to 8,28%, podczas gdy dla ASO to aż o $\frac{3}{4}$ mniej. Tym sposobem bardziej konkurencyjny w stosunku do finansowania kredytem jest zdecydowanie NewConnect, a nie główny parkiet jak było dotychczas.

ROZDZIAŁ V

INWESTYCJE FUNDUSZY WYSOKIEGO RYZYKA W PRZEDSIĘBIORSTWA

5.1 Istota funduszy private equity

Obok tradycyjnych źródeł finansowania działalności gospodarczej, takich jak kapitały właścicieli, zyski zatrzymane, czy kredyty i pożyczki, dostępne są też środki od inwestorów skłonnych do ponoszenia wysokiego ryzyka. Mowa tu o *kapitałach (funduszach) podwyższonego ryzyka*, czyli *private equity*.

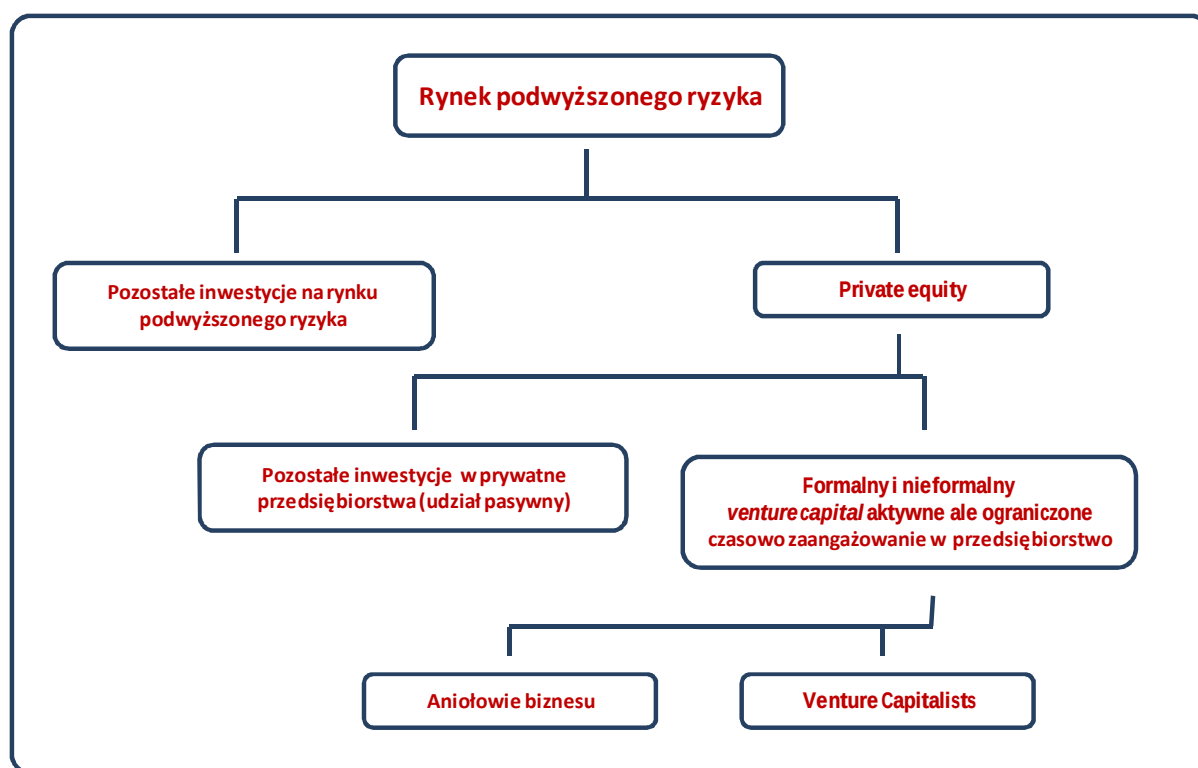
W polskiej literaturze termin kapitał podwyższonego ryzyka jest często zastępowany określeniem *private equity* lub *venture capital*. Jednakże *private equity* to pojęcie bardziej ogólne, odnosi się do wszelkich inwestycji na niepublicznym rynku kapitałowym, prowadzonych w celu osiągnięcia zysków z przyrostu wartości kapitału i odnosi się do inwestycji we wszystkich stadiach rozwoju przedsiębiorstwa, w tym także w spółki dojrzałe, o ugruntowanej pozycji. Z kolei *venture capital* odnosi się do inwestycji dokonywanych we wczesnych stadiach rozwoju przedsiębiorstw i dotyczy fazy uruchamiania (ang. *seed*), wczesnego rozwoju lub początkowej fazy ekspansji (ang. *start-up*)⁹⁰. Pierwsza próba zdefiniowania *venture capital* została podjęta przez harwardzkiego profesora rodem z Francji, generała Georges'a Doriot. Generał Doriot mianem *venture capital* określił finansowanie przedsięwzięć, mających następujące cechy:

- znamiona zastosowania nowych technologii, nowych koncepcji marketingu, nowych możliwości zastosowań produktu,
- znaczący, choć niekonieczne w sensie dominujący, udział dawców kapitału w zarządzaniu firmą,
- inwestowanie w przedsięwzięcia zatrudniające na wysokich stanowiskach ludzi o najwyższych kwalifikacjach zawodowych i moralnych,
- procesy i produkty, które przeszły fazę wczesnego prototypu i będące odpowiednio chronione prawem patentowym,
- przedsięwzięcia, które obiecują dojrzeć w ciągu kilku lat na tyle, że będą mogły się stać przedmiotem oferty publicznej lub inwestorowi branżowemu,

⁹⁰ P. Tamowicz, *Business Angels...* - op. cit., s. 7-8. Por. z definicją Polskiego Stowarzyszenia Inwestorów Kapitałowych: http://www.ppea.org.pl/new/cotojest_pe-vc.php (20.11.2009) oraz definicjami *private equity* i *venture capital* w pracy M. Panfil, *Fundusze private equity. Wpływ na wartość spółki*, Difin, Warszawa, 2005, s. 18-19.

- możliwości inwestowania poza finansowego w postaci poprawy organizacji firmy, zarządzania itd. (tzw. "value-added strategy").⁹¹

Rynek private equity stanowi stosunkowo niewielką część sektora finansowego, tym niemniej spełnia na nim bardzo ważną rolę. Chodzi przede wszystkim o jego udział w wypełnianiu tzw. *luki kapitałowej* (ang. *equity gap*), którą można zdefiniować jako różnicę pomiędzy zapotrzebowaniem na kapitał, a podażą kapitału na rynku⁹². Private equity i venture capital tworzą *formalny* (instytucjonalny) rynek podwyższonego ryzyka. Oprócz rynku formalnego istnieje także rynek *nieformalny*, który tworzą tzw. *aniółowie biznesu* (ang. *business angels*, *angel investors*). Strukturę rynku podwyższonego ryzyka prezentuje poniższy rysunek.



Rys. 29 Struktura rynku podwyższonego ryzyka

Źródło: B. Mikołajczyk, M. Krawczyk, Komplementarność i substytucyjność aniołów biznesu i operatorów venture capital, Bank i Kredyt, marzec 2006, s. 53

⁹¹ W. Luciński, Zakres pojęciowy private equity i venture capital w tradycji amerykańskiej i europejskiej [w:] Zarządzanie finansami – Aktualne wyzwania teorii i praktyki, red. D. Zarzecki, Szczecin 2009, s. 461.

⁹² B. Mikołajczyk, M. Krawczyk... - op. cit. s. 53.

Formalny rynek funduszy podwyższonego ryzyka tworzą inwestorzy reprezentujący albo typowe fundusze private equity albo fundusze venture capital. Podstawowe podobieństwa i różnice pomiędzy private equity a venture capital przedstawia poniższa tabela.

Tabela 17 Różnice pomiędzy funduszami venture capital a private equity

CECHA	RÓŻNICE		CECHY WSPÓLNE
	VENTURE CAPITAL	PRIVATE EQUITY	
źródło kapitału	-	-	różni kapitałodawcy, prywatni i instytucjonalni (również publiczni)
miejsce i sposób lokowania kapitału	firmy w początkowych fazach rozwoju, często start-up	firmy posiadające stabilną pozycję na rynku, finansowanie ekspansji	dla rozproszenia ryzyka w wielu przedsiębiorstwach
wolumen jednorazowej inwestycji	mały, średni	średni, duży	-
horyzont czasowy inwestycji	określony średni / długi	nieokreślony, bądź określony w oparciu o założony etap rozwoju firmy krótki / średni / długi	-
płynność	niska	Duża	-
możliwość dywersyfikacji portfela	niska / średnia	duża / bardzo duża	-
uczestnictwo w zarządzaniu	oczekiwane przez firmę	nie wymagane	-
źródło zysków dla inwestora	w wyniku sprzedaży udziałów po okresie znaczącego wzrostu wartości spółki	zyski bieżące – dywidendy, oprocentowanie etc.	-
dezinwestycja	poprzez wprowadzenie na giełdę, sprzedaż innemu inwestorowi finansowemu lub branżowemu	najczęściej na tym samym rynku, na którym doszło do zakupu (np. poprzez giełdę)	-

Źródło: F. Cissarz, B. Cesarz, Venture capital – sposób finansowania przedsięwzięć, http://www.venture-capital.pl/venture_capital.htm (20.11.2008).

Jak wynika z zestawienia najważniejsza różnica pomiędzy funduszami typu venture capital a funduszami private equity dotyczy akceptowanego przez inwestorów poziomu ryzyka. Venture capitalists są skłonni inwestować w projekty bardziej ryzykowne, często w fazie załączkowej, czy start-up'u, o mniejszej płynności i skali. W zamian oczekują wyższych stóp zwrotu, które najczęściej realizują poprzez sprzedaż inwestycji (spółki) po okresie znaczącego wzrostu jej wartości. Z kolei typowe fundusze private equity zachowują się bardziej ostrożnie, zgadzając się jednocześnie na niższe zyski. Inna różnica w działaniu obydwu grup inwestorów wynika ze sposobu zarządzania firmą. Venture capitalists często biorą aktywny udział w prowadzeniu przedsięwzięć, w które inwestują, co zdarza się zdecydowanie rzadziej w przypadku kapitałodawców typu private equity. Ci ostatni bowiem angażują się w firmy bardziej ustabilizowane, w ich późniejszym okresie rozwoju.

Tym niemniej różnice pomiędzy obydwoma grupami inwestorów w wielu przypadkach zacierają się, ponieważ wiele funduszy, zarówno venture capital czy private equity, wypracowuje swoją odrębną filozofię inwestowania i kryteria dotyczące akceptowalnego poziomu ryzyka. Dlatego trudno wyznaczyć precyzyjną granicę pomiędzy nimi. Jednocześnie obserwacje istniejących funduszy wskazują, że obecnie częściej mamy do czynienia z funduszami private equity (mniej ryzykownymi), mimo że nazwa wielu z nich zawiera określenie venture capital.

Nieformalny rynek inwestorów podwyższonego ryzyka tworzą aniołowie biznesu. Są nimi przedsiębiorcy i biznesmeni o dużym doświadczeniu zawodowym, posiadający dzięki swojej pracy znaczny majątek osobisty, samodzielnie inwestujący zgromadzone oszczędności na okres kilku lat w akcje lub udziały niepowiązanych z nimi osobiście małych i średnich przedsiębiorstw nienotowanych na giełdzie, na ogół będących we wczesnym stadium rozwoju i wykazujących się dużym potencjałem wzrostu swojej wartości⁹³. Anioły biznesu oferują przedsiębiorcy nie tylko wsparcie finansowe, ale również bardzo często wsparcie merytoryczne. Odgrywają w gospodarce ważną rolę, bowiem zmniejszają lukę inwestycyjną pozyskania funduszy od rodziny, przyjaciół i z formalnego rynku private equity. Aniołowie biznesu stanowią pierwszych inwestorów zewnętrznych firmy, poza jej pomysłodawcami i ich rodziną i przyjaciółmi, inwestując częstokroć znacznie mniejsze kwoty od minimalnych poziomów zaangażowania (zainteresowania) venture capitalists. Przeciętna kwota inwestycji aniołów biznesu w pojedyncze przedsięwzięcie wynosi od 30 do 50 tys. USD, przy czym przeważnie wspierają więcej niż jedną inwestycję.

Historia aniołów biznesu sięga początków kapitalizmu. Pierwszy zanotowany projekt realizowany z udziałem anioła biznesu, to pozyskanie finansowania przez Alexandra Bella na rozwój jego firmy Bell Telephone w 1874 roku. Jednakże większość źródeł wskazuje początek ubiegłego stulecia za narodziny idei aniołów biznesu, kiedy to zamożni biznesmeni inwestowali w produkcję spektakli teatralnych na Broadwayu⁹⁴. Motywem ich działania, poza zyskiem, była społeczna nobilitacja, jaką inwestorzy odczuwali z możliwości nawiązywania osobistych kontaktów z gwiazdami show-biznesu.

Początkowo działalność aniołów biznesu nie wzbudzała większego zainteresowania na rynkach finansowych. Powodem takiego stanu rzeczy był dynamiczny rozwój

⁹³ P. Tamowicz... - op. cit., s. 8.

⁹⁴ Ibidem., s. 7.

sformalizowanego rynku prywatnych inwestycji kapitałowych. Jednakże w miarę rozkwitu funduszy private equity, w tym funduszy emerytalnych, otwartych funduszy inwestycyjnych, które w krajach OECD w połowie lat dziewięćdziesiątych zgromadziły zasoby długoterminowego kapitału odpowiadające łącznej wielkości PKB tych krajów, znacznie wzrosła przeciętna kwota inwestycji tych funduszy. Ponownie okazało się, że część inwestorów trafia we wspomnianą wcześniej lukę kapitałową, ponieważ ich potrzeby są zbyt małe, aby wzbudzić zainteresowanie private equity oczekujących nie tylko wysokiej stopy zwrotu, którą część z tych inwestycji mogła zapewnić, ale też odpowiedniej skali inwestycji. I w ten naturalny sposób zwiększyło się zapotrzebowanie na kapitał stawiany do dyspozycji w znacznie mniejszych porcjach niż oferta funduszy private equity, a rola business angels nabrała nowego znaczenia. Inwestują oni w firmy w bardzo wczesnych fazach ich działania. Często też, z uwagi na brak odpowiednich źródeł finansowania w kolejnych etapach firmy, aniołowie biznesu inwestują ponownie, nawet kilkakrotnie w to samo przedsiębiorstwo. W literaturze zjawisko to nazywane jest *drugą luką kapitałową* (ang. *second equity gap*)⁹⁵. Luka ta powstaje (podobnie jak pierwsza) w konsekwencji zwiększania wartości inwestycji finansowanych przez inwestorów instytucjonalnych. Termin ten, podobnie jak pierwsza luka kapitałowa, początkowo został użyty w odniesieniu do rynku brytyjskiego. Dotyczy finansowania w wysokości 1-3 mln euro.

W wielu przypadkach, gdy firma zasilona funduszami business angels osiąga pierwsze sukcesy i przechodzi w kolejną fazę rozwoju, którą zwykle jest ekspansja, a środki anioła przestają być wystarczające, staje się atrakcyjną inwestycją dla venture capital. W tym sensie działalność aniołów biznesu i venture capitalists jest *komplementarna*.

Inną cechą wyróżniającą ich z grona inwestorów jest to, że często wybierają *projekty lokalne*, blisko swojego miejsca zamieszkania, zależy im bowiem na osobistym kontakcie z pomysłodawcami projektów. Podobnie, biorcy kapitału pochodzącego od business angels, niejednokrotnie oczekują zaangażowania tych doświadczonych przedsiębiorców w bieżące zarządzanie spółką.

Z grona inwestorów aniołów biznesu wyróżnia także fakt, że nie poszukują rozgłosu – zwykle pozostają *anonimowi*. To jednak sprawia, że trudno do nich dotrzeć, a część inwestycji nie jest im z tego powodu w ogóle prezentowana. Stąd skuteczność ich działania

⁹⁵ Termin *second equity gap* zaproponował G.C. Murray z Warwick Business School w Wielkiej Brytanii. G.C Murray, The Second Equity Gap: Exit Problems for Seed & Early Stage Venture Capitalists and their Investee Companies, International Small Business Journal, 1994, Vol. 12.

może być niższa niż inwestorów działających na sformalizowanym rynku venture capital. Ponadto, brak łatwego dostępu do potencjalnego anioła biznesu podwyższa koszty jego poszukiwania. Podobnie, sam inwestor musi poświęcić sporo czasu, żeby znaleźć ciekawy projekt.

5.2 Wartość dodana inwestycji funduszu w przedsiębiorstwo

W teorii finansów głównym celem działania firmy jest maksymalizacja jej wartości, założenie to w szczególności odnosi się do przedsiębiorstw finansowanych przez inwestorów instytucjonalnych, takich jak między innymi fundusze private equity czy venture capital. Zaangażowanie funduszy wysokiego ryzyka w przedsiębiorstwo nie ogranicza się jedynie do dostarczenia kapitału. Fundusze typu private equity czy venture capital, oprócz środków finansowych, oferują często przedsiębiorstwom profesjonalne doradztwo ekonomiczne, pomoc prawną oraz wysokiej jakości kadrę menadżerską. Zakres udzielanej pomocy uzależniony jest od charakteru inwestycji oraz sposobu funkcjonowania funduszu. W literaturze przedmiotu w zależności od realizacji, jakie zachodzą pomiędzy funduszem a spółką portfelową, wyróżnia się trzy rodzaje funduszy: *aktywne*, *reagujące* i *pasywne*. Szczegółowy opis relacji, jakie zachodzą pomiędzy danym rodzajem funduszu, a spółką portfelową przedstawia poniższa tabela.

Tabela 18 Rodzaj funduszy wysokiego ryzyka

RODZAJ FUNDUSZU	STOPIEŃ ZAANGAŻOWANIA	OPIS RELACJI
Aktywne (ang. <i>hand-on</i>)	Aktywne	– Współtworzenie biznesu – Aktywne partnerstwo – Wiele wartości dodatkowych – Monitoring inwestycji
Reagujące (ang. <i>reactive</i>)	Aktywne	– „Patrzanie zza palców” – Wartości dodatkowe oferowane w zależności od potrzeb spółki portfelowej – Monitoring
Pasywne (ang. <i>hands-off</i>)	Pasywne	– Monitoring wynikający z umowy inwestycyjnej – Ograniczony monitoring finansowy

Źródło: M. Panfil, Fundusze private equity, Wpływ na wartość spółki, Defin, Warszawa 2005, s. 111.⁹⁶

Podjęcie aktywne stosowane jest przede wszystkim w przypadku spółek bardzo młodych, znajdujących się we wczesnych fazach rozwoju (zasiew, start). Podjęcia reagujące i pasywne stosowane są raczej w przypadku inwestycji w spółki bardziej dojrzałe. W praktyce

⁹⁶ M. Panfil... - op.cit., s. 110.

najczęściej spotyka się pierwsze dwa typy funduszy (aktywne i reagujące), znacznie rzadziej natomiast spotyka się fundusze pasywne. Aktywność funduszu jako inwestora w spółce można zauważyć przede wszystkim w jego zaangażowaniu w formułowaniu średnio i długoterminowej strategii rozwoju przedsiębiorstwa. Czynny udział funduszu w tym zakresie pozwala na precyzyjne określenie strategicznych celów przedsiębiorstwa, pomiar i ocenę realizacji oraz na korekty dostosowujące do zmieniających się warunków rynkowych. Podejmując współpracę z funduszem spółka zyskuje wspólnika, który ma doświadczenie, kontakty i myśli w kategoriach długoterminowych. Pracownicy funduszu mają zazwyczaj rozległe kontakty w instytucjach finansowych, znają firmy konsultingowe i prawników. Dzięki temu mogą służyć przydatną pomocą powodując jednocześnie, że spółka będzie się cieszyć większą wiarygodnością. Innym zadaniem pracowników funduszu jest monitoring działalności firmy, w szczególności pod względem finansowym, co pozwala zawczasu zidentyfikować możliwe problemy i wspólnie szukać ich rozwiązania. To właśnie połączenie pieniędzy, doświadczenia i długoterminowego zaangażowania w firmę przesądza o atrakcyjności funduszy venture capital.

Wśród najważniejszych korzyści wynikających z inwestycji funduszu w przedsiębiorstwo należy wyróżnić możliwość korzystania z profesjonalnego doradztwa. W przypadku wielu małych spółek, których zarząd wywodzi się z grona samych pomysłodawców innowacyjnego produktu i nie posiada dostatecznej wiedzy z dziedziny zarządzania, istnieją również inne, niż brak kapitału bariery rozwoju. Zaangażowanie profesjonalistów z dziedziny marketingu czy finansów pozwala te ograniczenia zlikwidować. Według prof. Natusius przedstawiciele funduszy wysokiego ryzyka mogą pełnić następujące funkcje w spółkach portfelowych:

- przewodniczący rady nadzorczej,
- prezes zarządu (w wyjątkowych przypadkach),
- założyciel przedsiębiorstwa (do czasu, gdy nie nastąpi wyraźne oddzielenie zarządu od rady nadzorczej),
- „gaszący pożary” w firmie,
- kierownik projektu,
- pośrednik w aliansach i współpracy z innymi firmami,
- „łowca głów” – rekrutacja kluczowych menadżerów,
- doradca finansowy w aspekcie pozyskiwania kapitału,
- sprzedawca dla kluczowych klientów,

- mentor.⁹⁷

Menadżer organizacji typu *corporate venture capital* ma zwykle dodatkowy zakres odpowiedzialności. Jako pośrednik pomiędzy spółką portfelową a inwestorem może być zaangażowany w inicjowanie i monitorowanie wspólnych przedsięwzięć w obszarach, tj.:

- dzierżawca powierzchni handlowej, biurowej czy laboratorium, itd.,
- dzierżawca urządzeń produkcyjnych, systemu logistycznego itd.;
- licencjodawca patentów i innych elementów własności intelektualnej,
- usługodawca w zakresie analiz i badań rynkowych,
- budujący pozytywny wizerunek spółki portfelowej.⁹⁸

W sposób formalny menedżerowie funduszu angażują się w doradztwo dopiero po wejściu do firmy. Jednakże już na poziomie analizy wniosków inwestycyjnych i planów biznesowych, przedsiębiorcy mają możliwość formułowania własnych zaleceń. Niekiedy realizacja, bądź ujęcie sugerowanych rozwiązań w planie rozwoju spółki umożliwia dalsze prowadzenie negocjacji. W zależności od funduszu intensywność usług doradczych jest różna, od ogólnego, bądź okazjonalnego wsparcia, do permanentnego i intensywnego udziału menedżerów funduszu w zarządzaniu firmą. Zależy to od wielu czynników, w szczególności od strategii funduszu, rzeczywistych potrzeb poszczególnych spółek oraz aktualnej sytuacji firmy i stopnia realizacji zamierzonych celów. Jeśli pojawi się zagrożenie realizacji założonych celów, menedżerowie funduszu mogą włączyć się w proces zarządzania firmą w stopniu większym niż zazwyczaj. Główne obszary doradztwa świadczonego przez fundusz na rzecz spółek to:

- tworzenie planów marketingowych, zatrudnianie zespołów marketingowych, doradzanie w zakresie trendów na rynkach lokalnych i globalnych;
- rozpoznawanie obszarów wymagających naprawy, sprowadzanie ekspertów z różnych dziedzin;
- poszukiwanie nowych źródeł finansowania (finansowanie kolejnych stadiów rozwoju inwestycji), wykorzystywanie związków z lokalnymi bankami, negocjowanie warunków linii kredytowych;
- planowanie i budżetowanie, komputerowe systemy księgowe i zarządzające;
- doradztwo w zakresie zarządzania strategicznego, działalności inwestycyjnej;

⁹⁷ Ibidem, s. 120-121.

⁹⁸ Ibidem.

- doradztwo techniczne;
- controlling i doradztwo finansowe;
- doradztwo personalne;
- pomoc prawna.⁹⁹

Konieczność aktywnej współpracy zarządu firmy z przedstawicielami funduszu z jednej strony może być źródłem wzrostu wartości przedsiębiorstwa, z drugiej zaś stanowić może pole licznych konfliktów. Z punktu widzenia przedstawicieli funduszu mogą one dotyczyć:

- przygotowywania bardzo szczegółowych prezentacji przez członków zarządu i pozostałą kadrę menadżerską w celu zyskania aprobaty dla planowanych rozwiązań,
- niewystarczającego przygotowywania się kadry menadżerskiej/członków zarządu do spotkań rady nadzorczej,
- przywiązywana przez menadżerów/członków zarządu spółki większej uwagi do spraw bieżących spółki niż przygotowywania się do spotkań z członkami rady nadzorczej lub inwestorami.

Z kolei z punktu widzenia kadry menadżerskiej, aktywne zaangażowanie się funduszu w przedsiębiorstwo może być powodem takich problemów jak:

- delegowanie na spotkanie rady nadzorczej analityków inwestycyjnych w zastępstwie partnerów inwestycyjnych,
- nieczytanie przygotowywanych przez zarząd raportów,
- przyjazdy nieprzygotowanym na spotkania rady nadzorczej,
- nieuchwytność w celu podjęcia strategicznych decyzji,
- koncentracja na nieistotnych błędach w przygotowanych materiałach.¹⁰⁰

Nieodłącznym elementem wspomagania rozwoju przedsiębiorstw w portfelu jest efektywne wykorzystywanie efektów synergii strategii rynkowych i operacyjnych spółek portfelowych. Doświadczenia zebrane w spółkach pozwalają na wykorzystanie najlepszych doświadczeń (ang. *best practices*) w ramach całego portfela, skutecznie przyczyniając się do wzrostu wartości i eliminacji ryzyk. Ponadto, w większości przypadków fundusze venture capital oferują możliwość uczestniczenia w rozwoju spółek portfelowych poprzez aranżowanie kolejnych rund finansowania. Proces ten może być realizowany m.in. poprzez:

⁹⁹ K. Fiedorowicz, Venture capital – sprawdzony sposób na wzrost wartości firmy, bankier.pl (31.12.2009)

¹⁰⁰ M. Panfil... - op. cit., s. 122.

analizę zapotrzebowania na kapitał, analizę źródeł i dostępności kapitału, przygotowanie memorandumów inwestycyjnych, wycenę, doradztwo w zakresie pozyskiwania długu czy też wreszcie prowadzenie negocjacji z inwestorami strategicznymi/finansowymi. Dostęp do najbardziej renomowanych inwestorów może być znacznie ułatwiony poprzez udział w organizacjach zrzeszających polskie fundusze venture capital i private equity (takich jak Polskie Stowarzyszenie Inwestorów Kapitałowych). Innym przejawem wsparcia właścicielskiego może być obsługa procesów z zakresu fuzji i przejęć (M&A) dokonywana na potrzeby spółek portfelowych.¹⁰¹

Specjalizacja sektorowa funduszy typu private equity w danym obszarze daje możliwość przeglądu całości rynku. Bezpośrednio oraz poprzez spółki portfelowe są one w stanie pozyskiwać informacje rynkowe przydatne w realizacji celów inwestycyjnych i biznesowych. Szczególnie wartościowym elementem jest dostęp do informacji pozwalających określić atrakcyjność inwestycyjną poszczególnych rozwiązań technologicznych, określenie trendów na rynku dzisiaj i w przyszłości, dostęp do najbardziej interesujących projektów i przedsięwzięć. Zwykle bogate relacje biznesowe i osobiste władz funduszy wspierają spółki portfelowe w zakresie aliansów i partnerów biznesowych. Stąd też przedsiębiorstwo bardzo często uzyskuje także możliwości skorzystania ze specjalnej oferty sporządzonej przez partnerów strategicznych funduszu. Także regularne comiesięczne spotkania z zarządem spółek portfelowych, monitoring wyników, przekazywanie doświadczeń i sugestii w zakresie rozwiązywania problemów są ważnym elementem sukcesu każdego start-up czy restrukturyzacji.¹⁰²

Osiągnięcie sukcesu rynkowego, którego efektem będzie wzrost wartości firmy, często wymaga od przedsiębiorcy nie tylko posiadania innowacyjnego pomysłu, ale również znacznych zasobów finansowych, doświadczenia w zakresie zarządzania i rozległych kontaktów handlowych. Przedsiębiorcom dopiero rozpoczynającym swoją działalność najczęściej brakuje ostatnich trzech wymienionych czynników. Wsparcie, jakiego fundusze typu private equity udzielają przedsiębiorstwom w sferze niematerialnej, jest niejednokrotnie cenniejsze niż przekazywane środki finansowe. Dotyczy to nie tylko nowo powstałych podmiotów, ale również przedsiębiorstw przechodzących proces restrukturyzacji. Kosztem uzyskanej ze strony funduszu pomocy jest ograniczenie suwerenności przedsiębiorcy w podejmowanych decyzjach biznesowych. Kluczem do sukcesu jest właściwe wyważenie

¹⁰¹ K. Fiedorowicz, *Venture...- op.cit.*

¹⁰² *Ibidem.*

proporcji pomiędzy wsparciem oferowanym przez fundusz i własną inicjatywą przedsiębiorcy. Wzajemne kontakty pomiędzy przedstawicielami funduszu a przedsiębiorcą muszą być budowane nie tylko w oparciu o rachunek ekonomiczny, ale również obustronne zaufanie. Tylko wówczas możliwa jest realizacja wspólnego celu, jakim jest wzrost wartości firmy.

5.3 Rynek funduszy private equity w Polsce

5.3.1 Formalny rynek private equity w Polsce

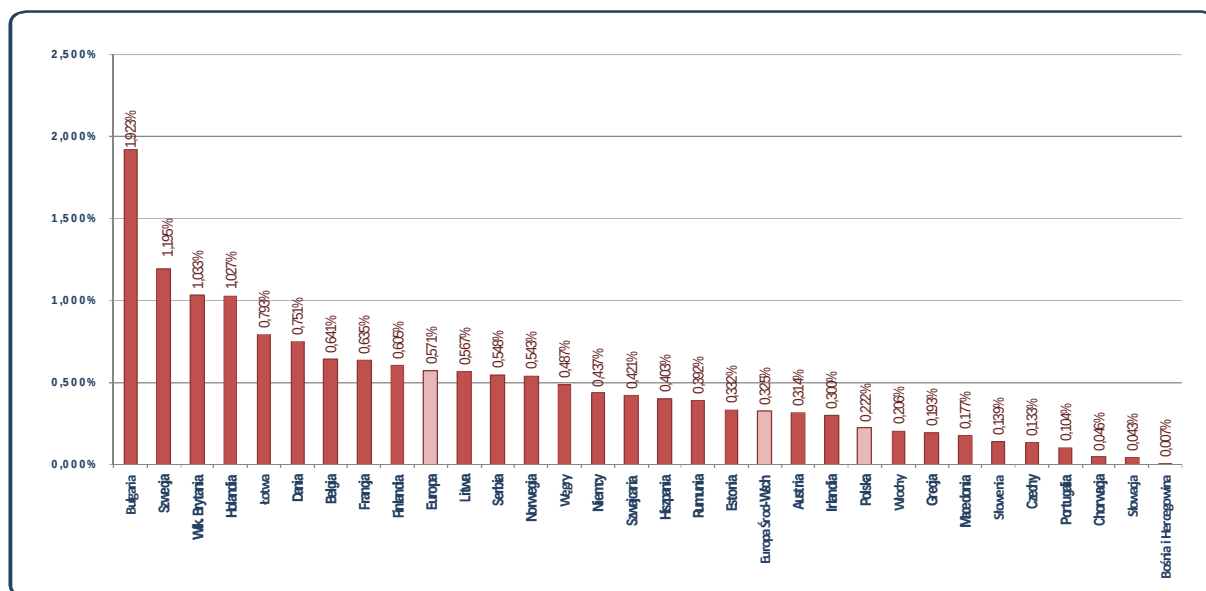
W 2008 roku inwestycje private equity w Polsce wyniosły 628 mln EUR, zaledwie o 8% mniej w stosunku do 684 mln EUR w rekordowym 2007 roku. Warto zauważyć, że Polska, podobnie jak w roku ubiegłym, zanotowała największy spośród krajów Europy Środkowo-Wschodniej (EŚW) poziom inwestycji. Polskie spółki przyciągnęły przeszło jedną czwartą środków zainwestowanych w regionie oraz stanowiły jedną trzecią ogółu firm sfinansowanych przez fundusze private equity w EŚW (sześćdziesiąt trzy spółki w Polsce wobec stu dziewięćdziesięciu sześciu spółek ogółem). Średnia wielkość inwestycji w Polsce spadła o 0,5 mln EUR w stosunku do wartości z roku poprzedniego, osiągając poziom 10 mln EUR w 2008 roku. Dla porównania, średnia wielkość inwestycji w EŚW wyniosła w 2008 roku 12,5 mln EUR wobec 14,7 mln EUR w 2007 roku. Zestawienie wartości inwestycji dokonanych przez fundusze private equity w Polsce i krajach EŚW zostało przedstawione w poniższej tabeli.

Tabela 19 Wartości inwestycji funduszy *private equity* w Polsce i wybranych krajach Europy Środkowo - Wschodniej w latach 2007 - 2008

Kraj	Wartość inwestycji (w tys. euro)	
	2007	2008
Bośnia i Hercegowina	754	4 208
Bułgaria	555 653	90 477
Chorwacja	17 244	100 875
Czechy	170 250	441 435
Estonia	51 690	13 972
Węgry	491 367	476 604
Łotwa	159 211	63 084
Litwa	158 821	0
Macedonia	9 058	0
Czarnogóra	-	19 077
Polska	683 518	627 957
Rumunia	475 861	273 089
Serbia	161 610	8 402
Słowacja	23 460	31 145
Słowenia	46 663	3 750
Ukraina	-	301 535
Ogółem Europa Środkowo-Wschodnia	3 005 160	2 455 610

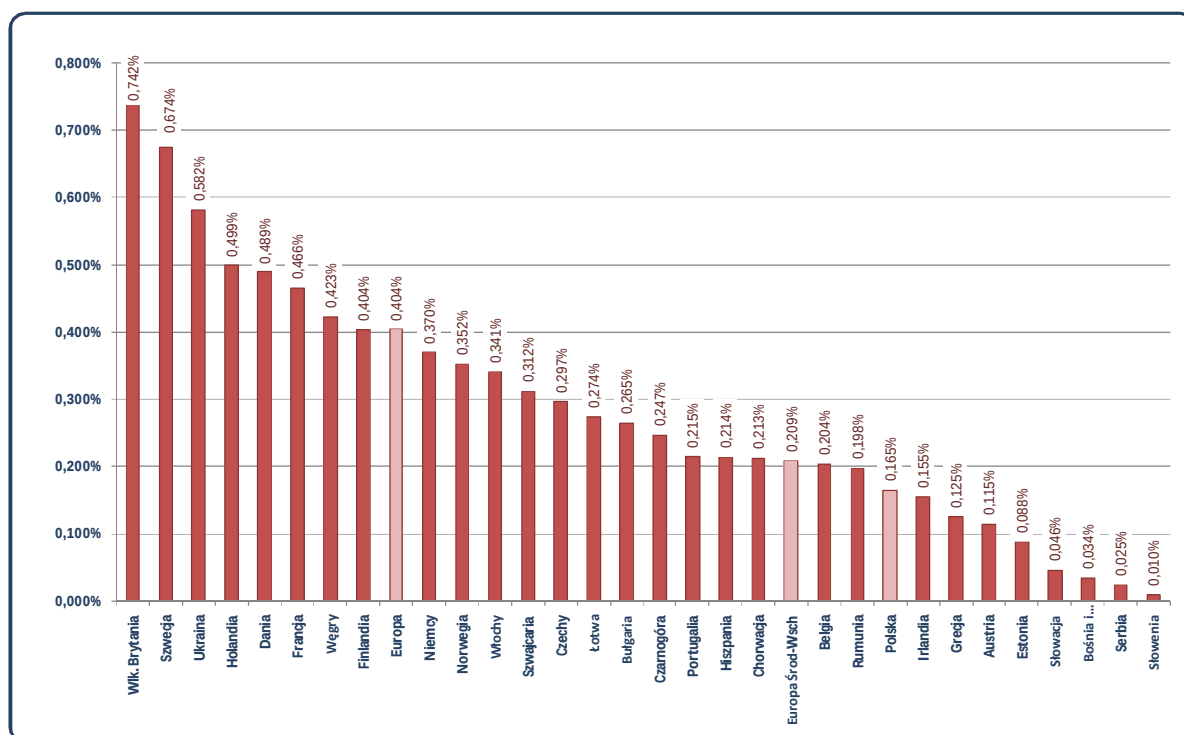
Źródło: opracowanie własne na podstawie Central and Eastern Europe Statistics 2008. An EVCA Special Paper, July 2009.

Ciekawym wskaźnikiem obrazującym poziom rozwoju rynku *private equity* jest wartość inwestycji *private equity* w danym kraju jako procent jego PKB. Relację tę w wybranych krajach Europy w latach 2007 - 2008 obrazuje poniższy wykres.



Rys. 30 Udział inwestycji *private equity* jako odsetek PKB w państwach europejskich w 2007 roku

Źródło: opracowanie własne na podstawie Central and Eastern Europe Statistics 2007. An EVCA Special Paper, September 2008 oraz Central and Eastern Europe Statistics 2008. An EVCA Special Paper, July 2009.



Rys. 31 Udział inwestycji private equity jako odsetek PKB w państwach europejskich w 2008 roku

Źródło: opracowanie własne na podstawie Central and Eastern Europe Statistics 2007. An EVCA Special Paper, September 2008 oraz Central and Eastern Europe Statistics 2008. An EVCA Special Paper, July 2009.

Najwyższe relacje inwestycji private equity w stosunku do PKB od lat mają Szwecja, Wielka Brytania i Holandia. W minionym roku w pierwszej trójce znalazła się również Ukraina z inwestycjami private equity na poziomie prawie 0,582% PKB. Poza tą ścisłą czołówką, pozostałe kraje europejskie można podzielić na trzy grupy, o praktycznie równej liczebności (9-10 krajów). Pierwszą grupę stanowią kraje, których poziom inwestycji private equity wynosi od 0,3 do 0,5% ich PKB. W tym przedziale znajduje się też średnia europejska wartość tego wskaźnika (0,404%). Drugą grupę stanowią kraje znajdujące się w przedziale 0,2 -0,3% PKB. Tu z kolei zawiera się średnia dla krajów Europy Środkowej i Wschodniej (0,209%). Ostatnią grupę krajów tworzą te, w których badana relacja wynosi mniej niż 0,2% PKB. W tej grupie znajduje się Polska, z wartością inwestycji private equity na poziomie 0,165% PKB. Analizując dane przedstawione na powyższym wykresie należy zauważyć, że we wszystkich badanych krajach udział inwestycji private equity w PKB w porównaniu do 2007 roku uległ znacznemu obniżeniu. Zjawisko to dotknęło również Polski i wynikało z faktu, że przy rosnącej wartości PKB o ponad 8% zmniejszeniu uległa wartość inwestycji funduszy private equity.

W 2008 roku przeważająca część inwestycji private equity trafiła do spółek dojrzałych, bowiem wykupy i refinansowanie pochłonęły około 80% środków, czyli

501 mln euro. Dla porównania, w EŚW wykupy stanowiły 63% ogółu inwestycji wobec 77% w roku ubiegłym. Finansowanie wzrostu przedsiębiorstw wyniosło w 2008 roku 72 mln EUR, czyli 12% zaangażowanych środków, znacznie poniżej poziomu zanotowanego w EŚW (710 mln EUR, czyli 29% ogółu). Pozostałe 9% środków przeznaczono na inwestycje venture, czyli finansowanie spółek we wcześniejszych etapach rozwoju, z czego 18,6 mln EUR trafiło do bardzo młodych firm (zasiew i start). Podobne proporcje rozkładu funduszy venture zachowane były w innych krajach EŚW. Szczegółowy podział inwestycji według kryterium etapu rozwoju spółki w Polsce i Europie przedstawia poniższa tabela.

Tabela 20 Podział inwestycji pod względem etapu rozwoju spółki w Polsce i w Europie w 2008 roku (z wyłączeniem finansowania przez banki)

Wyszczególnienie	Polska		Europa Środ-Wsch		Europa	
	Kwota inwestycji (tys. euro)	%	Kwota inwestycji (tys. euro)	%	Kwota inwestycji (tys. euro)	%
Zasiew	3 725	0,6%	4 027	0,2%	293 609	0,6%
Start-up	14 900	2,4%	58 959	2,4%	2 409 490	4,6%
Venture – późniejszy etap	35 687	5,7%	123 245	5,0%	4 126 630	7,9%
Venture ogółem	54 312	8,6%	186 231	7,6%	6 829 729	13,1%
Finansowanie wzrostu	72 454	11,5%	709 783	28,9%	7 038 643	13,5%
Restrukturyzacja	68	0,0%	568	0,0%	282 696	0,5%
Refinansowanie	0	0,0%	5 000	0,2%	1 471 731	2,8%
Wykupy	501 122	79,8%	1 554 028	63,3%	36 651 817	70,1%
Razem	627 956	100,0%	2 455 610	100,0%	52 274 616	100,0%

Źródło: opracowanie własne na podstawie Central and Eastern Europe Statistics 2008. An EVCA Special Paper, July 2009.

W porównaniu do 2007 roku struktura inwestycji private equity w Polsce nie uległa znaczącym zmianom. Na uwagę zasługują jednak wzrost wartości inwestycji w spółki znajdujące się we wczesnej fazie rozwoju w szczególności w start-up'y. Inwestycje w ten rodzaj spółek w 2008 roku osiągnęły wartość blisko 15 mln EUR w porównaniu do niespełna 2 mln EUR w roku poprzednim zwiększyły się więc o ponad 728%. Potwierdzeniem dużego zainteresowania inwestycjami typu venture jest wzrost liczby realizowanych projektów (spółek). Inwestorzy zwiększyli swoje zaangażowanie przede wszystkim w spółki bardzo młode (zasiew i start). W 2008 roku liczba spółek będących przedmiotem zainteresowani inwestorów venture capital zwiększyła się o dziesięć, dla porównania liczba inwestycji w spółki dojrzałe (wykupy, refinansowanie) zmniejszyła się o jedenaście. Szczegółowe zestawienie inwestycji private equity w Polsce według kryterium etapu rozwoju spółki przedstawia poniższa tabela.

Tabela 21 Podział inwestycji pod względem etapu rozwoju spółki w Polsce w latach 2007 - 2008 (z wyłączeniem finansowania przez banki)

Wyszczególnienie	Polska							
	2007				2008			
	Kwota inwestycji (tys. euro)	%	Liczba spółek	%	Kwota inwestycji (tys. euro)	%	Liczba spółek	%
Zasiew	2 483	0,4%	4	6,2%	3 725	0,6%	10	16%
Start-up	1 815	0,3%	9	13,8%	14 900	2,4%	14	22%
Venture – późniejszy etap	35 911	5,3%	17	26,2%	35 687	5,7%	17	27%
Venture ogółem	40 208	5,9%	30	46,2%	54 312	8,6%	40	64%
Finansowanie wzrostu	95 375	14,0%	8	12,3%	72 454	11,5%	5	8%
Restrukturyzacja	1 257	0,2%	1	1,5%	68	0,0%	1	2%
Refinansowanie	1 118	0,2%	1	1,5%	0	0,0%	0	0%
Wykupy	545 560	79,8%	27	41,5%	501 122	79,8%	17	27%
Razem	683 518	100,0%	65	100,0%	627 956	100,0%	63	100%

Źródło: opracowanie własne na podstawie Central and Eastern Europe Statistics 2008. An EVCA Special Paper, July 2009.

Analizując *strukturę sektorową* rynku private equity w Polsce w 2008 roku, którą przedstawia poniższa tabela, można stwierdzić, że największym zainteresowaniem pod względem wartości projektów cieszyły się *usługi transportowe* (łącznie prawie 28%, tj. 173 mln euro), a także *sfera produkcji i dystrybucji dóbr konsumpcyjnych* (łącznie ok. 22%, tj. 142 mln euro). Warto zwrócić uwagę, że w przypadku obu wymienionych sektorów kwoty inwestycji funduszy private equity w porównaniu do 2007 roku uległy znacznemu wzrostowi (odpowiednio o około 55% i 90%). Sektory, które w 2007 roku przyciągnęły najwięcej kapitału, czyli produkcja dla biznesu i sfera usług finansowych w 2008 roku, nie cieszyły się aż taką popularnością. W przypadku obu sektorów kwoty inwestycji uległy znacznemu zmniejszeniu i wynosiły odpowiednio około 81 i 45 mln EUR. W 2008 roku ograniczeniu uległy również inwestycje w sektor medyczny i pochodne. W porównaniu do 2007 roku kwota inwestycji w ten sektor zmniejszyła się o ponad 42 mln euro i w 2008 roku wynosiła około 60 mln euro. Inwestycje w pozostałe sektory nie przekraczają 5% alokacji funduszy. Dla przykładu sektor IT ściągnął 3% funduszy. Jednakże wartościowe ujęcie tych inwestycji nie oddaje całego obrazu sytuacji, bowiem niektóre branże są bardziej kapitałochłonne niż inne i wobec tego warto zwrócić uwagę także na liczbę projektów (spółek) będących przedmiotem zainteresowania inwestorów private equity. W 2008 roku podobnie jak w poprzednim okresie najwięcej inwestycji zrealizowano w sektorze *telekomunikacja i media* (trzyście projektów). Na drugim miejscu z siedmioma

zrealizowanymi projektami znajdował się sektor IT. Dalej w kolejności największym zainteresowaniem cieszyły się *produkcja i dystrybucja dóbr konsumpcyjnych i dla biznesu* oraz branża *medyczna* (po sześć inwestycji), a następnie usługi finansowe, inne usługi konsumpcyjne i inne (po cztery inwestycje). Inwestycje w pozostałe pięć sektorów skupiły łącznie dziewięć projektów (ok. 15% ogólnej liczby). Struktura sektorowa inwestycji private equity w Polsce szczegółowo przedstawiona została w poniższej tabeli.

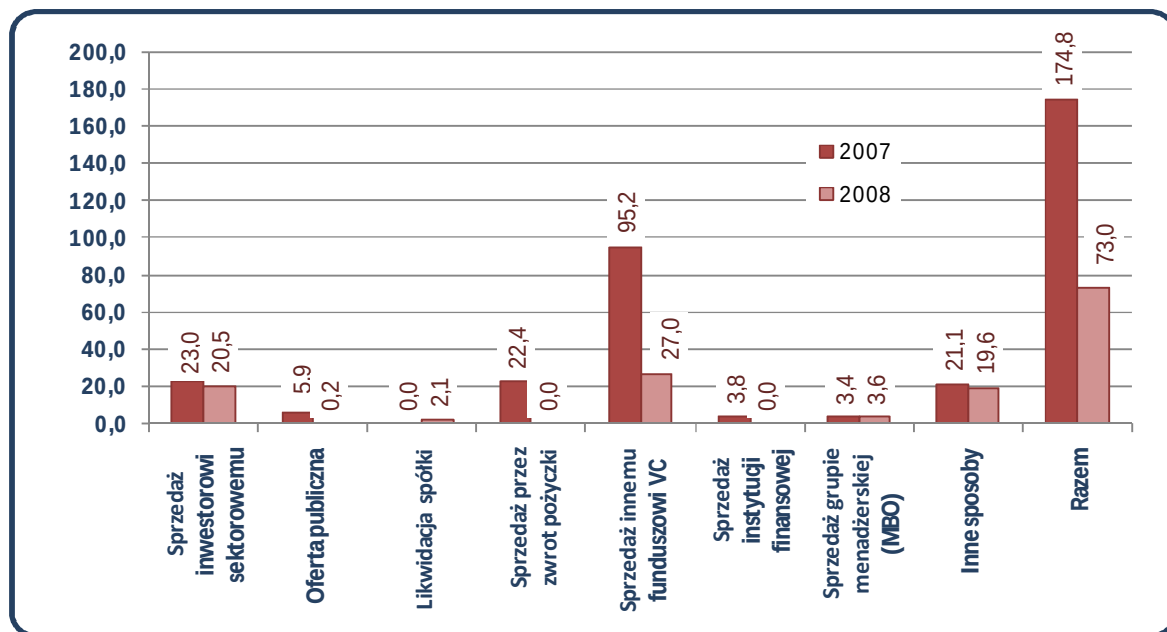
Tabela 22 Struktura sektorowa inwestycji private equity w Polsce w latach 2007 - 2008

Wyszczególnienie	2007				2008			
	Kwota inwestycji (tys. euro)	%	Liczba spółek	%	Kwota inwestycji (tys. euro)	%	Liczba spółek	%
Produkcja dla biznesu	138 227	20,20%	11	16,90%	81 360	13,00%	6	9,50%
Usługi dla biznesu	2 600	0,40%	1	1,50%	22 568	3,60%	3	4,80%
Chemia i gospodarka materiałowa	875	0,10%	1	1,50%	0	0,00%	0	0,00%
Telekomunikacja i media	11 835	1,70%	17	26,20%	5 931	0,90%	17	27,00%
IT	26 263	3,80%	5	7,70%	19 045	3,00%	7	11,10%
Budownictwo	12 763	1,90%	3	4,60%	5 144	0,80%	1	1,60%
Dobra konsumpcyjne – produkcja i dystrybucja	74 716	10,90%	6	9,20%	142 100	22,60%	6	9,50%
Branża konsumpcyjna - inne	6 261	0,90%	4	6,20%	1 869	0,30%	4	6,30%
Energetyka i surowce	62 040	9,10%	2	3,10%	56 139	8,90%	2	3,20%
Usługi finansowe	133 462	19,50%	8	12,30%	45 957	7,30%	4	6,30%
Branża medyczna, farmaceutyczna, biotechnologia	102 757	15,00%	5	7,70%	60 463	9,60%	6	9,50%
Transport	111 718	16,30%	2	3,10%	173 370	27,60%	3	4,80%
Inne	0	0,00%	0	0,00%	14 011	2,20%	4	6,30%
Inwestycje ogółem	683 517	100%	65	100%	627 957	100%	63	100%

Źródło: opracowanie własne na podstawie Central and Eastern Europe Statistics 2008. An EVCA Special Paper, July 2009.

Według danych European Private Equity and Venture Capital Association (EVCA) w 2008 roku fundusze zakończyły inwestycje w siedemnastu polskich spółkach (wobec trzydziestu w 2007 roku), sprzedając akcje o wartości początkowej 73 mln EUR, co oznacza 58% spadek w porównaniu z rokiem poprzednim (175 mln EUR w 2007 roku). Najpopularniejszą metodą wyjść, podobnie jak w 2007 roku, była sprzedaż innemu funduszowi PE / VC (37% ogólnej wartości wyjść w 2008 roku wobec 54% w 2007 roku). Na drugim miejscu uplasowała się sprzedaż inwestorowi branżowemu – 28% wartości w 2008 roku wobec 13% w roku poprzednim. Wyjście przez giełdę dotyczyło zaledwie jednej spółki, co nie jest zaskoczeniem, biorąc pod uwagę utrzymujące się niekorzystne warunki na giełdzie. Struktura wyjść funduszy private equity i venture capital szczegółowo została

przedstawiona na poniższym rysunku. Kwoty dezinvestycji są podawane według wartości początkowej inwestycji i nie są sumą przychodów uzyskanych ze sprzedaży spółki.



Rys. 32 Struktura wyjść po koście nabycia w latach 2007 - 2008 (mln euro)

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych European Private Equity and Venture Capital Association.

Według danych portalu internetowego bankier.pl w Polsce działa ponad trzydzieści funduszy venture capital. Inwestują one głównie w przedsiębiorstwa znajdujące się na etapie ekspansji i rozwoju. Potwierdzają to przedstawione wcześniej dane publikowane przez *European Private Equity and Venture Capital Association*. Zgodnie z danymi portalu bankier.pl fundusze *venture capital* preferują inwestycje w przedsiębiorstwa związane z sektorem medycznym, biotechnologią, sektorem IT, automatyką przemysłową i energetyką. Kwoty inwestycji funduszy w pojedyncze projekty wahają się w przedziale od kilkuset tysięcy do kilkudziesięciu milionów euro. Szczegółowe zestawienie funduszy venture capital działających w Polsce wraz z krótką charakterystyką przedstawia poniższa tabela.

Tabela 23 Działalność wybranych funduszy wysokiego ryzyka w Polsce

Lp.	Nazwa	Kwota inwestycji	Etapy inwestycji	Sektory	Inwestycje w Polsce	Inwestycje za granicą	Spółki portfelowe w Polsce	Spółki portfelowe za granicą
1	3i Investments	100 – 1 000 (mln EUR)	refinansowanie, wykupy	Media, Medycyna: ochrona zdrowia, Produkty konsumpcyjne: handel, Produkty konsumpcyjne: produkcja, Produkty przemysłowe, Usługi dla biznesu	-	-	-	150
2	3TS Capital Partners	1 – 20 (mln EUR)	ekspansja i rozwój, finansowanie pomostowe, odpublicznienie, refinansowanie, wykupy	Elektronika, IT: internet, IT: oprogramowanie, IT: półprzewodniki, IT: sprzęt, IT: technologie mobilne, IT: usługi, Media, Medycyna: farmaceutyka, Medycyna: ochrona zdrowia, Medycyna: sprzęt medyczny, Ochrona środowiska, Produkty konsumpcyjne: handel, Produkty konsumpcyjne: produkcja, Produkty przemysłowe, Telekomunikacja: operatorzy, Telekomunikacja: sprzęt, Usługi dla biznesu, Usługi finansowe	32 (mln EUR)	92 (mln EUR)	4	12
3	Advent International Sp. z o.o. sp.k.	30 – 35 (mln EUR)	ekspansja i rozwój, odpublicznienie, prywatyzacja, restrukturyzacja, wykupy	Automatyka przemysłowa, Budownictwo, Chemia i materiały, Elektronika, Energetyka, Inne, IT: internet, IT: oprogramowanie, IT: sprzęt, IT: technologie mobilne, IT: usługi, Media, Medycyna: farmaceutyka, Medycyna: ochrona zdrowia, Medycyna: sprzęt medyczny, Ochrona środowiska, Produkty konsumpcyjne: handel, Produkty konsumpcyjne: produkcja, Produkty przemysłowe, Przemysł przetwórczy, Telekomunikacja: operatorzy, Telekomunikacja: sprzęt, Transport, Usługi - pozostałe, Usługi dla biznesu, Usługi finansowe	220 (mln USD)	8 000 (mln USD)	3	12
4	ARGUS Capital International Limited	-	ekspansja i rozwój, finansowanie pomostowe, odpublicznienie, refinansowanie, restrukturyzacja, wykupy	Automatyka przemysłowa, Biotechnologia, Chemia i materiały, Elektronika, Energetyka, Inne, IT: internet, IT: oprogramowanie, IT: półprzewodniki, IT: sprzęt, IT: technologie mobilne, IT: usługi, Media, Medycyna: farmaceutyka, Medycyna: ochrona zdrowia, Medycyna: sprzęt medyczny, Ochrona środowiska, Produkty konsumpcyjne: handel, Produkty konsumpcyjne: produkcja, Produkty przemysłowe, Przemysł ciężki, Przemysł przetwórczy, Telekomunikacja: operatorzy, Telekomunikacja: sprzęt, Transport, Usługi - pozostałe, Usługi dla biznesu, Usługi finansowe	50 (mln USD)	150 (mln USD)	2	2

Lp.	Nazwa	Kwota inwestycji	Etapy inwestycji	Sektory	Inwestycje Polsce
5	Arx Equity Partners Sp. z o.o.	3 - 12 (mln EUR)	ekspansja i rozwój, odpublicznienie, refinansowanie, restrukturyzacja, wykupy	Automatyka przemysłowa, Budownictwo, Chemia i materiały, Energetyka, Inne, IT: internet, IT: oprogramowanie, IT: sprzęt, IT: usługi, Media, Medycyna: farmaceutyka, Medycyna: ochrona zdrowia, Medycyna: sprzęt medyczny, Ochrona środowiska, Produkty konsumpcyjne: handel, Produkty konsumpcyjne: produkcja, Produkty przemysłowe, Przemysł przetwórczy, Telekomunikacja: operatorzy, Telekomunikacja: sprzęt, Transport, Usługi - pozostałe, Usługi finansowe	30 (mln EUR)
6	AVALLON Sp. z o.o.	3 - 7 (mln EUR)	Wykupy	Brak preferencji	13 (mln EUR)
7	BBI Capital Narodowy Fundusz Inwestycyjny S.A.	-	ekspansja i rozwój, zasiew/seed	Brak preferencji	-
8	bmp AG	2.5 (mln EUR)	ekspansja i rozwój, rozruch/start-up	Biotechnologia, IT: internet, IT: oprogramowanie, IT: półprzewodniki, IT: sprzęt, IT: technologie mobilne, IT: usługi, Media, Usługi dla biznesu, Usługi finansowe	5.5 (mln USD)
9	Bridgepoint Capital Sp. z o.o. Sp.k.	50 – 300 (mln EUR)	ekspansja i rozwój, odpublicznienie, restrukturyzacja, wykupy	Medycyna: ochrona zdrowia, Produkty konsumpcyjne: handel, Produkty konsumpcyjne: produkcja, Produkty przemysłowe, Przemysł przetwórczy, Transport, Usługi - pozostałe, Usługi dla biznesu	-
10	Business Angel Seedfund Sp. z o.o.	3.9 (mln PLN)	rozruch/start-up, zasiew/seed	Biotechnologia, Inne, IT: internet, Media, Telekomunikacja: operatorzy, Telekomunikacja: sprzęt	7 (mln PLN)
11	CARESAC SEAF - Polska Sp. z o.o. S.K.A.	0.1 - 2 (mln USD)	ekspansja i rozwój, mezzanine, rozruch/start-up	Automatyka przemysłowa, Biotechnologia, Budownictwo, Chemia i materiały, Elektronika, Energetyka, Inne, IT: internet, IT: oprogramowanie, IT: półprzewodniki, IT: sprzęt, IT: usługi, Media, Medycyna: farmaceutyka, Medycyna: ochrona zdrowia, Medycyna: sprzęt medyczny, Ochrona środowiska, Produkty konsumpcyjne: handel,	17.2 (mln USD)

Lp.	Nazwa	Kwota inwestycji	Etapy inwestycji	Sektory	Inwestycje Polsce
				Produkty konsumpcyjne: produkcja, Produkty przemysłowe, Przemysł przetwórczy, Telekomunikacja: operatorzy, Telekomunikacja: sprzęt, Transport, Usługi - pozostałe, Usługi finansowe	
12	Enterprise Investors	20 – 50 (mln EUR)	ekspansja i rozwój, wykupy	Chemia i materiały, Energetyka, Media, Medycyna: farmaceutyka, Medycyna: ochrona zdrowia, Produkty konsumpcyjne: handel, Produkty konsumpcyjne: produkcja, Produkty przemysłowe, Przemysł przetwórczy, Telekomunikacja: operatorzy, Usługi - pozostałe, Usługi dla biznesu, Usługi finansowe	1 000 (mln GBP)
13	Environmental Investment Partners	1 - 2 (mln EUR)	ekspansja i rozwój, finansowanie pomostowe, mezzanine, prywatyzacja, restrukturyzacja	Energetyka, Ochrona środowiska	6.5 (mln USD)
14	FAS Polska Sp. z o.o.	1 - 15 (mln PLN)	ekspansja i rozwój, finansowanie pomostowe, restrukturyzacja, wykupy	Brak preferencji	-
15	Hanseatic Capital AS	1 - 5 (mln EUR)	ekspansja i rozwój, finansowanie pomostowe, mezzanine, refinansowanie, wykupy	Budownictwo, IT: usługi, Medycyna: ochrona zdrowia, Przemysł przetwórczy, Transport, Usługi - pozostałe	-
16	IK Investment Partners Limited	50 - 150 (mln EUR)	ekspansja i rozwój, restrukturyzacja, wykupy	Medycyna: ochrona zdrowia, Produkcja, Produkty i usługi dla przemysłu, Produkty konsumpcyjne: handel, Produkty konsumpcyjne: produkcja, Usługi	-
17	Innova Capital	15 - 35 (mln EUR)	ekspansja i rozwój, finansowanie pomostowe, refinansowanie, wykupy	IT: usługi, Media, Produkty przemysłowe, Przemysł przetwórczy, Telekomunikacja: operatorzy, Telekomunikacja: sprzęt, Usługi - pozostałe, Usługi dla biznesu, Usługi finansowe	164 (mln EUR)

Lp.	Nazwa	Kwota inwestycji	Etapy inwestycji	Sektory	Inwestycje Polsce
18	Intel Capital	1 - 20 (mln USD)	ekspansja i rozwój, finansowanie pomsotowe, prywatyzacja, refinansowanie, restrukturyzacja, rozruch/start-up	Biotechnologia, Chemia i materiały, Elektronika, IT: internet, IT: oprogramowanie, IT: półprzewodniki, IT: sprzęt, IT: usługi, Media, Telekomunikacja: operatorzy, Telekomunikacja: sprzęt	-
19	Intermediate Capital Group PLC	10 - 150 (mln EUR)	ekspansja i rozwój, finansowanie pomostowe, mezzanine, refinansowanie, wykupy	Brak preferencji	29.7 (mln GBP)
20	KBC Private Equity NV	2 - 50 (mln EUR)	ekspansja i rozwój, mezzanine, odpublicznienie, prywatyzacja, refinansowanie, wykupy	Brak preferencji	-
21	Kerten Capital Sp. z o.o.	-	refinansowanie, restrukturyzacja, wykupy	Brak preferencji	22 (mln EUR)
22	Krokus Private Equity Sp. z o.o.	2 - 10 (mln EUR)	ekspansja i rozwój, finansowanie pomostowe, odpublicznienie, prywatyzacja, refinansowanie, restrukturyzacja, wykupy	Automatyka przemysłowa, Biotechnologia, Budownictwo, Chemia i materiały, Elektronika, Energetyka, Inne, IT: internet, IT: oprogramowanie, IT: półprzewodniki, IT: sprzęt, IT: usługi, Media, Medycyna: farmaceutyka, Medycyna: ochrona zdrowia, Medycyna: sprzęt medyczny, Ochrona środowiska, Produkty konsumpcyjne: handel, Produkty konsumpcyjne: produkcja, Produkty przemysłowe, Przemysł przetwórczy, Telekomunikacja: operatorzy, Telekomunikacja: sprzęt, Transport, Usługi - pozostałe, Usługi finansowe	130 (mln EUR)
23	MCI Management S.A.	0.25 - 5	ekspansja i rozwój, restrukturyzacja, rozruch/start-up,	Biotechnologia, Inne, IT: internet, IT: oprogramowanie, IT: technologie mobilne, IT: usługi, Usługi dla biznesu	42.4

Lp.	Nazwa	Kwota inwestycji	Etapy inwestycji	Sektory	Inwestycje Polsce
		(mln EUR)	wykupy, zasiew/seed		(mln PLN)
24	Mezzanine Management	8 - 40 (mln EUR)	ekspansja i rozwój, mezzanine, odpublicznienie, refinansowanie, wykupy	IT: technologie mobilne, IT: usługi, Media, Medycyna: farmaceutyka, Medycyna: ochrona zdrowia, Produkty konsumpcyjne: produkcja, Produkty przemysłowe, Przemysł przetwórczy, Telekomunikacja: operatorzy, Transport, Usługi - pozostałe, Usługi dla biznesu, Usługi finansowe	60 (mln EUR)
25	Mid Europa Partners Sp. z o.o.	25 - 200 (mln EUR)	ekspansja i rozwój, odpublicznienie, prywatyzacja, restrukturyzacja, wykupy	Energetyka, Inne, Media, Medycyna: ochrona zdrowia, Ochrona środowiska, Produkty przemysłowe, Telekomunikacja: operatorzy, Transport, Usługi - pozostałe	200 (mln USD)
26	Oresa Ventures Sp. z o.o.	2 - 10 (mln EUR)	ekspansja i rozwój, rozruch/start-up, wykupy	Medycyna: ochrona zdrowia, Produkty konsumpcyjne: handel, Usługi - pozostałe, Usługi dla biznesu, Usługi finansowe	50 (mln EUR)
27	Paul Capital Patners	5 - 100 (mln USD)	ekspansja i rozwój, finansowanie pomostowe, mezzanine, odpublicznienie, prywatyzacja, refinansowanie, restrukturyzacja, rozruch/start-up, wykupy, zasiew/seed	Brak preferowanych branż	25 (mln USD)
28	Penton Partners	3 - 12 (mln USD)	ekspansja i rozwój, finansowanie pomostowe, mezzanine, prywatyzacja, wykupy	Automatyka przemysłowa, Biotechnologia, Budownictwo, Chemia i materiały, Elektronika, Energetyka, IT: półprzewodniki, IT: sprzęt, Media, Medycyna: farmaceutyka, Medycyna: ochrona zdrowia, Medycyna: sprzęt medyczny, Produkty przemysłowe, Przemysł przetwórczy	34 (mln USD)
29	Regionalne Fundusze Inwestycji Sp. z o.o.	0.05 - 0.5	ekspansja i rozwój, rozruch/start-up,	Automatyka przemysłowa, Biotechnologia, Budownictwo, Chemia i materiały, Elektronika, Energetyka, Inne, IT:	1.6

Lp.	Nazwa	Kwota inwestycji	Etapy inwestycji	Sektory	Inwestycje Polsce
		(mln EUR)	zasiew/seed	internet, IT: oprogramowanie, IT: półprzewodniki, IT: sprzęt, IT: technologie mobilne, IT: usługi, Media, Medycyna: farmaceutyka, Medycyna: ochrona zdrowia, Medycyna: sprzęt medyczny, Ochrona środowiska, Produkty konsumpcyjne: produkcja, Produkty przemysłowe, Przemysł przetwórczy, Telekomunikacja: operatorzy, Telekomunikacja: sprzęt, Transport, Usługi - pozostałe, Usługi dla biznesu, Usługi finansowe	(mln EUR)
30	Renaissance Partners	0.5 - 2 (mln USD)	ekspansja i rozwój, mezzanine, rozruch/start-up	Automatyka przemysłowa, Biotechnologia, Budownictwo, Elektronika, Energetyka, Inne, IT: internet, IT: oprogramowanie, IT: półprzewodniki, IT: sprzęt, IT: technologie mobilne, IT: usługi, Media, Medycyna: farmaceutyka, Medycyna: ochrona zdrowia, Medycyna: sprzęt medyczny, Ochrona środowiska, Produkty konsumpcyjne: handel, Produkty konsumpcyjne: produkcja, Produkty przemysłowe, Przemysł przetwórczy, Telekomunikacja: operatorzy, Telekomunikacja: sprzęt, Transport, Usługi - pozostałe, Usługi finansowe	33.1 (mln USD)
31	Riverside Europe Partners Sp. z o.o.	15 - 150 (mln EUR)	ekspansja i rozwój, refinansowanie, wykupy	Automatyka przemysłowa, Budownictwo, Chemia i materiały, Elektronika, Energetyka, Inne, IT: oprogramowanie, IT: półprzewodniki, IT: sprzęt, IT: usługi, Media, Medycyna: farmaceutyka, Medycyna: ochrona zdrowia, Medycyna: sprzęt medyczny, Ochrona środowiska, Produkty konsumpcyjne: handel, Produkty konsumpcyjne: produkcja, Produkty przemysłowe, Przemysł przetwórczy, Telekomunikacja: operatorzy, Telekomunikacja: sprzęt, Transport, Usługi - pozostałe, Usługi dla biznesu, Usługi finansowe	16 (mln USD)
32	Royalton Partners	10 - 22 (mln USD)	ekspansja i rozwój, odpublicznienie, wykupy	Produkty konsumpcyjne: handel, Usługi - pozostałe, Usługi finansowe	21.4 (mln USD)
33	Secus Asset Management S.A.	1 - 25	ekspansja i rozwój, finansowanie	Brak preferencji	30

Lp.	Nazwa	Kwota inwestycji	Etapy inwestycji	Sektory	Inwestycje Polsce
		(mln PLN)	pomostowe, prywatyzacja, refinansowanie, restrukturyzacja, wykupy		(mln PLN)
34	SGAM Alternative Investments Private Equity (Corilius Poland)	5 - 20 (mln EUR)	ekspansja i rozwój, finansowanie pomostowe, refinansowanie, wykupy	Automatyka przemysłowa, Biotechnologia, Budownictwo, Chemia i materiały, Elektronika, Energetyka, Inne, IT: internet, IT: oprogramowanie, IT: półprzewodniki, IT: sprzęt, IT: usługi, Media, Medycyna: farmaceutyka, Medycyna: ochrona zdrowia, Medycyna: sprzęt medyczny, Ochrona środowiska, Produkty konsumpcyjne: handel, Produkty konsumpcyjne: produkcja, Produkty przemysłowe, Przemysł przetwórczy, Telekomunikacja: operatorzy, Telekomunikacja: sprzęt, Transport, Usługi - pozostałe, Usługi finansowe	25 (mln USD)
35	Warburg Pincus International LLC	25 – 2 000 (mln USD)	ekspansja i rozwój, finansowanie pomostowe, odpublicznienie, prywatyzacja, restrukturyzacja, wykupy	Budownictwo, Energetyka, IT: internet, IT: oprogramowanie, IT: technologie mobilne, Media, Medycyna: farmaceutyka, Medycyna: ochrona zdrowia, Medycyna: sprzęt medyczny, Produkty konsumpcyjne: handel, Produkty konsumpcyjne: produkcja, Produkty przemysłowe, Telekomunikacja: operatorzy, Usługi finansowe	50 (mln USD)

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych serwisu bankier.pl

5.3.2 Nieformalny rynek private equity w Polsce

Anonimowość aniołów biznesu powoduje utrudnienia w prowadzeniu badań tego rynku. W zasadzie większość informacji dotyczących wartości i wielkości tego rynku oparta jest na niepełnych danych i w wielu przypadkach na szacunkach i uogólnieniach. Pewną pomocą jest powstawanie organizacji skupiających aniołów biznesu. Chodzi o tzw. *sieci aniołów biznesu* (ang. *business angels networks*) oraz *syndykaty*.

Sieci aniołów biznesu to organizacje pełniące rolę pośredników pomiędzy indywidualnymi inwestorami a przedsiębiorcami. Pierwsze sieci aniołów biznesu powstały prawdopodobnie w latach osiemdziesiątych w Kanadzie. Powstały wówczas dwie sieci – Venture Capital Network (w prowincji New England) oraz Canada Opportunities Investment Network (w prowincji Ontario). Oferowały one komputerowe przetwarzanie propozycji nadsyłanych przez przedsiębiorców, co miało usprawnić proces łączenia dawców i biorców kapitału. W połowie lat dziewięćdziesiątych sieci pojawiły się w Stanach Zjednoczonych. Władze amerykańskie mając na celu usprawnienie poszukiwań niewielkich kwot kapitału przez przedsiębiorców utworzyły zdecentralizowaną komputerową sieć ACE-NET, afiliowaną przez Center of Venture Economics przy Uniwersytecie New Hampshire¹⁰³. Następnie sieci pojawiły się w większości krajów działania business angels.

Powstawanie sieci, poza organizacyjnym usprawnieniem działania obydwu stron transakcji, znajduje nie mniej ważny aspekt ekonomiczny. Chodzi przede wszystkim o obniżenie kosztów pozyskania informacji, dystrybucji i kojarzenia ofert, które w przypadku działań indywidualnych, zarówno aniołów, jak i pomysłodawców przedsięwzięć, są niewspółmiernie wysokie w stosunku do skali przedsięwzięcia. Sieć, dzięki sformalizowaniu postępowania dotychczas rozproszonych uczestników rynku oraz stworzeniu infrastruktury przepływu informacji (kanały dystrybucji informacji), pozwala na oszczędności i zwiększa efektywność działania rynku business angels.

Z kolei syndykaty tworzone są z reguły przez samych inwestorów. Zwykle skupiają kilku inwestorów indywidualnych, z których jeden obejmuje funkcję lidera. Dzielą się doświadczeniem i wiedzą, oraz wspólnie dysponują większym kapitałem, co znacznie ułatwia jego alokację.

¹⁰³ P. Tamowicz... - op. cit., s. 33.

Sieci aniołów biznesu to domena inwestorów europejskich. Natomiast w Stanach Zjednoczonych o wiele bardziej popularne są syndykaty. Wynika to ze specyfiki działania inwestorów w tych regionach. Stany Zjednoczone zalicza się nie tylko do najlepiej rozwiniętych gospodarek świata, ale także jednego z najbardziej przyjaznych rynków dla przedsiębiorców. Ponadto, USA charakteryzują się najwyższym poziomem koncentracji przedsiębiorców z wolnymi środkami inwestycyjnymi. W związku z powyższym można wnioskować, że przedsiębiorcy amerykańscy mają większą łatwość organizowania się raczej w samodzielne grupy inwestorów, które bezpośrednio docierają do pomysłodawców projektów, niż organizacje pełniące rolę pośredników pomiędzy obydwoma zainteresowanymi stronami.

Istnienie sieci, czy syndykatów aniołów biznesu nie zmienia faktu, że trudno o precyzyjne statystyki odnoszące się do tego nieformalnego rynku private equity. Jedną z instytucji zestawiających podstawowe informacje o ich działalności jest *European Business Angels Network (EBAN)*. Sieć EBAN powstała w 1999 roku i zasięgiem swojego działania obejmuje teren całej Europy i skupia sieci business angels działające w poszczególnych krajach europejskich. Fakt, że skupia członków wszystkich narodowych sieci istniejących w Europie spowodowała, że została nazwana tzw. *Network of Networks*, czyli siecią sieci¹⁰⁴.

Według danych prezentowanych przez prezesa EBAN w 2004 roku liczba aktywnych business angels w USA może wynosić nawet trzy miliony osób, a wartość tego rynku szacowana była na około 50 mld USD¹⁰⁵. W nawiązaniu do precyzji statystyk dotyczących działalności aniołów biznesu prezes EBAN zastrzegł jednocześnie, że dane te są dwa razy wyższe od podawanych przez *US National Commission on Entrepreneurship (NCOE)*¹⁰⁶. Podobnie, najnowsze statystyki EBAN (z 2008) podają za *Center for Venture Research* wartość inwestycji business angels w USA w latach 2005 – 2007 w wysokości 23 – 26 mld USD rocznie¹⁰⁷.

Dla porównania wartość inwestycji europejskich business angels w 2007 roku, raportowana do EBAN przez zrzeszone sieci poszczególnych krajów, wyniosła ok.

¹⁰⁴ B. Mikołajczyk... - op.cit., s. 127.

¹⁰⁵ A. Clarke, Recent Developments in the Business Angels Marketplace, EBAN working documents, 2004, s. 1.

¹⁰⁶ Ibidem.

¹⁰⁷ J. Sohl, *The Angel Investor Market in 2007: Mixed Signs of Growth*, Center for Venture Research: <http://www.unh.edu/news/docs/2007AngelMarketAnalysis.pdf> (21.11.2008)

184 mln euro. Podstawowe informacje dla tego rynku za okres ostatnich trzech lat (2005 – 2007) przedstawia poniższa tabela.

Tabela 24 Europejski rynek business angels w latach 2005 - 2007

Wyszczególnienie	2005	2006	2007
Liczba sieci	211	234	297
Wartość inwestycji (euro)	130 716 719	149 473 857	184 202 562
Liczba projektów	653	843	1111
Średnia wartość projektu (euro)	200 179	177 312	165 799

Źródło: Statistics compendium 2008, EBAN, s. 23.

Analizując dane na temat wartości inwestycji aniołów biznesu należy pamiętać, że dane dotyczące tego rynku są jedynie danymi szacunkowymi. Wynika to z faktu, że jest to rynek nieformalny i działalność wielu aniołów jest skupiona poza sieciami. EBAN podaje, że raportowanej wartości 184 mln euro inwestycji aniołów zrzeszonych w sieciach, może odpowiadać nawet około 3 mld euro szacunkowej wartości całego rynku business angels w Europie (aniołów zrzeszonych i niezrzeszonych w sieciach)¹⁰⁸.

W tabeli poniżej przedstawiono liczbę sieci aniołów biznesu w poszczególnych krajach europejskich.

¹⁰⁸ Szacunek wartości podany przez EBAN za szacunkami sieci aniołów biznesu w poszczególnych krajach europejskich, Zob. *Statistics compendium 2008*, EBAN, s. 2.

Tabela 25 Liczba sieci aniołów biznesu w krajach europejskich w okresie poł. 2005 - poł. 2008

Kraj	poł. 2005	poł. 2006	poł. 2007	poł. 2008
Andora	0	0	1	0
Austria	2	2	2	3
Belgia	6	6	5	4
Bułgaria	0	0	0	2
Chorwacja	0	0	0	1
Czechy	2	2	1	2
Dania	8	7	7	3
Finlandia	1	1	1	1
Francja	38	35	41	66
Grecja	1	1	1	1
Kraj	poł. 2005	poł. 2006	poł. 2007	poł. 2008
Hiszpania	20	21	33	37
Holandia	5	4	5	9
Irlandia	1	1	1	4
Luxemburg	1	1	1	1
Łotwa	1	1	1	1
Malta	1	1	1	1
Monako	0	0	0	0
Niemcy	43	41	38	38
Norwegia	7	6	8	7
Polska	2	3	4	5
Portugalia	1	2	7	10
Rosja	4	2	4	4
Słowenia	1	1	1	1
Szkocja	0	0	0	18
Szwajcaria	7	7	6	8
Szwecja	28	23	21	22
Turcja	2	1	2	2
Ukraina	0	0	0	1
Węgry	1	1	2	3
Wielka Brytania	35	34	36	34
Włochy	12	11	10	11
Sieci ponadnarodowe	1	3	4	4
RAZEM	231	218	244	304
Izrael	--	--	2	4

Źródło: Statistics compendium 2008, EBAN, s. 23.

Jak wynika z analizy danych zawartych w tabeli, działalność business angels, podobnie jak innych uczestników rynku podwyższonego ryzyka, jest najlepiej rozwinięta we Francji, Wielkiej Brytanii (liczonej razem ze Szkocją) oraz Niemczech. Jednocześnie, liczba sieci na kilku najbardziej dojrzałych rynkach business angels zmniejszyła się. Dotyczy to rynków Wielkiej Brytanii (poza Szkocją), Szwecji, Niemczech, Belgii, Włoch i Holandii. Przyczyną takiego stanu rzeczy są przekształcenia rynków business angels w tych krajach,

które zmierzają w kierunku oferowania bardziej profesjonalnej obsługi. W konsekwencji część nowopowstających sieci zaprzestaje prowadzenia działalności po kilku latach. Spadek ten kompensuje oczywiście powstawanie nowych sieci.

Ponadto, warto zauważyć, że w ciągu ostatnich trzech lat znacznie wzrosła liczba sieci w Hiszpanii, Portugalii oraz we Francji. Za przyczynę tego wzrostu uznaje się przede wszystkim rozpropagowanie idei business angels w tych krajach, mające na celu wzrost świadomości potrzeby ich istnienia, budowany m.in. poprzez akcje promocyjne. Dla przykładu, zaobserwowany w ostatnim okresie 50% przyrost liczby sieci we Francji jest łączony z działalnością Federation of Networks France Angels, która zorganizowała różne inicjatywy wspierające business angels, takie jak „tydzień business angels”. Dodatkową zachętą dla rozwoju sieci we Francji jest wsparcie udzielane przez rząd dla nowopowstających sieci w pierwszych latach ich działalności. Wzrasta także liczba sieci w Europie Środkowo-Wschodniej. W 2008 roku powstały pierwsze sieci w Bułgarii, Chorwacji i na Ukrainie.

Systematycznie wzrasta również liczba sieci w Polsce. Obecnie w naszym kraju działa pięć sieci aniołów biznesu – dwie ogólnopolskie i cztery regionalne:

- PolBAN – Polska Sieć Aniołów Biznesu,
- Lewiatan Business Angels,
- SILBAN – Śląska Sieć Aniołów Biznesu,
- RESIK – Regionalna Sieć Inwestorów Kapitałowych,
- LSAB – Lubelska Sieć Aniołów Biznesu,
- Amber - Sieć Aniołów Biznesu w Polsce Północno-Zachodniej.

Pierwszą siecią, która powstała w Polsce była założona w 2003 roku przez grupę biznesmenów skupionych wokół Wojcieca Dołkowskiego¹⁰⁹ Polska Sieć Aniołów Biznesu - PolBAN. Sieć działa w formie stowarzyszenia i jest finansowana przez założycieli oraz opłaty pobierane od transakcji zawieranych przez zrzeszonych aniołów. PolBAN skupia około dziewięćdziesiąt z nich, przy czym aktywną działalnością wykazuje się około 25 - 35 z nich. Deklarowana wartość posiadanego przez nich kapitału wynosi około 15-25 mln zł. Według

¹⁰⁹ Absolwent SGH, związany wcześniej z firmami doradczymi, m.in.: Conquest Consulting, AT Kearney. Pierwsze doświadczenia na rynku private equity zdobywał na stażu w waszyngtońskim start-up'ie finansowanym przez fundusz venture capital.
P. Tamowicz... - op. cit., s. 60.

stanu na wrzesień 2007 roku, do PolBAN'u zgłoszono około dwustu biznes planów, które zaowocowały pięcioma inwestycjami¹¹⁰.

Jak wspomniano, z uwagi na powszechną anonimowość inwestorów trudno zebrać dokładne dane dotyczące ich działalności. Pewne statystyki dla PolBAN'u prezentuje poniższa tabela.

Tabela 26 Charakterystyka działalności PolBAN'u

Wyszczególnienie	2003	2004	2005	2006
Liczba otrzymanych projektów	n.a.	n.a.	n.a.	120
Liczba przedłożonych projektów	3	35	67	15
Liczba aniołów biznesu	0	27	36	35
Liczba sfinansowanych projektów	0	1	2	2
Średnia wartość transakcji	n.m.	150 tys. euro	100 tys. euro	~100. tys. euro

Źródło: European Directory of Business Angel Networks in Europe, EBAN 2007, s. 104.

Drugą ogólnopolską siecią, jaka powstała w naszym kraju jest Lewiatan Business Angels (LBA), założona w kwietniu 2005 roku, z inicjatywy Michała Olszewskiego¹¹¹. Jej powstanie i działalność do maja 2007 roku były finansowane z projektu Unii Europejskiej. Obecnie działalność finansowana jest z opłat pobieranych od zawieranych transakcji (4% wartości transakcji). Grono inwestorów było budowane w oparciu o strukturę Polskiej Konfederacji Pracodawców Prywatnych, z którą związany był pomysłodawca sieci. Już w 2005 roku było ich ponad dwudziestu, a w połowie 2007 roku – pięćdziesięciu dwóch. Pierwsza transakcja zawarta za pośrednictwem sieci miała miejsce w pierwszym roku działalności – na przełomie sierpnia i września 2005. Kolejne pojawiały się prawie co każdy kwartał. Do końca 2007 roku doprowadzono w sumie do siedmiu transakcji wybranych spośród trzystu pięćdziesięciu zgłoszonych pomysłów. Podstawowe dane na temat działania LBA przedstawia poniższa tabela.

Tabela 27 Charakterystyka działalności LBA

Wyszczególnienie	2005	2006	2007
Liczba przedłożonych projektów	72	170	n.a.
Liczba aniołów biznesu	27	50	52
Liczba sfinansowanych projektów	2	3	2
Średnia wartość transakcji	277 tys. euro	~201 tys. euro	n.a.

Źródło: P. Tamowicz, Business Angels. Pomocna dłoń kapitału, Polska Agencja Rozwoju Przedsiębiorczości, Warszawa 2007, s. 62.

¹¹⁰ Ibidem.

¹¹¹ Absolwent SGH, doradca ekonomiczny Polskiej Konfederacji Pracodawców Prywatnych, specjalizujący się w poszukiwaniu kapitału inwestycyjnego dla członków KPP. Pracował także w firmie IT finansowanej przez fundusz venture capital.
Ibidem, s. 62.

Oprócz sieci o zasięgu krajowym, w Polsce działają trzy sieci regionalne. Pierwszą, która powstała w kwietniu 2006 roku jest SILBAN – Śląska Sieć Aniołów Biznesu. Działaniem obejmuje obszar województwa śląskiego. Podobnie jak LBA, sieć działa jako projekt afiliowany przy konsorcjum trzech regionalnych instytucji: Funduszu Górnośląskiego, Górnośląskiej Agencji Przekształceń Przedsiębiorstw oraz Górnośląskiego Towarzystwa Gospodarczego. Działalność SILBAN do marca 2008 była finansowana z funduszy Unii Europejskiej. Dodatkowo pobierane były niewielkie opłaty od pomysłodawców projektów (100 zł) oraz od inwestorów (200 zł opłaty rocznej oraz 3% wartości zawartej transakcji). Sieć planuje jednak zawieszenie pobierania tych opłat. W sieci aktywnie działa około siedmiu inwestorów, dysponujących kapitałem od 50 tys. zł do kilku milionów złotych. W okresie pierwszych dwunastu miesięcy działania do oceny nadesłano siedemnaście projektów. W 2007 roku trwały intensywne prace nad sfinansowaniem dwóch projektów (z sektora informatyki i budownictwa) na kwoty od 100 tys. zł do kilku milionów złotych¹¹².

Podstawowe statystyki dostępne dla SILBAN dotyczą 2005 i 2006 roku i są prezentowane w poniższej tabeli.

Tabela 28 Charakterystyka działalności SILBAN’u

Wyszczególnienie	2005	2006
Liczba otrzymanych projektów	n.a	10
Liczba przedłożonych projektów*	5	10
Liczba aniołów biznesu*	2	2
Liczba sfinansowanych projektów	0	0
Średnia wartość transakcji	n.m.	n.m.

*liczba projektów i aniołów raportowana przez EBAN różni się od podawanej powyżej za P. Tamowiczem z uwagi na fakt, że dane EBAN dotyczą okresu kończącego się w grudniu 2006, natomiast P. Tamowicz podaje stan na kwiecień 2007.

Źródło: European Directory of Business Angel Networks in Europe, EBAN 2007, s. 106.

Kolejną siecią o zasięgu regionalnym jest RESIK – Regionalna Sieć Inwestorów Kapitałowych. Została założona we wrześniu 2006 przez Małopolską Agencję Energii i Środowiska. Jej działalność jest finansowana z funduszy Unii Europejskiej. W połowie 2007 roku zrzeszonych w niej było trzech inwestorów, z kapitałem 10 mln zł¹¹³.

W marcu 2007 roku powstała kolejna sieć regionalna – Lubelska Sieć Aniołów Biznesu (LSAB). Swoim obszarem działania obejmuje region południowo-wschodniej Polski. Podobnie, jak większość sieci działających w naszym kraju, jest projektem realizowanym

¹¹² Ibidem., s. 63.

¹¹³ Ibidem.

przy udziale strategicznego partnera. W przypadku LSAB jest to Lubelska Fundacja Rozwoju. Brak jest szczegółowych danych na temat działalności sieci. Wiadomo jednak, że początkowe działania zostały skupione wokół propagowania idei działalności aniołów biznesu oraz poszukiwania zarówno inwestorów jak i pomysłodawców projektów.

Najmłodszą siecią działającą w Polsce jest powstała 1 stycznia 2009 roku Sieć Aniołów Biznesu „Amber” w Polsce Północno-Zachodniej. Działalność sieci jest finansowana ze środków Europejskiego Funduszu Rozwoju Regionalnego w ramach Program Operacyjnego Innowacyjna Gospodarka, Działanie 3.3 Tworzenie systemu ułatwiającego inwestowanie w MSP. Zgodnie z założeniami projekt ma być realizowany do 31 grudnia 2012 roku. Sieć swoim obszarem działania obejmuje województwo zachodniopomorskie, pomorskie, kujawsko-pomorskie, wielkopolskie, lubuskie i dolnośląskie.

ROZDZIAŁ VI

POZOSTAŁE FORMY FINANSOWANIA DZIAŁALNOŚCI PRZEDSIĘBIORSTWA

6.1 Leasing

Leasing w języku ekonomicznym oznacza umowę, na mocy której jedna ze stron umowy, jaką jest leasingodawca, przekazuje drugiej stronie – leasingobiorcy – prawo do użytkowania określonego dobra (np. środka trwałego, wartości niematerialnych i prawnych), którego jest właścicielem w zamian za określone płatności, przy czym czas użytkowania przedmiotu leasingu jest dokładnie określony w umowie¹¹⁴.

W polskim prawodawstwie pojęcie „*leasing*” podobnie jak terminy „*leasingobiorca*” i „*leasingodawca*” do tej pory nie zostały zdefiniowane, zastąpiono je takimi pojęciami jak odpowiednio: „*umowa leasingu*”, „*korzystający*” oraz „*finansujący*”. Sposoby zawierania i opodatkowywania transakcji leasingowych zawarte zostały w następujących aktach prawnych:

- ustawie Kodeks cywilny¹¹⁵,
- ustawie o rachunkowości¹¹⁶,
- ustawie o podatku od towarów i usług¹¹⁷,
- ustawie o podatku dochodowym od osób prawnych¹¹⁸,
- ustawie o podatku dochodowym od osób fizycznych¹¹⁹.

Zgodnie z art. 709¹ Kodeksu cywilnego „*przez umowę leasingu finansujący zobowiązuje się, w zakresie działalności swego przedsiębiorstwa, nabyć rzecz od oznaczonego zbywcy na warunkach określonych w tej umowie i oddać tę rzecz korzystającemu do używania albo używania i pobierania pożytków przez czas oznaczony, a korzystający zobowiązuje się zapłacić finansującemu w uzgodnionych ratach wynagrodzenie pieniężne, równe co najmniej cenie lub wynagrodzeniu z tytułu nabycia rzeczy przez finansującego*”¹²⁰.

¹¹⁴ J. Bednarz, E. Gostomski... - op. cit., s. 116.

¹¹⁵ Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 roku... - op. cit.

¹¹⁶ Ustawa z dnia 29 września 1994 roku o rachunkowości (tekst jednolity: Dz.U. 2002, Nr 76, poz. 694 ze zmianami).

¹¹⁷ Ustawa z dnia 11 marca 2004 roku o podatku od towarów i usług (Dz.U. 2004, Nr 54, poz. 535 ze zmianami).

¹¹⁸ Ustawa z dnia 15 lutego 1992 roku o podatku dochodowym od osób prawnych (Dz.U. 1992, Nr 106, poz. 482 z późniejszymi zmianami).

¹¹⁹ Ustawa z dnia 26 lipca 1991 roku o podatku dochodowym od osób fizycznych (Dz.U. 1991, Nr 90 poz. 416 z późniejszymi zmianami).

¹²⁰ Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964.... - op. cit.

W art. 17a ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych oraz w art. 23a ustawy o podatku dochodowym od osób fizycznych przez pojęcie „umowy leasingu” rozumie się „*umowę nazwaną w kodeksie cywilnym, a także każdą inną umowę, na mocy której jedna ze stron, zwana dalej „finansującym”, oddaje do odpłatnego używania albo używania i pobierania pożytków na warunkach określonych w ustawie drugiej stronie, zwanej dalej „korzystającym”, podlegające amortyzacji środki trwałe lub wartości niematerialne i prawne, a także grunty*”¹²¹.

Leasing jest zaliczany do średnioterminowego finansowania obcego. Pozwala on na sfinansowanie ze środków obcych większej części lub nawet całości kosztów inwestycji korzystającego. Wykorzystywany może być również do krótkookresowego korzystania z dóbr majątkowych. W porównaniu do umowy najmu lub dzierżawy umowę leasingu wyróżniają trzy charakterystyczne elementy:

- przedmiotem umowy jest najczęściej środek trwały,
- dokładnie określony jest czas trwania umowy,
- zapłata za użytkowanie wyrażona jest zawsze w pieniądzu¹²².

W polskiej praktyce gospodarczej z uwagi na sposób rozliczeń prawno-podatkowych wyróżnia się dwa rodzaje leasingu: *leasing operacyjny* oraz *leasing finansowy*.

Leasing operacyjny to najczęściej spotykana forma leasingu ruchomości oraz wartości niematerialnych i prawnych. Wynika to z faktu, że wszystkie opłaty leasingowe (np. czynsz inicjalny, opłata manipulacyjna, czynsze leasingowe) zgodnie z prawem podatkowym uznawane są za koszt uzyskania przychodu leasingobiorcy (korzystającego), przez co pomniejszają podstawę opodatkowania. Wykorzystywanie leasingu operacyjnego jako tarczy podatkowej nie spełnia swoich funkcji w sytuacji, gdy leasingobiorca nie osiąga przychodu lub generuje straty, jak również w przypadku, gdy rozlicza się na zasadzie ryczału, gdzie podstawą opodatkowania jest nieosiągany faktycznie dochód, lecz przychód ze sprzedaży towarów lub usług. Ponadto, warto przy tym zaznaczyć, że leasingobiorca korzystający z tej formy leasingu nie może dokonywać odpisów amortyzacyjnych przedmiotu leasingu. Odpisów tych dokonuje leasingodawca, dla którego stanowią one koszty uzyskania przychodu. Korzystanie z leasingu operacyjnego ma więc swoje znaczenie tylko wówczas gdy okres trwania umowy leasingu jest krótszy od okresu całkowitej amortyzacji przedmiotu

¹²¹ Ustawa z dnia 26 lipca 1991.... – op. cit oraz Ustawa z dnia 15 lutego 1992... - op. cit.

¹²² J. Bednarz, E. Gostomski... - op. cit., s. 116 - 117.

leasingu. Należy przy tym zaznaczyć, że minimalny okres leasingu operacyjnego regulowany jest przez prawo i wynosi 40% normatywnego okresu amortyzacji, a w przypadku leasingu nieruchomości – dziesięć lat¹²³.

Tabela 29 Cechy umowy leasingu finansowego i operacyjnego z punktu widzenia ustaw: o podatku dochodowym od osób prawnych oraz o podatku dochodowym od osób fizycznych

	Leasing finansowy		Leasing operacyjny	
Okres umowy	Z góry określony, brak minimalnego okresu trwania umowy		z góry określony, występuje minimalny okres trwania umowy i wynosi 40 % normatywnego okresu amortyzacji	
Odpisów amortyzacyjnych	dokonuje korzystający		dokonuje finansujący	
Przychodem podlegającym opodatkowaniu są:	dla finansującego tylko odsetki, które są częścią opłaty leasingowej		dla finansującego cała rata leasingu (część kapitałowa i odsetkowa)	
Kosztem podatkowym są:	dla finansującego odsetki od zaciągniętego kredytu na finansowanie transakcji leasingowej	dla korzystającego aktualny odpis amortyzacyjny i odsetki stanowiące część raty leasingowej	dla finansującego kosztem jest aktualny odpis amortyzacyjny i odsetki od zaciągniętego kredytu na finansowanie transakcji leasingowych	dla korzystającego kosztem jest cała rata leasingowa (część kapitałowa i odsetkowa)
Przeniesienie własności przedmiotu leasingu na korzystającego:	może być przeprowadzone po dowolnej cenie, znacznie odbiegającej od ceny rynkowej		może być przeprowadzone po cenie znacznie odbiegającej od wartości rynkowej nie przekraczającej hipotecznej wartości netto rzeczy i praw majątkowych*	

* Pełna definicja hipotecznej wartości netto określona została przez art. 17a ust. 5 ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych (op.cit.) oraz art. 23a ust. 6 ustawy o podatku dochodowym od osób fizycznych (op.cit.) i sprowadza się w uproszczeniu do następującej definicji: wartość hipoteczna równa jest wartości początkowej przedmiotu leasingu pomniejszonej o sum odpisów amortyzacyjnych przy zastosowaniu degresywnej metody amortyzacji ze współczynnikiem równym 3 dla danego okresu umowy.

Źródło: M. Kruk, Leasing w Polsce – stan prawny i perspektywy rozwoju, Bank i Kredyt, 2006, nr 3, s. 89.

Leasing finansowy wykorzystywany jest przede wszystkim do finansowania długoterminowych inwestycji takich jak nieruchomości, czy linie technologiczne o znacznej wartości. Ponieważ leasingu finansowego w odróżnieniu od leasingu operacyjnego nie obejmują ustawowe ograniczenia w zakresie minimalnego okresu trwania umowy leasingu, wykorzystywany jest on również do finansowania inwestycji, których okres trwania jest krótszy od minimalnego czasu trwania umowy leasingu operacyjnego. Umowa leasingu finansowego zakłada automatyczne przeniesienie własności przedmiotu leasingu na leasingobiorcę wraz z chwilą zapłaty ostatniej płatności przewidzianej w umowie. Leasingobiorca może dokonywać odpisów amortyzacyjnych przedmiotu leasingu, ale w

¹²³ I.Próchicka - Grabias, A. Szelągowska... - op. cit., s. 89 - 92.

odróżnieniu od leasingu operacyjnego koszt uzyskania przychodu stanowi dla niego nie całość raty leasingowej, a jedynie jej odsetkową część¹²⁴.

W 2008 roku wartość polskiego rynku leasingu wynosiła 33,1 mld zł, co w porównaniu do 2007 roku oznacza wzrost o około 1,3%. Przedmiotem leasingu są przede wszystkim ruchomości, w tym zwłaszcza środki transportu drogowego oraz maszyny i urządzenia. Wartość leasingu na rynku ruchomości wyniosła 29,8 mld zł. W porównaniu do 2007 roku oznacza to wzrost o około 0,7%. Coraz istotniejszą rolę na rynku leasingu zaczynają odgrywać również nieruchomości. W 2008 roku wartość leasingu na rynku nieruchomości osiągnęła poziom 3,3 mld zł, czyli około 7,3% większy niż w roku poprzednim. Szczegółowe zestawienie wartości środków trwałych oddanych w leasing w 2008 roku przedstawia poniższa tabela.

¹²⁴ Ibidem., s. 93.

Tabela 30 Wartość środków trwałych oddanych w leasing w 2008 roku (w mln zł)

Lp.	Spółka	Pojazdy	Maszyny i Urządzenia	IT	Pozostałe środki transportu	Inne ruchomości	Nieruchomości	Ogółem
1.	Bankowy Fundusz Leasingowy	673,95	462,77	4,89	48,46	16,57	153,90	1 360,54
2.	BGŻ Leasing	70,90	90,58	3,06	0,00	0,00	0,00	164,54
3.	BNP Paribas Lease Group	16,30	155,80	21,70	0,00	1,26	0,00	195,06
4.	BRE Leasing	2 220,54	698,85	13,52	45,33	29,46	390,00	3 397,70
5.	BZ WBK Finance & Leasing*	1 014,51	681,32	10,78	15,11	0,70	76,01	1 798,43
6.	Caterpillar Financial Services	0,00	380,78	0,00	0,00	0,00	0,00	380,78
7.	De Lage Landen Leasing	32,14	132,28	1,95	0,00	0,00	0,00	166,37
8.	Deutsche Leasing Polska	79,33	405,81	0,80	120,21	0,00	0,00	606,15
9.	DnB Nord	44,15	42,75	1,44	0,04	2,57	0,00	90,95
10.	Europejski Fundusz Leasingowy	2 715,09	990,42	51,66	2,78	0,00	2,02	3 761,97
11.	Fidis	111,14	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	111,15
12.	Fortis Lease Polska	451,65	395,11	69,50	31,27	41,80	265,81	1 255,14
13.	Getin Leasing	284,87	78,66	0,27	0,00	0,00	0,00	363,80
14.	Grenkeleasing Sp. z o.o.	1,22	9,64	32,28	0,00	5,46	0,00	48,60
15.	Handlowy-Leasing	408,34	296,99	0,00	0,00	1,07	0,00	706,40
16.	IKB Leasing Polska	6,33	318,35	0,00	0,00	0,00	0,00	324,67
17.	IMPULS-LEASING	161,11	85,73	2,14	0,11	1,15	0,00	250,23
18.	ING**	298,07	402,56	12,38	97,63	1,38	1 372,80	2 184,83
19.	Kredyt Lease	175,42	105,67	72,38	0,00	0,00	0,00	353,47
20.	MAN Financial Services Poland	125,96	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	125,96
21.	Masterlease Polska ***	590,59	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	590,59
22.	Millennium Leasing	991,50	725,29	20,45	33,90	0,00	189,25	1 960,39
23.	Mercedes-Benz Leasing Polska	802,84	1,30	0,20	0,00	0,07	0,00	804,41
24.	NL Leasing Polska	65,23	3,46	0,00	0,00	0,00	0,00	68,69
25.	NOMA 2	38,52	14,75	0,59	0,00	5,03	3,70	62,59
26.	Nordea Finance Polska	35,53	51,93	0,61	6,01	14,28	0,00	108,36
27.	ORIX Polska	107,51	54,47	8,25	0,00	10,20	0,00	180,42
28.	Pekao Leasing & Pekao Lif ****	1 131,80	559,39	32,98	2,38	27,48	107,33	1 861,37
29.	Raiffeisen Leasing Polska	2 216,38	809,45	14,82	29,88	0,00	129,58	3 200,10
30.	Scania Finance Polska	431,50	2,63	0,00	0,00	0,00	0,00	434,13
31.	SEB	150,89	39,47	5,63	0,00	0,55	0,00	196,54
32.	SGB-Tran-Leasing PTL	25,84	9,38	1,54	0,00	1,81	3,00	41,57
33.	SG Equipment Leasing Polska	461,45	681,59	83,31	83,38	0,00	0,00	1 309,73
34.	Siemens Finance	22,95	473,61	13,01	0,94	42,58	0,00	553,09
35.	VB Leasing Polska	791,01	471,14	2,22	0,00	7,29	0,00	1 271,67
36.	VFS Usługi Finansowe Polska	491,08	90,79	1,38	0,00	0,95	0,00	584,20
37.	Volkswagen Leasing Polska	848,16	8,31	1,81	0,00	0,00	0,00	858,28
	RAZEM	18 093,78	9 731,03	485,55	517,43	211,66	2 693,41	31 732,86
	Doszacowanie do 100% rynku po IV kw 2008	18 691	9 780	538	520	262	3 274	33 065
	Wyniki po IV kw 2007	19 453	8 862	477	583	223	3050	32 647
	Zmiana	-4%	10%	13%	-11%	17%	7%	1%

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Polskiego Związku Leasingu.

Udział środków transportu drogowego w rynku ruchomości w 2008 roku był nadal największy, ale w stosunku do 2007 roku spadł o 2,99 pkt. proc. (65,73 – 62,74%), głównie z

powodu słabszych niż w 2007 roku wyników w segmencie ciągników siodłowych oraz naczep i przyczep. W minionym roku wartość leasingu w segmencie ciągników siodłowych wyniosła 3,2 mld zł, co w porównaniu do 2007 roku oznacza spadek o około 35,1%. Wartość leasingu w segmencie naczep i przyczep zmniejszyła się o blisko 25% i w 2008 roku wyniosła około 1,7 mld zł. Największą popularnością, wśród środków transportu drogowego cieszył się leasing samochodów osobowych, który w 2008 roku osiągnął wartość 8,14 mld zł (wzrost o 11,3%). Leasing samochodów dostawczych wzrósł o blisko 3% i osiągnął wartość 2,4 mld zł, natomiast wartość leasingu samochodów ciężarowych powyżej 3,5 tony wzrosła aż o 15% i w 2008 roku wynosiła około 2,3 mld zł. Największy wzrost odnotowano w segmencie autobusów. Za pomocą leasingu w 2008 roku sfinansowano ich zakup za około 578,4 mln zł, co w porównaniu z rokiem poprzednim oznacza wzrost o około 98,8%.

Według szacunków w 2008 roku około 70% aut firmowych jest finansowanych w leasingu. Rosnąca popularność leasingu w finansowaniu aut firmowych wynika z korzyści podatkowych, bilansowych, a także wynikających z niższych kosztów związanych z zakupem, ubezpieczeniem, czy serwisowaniem pojazdów. Dobra koniunktura w segmencie środków transportu została zahamowana wzrastającymi cenami ropy i mocnym kursem złotówki w pierwszej połowie 2008 roku. Efektem były pierwsze sygnały spadku zainteresowania specjalistycznymi ciężkimi środkami transportu – w tym okresie wyleasingowano o 14% mniej ciągników siodłowych wraz z naczepami i przyczepami niż w analogicznym okresie roku poprzedniego. W drugiej połowie roku sytuacja uległa dalszemu pogorszeniu w rezultacie pogłębiającego się kryzysu gospodarczego na rynkach światowych.

W segmencie leasingu maszyn i urządzeń najwyższą wartość – 2,8 mld zł, osiągnął leasing sprzętu budowlanego. W porównaniu z rokiem poprzednim oznacza to spadek o blisko 2%. Zdecydowany wzrost, o około 94%, zaobserwować można w przypadku leasingu maszyn rolniczych. W 2008 roku łączna wartość zakupionych za pomocą leasingu maszyn rolniczych wyniosła blisko 1 mld zł. Istotny wzrost, o 16%, zaobserwować można również na rynku maszyn poligraficznych oraz maszyn do produkcji tworzyw sztucznych i obróbki metalu. Wartość zakupionych i sfinansowanych za pomocą leasingu maszyn poligraficznych w 2008 roku wyniosła 689,8 mln zł, natomiast maszyn do produkcji tworzyw sztucznych i obróbki metalu 1,3 mld zł. Oddane w leasing maszyny dla przemysłu spożywczego miały wartość 253,1 mln zł, sprzęt medyczny 385,4 mln zł, sprzęt gastronomiczny 116 mln zł, wózki widłowe 539,5 mln zł. Wartość wyleasingowanych innych maszyn i urządzeń w

porównaniu do 2007 roku zwiększyła się o 1% i wyniosła 2,7 mld zł. Łącznie udział segmentu maszyn i urządzeń w rynku ruchomości zwiększył się w stosunku do 2007 roku o 2,89 pkt. proc. (29,94 – 32,83%).

Sfinansowane za pomocą leasingu zakupy inwestycyjne na rynku nieruchomości w 2008 roku osiągnęły wartość około 3,2 mld zł. Przedmiotem leasingu na rynku nieruchomości były przede wszystkim budynki przemysłowe oraz obiekty handlowe i usługowe. Inwestycje w budynki przemysłowe wyniosły 1129,1 mln zł, a w obiekty handlowe i usługowe 1136,3 mln zł. Wartość oddanych w leasing budynków biurowych wynosiła 738 mln zł. Hotele i obiekty rekreacyjne miały wartość 115,5 mln zł. Pozostałe nieruchomości będące przedmiotem leasingu miały wartość 151,6 mln zł.

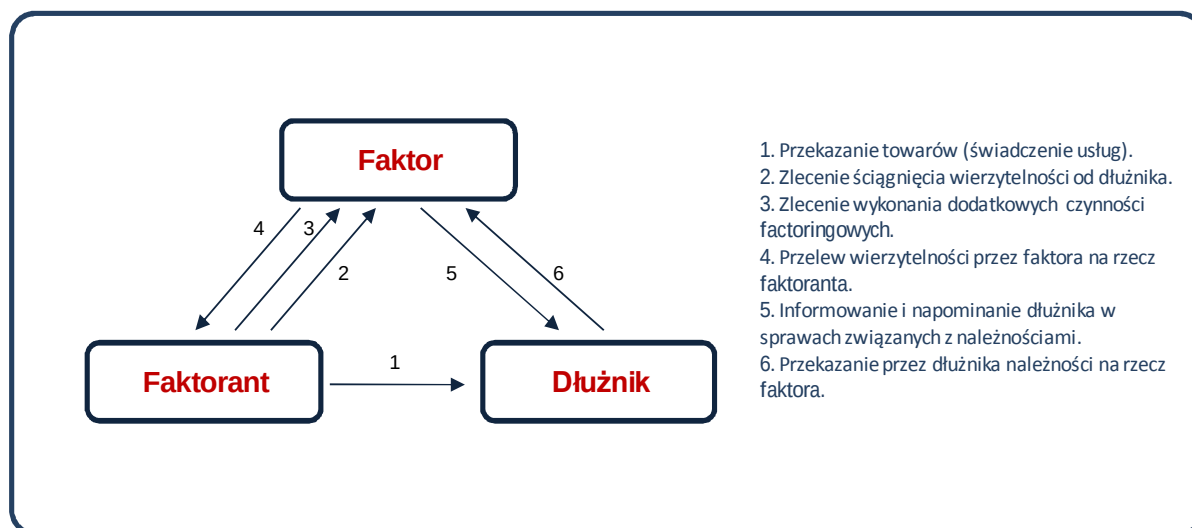
W 2008 roku, choć najlepszym w dotychczasowej historii polskiego rynku leasingu, pojawiły się już wyraźne sygnały spadku jego dynamiki, związane z kryzysem w światowej gospodarce. Słabnące tempo nakładów inwestycyjnych w polskiej gospodarce będzie miało wpływ także na wyniki branży leasingowej w roku 2009, jednak pozytywnym impulsem dla rynku leasingu powinny być projekty inwestycyjne, współfinansowane funduszami unijnymi. Dzięki dokonany przez Ministerstwo Rozwoju Regionalnego zmianom przepisów (Krajowe wytyczne dotyczące kwalifikowania wydatków w ramach funduszy strukturalnych i Funduszu Spójności w okresie programowania 2007 – 2013, 17 grudnia 2008) wydatki z tytułu leasingu będzie można jednorazowo zrefundować, a nie jak dotychczas jedynie w ratach i to w czasie ograniczonym okresem budżetowym.

6.2 Factoring

W polskim prawodawstwie pojęcie factoring do tej pory nie zostało zdefiniowane, dlatego też umowa factoringu traktowana jest jako umowa nienazwana. Zgodnie z ustaleniami nieratyfikowanej przez Polskę Konwencji Ottawskiej, factoringiem określić można zakup przez faktora wierzytelności, powstałej w wyniku innej transakcji niż zakup towarów lub usług przez dłużnika na jego cele prywatne i z długim terminem płatności bądź płatnej w ratach, w celu zapewnienia faktorantowi finansowania bądź przejęcia funkcji zarządzania wierzytelnością lub też przeniesienia na faktora ryzyka wypłacalności dłużnika, albo we wszystkich celach łącznie¹²⁵. Zgodnie z powyższą definicją factoringu, faktorant to podmiot prowadzący działalność gospodarczą, który na skutek sprzedaży z odroczoną płatnością stał

¹²⁵ J. Czarecki, Faktoring jako instrument finansowania działalności MSP, PWN, Warszawa, 2007, s. 70 – 71.

się posiadaczem określonych wierzytelności, które przenosi na faktora. Mianem faktora określa się natomiast wyspecjalizowaną instytucję zajmującą się skupem wierzytelności w ramach factoringu i świadczeniem dodatkowych usług. Dłużnik to odbiorca produktów (usług) faktoranta, posiadający zobowiązania płatnicze wobec wierzyciela¹²⁶. Schemat pełnego factoringu przedstawia poniższy rysunek.



Rys. 33 Przebieg transakcji faktoringowej

Źródło: L. Lewandowski, Niekonwencjonalne formy finansowania przedsiębiorczości. ODDK, Gdańsk, 1999, s. 91.

W praktyce gospodarczej występuje wiele odmian factoringu, które w procesie wymiany spełniają szereg odmiennych funkcji. Należy przy tym podkreślić, że nie każdy rodzaj factoringu traktowany może być jako źródło finansowania. Poszczególne formy factoringu wraz z pełnionymi przez nie funkcjami przedstawione zostały w poniższej tabeli.

¹²⁶ I. Próchicka - Grabias, A. Szelągowska... - op. cit., s. 133.

Tabela 31 Rodzaje faktoringu z uwzględnieniem funkcji, które są przez nie realizowane

Rodzaj faktoringu	Funkcja finansowania	Funkcja przejęcia ryzyka	Funkcja zarządzania wierzytelnością	Funkcja współpracy z dłużnikami	Funkcja inkasa	Funkcja windykacji wierzytelności	Funkcja ubezpieczenia wierzytelności
Factoring właściwy	tak	tak	tak	tak	tak	tak	opcja
Factoring niewłaściwy	tak	nie	tak	tak	tak	nie	nie
Factoring mieszany	tak	częściowo	tak	tak	tak	nie	nie
Factoring zmodyfikowany	tak	tak	nie	tak	nie	nie	nie
Factoring agencyjny	tak	nie	nie	tak	nie	nie	nie
Factoring z opcją inkasa wykonywanego przez klienta	tak	nie	tak	opcja	nie	nie	nie
Factoring zaliczkowy	tak	nie	tak	tak	tak	nie	nie
Factoring przyspieszony	tak	opcja	tak	tak	tak	opcja	opcja
Factoring wymagalnościowy	nie	tak	tak	tak	tak	opcja	nie
Factoring powierniczy	nie	nie	tak	tak	tak	opcja	nie
Factoring eksportowy	tak	tak	tak	tak	tak	tak	opcja
Factoring importowy	nie	tak	tak	tak	tak	opcja	tak
Factoring ratalny	tak	tak	tak	tak	tak	nie	nie
Factoring faktur	tak	nie	nie	nie	nie	nie	nie
Factoring faktur z częściowym przejęciem ryzyka	tak	częściowo	nie	nie	nie	nie	nie

Źródło: L. Lewandowski, Niekonwencjonalne formy finansowania przedsiębiorczości. ODDK, Gdańsk 1999, s. 94.

Istota faktoringu, jako źródła finansowania działalności gospodarczej, sprowadza się do finansowania przez faktora cykli rozliczeniowych poszczególnych transakcji handlowych realizowanych przez faktora. Odbywa się to poprzez zaliczkowanie przez instytucję factoringową posiadanej należności handlowej od faktora (przed terminem jej płatności) poprzez zapłatę za nią ceny kupna, pomniejszonej o wynagrodzenie faktora z tytułu świadczonej usługi finansowej. Finansowanie podmiotu gospodarczego za pomocą faktoringu może odbywać się za pomocą jednej z dwóch metod: *awansowej* lub *dyskontowej*¹²⁷.

¹²⁷ J. Czarecki...- op. cit., s. 81.

Metoda awansowa polega na przekazaniu faktorantowi środków pieniężnych w formie zaliczki w dniu wykupu wierzytelności (najczęściej jest to 80 – 95% wartości należności) i zablokowaniu pozostałej części nabytej należności do momentu wpływu na rachunek faktora gotówki od dłużnika z tytułu zapłaty za fakturę¹²⁸.

Metoda dyskontowa zakłada natychmiastowe przekazanie do dyspozycji faktoranta całej kwoty wynikającej z zakupionej przez faktora wierzytelności, pomniejszonej o stawkę dyskonta, stanowiącą zapłatę za świadczoną usługę finansową. Wysokość kwoty odliczonej od ceny nabycia wierzytelności sięga kilku procent¹²⁹.

Factoring jest znanym i powszechnie stosowanym źródłem finansowania, a o jego rosnącym znaczeniu świadczy wzrost obrotów instytucji factoringowych w ostatnich latach. Dane przedstawione w powyższej tabeli, wskazują na rosnące znaczenie usług factoringowych w Polsce. Wartość obrotów całego polskiego rynku factoringu w latach 2005 – 2008 wzrosła ponad trzykrotnie z blisko 14,2 mld zł w roku 2005 do około 47,9 mld zł w roku 2008. Trend ten potwierdza również wzrost obrotów instytucji zrzeszonych w Polskim Związku Faktorów. Wartość obrotów zrzeszonych w nim organizacji w 2008 roku wyniosła 32,8 mld zł. Szczegółowe zestawienie wartości obrotów oraz liczby klientów instytucji factoringowych w ostatnich latach przedstawia poniższa tabela.

Tabela 32 Statystyki Polskiego Związku Faktorów

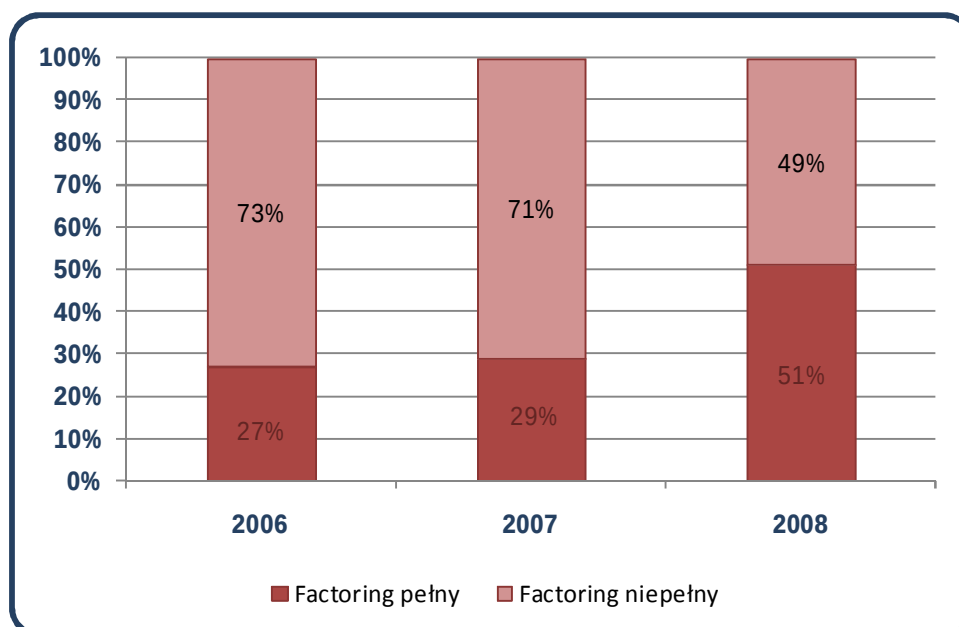
Rok	2005	2006	2007	2008
	Wartość obrotów w mln zł			
PZF	11 290	13 770	18 801	32 865
Cały rynek	14 175	17 000	30 717	47 900
Liczba klientów	1 400	1 600	1 608	2 031
Liczba dłużników	35 000	38 000	49 024	47 913
Liczba sfinansowanych faktur	1 400 000	1 410 000	1 626 844	1 888 403

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Polskiego Związku Faktorów.

W porównaniu do lat poprzednich w 2008 roku znacząco zmieniła się struktura transakcji factoringowych. Na znaczeniu zyskał przede wszystkim factoring pełny. W 2008 roku wartość tego rodzaju usług stanowiła około 50% całości obrotów. Dla porównania w latach 2006 - 2007 tego rodzaju usługi stanowiły niespełna 30% obrotów. Udział factoringu pełnego i niepełnego w obrotach firm factoringowych w latach 2006 – 2008 przedstawiony został na poniższym rysunku.

¹²⁸ Ibidem.

¹²⁹ Ibidem.

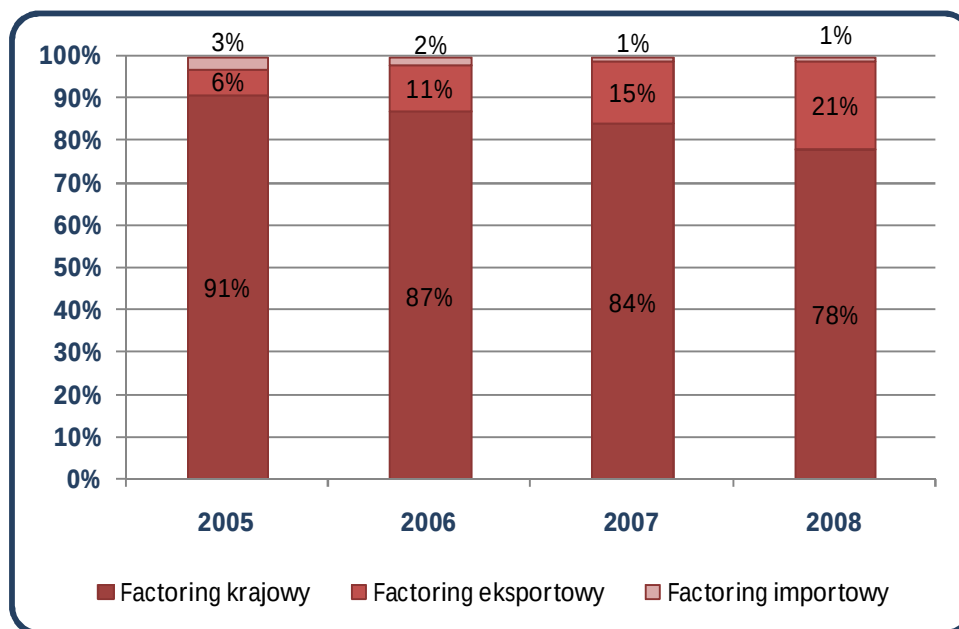


Rys. 34 Udział faktoringu pełnego i niepełnego w obrotach firm factoringowych

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Polskiego Związku Faktorów

Na polskim rynku factoringu dominują przede wszystkim transakcje factoringu krajowego. W 2008 roku stanowiły one blisko 80% obrotów instytucji factoringowych. W ostatnich latach na popularności zyskuje factoring eksportowy, którego udział w obrotach instytucji factoringowych zwiększył się z około 6% w 2006 do ponad 20% w 2008 roku. Rosnąca popularność factoringu eksportowego jest konsekwencją nawiązywania przez polskie przedsiębiorstwa nowych kontaktów handlowych na rynkach międzynarodowych. Eksport towarów daje firmom ogromne szanse dalszego rozwoju, ale wiąże się również ze zwiększonym ryzykiem. Problemy przedsiębiorców związane są przede wszystkim z oceną ryzyka kredytowego zagranicznego kontrahenta trudniej jest bowiem zweryfikować jego wiarygodność. Przeszkodą jest również słaba znajomość lokalnych przepisów prawnych w kraju, z którym chce się rozpocząć współpracę. Jednocześnie przy współpracy międzynarodowej należy z góry założyć, że faktury będą miały opóźniony termin płatności, niejednokrotnie przekraczające sześćdziesiąt, dziewięćdziesiąt, a nawet sto dwadzieścia dni. Rozwiązaniem tego rodzaju problemów może być skorzystanie z factoringu eksportowego. Stanowi on nie tylko źródło stałego finansowania, opartego na własnych przychodach ze sprzedaży dóbr lub usług zagranicą, ale również oferuje inne dodatkowe korzyści. Faktor działający na rynkach międzynarodowych, może pomóc eksporterowi zweryfikować potencjalnego partnera biznesowego oraz udzielić informacji o obyczajach handlowych danego rynku zagranicznego. Wykorzystanie factoringu eksportowego w znaczący sposób

ogranicza więc ryzyko związane z prowadzeniem handlu na rynkach międzynarodowych. Udział factoringu krajowego, eksportowego i importowego w obrotach firm factoringowych został przedstawiony na poniższym rysunku.



Rys. 35 Udział factoringu krajowego, eksportowego i importowego w obrotach firm factoringowych

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych Polskiego Związku Faktorów.

Rosnące obroty instytucji factoringowych świadczą o coraz większej popularności factoringu jako formy finansowania działalności gospodarczej. Wynikać to może między innymi z faktu, że w czasie kryzysu finansowego przedsiębiorcy starają się zabezpieczać przed ryzykiem związanym z niewypłacalnością partnerów biznesowych. Wywołany kryzysem utrudniony dostęp do środków finansowych pochodzących z takich źródeł jak kredyty obrotowe powoduje, że przedsiębiorcy, którzy chcą zachować płynność finansową muszą poszukiwać nowych źródeł środków pieniężnych. Rozwiązaniem w tej sytuacji może być właśnie factoring, który z jednej strony ogranicza ryzyko niewypłacalności odbiorców, z drugiej zaś zapewnia dopływ środków pieniężnych niezbędnych do prowadzenia bieżącej działalności.

6.3 Forfaiting

Umowa forfaitingu jest umową nienazwaną, co oznacza, że nie jest regulowana żadnymi przepisami. Nazwa umowy pochodzi od *a forfait*, tzn. z góry, ryczałtowo. Umowa ta stanowi szczególną formę sprzedaży wierzytelności w zamian za określoną cenę.

Przedmiotem umowy jest przeniesienie przez jedną stronę wierzytelności w zamian za zapłatę „z góry uzgodnionej” ceny na drugi podmiot, którym może być zarówno osoba fizyczna, jak i osoba prawna bądź osobowa spółka prawa handlowego. Do umowy tej należy stosować odpowiednio przepisy kodeksu cywilnego dotyczące sprzedaży oraz przepisy dotyczące cesji wierzytelności.¹³⁰ Przedmiotem umowy forfaitingu jest wierzytelność pieniężna spełniająca następujące warunki:

- wynika z transakcji handlowej lub leasingowej,
- jest bezsporna, nieprzeterminowana i nieobciążona, a jej zbywalność nie jest ograniczona,
- jest zabezpieczona przez bank w jeden z następujących sposobów: poręczenie bankowe na wekslu, gwarancja bankowa, akredytywa, weksel wystawiony przez bank lub weksel trasowany.¹³¹

Z reguły umowa forfaitingu dotyczy indywidualnie oznaczonej powstałej już wierzytelności. Dla porównania umowa factoringu może dotyczyć wszystkich wierzytelności danego zbywcy. Nie jest to jednak jedyna różnica pomiędzy tymi dwoma formami finansowania. Szczegółowe zestawienie podobieństw i różnic pomiędzy forfaitingiem i factoringiem przedstawia poniższa tabela.

Tabela 33 Podobieństwa i różnice forfaitingu i factoringu

Podobieństwa	Różnice	
	Factoring	Forfaiting
• Możliwość zabezpieczenia należności dewizowych • Zwiększają płynność finansową • Uniknięcie strat z tytułu niewypłacalności odbiorców • Stosunkowo duże koszty zastosowania tych metod	• Jedynie ogranicza ryzyko walutowe • Instytucje factoringowe nabywają dużą liczbę należności dewizowych • Obejmuje wierzytelności krótkoterminowe • Stosowanie przez podmioty, które nie chcą zabezpieczać wszystkich otwartych pozycji dewizowych	• Eliminuje ryzyko walutowe • Instytucje nabywają tylko pojedyncze należności dewizowe • Obejmuje wierzytelności długoterminowe, które dodatkowo muszą spełnić ostre kryteria • Wykorzystywanie w przypadku zabezpieczenia wszystkich otwartych pozycji w walucie obcej

Źródło: R. Anam, Faktoring a forfaiting - wady i zalety, <http://www.finance.egospodarka.pl/39565,Faktoring-a-forfaiting-wady-i-zalety,1,48,1.html> (31.12.2009).

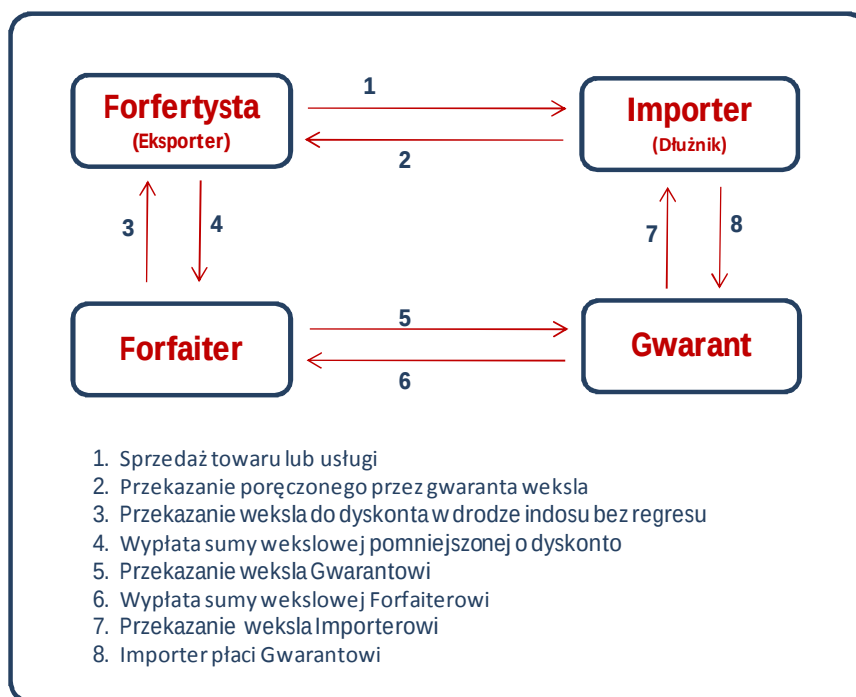
¹³⁰ Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964...- op. cit.

¹³¹ J. Mazurek, *Forfaiting: płynność, poprawa, eliminacja*, CFO, <http://cfo.cxo.pl/artykuly/55967/Forfaiting.plynnosc.poprawa.eliminacja.html> (13.12.2009)

W transakcji forfaitingowej biorą udział cztery podmioty:

- zbywca wierzytelności, zwany również forfetystą (forfaitystą), cedentem – to przedsiębiorstwo korzystające z usługi forfaitingu, sprzedawca dóbr lub dostawca usług (w obrocie zagranicznym – eksporter), które skutkują powstaniem wierzytelności;
- forfaiter, bank kupujący wierzytelność – to instytucja oferująca usługi forfaitingowe, przejmująca wierzytelność od zbywcy i wypłacająca z tego tytułu przed terminem płatności określoną kwotę na rzecz sprzedawcy;
- dłużnik forfaitingowy – to pierwotny dłużnik wierzytelności (w obrocie zagranicznym – importer), czyli podmiot, który jest zobowiązany do zapłaty za dobra lub usługi dostarczone/zrealizowane przez zbywcę wierzytelności,
- gwarant – bank dokonujący poręczenia wekslowego.

Przebieg transakcji forfaitingu przedstawiony został na poniższym rysunku.



Rys. 36 Przebieg transakcji forfaitingu

Źródło: opracowanie własne.

Forfaitingu, podobnie jak factoringu, nie powinno się traktować jedynie jako źródła finansowania działalności bieżącej przedsiębiorstwa. Z usługą forfaitingu związanych jest bowiem wiele dodatkowych korzyści, które w przypadku tradycyjnych form finansowania są

nieosiągalne. Zaliczyć do nich można eliminację ryzyka handlowego i politycznego związanego transakcją sprzedaży. Eksporter po przekazaniu wierzytelności forfaiterowi otrzymuje z góry kwotę wierzytelności, którą może w tym momencie przewalutować pozbywając się również ryzyka kursowego. W przypadku forfaitingu wyeliminowane jest również ryzyko stóp procentowych, gdyż forfaiter stawia do dyspozycji środki po ustalonej z góry stałej stopie procentowej, niezmiennej nawet w przypadku długich terminów płatności. Forfaiting, dzięki finansowaniu pełnej wartości kontraktu, daje możliwość oferowania odbiorcom korzystnych warunków płatności. Pozwala na udzielanie kontrahentom długich kredytów kupieckich i tym samym polepsza konkurencyjność eksportu/sprzedaży. Dodatkową korzyścią płynącą z forfaitingu jest możliwość uproszczenia rozliczeń kontraktowych. Korzystając z forfaitingu zbywca (dostawca) otrzymuje środki raz, nawet, jeżeli kontrakt przewiduje rozliczenia transzowe.¹³²

Niewątpliwe zalety forfaitingu powodują, że w praktyce jego stosowanie obarczone jest wysokimi kosztami. Mają na nie wpływ takie czynniki, jak: wartość faktury, termin płatności, koszt pieniądza, ryzyko kontrahenta. Na koszty ponoszone przez dostawcę składają się odsetki i prowizje. Dyskonto przy wykupie weksla jest odpowiednikiem odsetek, które są bezpośrednio powiązane z rynkowymi stopami procentowymi. Do tego bank dolicza swoją marżę, a jej wysokość jest uzależniona od poziomu ryzyka kontrahenta krajowego czy kraju kontrahenta zagranicznego w przypadku eksportu. Wtedy forfaiter musi uwzględnić również swoją premię za ryzyko kursowe waluty faktury eksportowej. Koszt transakcji podnosi uczestnictwo drugiego banku, który pełni funkcję poręczyciela, gwaranta lub wystawcy akredytywy.

Forfaiting w warunkach polskich oferowany jest głównie przez banki, ale teoria mówi też o instytucji forfaitera będącego instytucją finansową (bądź prowadzącą m.in. działalność finansową), lecz nie będącą bankiem. Ograniczeniem wynikającym z charakteru usługi oraz ze sposobu percepcji ryzyka transakcji przez forfaiterów jest to, że dłużnik nie może być kapitałowo, organizacyjnie lub osobowo powiązany ze zbywcą, czyli np. nie może być spółką zależną od zbywcy (spółką – córką).

¹³² A. Nagrodkiewicz, *Forfaiting jako alternatywna forma zarządzania finansami*, Biuletynu Euro Info, wrzesień 2009, <http://www.een.org.pl/index.php/handel-zagraniczny/articles/forfaiting-jako-alternatywna-forma-zarzadzania-finansami.html> (20.12.2009).

6.4 Franchising

Zgodnie z definicją przyjętą w Europejskim Kodeksie Etyki Franczyzy¹³³, „franczyza to system sprzedaży towarów, usług lub technologii, który jest oparty na ścisłej i ciągłej współpracy pomiędzy prawnie i finansowo odrębnymi i niezależnymi przedsiębiorstwami, francyzodawcą i jego indywidualnymi francyzobiorcami. Istota tego systemu polega na tym, że francyzodawca nadaje swoim poszczególnym francyzobiorcom prawo oraz nakłada na nich obowiązek prowadzenia działalności zgodnie z jego koncepcją. W ramach i na okres sporządzonej na piśmie umowy francyzowej oraz w zamian za bezpośrednie lub pośrednie świadczenia finansowe uprawnienie to upoważnia indywidualnego francyzobiorcę do korzystania z nazwy handlowej francyzodawcy, jego znaku towarowego lub usługowego, know-how, metod prowadzenia działalności gospodarczej, wiedzy technicznej, systemu postępowania i innych praw własności intelektualnej lub przemysłowej, a także do korzystania ze stałej pomocy handlowej i technicznej francyzodawcy”¹³⁴.

Francyzodawca, to firma posiadająca wartość niematerialną lub rzeczową, np. znak towarowy, markę firmy, procedurę produkcji, know-how, rozwiązania organizacyjne będące przedmiotem franczyzy. Francyzobiorcy to zazwyczaj małe lub średnie przedsiębiorstwa nieposiadające większych kapitałów finansowych, profesjonalnych zdolności marketingowych, sprawdzonych rynkowych procesów produkcyjnych itp.¹³⁵

Franczyza, to przede wszystkim metoda rozwoju i zarządzania przedsiębiorstwem, której podstawowym celem jest wyeliminowanie lub zmniejszenie trudności związanych z zarządzaniem rozproszoną siecią jednostek. Metoda ta wykorzystywana może być również jako sposób na pokonanie finansowych barier rozwoju firmy. Bariery te wynikać mogą z takich czynników, jak brak środków własnych, trudności z uzyskaniem kredytu, obawa przed inwestowaniem własnych pieniędzy (pomimo ich posiadania). W przypadku franczyzy, rozwój sieci jednostek odbywa się za pieniądze francyzobiorców – bez konieczności finansowego angażowania się francyzodawcy. Oprócz tego, francyzobiorcy przez cały czas trwania umowy wpłacają na rzecz francyzodawcy pewien procent swoich obrotów. Środki te wykorzystywane są na badania marketingowe, opracowywanie nowych produktów i kampanie reklamowe, służące całej sieci francyzowej. Ceną, jaką płaci francyzodawca za

¹³³ Kodeks Etyki Franczyzy przyjęty przez Europejską Federację Franczyzy jest stosowany przez firmy należące do Polskiej Organizacji Francyzodawców.

¹³⁴ Portal, www.franchising.pl.

¹³⁵ I. Próchicka - Grabias, A. Szelągowska...- op. cit., s. 153.

rozwój sieci i promocję marki, jest dopuszczenie innych przedsiębiorców do prowadzonego przez siebie biznesu¹³⁶.

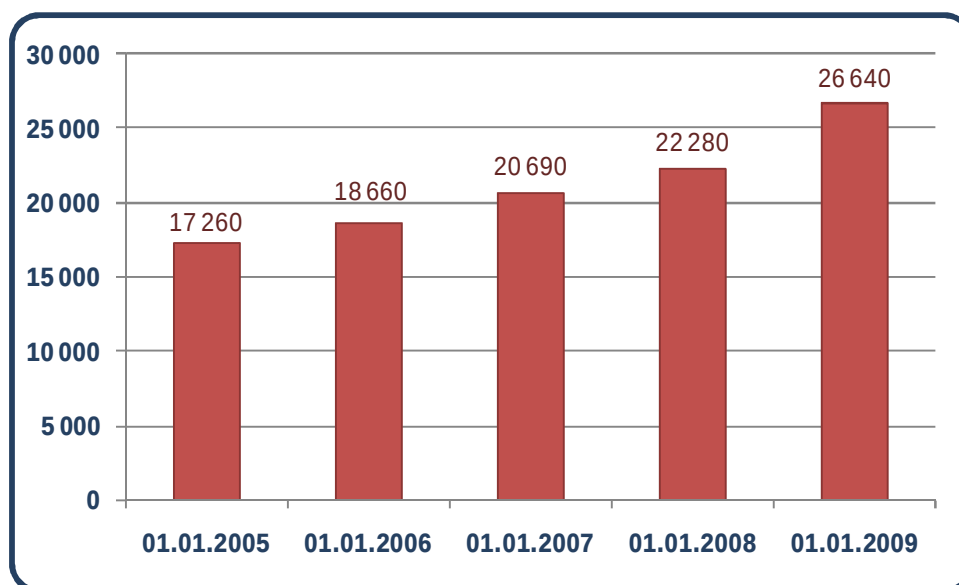
W polskim prawodawstwie pojęcie franczyzy do tej pory nie zostało zdefiniowane. Umowa francyzowa, będąca podstawą współpracy w ramach systemów francyzowych, zaliczana jest do umów nienazwanych, czyli takich, które nie są uregulowane przepisami prawa cywilnego. Oznacza to, że zgodnie z obowiązującą w polskim prawie zasadą swobody umów strony mogą zawrzeć umowę wedle swego uznania, o ile jej treść lub cel nie sprzeciwiają się właściwości stosunku, ustawie ani zasadom współżycia społecznego¹³⁷.

Franczyza staje się coraz popularniejszym sposobem prowadzenia działalności gospodarczej. Świadczy o tym systematyczny wzrost liczby sklepów i punktów usługowych prowadzonych przez francyzobiorców. W 2008 roku przybyło blisko 4,4 tysiące małych i średnich przedsiębiorstw działających na licencji francyzowej. W efekcie czego, na początku 2009 roku w ramach sieci francyzowych działało w Polsce blisko 27 tysięcy sklepów i punktów usługowych. Wyniki pierwszego półrocza 2009 roku potwierdzają utrzymanie wzrostu liczby firm korzystających z franczyzy w okresie stagnacji gospodarczej. Szacuje się, że w tym roku przybędzie kolejne 3,5 tysiąca francyzowych sklepów i punktów usługowych oraz powstanie około 30 tysięcy nowych miejsc pracy. Z badania PROFIT System wynika, że w przeciętnym małym i średnim przedsiębiorstwie działającym na licencji francyzowej jest zatrudnione osiem i pół osoby.¹³⁸ Szczegółowe zestawienie liczby sklepów i punktów usługowych prowadzonych przez francyzobiorców przedstawia poniższy rysunek.

¹³⁶ Ibidem, s. 152 – 154.

¹³⁷ Ibidem, s. 158.

¹³⁸ M. Wiśniewski, *Jaki kryzys? Przecież rośniemy! Franczyza w Polsce w 2009 roku*, <http://franchising.pl/artykul/4635/jaki-kryzys-przeciez-rośniemy-franczyza-w-polsce-w-2009-roku/> (13.12.2009).

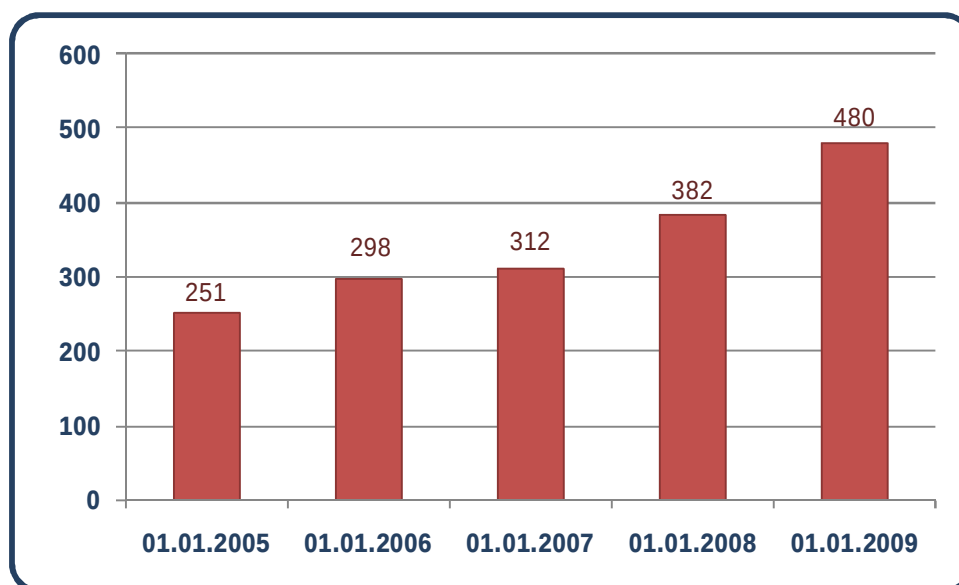


Rys. 37 Liczba sklepów i punktów usługowych prowadzonych przez franczyzobiorców

Źródło: opracowanie własne na podstawie M. Wiśniewski, Jaki kryzys? Przecież rośniemy! Franczyza w Polsce w 2009 roku, <http://franchising.pl/artukul/4635/jaki-kryzys-przeciez-rosniemy-franczyza-w-polsce-w-2009-roku/> (13.12.2009).

Franczyza w Polsce rozwija się głównie w handlu i w drugiej kolejności w usługach. W 2008 roku przybyło blisko półtora tysiąca sklepów z artykułami spożywczymi i przemysłowymi (najpopularniejsze w handlu) oraz czterysta trzydzieści sklepów ze sprzętem RTV/AGD i telekomunikacyjnych. W sektorze usług (gastronomia, fryzjerstwo i kosmetyka, edukacja, pralnie, punkty pocztowe itp.) w 2008 roku pojawiło się ponad tysiąc sześćset punktów na licencji. Wzrosty na rynku licencji franczyzowych obserwowane są zarówno po stronie popytu, jak i podaży. Na początku 2009 roku na rynku było czterysta osiemdziesiąt ofert franczyzowych, co oznacza roczny wzrost o ponad 25%.¹³⁹ Szczegółowe zestawienie liczby systemów franczyzowych funkcjonujących w Polsce przedstawia poniższy rysunek.

¹³⁹ M. Wiśniewski, Jaki kryzys?...- op. cit. (13.12.2009).

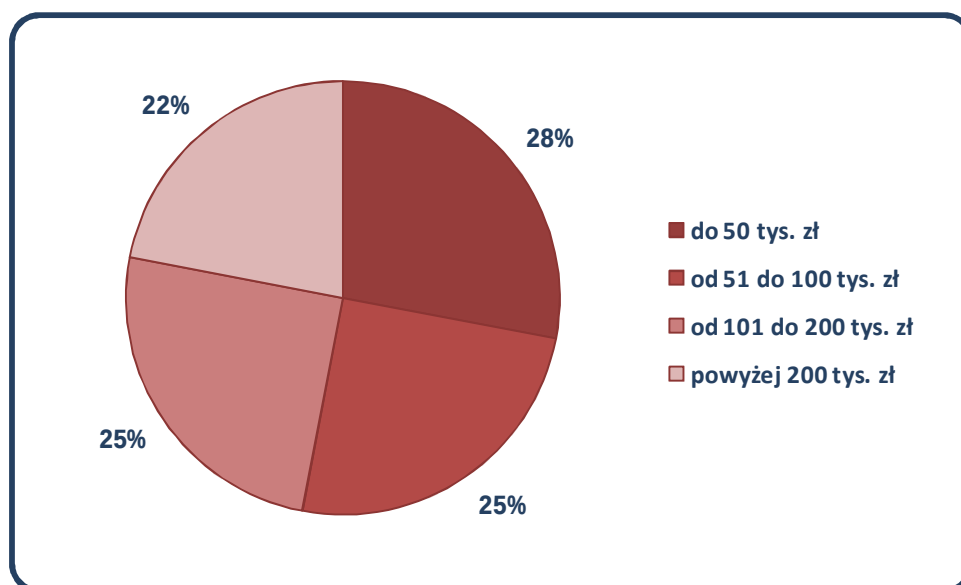


Rys. 38 Liczba systemów franczyzowych

Źródło: opracowanie własne na podstawie M. Wiśniewski, Jaki kryzys Przecież rośniemy! Franczyza w Polsce w 2009 roku, <http://franchising.pl/artukul/4635/jaki-kryzys-przeciez-rosniemy-franczyza-w-polsce-w-2009-roku/> (13.12.2009).

Popularność systemów franczyzowych wynika z faktu, że często nie wymagają one znacznych nakładów finansowych. W przypadku około 28% systemów wartość niezbędnych nakładów inwestycyjnych nie przekracza pięćdziesiąt tysięcy zł. Co czwarty system, to inwestycja od pięćdziesięciu jeden do stu tysięcy zł. Łącznie, ponad połowa sieci oczekuje inwestycji nie większej niż sto tysięcy zł. Kolejne 25% stanowią sieci o kwocie inwestycji do dwustu tysięcy zł. Pozostałe 22% przypada na systemy, w których kwota inwestycji przekracza dwieście tysięcy zł. Średnia kwota inwestycji kształtuje się obecnie na poziomie około dwustu sześćdziesięciu tysięcy zł. Podobnie, jak w latach ubiegłych, najbardziej kapitałochłonne są supermarkety i stacje benzynowe, w których inwestycja może przekroczyć pięć milionów zł.¹⁴⁰ Rozkład wartości nakładów inwestycyjnych, wymaganych przez sieci franczyzowe, szczegółowo przedstawiony został na poniższym rysunku.

¹⁴⁰ M. Wiśniewski, Jaki kryzys?...- op. cit. (13.12.2009).



Rys. 39 Wartość nakładów inwestycyjnych wymaganych przez systemy sieci franczyzowych

Źródło: opracowanie własne na podstawie M. Wiśniewski, Jaki kryzys Przecież rośniemy! Franczyza w Polsce w 2009 roku, <http://franchising.pl/artukul/4635/jaki-kryzys-przeciez-rosniemy-franczyza-w-polsce-w-2009-roku/> (13.12.2009).

Franczyza jest coraz popularniejszym sposobem prowadzenia działalności gospodarczej. Wyniki pierwszego półrocza 2009 roku potwierdzają utrzymanie wzrostu liczby firm korzystających z franczyzy w okresie spowolnienia tempa wzrostu gospodarczego. Wynika to między innymi z faktu, że w okresie kryzysu inwestorzy wolą lokować środki finansowe w mniej ryzykowne projekty, a do takich niewątpliwie zaliczyć można prowadzenie działalności w oparciu o systemy franczyzowe. Inwestycja w biznes na licencji jest bezpieczniejsza, ponieważ oparta jest na sprawdzonym pomysśle, funkcjonuje pod marką rozpoznawalną przez odbiorców i poddana jest rygorom określonym w umowie franczyzowej. Problemem może być jednak spadek możliwości inwestycyjnych potencjalnych francyzobiorców, wynikający z obserwowanego spowolnienia gospodarczego. Dotyczy to zwłaszcza dostępu do kredytów bankowych.

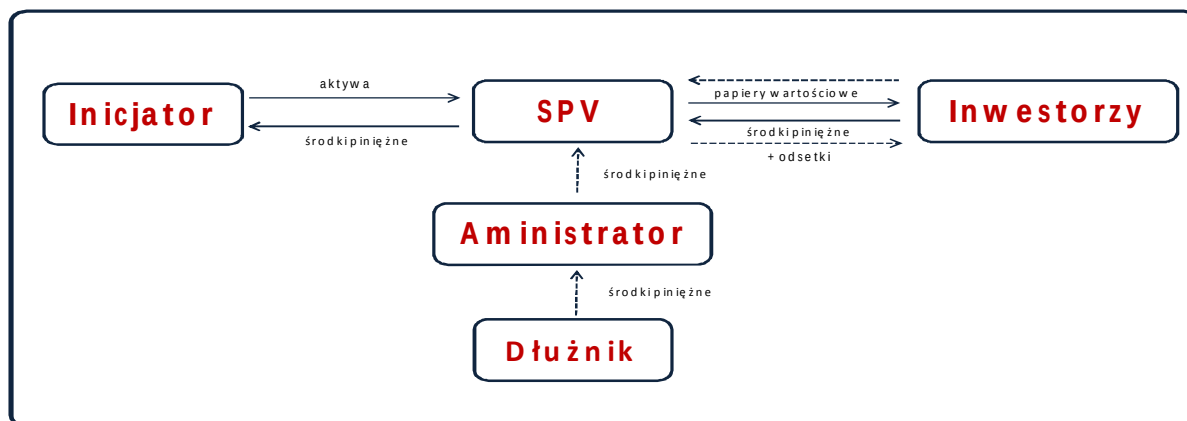
6.5 Sekurytyzacja

Sekurytyzacja jest pozabilansową metodą pozyskiwania kapitału na cele inwestycyjne i obrotowe. W uproszczeniu, metoda ta polega na przekształceniu wyodrębnionych aktywów w papiery wartościowe, które mogą stać się przedmiotem obrotu rynku kapitałowym. W praktyce oznacza to przekazanie wierzytelności (w formie sprzedaży lub subpartycypacji) do

podmiotu sekurytyzacyjnego. Podstawowe podmioty biorące udział w procesie sekurytyzacji to:

- *inicjator procesu* – instytucja finansowa, bądź podmiot gospodarczy, działający właściwie w każdej branży gospodarki, tj.; w rolnictwie, lotnictwie, przemyśle samochodowym, budownictwie, reklamie, przemyśle spożywczym, telekomunikacji itd. Podstawowym zadaniem inicjatora jest wyodrębnienie puli jednorodnych aktywów finansowych, które będą podstawą emisji papierów wartościowych. Wyselekcjonowane w ściśle określony sposób aktywa inicjator sprzedaje spółce utworzonej tylko i wyłącznie do celów sekurytyzacji.
- *spółka specjalnego przeznaczenia* (ang. *Special Purpose Vehicle, SPV*) – podmiot prawnie wyodrębniony, niezależny od inicjatora ani żadnego innego uczestnika sekurytyzacji. Konstrukcja ta ma na celu oddzielenie ryzyka związanego z emisją papierów wartościowych od ryzyka powodowanego działalnością inicjatora. Podstawowym zadaniem SPV jest emisja papierów wartościowych na podstawie aktywów wyodrębnionych do sekurytyzacji. Walory finansowe są kierowane do odpowiedniej grupy inwestorów.
- *inwestorzy* – podmioty gospodarcze, czyli tzw. inwestorzy instytucjonalni, np. fundusze emerytalne, bądź inwestorzy indywidualni.
- *administrator, agent usługowy* (ang. *servicer*) – nadzoruje terminowość i odpowiednią wysokość płatności z sekurytyzowanych aktywów, ich jakość kredytową, a w razie jej pogorszenia uruchamia odpowiednie zabezpieczenia.¹⁴¹

Przebieg procesu sekurytyzacji przedstawia poniższy rysunek.



Rys. 40 Przebieg procesu sekurytyzacji

Źródło: opracowanie własne.

¹⁴¹ A. Waszkiewicz, „Papierowe” bogactwo sekurytyzacji, Bank i Kredyt, kwiecień 2004, s. 16-17.

Istotą sekurytyzacji jest oddzielenie ryzyka inicjatora od ryzyka puli jego aktywów. Posiadając dobrej jakości aktywa, nawet podmiot o niskim stopniu wiarygodności kredytowej, może zainicjować emisję. Obecnie zalety technik sekurytyzacyjnych nie ograniczają się wyłącznie do pozyskania dodatkowych funduszy. W miarę rozwoju technika ta oferuje coraz szerszą gamę korzyści. Operacja ta jest korzystna zarówno dla inicjatorów, jak i inwestorów, którzy mogą bezpiecznie zainwestować swoje środki. Z punktu widzenia inicjatora do najistotniejszych korzyści związanych z procesem sekurytyzacji zaliczyć można:

- *finansowanie pozabilansowe* (ang. *off-balance-sheet financing*) – emisja papierów wartościowych opartych na aktywach powoduje konieczność przeniesienia aktywów od inicjatora do SPV. Najczęściej transfer ten jest konstruowany tak, aby był aktem sprzedaży. W następstwie tego zarówno aktywa, jak i zobowiązania wynikające z emisji papierów wartościowych nie są wykazywane w bilansie inicjatora;
- *niższy koszt pozyskiwanego kapitału* – emisja papierów wartościowych opartych na aktywach jest tańszym źródłem finansowania w porównaniu z tradycyjnymi metodami. Ze względu na oddzielenie ryzyka inwestorzy nie interesują się kondycją finansową inicjatora transakcji, dbają jedynie o jakość tych aktywów. Dość często zdarza się, że podmioty o stosunkowo wysokim ryzyku kredytowym, posiadają aktywa o znacznie mniejszym ryzyku płynności. Wówczas różnica w kosztach kapitałów jest znaczna;
- *łatwość zarządzania ryzykiem* – emisja papierów wartościowych opartych na aktywach stanowi bardzo często narzędzie efektywnego zarządzania ryzykiem, szczególnie ryzykiem kredytowym, które w momencie sekurytyzacji dzielone jest na 3 transze ryzyka ponoszonego przez: inicjatora, administratora i inwestorów;
- *wybór grupy inwestorów* – przewaga papierów wartościowych opartych na aktywach, w stosunku do klasycznych papierów, polega na elastyczności, jaką oferują te pierwsze, jeśli chodzi o termin zapadalności, wysokość oferowanych stóp zwrotu, czy też stopnia ryzyka z nimi związanego. Elastyczność ta umożliwia dotarcie do grup nabywców o zróżnicowanych preferencjach inwestycyjnych;
- *poprawa płynności tych aktywów firmy, na które w przeciwnym przypadku popyt byłby ograniczony* – zapewnia to odpowiednia dywersyfikacja portfela należności, a co za tym idzie, restrukturyzacja przepływów pieniężnych z nich generowanych. Aktywa zostają sprzedane na lepszych warunkach;
- *możliwość pozyskania kapitału bez konieczności ujawniania danych o swojej firmie;*

- *utrzymanie kontaktu z klientami* – sprzedaż wydzielonego pakietu aktywów nie prowadzi do zerwania powiązań z klientami będącymi dłużnikami inicjatora, obsługa pochodzących od nich wierzytelności pozostaje bowiem dalej w gestii inicjatora.¹⁴²

Oprócz niewątpliwych korzyści, inicjator sekurytyzacji ponosi również określone koszty. Sprzedaż aktywów przynoszących stałą stopę dochodu pozbawia inicjatora korzyści w przypadku korzystnego kształtowania się stopy procentowej, np. spadek stop procentowych zwiększa wartość kredytów o stałym oprocentowaniu posiadanych przez bank, jeśli zostały one wcześniej poddane procesowi sekurytyzacji, zysk z tego tytułu zostaje przeniesiony na nabywców papierów opartych na tych kredytach. Aby uatrakcyjnić papiery wartościowe emitowane przez SPV, inicjator musi zapewnić odpowiednie formy zabezpieczenia: wewnętrzne (nadzabezpieczenie, nabycie transzy podporządkowanej) lub zewnętrzne (np. ubezpieczenie). W pierwszym przypadku istnieje ryzyko poniesienia nieprzewidzianych strat przez inicjatora, gdy rzeczywista stopa niespłaconych należności okaże się wyższa od zakładanej. Zabezpieczenia zewnętrzne wiążą się z odpowiednimi opłatami, co podnosi koszt kapitału. Ze względu na dość skomplikowaną strukturę, łatwo jest na początku procesu przyjąć błędne założenia co do oczekiwań inwestorów, reakcji agencji ratingowych, kosztów dodatkowych zabezpieczeń. W rezultacie może okazać się, że sekurytyzacja jest nieefektywnym sposobem pozyskania funduszy. Ewentualne wycofanie się z transakcji powoduje utratę zaangażowanych środków finansowych. Ryzyko niepowodzenia emisji papierów wartościowych opartych na aktywach jest więc wyższe od ryzyka niepowodzenia emisji klasycznych papierów dłużnych. Ponieważ procesy sekurytyzacyjne cechują się złożonością od strony prawnej, infrastrukturalnej, a emitowane instrumenty są trudne do wyceny, to wymagają zaangażowania szerokiego grona doradców, poniesienia znacznych kosztów i opłat, a inwestorzy żądają dodatkowej rekompensaty za złożoność instrumentu. Wysokie wymagania stawiane sekurytyzowanym aktywom są poważnym utrudnieniem przy rozpoczęciu transakcji. Wyodrębnienie w bilansie zbioru aktywów spełniającego warunki, takie jak: homogeniczność, minimalna wartość oraz dostępność statystyk, jest trudnym zadaniem. Ponadto obserwuje się, że instytucje rozważające sekurytyzację, wybierają przede wszystkim aktywa o niższej dochodowości, ale też niższym ryzyku. Tym samym inicjatorzy

¹⁴² E. Szablowska, *Korzyści i koszty stosowania sekurytyzacji z punktu widzenia poszczególnych uczestników transakcji*, Monitor Rachunkowości i Finansów nr 1/2007.

mogą pozostawiać sobie aktywa o gorszej jakości kredytowej i narażać się na nadmierną ekspozycję na ryzyko.¹⁴³

W polskim prawodawstwie wciąż nie ma jednolitej definicji sekurytyzacji. Poszczególne etapy tego procesu są regulowane przez wiele aktów prawnych. Zawarte w nich przepisy często nie nadążają za praktyką hamując tym samym rozwój sekurytyzacji w naszym kraju. Dodatkowym utrudnieniem są specyficzne cechy polskie - wciąż młodego rynku finansowego. Wtórny rynek dłużnych papierów korporacyjnych do niedawna w Polsce praktycznie nie istniał, stąd też niewielkie zainteresowanie inwestorów tą formą lokaty środków. Korzystanie z instrumentów dłużnych zarezerwowane jest ciągle dla największych spółek giełdowych, które jako powszechnie znane, mogą łatwiej zyskać zaufanie inwestorów.¹⁴⁴

Zajmując się prawnymi uwarunkowaniami sekurytyzacji w Polsce, warto rozpocząć od kwestii przeniesienia wierzytelności z inicjatora na SPV. Zagadnienie to jest regulowane przepisami Kodeksu Cywilnego. Zgodnie z art. 509 tej ustawy *„wierzyciel może bez zgody dłużnika przenieść wierzytelności na osobę trzecią (przelew), chyba że sprzeciwiałoby się to ustawie, zastrzeżeniu umowy albo właściwości zobowiązania. Wraz z wierzytelnością przechodzą wszelkie związane z nią prawa, w szczególności roszczenia o zaległe odsetki”*.¹⁴⁵ Konieczność oddzielenia ryzyka inicjatora od ryzyka jego aktywów wymaga powstania wspomnianej już wcześniej SPV. Miejsce zarejestrowania spółki zależy od rynku kapitałowego, na którym będą emitowane papiery wartościowe oraz od aspektów podatkowych. Znowelizowana ustawa o funduszach inwestycyjnych poszerzyła krąg podmiotów emisyjnych o fundusze sekurytyzacyjne. Zgodnie z artykułem 183 ust. 1 tej ustawy *„fundusz inwestycyjny zamknięty może być utworzony jako fundusz sekurytyzacyjny dokonujący emisji certyfikatów inwestycyjnych w celu zgromadzenia środków na nabycie wierzytelności, w tym wierzytelności finansowanych ze środków publicznych w rozumieniu odrębnych przepisów, lub praw do świadczeń z tytułu określonych wierzytelności”*. Jedynymi podmiotami uprawnionymi do tworzenia funduszy sekurytyzacyjnych są Towarzystwa Funduszy Inwestycyjnych.¹⁴⁶ Do 31 grudnia 2009 roku w Komisji Nadzoru Finansowego przez dziewięć Towarzystw zarejestrowanych zostało osiemnaście funduszy

¹⁴³ Ibidem.

¹⁴⁴ Ibidem.

¹⁴⁵ Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964... - op. cit.

¹⁴⁶ Ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych, (Dz. U. 2004 nr 146 poz. 1546 ze zmianami).

sekurytyzacyjnych. Szczegółowe zestawienie działających obecnie w Polsce funduszy sekurytyzacyjnych przedstawia poniższa tabela.

Tabela 34 Wykaz działających w Polsce funduszy sekurytyzacyjnych

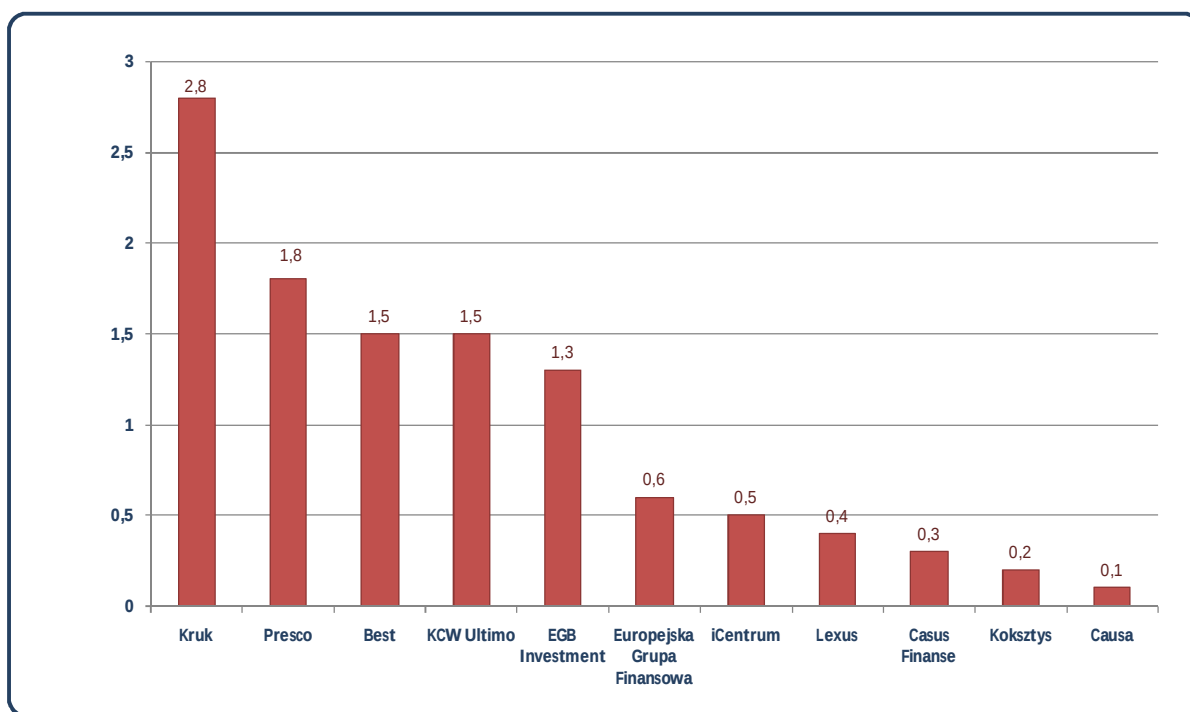
Towarzystwo	Fundusz sekurytyzacyjny	Data decyzji KNF	Data rejestracji w sądzie	Nr w rejestrze
BEST Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.	BEST II Niestandaryzowany Sekurytyzacyjny Fundusz Inwestycyjny Zamknięty	2008-01-23	2008-04-01	368
Copernicus Capital Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.	BEST I Niestandaryzowany Sekurytyzacyjny Fundusz Inwestycyjny Zamknięty	2005-09-22	2005-12-27	221
Copernicus Capital Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.	BISON Niestandaryzowany Sekurytyzacyjny Fundusz Inwestycyjny Zamknięty	2006-08-09	2006-08-28	245
Copernicus Capital Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.	Debito Niestandaryzowany Sekurytyzacyjny Fundusz Inwestycyjny Zamknięty	2008-03-04	2008-03-27	367
Copernicus Capital Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.	Prokulus Niestandaryzowany Sekurytyzacyjny Fundusz Inwestycyjny Zamknięty	2006-12-07	2007-01-11	273
Copernicus Capital Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.	Prokura Niestandaryzowany Sekurytyzacyjny Fundusz Inwestycyjny Zamknięty	2005-08-05	2005-11-04	211
Copernicus Capital Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.	S-Collect Fundusz Inwestycyjny Zamknięty Niestandaryzowany Fundusz Sekurytyzacyjny	2005-05-16	2005-08-05	201
Copernicus Capital Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.	Ultimo Niestandaryzowany Sekurytyzacyjny Fundusz Inwestycyjny Zamknięty	2006-03-30	2006-09-29	251
Copernicus Capital Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.	VPF I Niestandaryzowany Sekurytyzacyjny Fundusz Inwestycyjny Zamknięty	2007-02-22	2007-04-03	287
Copernicus Capital Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.	VPF II Niestandaryzowany Sekurytyzacyjny Fundusz Inwestycyjny Zamknięty	2008-04-08	2008-11-17	431
Copernicus Capital Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.	VPF III Niestandaryzowany Sekurytyzacyjny Fundusz Inwestycyjny Zamknięty	2007-03-27	2007-10-04	325
FINCREA Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.	Niestandaryzowany Fundusz Sekurytyzacyjny	2006-04-04	2006-06-13	237
Idea Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.	Electus Niestandaryzowany Sekurytyzacyjny Fundusz Inwestycyjny Zamknięty	2008-02-27	2008-04-28	374
Intrum Justitia Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.	Intrum Justitia Debt Fund 1 Fundusz Inwestycyjny Zamknięty Niestandaryzowany Fundusz Sekurytyzacyjny	2005-07-12	2005-10-20	209
Ipopema Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.	CORPUS IURIS Niestandaryzowany Sekurytyzacyjny Fundusz Inwestycyjny Zamknięty	2008-07-22	2008-09-25	414
Plejada Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.	Plejada Wierzytelności 1 Fundusz Inwestycyjny Zamknięty Niestandaryzowany Fundusz Sekurytyzacyjny	2007-04-26	2007-10-15	328
SKARBIEC Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych S.A.	EGB Podstawowy Niestandaryzowany Sekurytyzacyjny Fundusz Inwestycyjny Zamknięty	2006-03-09	2006-06-30	243
Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych Allianz Polska S.A.	Allianz Niestandaryzowany Sekurytyzacyjny Fundusz Inwestycyjny Zamknięty	2006-09-18	2006-10-31	259

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych komisji Nadzoru Finansowego, http://www.knf.gov.pl/rynek_kapitalowy/podmioty_r_kapitalowego/Wykaz_TFI_i_FI_HTML.html#13 (31.12.2009).

Rejestracja funduszu to dopiero połowa drogi do przeprowadzenia pełnej transakcji sekurytyzacyjnej. Fundusz musi posiadać administratora, czyli firmę windykacyjną, która będzie odzyskiwać zakupione przez niego wierzytelności. Administrator musi dawać pełną gwarancję legalności i wysokiej jakości działania, dlatego zgodę na zawarcie umowy serwisowej funduszu z konkretną firmą windykacyjną wydaje Komisja Nadzoru Finansowego. Pierwsze zezwolenie w Polsce w lutym 2006 roku Komisja Papierów

Wartościowych i Giełd wydała firmie Kruk na obsługę wierzytelności sekurytyzowanych przez PROKURA NS FIZ. Zgoda Komisji umożliwiła zawarcie przez firmę windykacyjną umowy administrowania wierzytelności nabytych przez fundusz sekurytyzacyjny.

Powstanie funduszy sekurytyzacyjnych miało istotny wpływ na rozwój sekurytyzacji w Polsce. Świadczyć o tym może obserwacja wartości zleceń przyjmowanych przez firmy windykacyjne. W 2006 roku jedenaście firm zajmujących się windykacją należności otrzymało do odzyskania wierzytelności o wartości 10,9 mld zł, ponad dwa razy więcej niż rok wcześniej. Największa na rynku firma Kruk dostała zlecenia o wartości prawie 1 mld zł wyższej niż w 2005 roku. Druga w rankingu firma Presco zwiększyła wartość swojego portfela ponad trzykrotnie. Szczegółowe zestawienie wartości zleceń przyjętych do windykacji przez jedenaście firm windykacyjnych, które ujawniły swoje wyniki, przedstawia poniższy wykres.

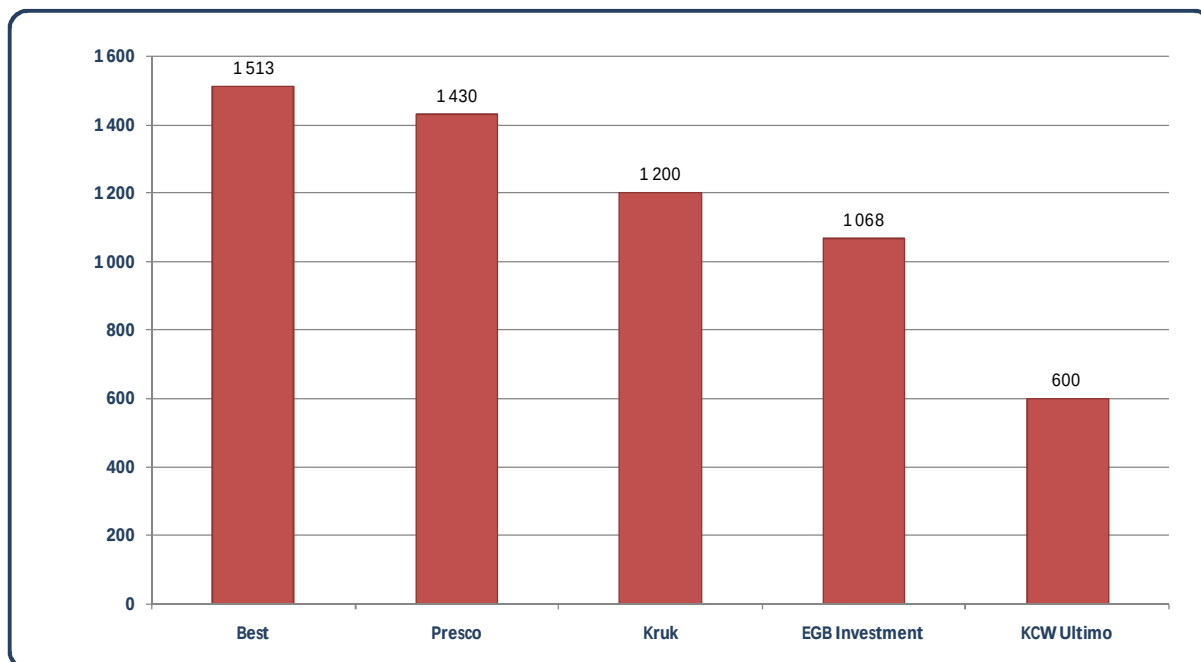


Rys. 41 Wartość spraw przyjętych do windykacji w 2006 roku (mld zł)

Źródło: opracowanie własne na podstawie E. Więclaw, Miliardy złotych ze starych długów płyną do firm windykacyjnych, Rzeczpospolita z dn. 27.01.2007 r.

Powodem znacznego wzrostu obrotów firm windykacyjnych było niewątpliwie rozpoczęcie działalności przez fundusze sekurytyzacyjne. W 2006 roku zleciły one firmom windykacyjnym odzyskanie długów o wartości blisko 6 mld zł. Inicjatorami sekurytyzacji są przede wszystkim banki, które sprzedają swoje wierzytelności głównie ze względów podatkowo – księgowych. Korzyść podatkowa dla banków wiąże się ze zmianą przepisów

dotyczących traktowania kosztów uzyskania przychodu. Zgodnie z tą zasadą, bank może zaliczyć do kosztów uzyskania przychodów straty poniesione na zbyciu wierzytelności na rzecz funduszu do wysokości rezerwy utworzonej na pokrycie zbywanych wierzytelności i zaliczonej do kosztów uzyskania przychodów. Zanim weszły w Polsce w życie przepisy o sekurytyzacji, banki nie mogły tego robić i przez to zwykłe sprzedaż wierzytelności była dla nich nieopłacalna. Szczegółowe zestawienie wartości zleceń przyjętych od funduszy sekurytyzacyjnych przez firmy windykacyjne przedstawia poniższy wykres.

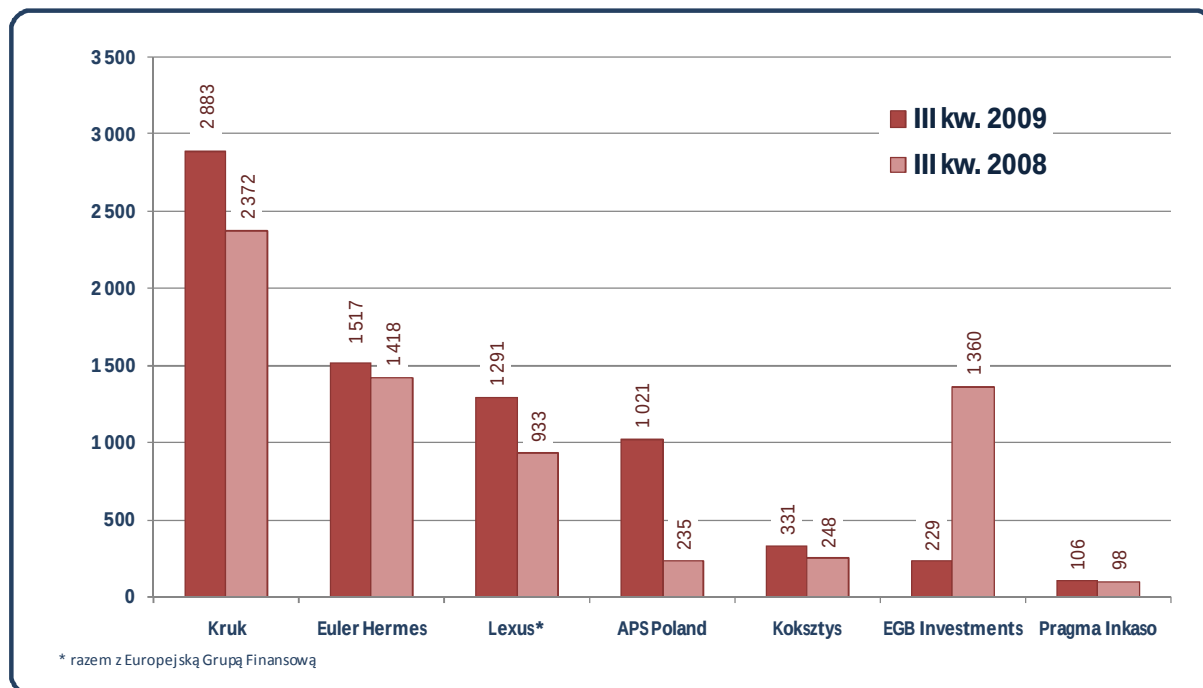


Rys. 42 Wartość zleceń przyjętych od funduszy sekurytyzacyjnych w 2006 roku (mln zł)

Źródło: opracowanie własne na podstawie E. Więclaw, Miliardy złotych ze starych długów płyną do firm windykacyjnych, Rzeczpospolita z dn. 27.01.2007 r.

W ciągu pierwszych trzech kwartałów 2009 roku firmy windykacyjne dostały do odzyskania długi o wartości około 7,4 mld zł. W porównaniu do analogicznego okresu w 2008 roku oznacza to wzrost o blisko 10%. Największa na rynku firma Kruk zwiększyła wartość swojego portfela o blisko 0,5 mld zł. Jedyną firmą, która w porównaniu do 2008 roku odnotowała spadek wartości przyjętych zleceń jest EGB Inestement. Z uwagi na brak dokładnych danych trudno precyzyjnie określić, jaką część portfeli firm windykacyjnych stanowiły zlecenia otrzymane od funduszy sekurytyzacyjnych. Należy jednak przepuszczać, że nadal mają one istotny wpływ na działalność windykatorów. Według szacunków w 2008 roku fundusze sekurytyzacyjne zgromadziły wierzytelności o nominalnej wartości ponad 7 mld zł. Szczegółowe zestawienie wartości wierzytelności przyjętych do obsługi przez firmy

windykacyjne w pierwszych trzech kwartałach 2008 i 2009 roku zostało przedstawione na poniższym wykresie.



Rys. 43 Wartość spraw przyjętych do windykacji (mln zł)

Źródło: opracowanie własne na podstawie E. Więclaw, Monitoring kontra windykacja, Rzeczpospolita z dn. 22.10.2009 r.

Sekurytyzacja w Polsce znajduje się na bardzo wczesnym etapie rozwoju. Podstawowe znaczenie dla wzrostu zainteresowania tą formą finansowania miała zmiana ustawy o funduszach inwestycyjnych oraz nowelizacja prawa bankowego. Dzięki tym zmianom możliwa stała się sekurytyzacja wierzytelności bankowych. W teorii możliwa jest również sekurytyzacja między innymi: należności handlowych, przyszłych zysków przedsiębiorstw, prawa do reklam i dochodów z upraw. Do tej pory tego rodzaju transakcje w praktyce jednak nie występowały, co wynika po części z faktu, że inwestorzy instytucjonalni zazwyczaj dość ostrożnie podchodzą do innowacji na rynku finansowym. Z drugiej strony również przedsiębiorcy często wolą korzystać z tradycyjnych, sprawdzonych już rozwiązań finansowych. Niewątpliwą szansą dla sekurytyzacji jest dalszy rozwój firm windykacyjnych. Firmy te dysponują odpowiednią wiedzą i kapitałem pozwalającym na zakup dużych pakietów wierzytelności oraz zakładanie funduszy sekurytyzacyjnych. Wzrost wartości wierzytelności w funduszach sekurytyzacyjnych powoduje, że duże firmy stają się jeszcze większe. Firmy średniej wielkości mogą działać tam, gdzie wielcy wykazują mniejszą aktywność. W efekcie można spodziewać się, że w perspektywie kilku lat sekurytyzacja stanie się atrakcyjnym

sposobem pozyskiwania środków pieniężnych nie tylko dla banków, ale również przedsiębiorstw i to nie koniecznie tylko tych największych.

6.6 Dotacje i subwencje

Szeroko rozumiane dotacje i subwencje związane są przede wszystkim z funduszami europejskimi. Stanowią one bardzo specyficzne źródło finansowania, ponieważ polegają na bezzwrotnej pomocy finansowej. Celem wspólnej polityki Unii Europejskiej jest stopniowe usuwanie barier utrudniających swobodny przepływ towarów, usług i osób.

Fundusze strukturalne w UE są podstawowymi instrumentami polityki strukturalnej w zjednoczonej Europie, których celem jest wspieranie restrukturyzacji i modernizacji gospodarek krajów członkowskich, a przede wszystkim zmniejszenie dysproporcji pomiędzy poziomem rozwoju poszczególnych regionów. Do funduszy strukturalnych zalicza się:

- *Europejski Fundusz Społeczny* (EFS);
- *Europejski Fundusz Rozwoju Regionalnego* (EFR).

Ponadto istnieje *Fundusz Spójności* (FS), który nie należy do funduszy strukturalnych, ale jest instrumentem polityki strukturalnej Unii Europejskiej.

Dodatkowo, w ramach *Wspólnej Polityki Rolnej* oraz *Wspólnej Polityki Rybackiej* do dyspozycji są kolejne dwa instrumenty strukturalne:

- *Europejski Fundusz Rolny i Rozwoju Obszarów Wiejskich* (EFRiROW),
- *Europejski Fundusz Rybacki* (EFR).

Podstawowym dokumentem regulującym podział i wydatkowanie funduszy unijnych w Polsce jest dokument: *Narodowe Strategiczne Ramy Odniesienia 2007-2013* wspierające wzrost gospodarczy i zatrudnienie.¹⁴⁷ W powszechnym użyciu jest skrót *NSS* pochodzący od drugiego członu nazwy dokumentu, tj. *Narodowej Strategii Spójności*.

Celem strategicznym *NSS* jest *tworzenie warunków dla wzrostu konkurencyjności gospodarki polskiej opartej na wiedzy i przedsiębiorczości, zapewniającej wzrost zatrudnienia oraz wzrost poziomu spójności społecznej, gospodarczej i przestrzennej*.

¹⁴⁷ Narodowe Strategiczne Ramy Odniesienia 2007-2013, Ministerstwo Rozwoju Regionalnego, Warszawa, maj 2007.

Cel strategiczny osiągnąć będzie poprzez realizację horyzontalnych celów szczegółowych. Celami horyzontalnymi NSS są¹⁴⁸:

1. Poprawa jakości funkcjonowania instytucji publicznych oraz rozbudowa mechanizmów partnerstwa,
2. Poprawa jakości kapitału ludzkiego i zwiększenie spójności społecznej,
3. Budowa i modernizacja infrastruktury technicznej i społecznej mającej podstawowe znaczenie dla wzrostu konkurencyjności Polski,
4. Podniesienie konkurencyjności i innowacyjności przedsiębiorstw, w tym szczególnie sektora wytwórczego o wysokiej wartości dodanej oraz rozwój sektora usług,
5. Wzrost konkurencyjności polskich regionów i przeciwdziałanie ich marginalizacji społecznej, gospodarczej i przestrzennej,
6. Wyrównywanie szans rozwojowych i wspomaganie zmian strukturalnych na obszarach wiejskich.

Łączna suma środków zaangażowanych w NSS w latach 2007 – 2013 wyniesie ok. 85,6 mld euro, w szczególności¹⁴⁹:

- 67,3 mld euro będzie pochodziło z budżetu UE,
- 11,9 mld euro z krajowych środków publicznych (w tym ok. 5,93 mld euro z budżetu państwa),
- około 6,4 mld euro zostanie zaangażowanych ze strony podmiotów prywatnych.

To oznacza, że z tytułu realizacji NSS średniorocznie (do roku 2015)¹⁵⁰ będzie wydatkowane ok. 9,5 mld. euro, co odpowiada ok. 5% PKB.

Z sumy 67,3 mld euro pochodzących z budżetu UE¹⁵¹:

- 66,5 mld euro zostanie przeznaczone na współfinansowanie programów operacyjnych Celu „Konwergencja” (44,3 mld euro będzie finansowane z funduszy strukturalnych: EFR i EFS, a 22,2 mld euro z Funduszu Spójności),
- ponad 557,7 mln euro zostanie przeznaczone na programy Celu „Europejska Współpraca Terytorialna” (finansowane z EFRR),

¹⁴⁸ Narodowe Strategiczne Ramy...- op.cit., s. 40-42.

¹⁴⁹ Ibidem, s. 115.

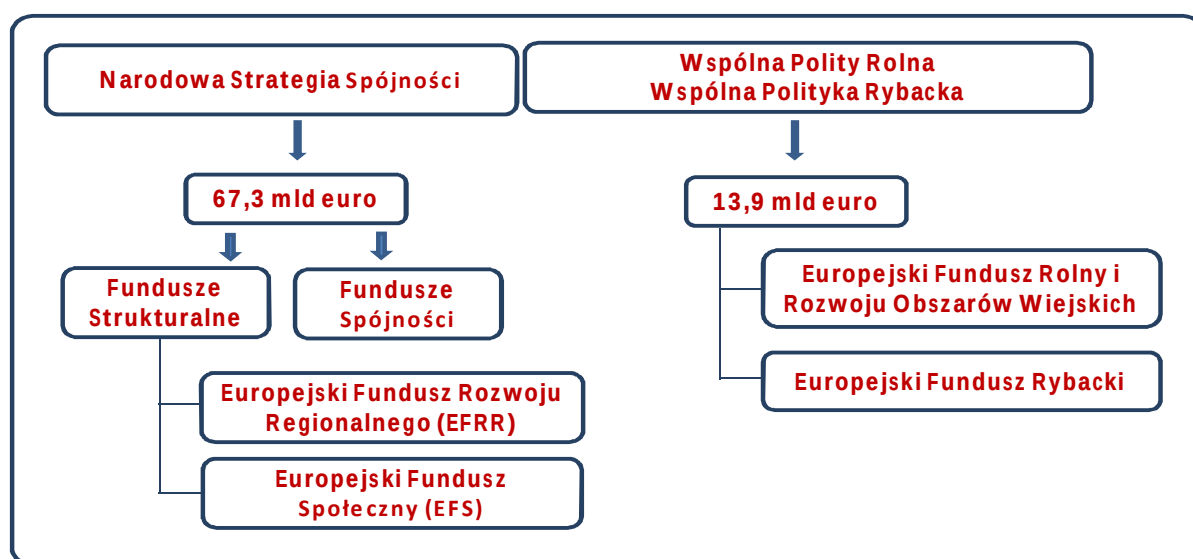
¹⁵⁰ Fundusze europejskie są wydawane zgodnie z *regulą n+2*, co oznacza, że zobowiązania UE, chociaż dotyczą lat 2007-2013, będą mogły być regulowane w latach 2007 - 2015.

¹⁵¹ Narodowe Strategiczne Ramy...- op.cit., s. 116.

- ponad 173,3 mln euro przeznaczono na realizację programów współpracy transgranicznej w ramach Europejskiego Instrumentu Sąsiedztwa i Partnerstwa (EISP) – (finansowane z EFRR).

Wydatki w ramach polityki spójności będą koordynowane z wydatkami dokonywanymi za pośrednictwem instrumentów strukturalnych Wspólnej Polityki Rolnej – Europejskiego Funduszu Rolnego i Rozwoju Obszarów Wiejskich (EFFROW) oraz Wspólnej Polityki Rybackiej – EFR. Łączne dofinansowanie z obydwu funduszy dla Polski wyniesie 13,9 mld euro (13,2 mld euro z EFFROW i 0,7 mld euro z EFR).

Poniższy rysunek przedstawia strukturę funduszy i instrumentów strukturalnych UE.



Rys. 44 Struktura funduszy i instrumentów strukturalnych UE w Polsce w latach 2007 - 2013

Źródło: J. Gwizdała, Fundusze strukturalne Unii Europejskiej w finansowaniu MŚP w Polsce, „Zarządzanie finansami – finansowania małych i średnich przedsiębiorstw”, red. D. Zarzecki, Szczecin 2008, s. 127.

Jak wspomniano, najwięcej środków zostanie przeznaczonych w ramach NSS na realizację programów operacyjnych Celu „Konwergencja” (66,5 mld euro). Szczegółowy podział tych środków prezentuje poniższa tabela.

Tabela 35 Podział funduszy w układzie programów operacyjnych Celu Konwergencja

Program operacyjny	Wartość programu mld euro	Udział programu w całkowitej alokacji środków	Źródło finansowania
Infrastruktura i Środowisko	27,9	41,9%	EFRR, FS
Regionalne Programy Operacyjne	16,6	24,9%	EFRR
Kapitał Ludzki	9,7	14,6%	EFS
Innowacyjna Gospodarka	8,3	12,5%	EFRR
Rozwój Polski Wschodniej	2,3	3,5%	EFRR*
Pomoc Techniczna	0,5	0,8%	EFRR
Razem	65,3	98,0%	

* w tym dodatkowo 992 mln euro przyznane przez Radę Europejską dla 5 regionów Polski, w których PKB na mieszkańca jest najniższe w całej UE (województwa: lubelskie, podkarpackie, podlaskie, świętokrzyskie, warmińsko – mazurskie)

Źródło: Narodowe Strategiczne Ramy Odniesienia 2007-2013, Ministerstwo Rozwoju Regionalnego, Warszawa, maj 2007, s. 116.

Pozostałe 2 % (1,3 mld euro) zostaną przeznaczone na utworzenie *krajowej rezerwy wykonania*.

Dostępność środków z Unii Europejskiej, z uwagi na ich skalę i znaczenie, dla wielu podmiotów będzie jednym z istotnych czynników zdobywania przewagi konkurencyjnej. Pozytywne doświadczenia podmiotów wykorzystujących środki przedakcesyjne oraz, a w zasadzie przede wszystkim, fundusze z poprzedniego okresu programowania (2004 – 2006), sprawiły, że polscy przedsiębiorcy z wielką niecierpliwością czekali na uruchomienia kolejnych programów i konkursów w obecnej perspektywie finansowej (2007 – 2013). Opóźnienia w tym zakresie sprawiły, że praktycznie poza kilkoma programami pilotażowymi (oraz środkami z uwolnionych rezerw czy pochodzącymi z przesunięć w ramach mniej popularnych działań z poprzedniego okresu programowania) rok 2007 oraz pierwsza połowa roku 2008 były praktycznie pozbawione dostępu do większości funduszy UE przewidzianych na ten okres. Ogromne zainteresowanie obserwowane w uruchamianych kolejno programach operacyjnych świadczą o tym, że polscy przedsiębiorcy dostrzegają znaczenie funduszy europejskich i chętnie po nie sięgają.

Według danych wygenerowanych z Krajowego Systemu Informatycznego, w Polsce, od początku uruchomienia programów do 3 stycznia 2010 roku, złożono 101,5 tys. wniosków (poprawnych pod względem formalnym) na całkowitą kwotę dofinansowania (zarówno środki unijne, jak i środki krajowe) 233,3 mld zł. W tym samym okresie podpisano z beneficjentami dwadzieścia siedem tysięcy sto osiemdziesiąt cztery umowy o dofinansowanie na kwotę 104 mld zł wydatków kwalifikowanych, w tym dofinansowanie w części UE 72,8 mld zł, co stanowi 26,9% alokacji na lata 2007 – 2013.

Dotychczasowe problemy w absorpcji funduszy w Polsce miały przede wszystkim charakter systemowy. Konieczna była integracja wykorzystania funduszy unijnych z innymi źródłami publicznymi, czy przekształcenia administracyjne podmiotów wdrażających i zarządzających poszczególnymi programami. Stopniowo następuje proces uczenia się w organach administracji publicznej. Uczą się też sami beneficjenci, którzy niejednokrotnie po wcześniejszych dobrych doświadczeniach z większą odwagą sięgają po coraz ambitniejsze programy.

Wnioski

Jednym z celów niniejszej rozprawy doktorskiej jest ocena i porównanie, z punktu widzenia przedsiębiorstwa, procesu pozyskiwania środków z zewnętrznych źródeł z szeroko rozumianego polskiego rynku finansowego. Jest nim również dostarczenie empirycznych danych do oceny i porównania, z punktu widzenia przedsiębiorcy i obserwatora, procesu pozyskiwania środków ze źródeł szeroko rozumianego polskiego rynku finansowego i kapitałowego.

Historia polskiego rynku finansowego i kapitałowego w obecnym kształcie jest stosunkowo krótka. Wynika to z faktu, że w Polsce przez ponad pięćdziesiąt lat funkcjonował system gospodarki centralnie planowanej. W tym systemie wartość środków finansowych przekazywanych danemu przedsiębiorstwu nie zależała od efektywności ich wykorzystania, ale od decyzji gospodarczo - politycznych. Podstawowym elementem finansowania działalności przedsiębiorstw były centralnie sterowane kredyty bankowe. Począwszy od 1946 roku wyłączne prawo do kredytowania wszystkich przedsiębiorstw działających na terenie Polski otrzymał Narodowy Bank Polski. Istniejące oprócz Narodowego Banku Polskiego inne banki, takie jak: Bank Gospodarki Żywnościowej, czy Bank Handlowy w Warszawie S.A., nie odgrywały żadnej samodzielnej roli w gospodarce. Nie dopuszczano również do działalności banków zagranicznych na terytorium naszego kraju.

W obecnej formie rynek finansowy i kapitałowy zaczęły się kształtować na początku lat dziewięćdziesiątych. Było to konsekwencją zachodzącej w Polsce w tym okresie transformacji ustrojowej. Towarzyszące jej przemiany polityczne, społeczne i gospodarcze dotknęły również zasad działalności przedsiębiorstw i sposobów ich finansowania. W systemie gospodarki opartym na wolnej konkurencji głównym celem działania firmy stała się maksymalizacja jej wartości. Osiągnięcie tego celu wymagało i wymaga od właścicieli i osób zarządzających przedsiębiorstwem kierowania się w swoich działaniach czynnikami ekonomicznymi takimi, jak między innymi: dbałość o wyniki finansowe, skuteczne zarządzanie zasobami organizacji, nadzór nad jakością towarów i usług. Wspomniane czynniki ekonomiczne determinują również wartość dopływu środków finansowych do danego przedsiębiorstwa. W epoce kapitalizmu środki finansowe powinny być bowiem lokowane jedynie w przedsięwzięcia efektywne. Sprawność przepływu środków pieniężnych pomiędzy podmiotami posiadającymi ich nadwyżki, a podmiotami zgłaszającymi

zapotrzebowanie na nie, może świadczyć o dojrzałości funkcjonującego w danym kraju systemu finansowego.

Na początku okresu transformacji polski system finansowy znajdował się w fazie kapitalizmu właścicielskiego. W tej fazie system finansowy opierał się głównie na bankach depozytowych, które przyjmowały oszczędności w różnych formach od jednostek, którymi były zarówno osoby indywidualne, jak i firmy, i wykorzystywały je w większości na zabezpieczone pożyczki oraz, w mniejszym stopniu, na inwestycje w obligacje państwowe. Inne instytucje finansowe, takie jak np. towarzystwa ubezpieczeniowe czy fundusze powiernicze, nie odgrywały w tej fazie większej roli. Podstawowym źródłem finansowania działalności gospodarczej były środki własne przedsiębiorstw, które pochodziły z zatrzymanych zysków.

Dynamicznym zmianom, jakie zachodziły w polskiej gospodarce w latach dziewięćdziesiątych, towarzyszył proces ewolucji systemu finansowego w kierunku kapitalizmu menadżerskiego. W tym okresie coraz większą rolę zaczął odgrywać rynek kapitałowy. Powstawały pozabankowe instytucje finansowe gromadzące oszczędności, takie jak fundusze ubezpieczeniowe i fundusze powiernicze. Wraz z rozwojem instytucji finansowych rozwijał się również rynek kapitałowy, który umożliwiał osobom prywatnym i instytucjom gromadzącym oszczędności ulokowanie ich w papiery wartościowe pozostające w obrocie giełdowym. W Polsce system finansowy rozwija się według modelu anglosaskiego, według którego następował powolny wzrost roli rynku kapitałowego jako instrumentu monitorującego i dyscyplinującego firmy notowane na giełdzie. Rozwój rynku kapitałowego umożliwiał przedsiębiorstwom pozyskanie dodatkowych środków finansowych poprzez emisję papierów wartościowych. Z procesem tym łączy się jednak często oddzielenie funkcji właścicielskiej od menadżerskiej, co mogło być przyczyną konfliktu interesów między właścicielem a zarządcą.

Obecnie polski system finansowy przechodzi w trzecią fazę ewolucji – kapitalizm instytucjonalny. W tej fazie rynki kapitałowe wykonują funkcje alokowania nowych oszczędności, monitorowania i dyscyplinowania firm, jak również gromadzenia środków pieniężnych, zarówno dla spółek niefinansowych, jak i finansowych. Zmniejsza się rola banków depozytowych, rośnie natomiast aktywność banków inwestycyjnych i departamentów inwestycyjnych banków uniwersalnych. Dominującą rolę jako instytucji zbierających duże

oszczędności i podejmujących decyzje, co do ich alokacji, odgrywają fundusze ubezpieczeniowe i emerytalne oraz do pewnego stopnia również, fundusze powiernicze.

Znajomość historii ewolucji polskiego systemu finansowego, w tym również systemu zasilania podmiotów gospodarczych w środki finansowe, jest kluczem do zrozumienia panującej obecnie sytuacji na rynku finansowym i kapitałowym. Polska gospodarka mimo blisko dwudziestu lat przemian nadal musi bowiem nadrabiać zaległości wobec krajów zachodnich. Pojawiające się w naszym kraju nowe instrumenty finansowe, w systemach finansowych krajów rozwiniętych funkcjonują już od dziesiątek lat. Brak doświadczenia i niejednokrotnie wiedzy, powoduje, że właściciele i menadżerowie działających w Polsce przedsiębiorstw nie zawsze potrafią sami wybrać odpowiednie dla potrzeb swojej firmy źródło finansowania. W rezultacie mimo stosunkowo szerokiej oferty rynkowej, polscy przedsiębiorcy najczęściej wybierają tradycyjne formy pozyskiwania środków finansowych.

Rozważania moje dotyczące sprawności obecnego systemu finansowania działalności gospodarczej, w sposób jasny ukazują wyrównane relacje zaangażowania kapitałów własnych i obcych. Skłania to do wniosku, że obydwie formy finansowania cieszą się jednakowym zainteresowaniem przedsiębiorców, wobec czego można przypuszczać, że zarówno wady, jak i zalety każdej z nich znoszą się. Wartość kapitałów własnych w bilansach przedsiębiorstw w 2008 roku wyniosła 959,2 mld zł. Niestety, nie ma dostępnych danych dezagregujących tę wartość na subrynki kapitału własnego. Praktycznie dostępne są jedynie informacje z niektórych sformalizowanych jego segmentów – wartość debiutów giełdowych w 2008 roku wyniosła 9,32 mld zł, a wartość inwestycji funduszy private equity i venture capital szacowana jest na 2,5 mld zł. Stanowi to jednak zaledwie ułamek wartości całego rynku kapitału własnego. Jego podstawowym źródłem obok wkładów własnych dotychczasowych właścicieli są zyski zatrzymane - według danych Głównego Urzędu Statystycznego w 2008 roku wartość zysków zatrzymanych w badanym roku obrotowym wyniosła 76,8 mld zł. Natomiast wartość kapitałów obcych, w tym samym okresie, osiągnęła wartość około 941,3 mld zł. Należy w tym miejscu zauważyć, że przedstawiona powyżej struktura nie jest typowa dla wszystkich grup przedsiębiorstw działających w naszym kraju. Struktura finansowania musi być indywidualnie dostosowywana do potrzeb danej firmy. O wyborze konkretnego źródła pozyskiwania środków finansowych w praktyce decyduje wiele czynników. Zaliczyć do nich można między innymi: dostępność, koszty, elastyczność, spodziewany efekt dźwigni finansowej oraz ryzyko obsługi.

Najpopularniejszym wśród polskich przedsiębiorców sposobem pozyskiwania zewnętrznych środków finansowych są jego tradycyjne źródła, czyli wszelkiego rodzaju kredyty bankowe i pożyczki. Wskazują na to zarówno przedstawione w niniejszej pracy doktorskiej wyniki badań ankietowych przeprowadzonych przeze mnie na grupie stu sześćdziesięciu ośmiu przedsiębiorstw zrzeszonych w Północnej Izbie Gospodarczej w Szczecinie, jak i dane pochodzące z Głównego Urzędu Statystycznego. Wedle tych ostatnich wartość kredytów bankowych udzielonych działającym w Polsce podmiotom gospodarczym w 2008 roku wyniosła 316,2 mld zł. Duże zainteresowanie taką formą finansowania może wynikać z faktu, że w większości korzystają z niej firmy duże, zatrudniające pięćdziesiąt i więcej pracowników – ich udział w ogólnej wartości kredytów i pożyczek wynosi ponad 80%. Dla tych firm wymagania stawiane przez banki i fundusze pożyczkowe są zdecydowanie mniej uciążliwe. Rzadziej z kredytów i pożyczek korzystają firmy małe (niecałe 20% portfela kredytowego banków i funduszy pożyczkowych), co wynika głównie z braku możliwości małych przedsiębiorców sprostania oczekiwaniom banków co do sposobów zabezpieczeń, czy dokumentowania ich działalności, ze względu na rozbudowane wymogi formalne banków oraz z relatywnie mniejszych wartościowo potrzeb tej grupy przedsiębiorstw. Banki dostrzegają jednak segment MSP – wydzielając dla nich osobne produkty, ale także rozwijają swoje techniki scoringowe i ratingowe, dzięki którym ocena tej grupy klientów staje się łatwiejsza.

Innym popularnym sposobem finansowania działalności gospodarczej jest kredyt kupiecki. Wartość środków finansowych pozyskanych dzięki tej metodzie przez polskie przedsiębiorstwa w 2008 roku wyniosła około 273,2 mld zł. Można przypuszczać, że na popularność tej metody mają wpływ ograniczone do minimum formalności, czyli fakt, iż jest to umowa, często słowna, albo wyrażona na dokumencie zapłaty, co do terminu uregulowania zobowiązania. W porównaniu do kredytu bankowego niewątpliwą zaletą tej metody są jej niskie koszty. Kredyt kupiecki, jeśli został udzielony na podstawie zawartej wcześniej umowy, jest często nieoprocentowany. Z drugiej strony, jeśli przedsiębiorstwo z powodu braku środków finansowych zostało zmuszone do zaciągnięcia takiego kredytu bez zgody dostawcy, jego koszty mogą okazać się znacznie wyższe niż w przypadku tradycyjnego kredytu bankowego. Wynika to z faktu, że w przypadku nieterminowej spłaty zobowiązań wierzyciel może oddać sprawę do sądu lub odsprzedać przeterminowane należności firmie windykacyjnej.

Dominacja kredytów i pożyczek, jako źródeł finansowania obcego, wskazuje na ich zasadniczą rolę, jaką odgrywają w gospodarce. Biorąc pod uwagę prawie dwadzieścia lat funkcjonowania polskich przedsiębiorstw w warunkach wolnego rynku, należy założyć, że rynek usług i produktów finansowych dla klientów korporacyjnych w Polsce jest jeszcze dojrzewający. Dostępność kredytów jest kluczową sprawą dla przedsiębiorstw. Chodzi zarówno o duże kredyty pod większe inwestycje, ale także te dla małych i średnich firm, bez których gospodarka przestanie się rozwijać. Formą wspomagającą mniejsze podmioty w pozyskiwaniu środków finansowych z sektora bankowego są fundusze poręczeniowe i pożyczkowe. Fundusze poręczeniowe pomagają w uzyskaniu dostępu do zewnętrznego finansowania w formie kredytu bankowego przedsiębiorstwom, które posiadają zdolność kredytową, ale nie posiadają wymaganych przez instytucję finansującą zabezpieczeń. Fundusze pożyczkowe dostarczają kapitał początkowy lub rozwojowy przedsiębiorstwom i osobom rozpoczynającym działalność gospodarczą, które z uwagi na brak zdolności kredytowej oraz inne ograniczenia systemu bankowego w zakresie kredytowania (np. konieczność udokumentowania historii kredytowej lub brak akceptacji przez banki większego ryzyka), mają małe szanse na uzyskanie kredytu bankowego. Z przedstawionych w niniejszym opracowaniu analiz wynika, że od początku swojej działalności fundusze pożyczkowe udzieliły pożyczki o wartości około 2,8 mld zł. Skala tych pożyczek może nie jest imponująca, jak jednak wcześniej wspomniano, spełniają one niezwykle istotną rolę funkcjonowaniu mikro i małych przedsiębiorstw. Zarówno fundusze pożyczkowe jak i poręczeniowe nie stanowią konkurencji dla tradycyjnego kredytu bankowego są raczej formami komplementarnymi. W przypadku funduszy poręczeniowych można nawet stwierdzić, że wpływają one na zwiększenie atrakcyjności tradycyjnego kredytu bankowego. Wynika to z faktu, że podmioty korzystające z pomocy funduszy poręczeniowych, charakteryzują się mniejszym ryzykiem niewypłacalności, co bezpośrednio wpływa na zmniejszenie kosztu kredytu oferowanego przez bank.

Na potrzeby niniejszej rozprawy doktorskiej podjąłem się próby analizy sektora bankowego. Jednym z wniosków płynących z tej analizy jest fakt, iż oferta produktowa jest kluczowym elementem, decydującym w znaczący sposób o efektywności modelu biznesowego banku. Rozwój rynku tego typu usług stał się szybszy dzięki zagranicznym bankom, które poprzez otwieranie własnych placówek, bądź poprzez przejęcia polskich banków, wniosły budowane przez wiele lat na rynkach rozwinięte rozwiązania rynkowe. Dzięki temu, standardowa gama produktów dłużnych takich jak kredyty obrotowe,

inwestycyjne itp., systematycznie poszerza się o coraz bardziej wyrafinowane produkty transakcyjne. Korzyść z takiego rozwoju sytuacji jest oczywiście zarówno po stronie klientów, którzy mogą bardziej efektywnie zarządzać swoimi finansami, jak i po stronie instytucji finansowych, które dzięki szerokiej ofercie mogą istotnie zwiększać swoje przychody.

Z przeprowadzonych analiz wynika, że obecnie wszystkie badane banki posiadają szeroką ofertę produktową, uwzględniającą najistotniejsze produkty finansowe. Jednak posiadanie w ofercie tych najbardziej wyrafinowanych instrumentów w praktyce nie gwarantuje dostępności i możliwości ich wykorzystania w oddziałach, poza centralami banków, co wynika z braku doświadczenia związanego z obsługą tych produktów. Warto również zaznaczyć, że nie istnieje jednolity i spójny system segmentacji klientów we wszystkich bankach. Część banków posiada jasne i ścisłe reguły podziału klientów korporacyjnych, dostosowując model obsługi i oferty do poszczególnych grup. Najczęściej stosowanym kryterium przyporządkowującym klienta do danej grupy, jest kryterium wielkości rocznych obrotów. Natomiast część spośród badanych banków obsługuje wszystkich klientów według tego samego schematu.

Bardzo istotnym aspektem rozwoju sytuacji na polskim rynku bankowości korporacyjnej jest zmiana procesów analitycznych i decyzyjnych związanych ze zdolnością kredytową i oceną wiarygodności klienta. Dynamiczny przyrost potencjalnych klientów oraz strategie banków narzucające corocznie duże przyrosty wartości obsługiwanych portfeli, wymuszają zmiany w procedurach, prowadzące do większej odpowiedzialności spoczywającej na pracownikach szczebla operacyjnego. Dotyczy to zarówno samej obsługi, związanej z ofertą, procedurą ratingową jak i samych decyzji kredytowych, które w wielu bankach (np. w BRE) zapadają na szczeblu oddziału regionalnego. Dzięki tym zmianom, możliwe jest mniej czasochłonne uruchamianie produktów. Daje to również możliwość pewnego zmniejszenia obowiązków formalnych stawianych klientom.

Rozszerzająca się dynamicznie oferta produktowa i decentralizacja decyzyjna, niesie za sobą pewne ryzyka dla banków. Najbardziej zaawansowane produkty rynku finansowego często wiążą się ze złożonymi procedurami uruchamiania i wykorzystania. W związku z powyższym pracownicy banków biorący udział w udostępnianiu takich produktów muszą posiadać szczegółowe kompetencje z bardzo szerokiego zakresu wiedzy bankowej. Prowadzi to do następujących zjawisk:

- konieczność ponoszenia znaczących nakładów na podnoszenie kwalifikacji pracowników,
- duże ryzyko związane z trudnością w zastępowaniu kadry (odejście wysoko wykwalifikowanego pracownika wiąże się często z wieloma tygodniami poszukiwań następcy, a rotacja kadrowa w sektorze bankowym jest wysoka),
- zwiększone ryzyko popełniania przez pracowników błędów prowadzących do strat bądź innego rodzaju konsekwencji dla banku.

Należy rozszerzyć kontekst tych czynników o fakt, że wysoka dynamika sektora bankowego w Polsce i pęd pracowników za wysokimi wynikami często wiąże się z utratą dokładności i precyzji, jaka wymagana jest w przypadku świadczenia usług bankowych.

Biorąc jednak pod uwagę wyniki badań empirycznych dotyczących oceny działalności banków komercyjnych w Polsce, można zauważyć, że jakość świadczonych usług we wszystkich badanych bankach znajduje się na podobnym poziomie. Klienci oczekują pewnego standardu obsługi i jakości produktów bankowych. Jeśli nie jest on zapewniony, to zmieniają bank. Banki jednak starają się świadczyć swoje usługi na poziomie wymaganym na rynku. Otrzymane wyniki wskazują na relatywnie niewielkie zróżnicowanie poszczególnych ocen w ramach analizowanej grupy banków. Zarówno przyczyny pozostawania w danym banku, ogólna ocena relacji, obsługi i poziomu satysfakcji z usług jest podobna we wszystkich analizowanych bankach.

Tym niemniej na dostępność kredytów dla wszystkich uczestników rynku będzie miał wpływ trwający obecnie kryzys finansowy. Polskie banki prawdopodobnie nie będą potrzebowały dokapitalizowania, tak jak ich centrale na świecie. Potrzebne jest jednak przywrócenie zaufania w sektorze bankowym, aby na nowo mógł zacząć sprawnie funkcjonować rynek finansowania. Obecnie nasilają się problemy z płynnością wynikającą z ograniczonej podaży pieniądza na rynku. Już dzisiaj polskie banki, wprowadzają wytyczne ich zagranicznych właścicieli, dotyczące limitów kredytowych dla poszczególnych branż. W konsekwencji ograniczenia podaży kredytów, wzrasta ich koszt (działa prawo podaży i popytu). A to z kolei obniża zainteresowanie nimi ze strony inwestorów. W skrajnej sytuacji może się zdarzyć, że ci, którzy posiadają pieniądze, nie będą chcieli ich wprowadzać do obrotu gospodarczego, gdyż będą to uważali po prostu za bardziej ryzykowne. A dostępność kredytów jest kluczową sprawą dla przedsiębiorstw. I nie chodzi tylko o duże kredyty pod wielkie inwestycje. Równie istotne są te dla małych i średnich firm, bez których gospodarka

przestanie się rozwijać. Jest tu olbrzymia rola do odegrania przez państwo, które aktywnie powinno zaangażować się w udzielanie gwarancji, a które powinny być odpowiednio adresowane i skonstruowane. Tu z kolei potrzeba planu uzdrowienia gospodarki w sferze realnej, czyli decyzji określających, które sektory gospodarki najbardziej potrzebują wsparcia i jakie będą jego efekty.

Z sektorem bankowym wiąże się bezpośrednio aktualny kryzys na światowych rynkach finansowych. Różni się on od dotychczasowych kryzysów, ponieważ nie rozpoczął się od sfery realnej, a miał swój początek właśnie w sferze finansowej gospodarki. Stąd w zasadzie nie miały one globalnego charakteru. Były to raczej kryzysy krótkotrwałe i niezbyt głębokie. Wyjątek stanowi przypadek Japonii, która przeżyła głęboki i długotrwały kryzys w latach dziewięćdziesiątych rozpoczęty właśnie na rynkach finansowych. Eksperti Międzynarodowego Funduszu Walutowego (MFW) poddali analizie ponad sto przypadków finansowego stresu w krajach rozwiniętych. Kryzys finansowy, któremu towarzyszył kryzys bankowy powodował większe spowolnienie wzrostu, a recesja była głębsza i trwała dłużej. Sytuację z reguły pogarszały wzrost cen aktywów m.in. na rynku nieruchomości, czy silne zadłużenie gospodarstw domowych.

Rynek ryzykownych kredytów hipotecznych typu subprime w USA spowodował spadek popytu zarówno inwestycyjnego jak i konsumpcyjnego. Rozprzestrzenił się prawie natychmiast na rynki całego świata z uwagi na szczególną rolę gospodarki amerykańskiej. Amerykańscy inwestorzy są dominującymi graczami na światowych rynkach kapitałowych, właścicielami wielu ponadnarodowych instytucji finansowych, a dolar jest wciąż uważany za światową walutę. W związku z powyższym w momencie wystąpienia kryzysu w USA, inwestorzy amerykańscy wobec ograniczenia płynności na rodzimym rynku zaczęli wycofywać swoje oszczędności z rynków (giełd) całego świata. Amerykańskie instytucje finansowe o zasięgu globalnym zmuszone były ujawnić straty, ponieważ załamał się rynek kredytów subprime, w który wiele z tych globalnych instytucji było zaangażowanych. To spowodowało problemy z płynnością finansową na świecie i stało się impulsem recesyjnym.

Dla Polski to może oznaczać ograniczenie finansowania zagranicznego, załamanie się rynków eksportowych, zmniejszenie zapotrzebowania na polską siłę roboczą oraz zaostrzenie międzynarodowych regulacji systemowych. Oznacza to także poważne utrudnienia, jeśli chodzi o finansowanie działalności gospodarczej. Ograniczone zostanie nie tylko finansowanie zewnętrzne firmy – o wiele trudniej będzie o kredyty, gdyż banki po

ustabilizowaniu struktury portfeli ludności i osłabieniu przyrostu depozytów na nowo będą musiały poszukiwać źródeł finansowania. Firmy będą miały także problemy z finansowaniem wewnętrznym – na skutek spadku rentowności. Należy także spodziewać się spadku popytu wewnętrznego – w pierwszej kolejności inwestycyjnego, a w dalszej konsumpcyjnego, jako skutek m.in. zahamowania wzrostu wynagrodzeń, przy jednoczesnym wzroście bezrobocia.

Spowolnienie gospodarcze w Polsce przewiduje się na 2010 rok, a skutki kryzysu mają być najbardziej odczuwalne w 2011. Tym niemniej skutki te powinny być łagodniejsze niż w krajach rozwiniętych, ponieważ jako tzw. rynek wschodzący w dalszym ciągu mamy większy potencjał wzrostu, Polacy są dużo mniej zadłużeni niż Amerykanie, czy mieszkańcy Europy Zachodniej, a ponadto jesteśmy beneficjentem znacznej pomocy Unii Europejskiej, głównie w programach wspierających infrastrukturę. Istnieją też zagrożenia dla Polski, wynikające z faktu, że nie mamy wspólnej z krajami europejskimi waluty i że będąc rynkiem wschodzącym, poza potencjałem wzrostu, jesteśmy także postrzegani jako rynek bardziej ryzykowny. W okresach dekonjunktury i kryzysu inwestorzy w panice przenoszą swoje środki z inwestycji bardziej ryzykownych do mniej ryzykownych, w ten sam sposób oceniając rynki całych krajów. W tym sensie rynki krajów rozwiniętych będą postrzegane jako bardziej bezpieczne niż rynki krajów wschodzących. Część ekspertów uważa jednak, że w Polsce nie było powodów do ograniczenia podaży pieniądza, zwłaszcza na rynku międzybankowym. Krytycznie odnoszą się oni do realizowania przez banki restrykcyjnej polityki ich zagranicznych central. Jednym z niekorzystnych efektów takich działań może być przyspieszenie i pogłębienie wyhamowania realnej sfery gospodarki. Ograniczenie finansowania oznacza wstrzymanie inwestycji, które są motorem rozwoju i wzrostu tak przedsiębiorstw jak i całej gospodarki. Oznacza to też zmniejszenie konsumpcji. Należy jednak przy tym zauważyć, że polskie społeczeństwo jest mniej zadłużone niż konsumenci w USA czy Europie Zachodniej. W Polsce konsumpcja jest wciąż oparta w dużej mierze na funduszu płac, a nie na kredycie, który zdominował źródła konsumpcji zwłaszcza w Stanach Zjednoczonych. Z kolei społeczeństwo europejskie posiada więcej oszczędności niż Amerykanie, i to właśnie oszczędności staną się źródłem pokrywającym ich konsumpcję w czasach recesji i w części pozwolą zniwelować wzrost bezrobocia. Amerykanie natomiast oszczędności praktycznie nie posiadają. Będzie to jedną z przyczyn, dla których USA przeżyją kryzys dotkliwiej niż Europa.

Trudne czasy nadchodzą jednak nie tylko dla klientów banków, ale też i one same muszą się spodziewać pogorszenia wyników, ponieważ obniżają się źródła ich zarobkowania. Wprawdzie banki skorzystały na fali środków masowo wycofywanych z giełd papierów wartościowych i funduszy inwestycyjnych, ale negatywnym skutkiem tej akcji był spadek prowizji wypłacanych przez fundusze inwestycyjne bankom pośredniczącym w dystrybucji ich jednostek uczestnictwa oraz innych dochodów, jakie banki otrzymują będąc (współ)właścicielami instytucji zarządzających funduszami inwestycyjnymi. Ponadto, po wygaśnięciu fali dopływu depozytów banki ponownie stanęły wobec konieczności poszukiwania źródeł finansowania. Oczywiście jest to ich statutowe zadanie, jednakże z uwagi na rozmiary paniki na rynku finansowym konieczne jest zaangażowanie państwa w przywrócenie zaufania na rynku. Zanim to jednak nastąpi, banki muszą sobie radzić same. Jednym z przykładów działań, jakie w tym celu podjęły jest podwyższenie tzw. *spread'ów walutowych* (różnica między kursem kupna i sprzedaży waluty), co istotnie podraża kredyty denominowane w obcych walutach i stanowi ukryty koszt kredytu. Podraża to także operacje walutowe przeprowadzane przez klientów. Innym sposobem poprawienia płynności jest sprzedaż wierzytelności. Obecnie taka oferta banków spotyka się z zainteresowaniem firm windykacyjnych, jednakże masowe przekazywanie wierzytelności do tych specjalistów (zwiększanie podaży wierzytelności) może doprowadzić do wzrostu cen za te usługi i obniżenia wartości samych portfeli wierzytelności wystawianych na sprzedaż. Bankom opłaca się sprzedawać stare kredyty, ponieważ straty, które na nich poniosą, będą mogły odliczyć od podatku. Obecnie (listopad 2008) wartość wierzytelności detalicznych wystawionych na sprzedaż przekroczyła w Polsce już 1 mld zł. Jednakże w przypadku utrzymywania się tendencji wzrostowej i firmy skupujące wierzytelności mogą mieć problemy ze zgromadzeniem środków na ich zakup. To może spowodować zwrot w kierunku windykacji na zlecenie wierzycieli.

Konkretne działania rządu polskiego mogą znacznie złagodzić skutki istniejącego kryzysu, a wzorem winna być aktywność USA oraz państw Europy Zachodniej. Obecna aktywność rządów wynika z wniosków wyciągniętych po okresie Wielkiej Depresji lat trzydziestych w USA. Za jedną z przyczyn rozmiarów ówczesnego kryzysu ekonomieści zgodnie uznają bierne zachowania władz, które doprowadziły do paniki na rynku bankowym i załamania sektora finansowego. Natomiast za podstawowe narzędzie naprawcze uznano program dokapitalizowania banków przez państwo, który został uruchomiony w 1933 roku. Polska powinna więc na bieżąco śledzić rozwiązania, o których mówią inne państwa, przy

jednoczesnym braniu pod uwagę specyfiki naszego kraju. Ważne jest bowiem dotrzymanie tempa zmian zachodzących w świecie, tak aby nie pozostać w tyle. Możliwe rozwiązania należałoby podzielić na te odnoszące się do sfery finansowej gospodarki i te dotyczące jej sfery realnej. Do takich działań można zaliczyć: stworzenie przez rząd systemu gwarancji rządowych, określenie dynamiki udzielania kredytów dla gospodarki, określenie strategicznych sektorów i ich wsparcie, jak i pobudzenie innowacji. Polskie banki prawdopodobnie nie będą potrzebowały dokapitalizowania, tak jak ich centrale na świecie. Natomiast przywrócenie zaufania w sektorze bankowym powinno być zadaniem kluczowym, a jednym z narzędzi będą właśnie planowane do uruchomienia gwarancje rządowe. Aktualny kryzys ma jednak i pozytywną stronę – możliwość wykorzystania pojawiających się możliwości rozwoju, w tym atrakcyjnie wyceniane aktywa.

Kryzys finansowy oraz kryzys zaufania do banków, wzrost awersji do ryzyka, odpisy banków na rezerwy na wypadek trudności w odzyskaniu udzielonych kredytów oraz zaostrzenie procedur przy ocenie zdolności kredytowej doprowadziły w dwóch ostatnich latach do spowolnienia tempa przyznawania, a w niektórych przypadkach nawet cofnięciu już udzielonych kredytów przedsiębiorstwom. W takiej sytuacji, gdy spółki wciąż widzą potrzebę dalszych inwestycji oraz muszą regulować swoje zobowiązania w terminie, w niekorzystnych warunkach spadającej sprzedaży i rosnącej puli należnych im środków od kontrahentów w większym stopniu niż w okresie prosperity zwracają uwagę na inne - pozostałe formy finansowania działalności. Przedstawione w powyższym podrozdziale metody zaspokajania potrzeb finansowych przedsiębiorstw mają różne przeznaczenie, dlatego podsumowując opisane dane nie należy o tym zapominać.

W roku 2008 najwięcej środków pozyskano dzięki factoringowi oraz forfaitingowi, a w dalszej kolejności znajdowały się leasing, dotacje, franczyza oraz sekurytyzacja. Już sama kolejność wymienionych źródeł jest potwierdzeniem, że Polska gospodarka znajduje się w fazie spowolnienia gospodarczego, czego skutkiem są problemy w finansowaniu bieżącej działalności. Przedsiębiorstwa funkcjonują w dynamicznym otoczeniu, które zmusza je do utrzymywania nieustannie pewnej części środków w jak najbardziej "płynnej" formie, do których należą gotówka oraz kredyt na rachunku bieżącym w banku. Jeżeli spada popyt na produkty i usługi, a wraz z nim obroty i wypracowywane środki pieniężne, alternatywą dla regulowania zobowiązań stają się należności od odbiorców. Jeśli natomiast opisana wcześniej sytuacja dotyczy wszystkich przedsiębiorstw, to nie będzie możliwości, aby i one regulowały

terminowo swoje zobowiązania. Następuje zamknięcie wszystkich (lub prawie wszystkich) dróg szybkiego dopływu środków do firmy. Wybrane przedsiębiorstwa mogą jeszcze wtedy liczyć na usługi wykupu należności.

Według danych Polskiego Związku Leasingu wartość środków trwałych oddanych w leasing w 2008 roku wyniosła około 33,1 mld zł, co przy nakładach inwestycyjnych z tego okresu na poziomie 217 mld zł stanowi 15%. Warto podkreślić, że jest to wynik dwukrotnie lepszy, niż emisja obligacji, co świadczy o silnej pozycji finansowania nakładów inwestycyjnych za pośrednictwem firm leasingowych. Rosnąca w ostatnich latach popularność tej formy finansowania wskazuje, że w określonych warunkach może ona stanowić istotną konkurencję dla kredytu bankowego. Leasing w Polsce jest formą tańszą od kredytu, ponieważ funkcjonują na nim firmy o silnej pozycji, które nie należą do grup kapitałowych wielkich banków. Dzięki temu na rynku jest dużo większa elastyczność, choćby produktowa (leasing dla lekarzy, prawników, sektora IT itp.) oraz konkurencyjność cenowa. Jeśli rynek leasingu byłby zdominowany de facto przez banki, to nie można by oczekiwać, że warunki leasingu będą korzystniejsze niż kredytu, ponieważ nie byłoby to w interesie tak leasingodawców jak i kredytobiorców. Walka konkurencyjna z prywatnymi firmami wyspecjalizowanymi w leasingu zmusza banki do dostosowywania się do ich warunków, bo inaczej nie zdobędą klientów, natomiast firmy leasingowe, żeby być bardziej konkurencyjne, muszą oferować usługi tańsze niż kredyt. Opłacalność kredytu bankowego, w porównaniu do leasingu operacyjnego lub finansowego, zależy jednak od sytuacji finansowej firmy, a także przedmiotu zakupu. Przed podjęciem decyzji o wyborze określonego sposobu finansowania wskazane jest więc sprecyzowanie głównych parametrów (czyli okresu umowy, wysokości wkładu własnego) i porównanie symulacji kosztów finansowania. Rozszerzenie symulacji o dodatkowe wyliczenia własne (amortyzacja, wartość tarczy podatkowej) pozwoli na porównanie kosztów całkowitych. Należy przy tym zauważyć, że leasing wykorzystywany jest przede wszystkim do finansowania zakupu pojazdów. Zostało już zauważone, że dynamika wartości tego rynku jest silnie uzależniona od ogólnej tendencji w sprzedaży samochodów osobowych w gospodarce i na całym świecie. W Polsce zaczyna być powoli widoczne duże nasycenie rynku samochodami i dopóki nie dokona się jakościowa zmiana w zamożności społeczeństwa, nie należy oczekiwać poprawy obecnych trendów w "sprowadzaniu" samochodów, a nie kupowaniu, bądź leasingowaniu nowych. To jednak nie jedyny przyczyna spadku wartości leasingu samochodów, ponieważ drugą są działania dealerów samochodowych, którzy najbardziej tracą na sprzedaży nowych aut, w związku z

czym, coraz częściej proponują swoim klientom zamianę starego samochodu na nowszy model za dopłatą. Nie oczekują, aż znajdzie się nabywca na stary samochód klienta, a przenoszą to ryzyko na siebie, a dokładnie na komis, z którym mają podpisaną umowę. W ten sposób klient ma nowy samochód, a dealer różnicę w wycenie obu aut oraz całość lub część wartości starego samochodu swojego klienta.

Wpływy z factoringu oraz forfaitingu, pomimo wzrostu rok do roku, wciąż stanowią ułamek środków pozyskanych ze stricte rynku bankowego. Nie wszystkie przedsiębiorstwa jeszcze mają wiedzę i odwagę do powierzania swoich należności firmom zewnętrznym zwłaszcza, że w Polsce dominują mikro i małe firmy, których kontakty biznesowe często opierają się również na prywatnych znajomościach właścicieli, a to mogłoby popsuć te relacje. Można zaryzykować tezę, że przedsiębiorcy mimo wszystko bardziej cenią niematerialny kapitał kontaktów, niż ten finansowy i nie chcą ryzykować utraty tego pierwszego. Oczywiście, nie bez znaczenia są również koszty zarządzania należnościami w porównaniu z kredytem. Podstawowy factoring to wprawdzie gwarancja otrzymania zaliczki w kwocie do 90% wartości nominalnej egzekwowanej kwoty, natomiast występują jeszcze koszty odsetkowe. Generalnie przyjęło się, że faktor ustala stopę odsetkową na poziomie stawki WIBOR 1M oraz marży firmy factoringowej na poziomie od 2 do 5% w stosunku rocznym. Wartość polskiego rynku factoringu w 2008 roku wyniosła około 47,9 mld zł, co porównaniu do 2007 roku oznacza wzrost o blisko 6%. Rosnące obroty instytucji factoringowych mogą świadczyć o tym, że w czasie globalnego kryzysu finansowego przedsiębiorcy starają się zabezpieczać przez ryzykiem związanym z niewypłacalnością partnerów biznesowych. Wynika to z faktu, że factoring stanowi nie tylko źródło stałego finansowania, opartego na własnych przychodach ze sprzedaży dóbr lub usług, ale również oferuje wiele dodatkowych korzyści. Korzyści te związane są przede wszystkim z factoringiem eksportowym, ale występują również w przypadku factoringu krajowego. Porównując koszty kredytu i factoringu należy zwrócić uwagę na fakt, iż factoring jest usługą bardziej elastyczną. Firmy factoringowe nie mają stałych taryf, koszt świadczonej usługi uzależniony jest od indywidualnej sytuacji danego przedsiębiorstwa.

Do ważnych źródeł pozyskiwania kapitału zaliczyć można także emisję akcji na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie oraz w ramach alternatywnego systemu obrotu NewConnect. Szeroko rozumiany rynek kapitałowy jest uznawany za jedną z lepszych instytucji, która mogłaby dostarczać finansowanie dla dynamicznie rozwijających się małych

i średnich przedsiębiorstw oraz firm innowacyjnych. Podmioty te, ze względu na niewielki majątek lub niematerialny charakter aktywów, niemożność przedstawienia odpowiednich zabezpieczeń i wysokie ryzyko, mają trudności z uzyskiwaniem kredytów inwestycyjnych z banków. Z punktu widzenia potencjalnej roli rynku kapitałowego jednym z najistotniejszych mankamentów polskiego rynku jest to, że w małym stopniu wspiera on rozwój sektora nowych przedsiębiorstw prywatnych. Tak jak tzw. oddolna prywatyzacja była istotnym impulsem dla notowanego w latach dziewięćdziesiątych wzrostu gospodarczego, tak dalszy rozwój tego sektora (tj. wzrost i dojrzewanie firm prywatnych) jest warunkiem jego kontynuacji.

Pomijając podstawowy problemem polskiego rynku kapitałowego, jakim jest brak rozbudowanej bazy inwestorów krajowych, można mieć uzasadnione wątpliwości, czy rynek ten wykazuje się odpowiednią segmentacją pozwalającą na pozyskiwanie finansowania przez różne kategorie przedsiębiorstw, w tym charakteryzujące się wysokim ryzykiem inwestycyjnym. W konstrukcji polskiego rynku kapitałowego dominuje publiczny rynek giełdowy, czyli segment, na którym obecność oznacza tradycyjnie konieczność spełniania przez emitentów szeregu bardzo ścisłych wymagań. Wejście na ten rynek wymaga zarówno czasu, jak i znacznych nakładów finansowych. Wszystko wskazuje na to, że mamy do czynienia z zamkniętym kręgiem: niedorozwój niższych segmentów rynku kapitałowego ogranicza napływ na Giełdę Papierów Wartościowych (GPW) rzeczywiście dojrzałych do tego spółek prywatnych, zaś niedorozwój giełdy i rynku pozagiełdowego nie sprzyja rozwojowi rynku venture capital.

Obecnie w Polsce zarejestrowanych jest ponad trzy miliony przedsiębiorstw, podczas gdy z finansowania poprzez rynek kapitałowy przez dziewiętnaście lat skorzystało jedynie 2% z nich i to w większości firm dużych. Rynek pozagiełdowy CTO, który miał być przeznaczony właśnie dla małych i średnich przedsiębiorstw, praktycznie zmarł, w związku z czym utworzono rynek alternatywny NewConnect.

Z przeprowadzonych przeze mnie analiz wynika, że wartość IPO na rynku regulowanym w 2009 roku wynosiła 6,9 mld zł natomiast na rynku NewConnect tylko około 49,7 mln zł. Niewątpliwy wpływ na sytuację na polskim rynku kapitałowym miał występujący w ostatnim okresie na światowych rynkach kryzys finansowy. Świadczyć o tym może fakt, że wartość debiutów na rynku NewConnect w 2008 roku wyniosła około 178,4 mln zł, czyli o ponad 120 mln więcej niż w roku następnym. Niewątpliwą zaletą rynku

NewConnect jest fakt, że jest to rynek dla mniejszych spółek oferujący tańszy sposób na pozyskanie kapitału niż tradycyjny rynek giełdowy. Z przeprowadzonych analiz wynika, że przeciętny koszt pozyskania kapitału z głównego rynku Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie w 2008 roku wynosił 8,28%, podczas gdy na rynku NewConnect wynosił on 2,27%. Tym sposobem bardziej konkurencyjny w stosunku do finansowania kredytem jest zdecydowanie NewConnect, a nie główny parkiet, jak było dotychczas. Warto jednak przypomnieć, że zgodnie z założeniami przyjętymi przy budowie rynku NewConnect, notowane na nim spółki docelowe mają debiutować na głównym parkiecie warszawskiej giełdy.

Zmiany wprowadzone wraz z nowelizacją ustawy o publicznym obrocie papierami wartościowymi, niosły ze sobą duże nadzieje na rozwój krajowego rynku kapitałowego oraz zliberalizowanie rynku nieurzędowego. Debiut i pozyskiwanie finansowania na tym rynku są możliwe na podstawie uproszczonej procedury, mniej obszernego prospektu emisyjnego i dzięki czemu dynamika debiutów była i jest wysoka. Ważne jest, że w budowę i promocję nowego rynku silnie zaangażowała się GPW, która nie ogranicza się tylko do roli pomysłodawcy i właściciela (jak w przypadku CTO), ale również ciągłego ich wspierania.

W opinii Wiesława Rozłuckiego, byłego prezesa GPW w Warszawie, nie należy spodziewać się, aby alternatywny system obrotu odegrał istotne i kluczowe znaczenie dla działalności całej giełdy, a tym bardziej dla jej pozycji w Europie Środkowo – Wschodniej, głównie z powodu wielkości obrotu i płynności akcji. Jeśli natomiast rynek NewConnect będzie wykorzystany jako miejsce kojarzenia partnerów biznesowych i nawiązywania nowych kontaktów, a nie tylko jako miejsce wymiany akcji, to wydaje się, iż spółki notowane na alternatywnej platformie obrotu oraz interesujący się nim inwestorzy osiągną planowane korzyści ekonomiczne.

Za pozytywną tendencję uznaję rozwój rynku *private equity* w Polsce, pomimo tego, iż działalność funduszy wysokiego ryzyka w Polsce wciąż znajduje się na wczesnym etapie rozwoju. Pozyskanie partnera z rynku finansowego w formie inwestycji w przedsiębiorstwo wyspecjalizowanego funduszu typu *private equity* lub *venture capital* jest jeszcze w małym stopniu utożsamiane z możliwością pozyskania przez przedsiębiorstwo kapitału na rozwój. Wynika to między innymi z faktu, że tego rodzaju fundusze rozpoczęły swoją działalność w Polsce stosunkowo niedawno, w związku z czym przedsiębiorcy nie mają jeszcze świadomości związanych z tą formą finansowania możliwości. Dodatkowym utrudnieniem w rozwoju funduszy typu *private equity* w Polsce jest często spotykany brak zrozumienia przez

przedsiębiorców mechanizmu ich działania. Fundusz wysokiego ryzyka inwestuje w dane przedsiębiorstwo głównie w celu jego późniejszej odsprzedaży po wyższej cenie. Dążąc do maksymalizacji wartości rynkowej przedsiębiorstwa będącego przedmiotem inwestycji, fundusz nie ogranicza się jedynie do dostarczenia kapitału, ale często chce mieć również pewną kontrolę nad podejmowanymi przez przedsiębiorcę działaniami. To ograniczenie swobody podejmowanych działań, które przejawia się między innymi koniecznością opracowania szczegółowego biznesplanu, a następnie składaniem okresowych raportów z postępów w realizacji założonych celów powoduje, że część przedsiębiorców rezygnuje ze współpracy z funduszami typu private equity i wybiera alternatywne sposoby pozyskiwania kapitału.

Wartość inwestycji funduszy private equity i venture capital szacowana jest na około 2,5 mld zł. Stanowi to niewielką część potrzeb finansowych polskich przedsiębiorstw, ale spełnia bardzo ważną rolę w odniesieniu do grupy małych (i najmniejszych) firm znajdujących się w początkowych fazach rozwoju. Bez tych funduszy wiele ciekawych inicjatyw młodego biznesu nie otrzymałoby szansy na rozwój. Fundusze typu private equity i venture capital wypełniają tzw. *lukę kapitałową* (ang. *equity gap*), która jest różnicą wynikającą z zapotrzebowania na kapitał a podażą kapitału na rynku. Nie można więc traktować funduszy typu private equity jako konkurencji dla tradycyjnego kredytu bankowego, co głównie wynika z faktu, że podmioty te nie posiadają bowiem ani odpowiednio długiej historii kredytowej, ani nie mają wystarczającego majątku mogącego stanowić zabezpieczenie udzielonego kredytu. Głównym zasobem tego rodzaju przedsiębiorstw są ich właściciele, którzy posiadają innowacyjny pomysł na prowadzenie biznesu. Realizacja tego pomysłu niejednokrotnie wymaga znacznych nakładów finansowych, na których pokrycie często nie wystarczają prywatne środki właścicieli i ich rodzin. Rozwiązaniem tej sytuacji jest nawiązanie współpracy z funduszem typu venture capital lub znalezienie prywatnego inwestora gotowego wyłożyć niezbędny dla realizacji danego projektu kapitał. Obie formy finansowania wzajemnie się uzupełniają, dzięki czemu możliwy jest sprawny przepływ kapitału w kierunku jego najefektywniejszego wykorzystania. Kosztem związanym z pozyskaniem środków finansowych od funduszu jest częściowa utrata kontroli nad firmą oraz ograniczenie swobody w podejmowanych działaniach inwestycyjnych. W przypadku kredytu bankowego takie ograniczenia nie występują. Warto jednak zaznaczyć, że z inwestycjami funduszy typu private equity związane są również pewne dodatkowe korzyści, które w przypadku tradycyjnych form finansowania są nieosiągalne. Zaliczyć do nich można

między innymi profesjonalne doradztwo ekonomiczne, pomoc w nawiązywaniu kontaktów handlowych i rekrutacji pracowników. Dzięki tym czynnikom dla wielu początkujących przedsiębiorców nawiązanie współpracy z funduszem jest atrakcyjnym sposobem pozyskania nie tylko kapitału, ale również niezbędnego w prowadzeniu biznesu doświadczenia.

Nową szansą dla przedsiębiorstw jest stworzenie rynku Catalyst. Rynek ten rozpoczął działalność 30 września 2009 roku. Prowadzony jest na platformach transakcyjnych Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie i BondSpot (dawniej: MTS CeTO). Catalyst tworzą cztery platformy obrotu. Dwie prowadzone przez GPW – w formule rynku regulowanego i ASO - przeznaczone są dla klientów detalicznych, analogiczne dwa rynki BondSpotu dedykowane są klientom hurtowym (rynek ASO na platformie BondSpot ruszy do końca 2009 roku). Wszystkie przeznaczone są dla nieskarbowych instrumentów dłużnych - obligacji komunalnych, korporacyjnych oraz listów zastawnych. Zgodnie z wynikami przeprowadzonych badań wartość emisji obligacji korporacyjnych na rynku Catalyst w 2009 roku osiągnęła wartość 6,8 mld zł. Należy jednak zauważyć, że większość tej kwoty (5,3 mld zł) stanowią obligacje wyemitowane przez Krajowy Fundusz Drogowy. Obligacje typowo korporacyjne miały wartość jedynie około 76 mln zł. Wartość wyemitowanych listów zastawnych w 2009 roku wyniosła około 2,9 mld zł.

Porównując koszty związane z emisją instrumentów dłużnych z kosztami tradycyjnego kredytu bankowego wziąłem pod uwagę dwa czynniki: prowizję oraz oprocentowanie. Prowizja przygotowawcza od kwoty udzielonego kredytu wynosi maksymalnie 5%, tj. ponad pięciokrotnie więcej niż wprowadzenie obligacji na rynek Catalyst. Wysokość oprocentowania obligacji przedsiębiorstw jest ustalana w oparciu o stawkę WIBOR plus marża, podobnie jak ma to miejsce w przypadku kredytów. Porównywalne koszty oraz atrakcyjność dla potencjalnych inwestorów, którzy w przypadku zakupu papierów dłużnych ponoszą mniejsze ryzyko niż przy zakupie akcji może spowodować, że nowy rynek Catalyst stanie się w niedługim czasie istotnym elementem polskiego rynku kapitałowego.

Dla całego polskiego rynku kapitałowego niezwykle ważne będzie również to, aby kolejne spektakularne prywatyzacje zostały przeprowadzone w odpowiednim momencie i w sposób, który umożliwi mobilizację znacznej rzeszy nowych inwestorów indywidualnych. Najwyższy czas, żeby zgodnie z wcześniejszymi zapowiedziami wprowadzić formułę

gwarantującą inwestorom indywidualnym nabycie określonego pakietu akcji w ofertach prywatyzacyjnych bez redukcji.

Konieczna jest harmonizacja rozwoju i szans podstawowych dwóch sfer pozyskiwania środków na finansowanie rozwoju z rynków kapitałowego i finansowego. Są to różne, w naturalnych warunkach, konkurujące ze sobą obszary gospodarcze. Do tego branża maklerska w podstawowej części nie ma niepodległości funkcjonalnej, gdyż właścicielami większości domów maklerskich są właśnie banki. Rynek finansowy to domena banków, a kapitałowy to domy i biura maklerskie. W interesie sektora bankowego nie leży ułatwianie rozwoju konkurencji, jaką dla nich mogłaby być u nas możliwość szerokiego korzystania z alternatywnego, łatwiej dostępnego i tańszego źródła pozyskiwania środków na inwestycje i rozwój.

Dynamizacja rynku kapitałowego jest podstawą pobudzania przedsiębiorczości, a ta mając możliwość efektywnego działania, pociągnie za sobą tworzenie nowych miejsc pracy, co wpłynie na zmniejszanie problemu bezrobocia. Rzeczywiste pobudzenie gospodarki może nastąpić głównie przez stworzenie warunków dla rozwoju rodzimego rynku kapitałowego jako podstawowego, tańszego źródła finansowania rozwoju. Kapitały w Polsce są i będzie ich przybywać, ale rynek wciąż jest zbyt płytki i nie rozwija się, bo nie są ku temu tworzone odpowiednie warunki rynkowo - prawne. Utworzenie rynku obligacji Catalyst nie zmieniło przez kilka ostatnich miesięcy znacząco sytuacji, ponieważ oferowane tam emisje są zwyczajnie za małe (kilka i kilkanastce milionów złotych).

Przeregulowanie, wynikające z przyjętej w Polsce filozofii administracyjnego kształtowania rynku kapitałowego, prowadziło do ograniczenia rozwoju jego niższych segmentów - tj. rynku pozagiełdowego i niepublicznego. Wyjściowa konstrukcja rynku została silnie podporządkowana koncepcji prywatyzacji dokonywanej przez oferty publiczne, co musiało oznaczać położenie głównego nacisku na rozwój giełdy. Z uwagi na restrykcyjny model regulacji swobodna ewolucja struktury rynku w kierunku, który być może lepiej przystawałby do potrzeb transformującej się gospodarki, była wyraźnie hamowana. Zarówno aktywność domów maklerskich (zwłaszcza na rynku niepublicznym), jak i możliwości realizacji nowych inicjatyw - takich jak uruchomienie rynku pozagiełdowego - były w dużym stopniu uzależnione od przychylności czynników administracyjnych i przeciągającego się w czasie wprowadzania nowych przepisów.

Wspomniane wcześniej otoczenie, które determinuje zachowania przedsiębiorców od 2004 roku jest, w przypadku Polski i jeszcze kilku ościennych krajów, szczególnie specyficzne, ponieważ istnieją od tego czasu możliwości starania się o znaczne rezerwy w postaci dotacji i subwencji pochodzącymi z Unii Europejskiej. Wskazują na to zarówno wyniki przedstawionych w niniejszym opracowaniu badań ankietowych, jak i dane obrazujące stopień wykorzystania dostępnych obecnie funduszy. Obecnie realizowany jest budżet UE na lata 2007 – 2013 i dla Polski przewidziano ok. 85,6 mld zł. Zgodnie zapisami Narodowej Strategii Spójności łączna suma środków przeznaczona na realizację programów unijnych w latach 2007 - 2013 wynosi 85,6 mld euro, z czego 67,3 mld euro ma pochodzić z budżetu UE, 11,9 mld euro z krajowych środków publicznych (w tym ok. 5,93 mld euro z budżetu państwa), a około 6,4 mld euro zostanie zaangażowanych ze strony podmiotów prywatnych.

Procedury, na podstawie których można ubiegać się o dofinansowanie mają różny stopień skomplikowania w zależności od podmiotu ubiegającego się oraz przedmiotu dofinansowania. To skomplikowanie przekłada się dalej na koszty przygotowania wniosków, które są najważniejszym składnikiem "ceny" dotacji. Firmy doradcze realizujące takie usługi pobierają określony procent o wartości dotacji, który jest bardzo zróżnicowany. Przede wszystkim zależy on od marki firmy oraz jej doświadczenia. Firmy, które przez kilka ostatnich lat wyspecjalizowały się w pisaniu wniosków i mają dużą skuteczność w zdobywaniu środków z UE dla swoich klientów mają również wyższe stawki. Porównywanie jednak kosztów uzyskania dotacji z kosztami kredytu jest bezzasadne głównie z uwagi na pewną komplementarność tych dwóch źródeł, która jednak potęguje koszty dotacji. Paradoksalnie przedsiębiorstwo, które nie posiada własnych środków na daną inwestycję a postanawia ją sfinansować ze środków unijnych, to i tak jedyne, na co może liczyć, to zwrot środków po sfinalizowaniu tej inwestycji, a do tego jest potrzebny wcześniej kredyt. Bez kredytów oraz poręczeń praktycznie w Polsce nie byłoby możliwe zdobycie wielu dotacji, dlatego dla dużej części przedsiębiorstw jej koszt jest i tak zwiększony o koszty kredytu lub poręczenia, co wpływa na obniżenie atrakcyjności tej formy finansowania. Według danych wygenerowanych z Krajowego Systemu Informatycznego w Polsce od początku uruchomienia programów do 3 stycznia 2010 roku złożono 101,5 tys. wniosków (poprawnych pod względem formalnym) na całkowitą kwotę dofinansowania (zarówno środki unijne, jak i środki krajowe) 233,3 mld zł. W tym samym okresie podpisano z beneficjentami dwadzieścia siedem tysięcy sto osiemdziesiąt cztery umowy o dofinansowanie na kwotę 104 mld zł

wydatków kwalifikowanych, w tym dofinansowanie w części UE 72,8 mld zł, co stanowi 26,9 % alokacji na lata 2007 - 2013.

Pozostałe formy finansowania, będące przedmiotem niniejszej pracy doktorskiej, charakteryzowały się znikomym zainteresowaniem przedsiębiorców. Powodów takiego stanu rzeczy można upatrywać zarówno w istniejących do niedawna barierach prawnych (odnosi się to zwłaszcza do sekurytyzacji), jak i w niskim poziomie wiedzy dotyczącej bardziej wyrafinowanych rozwiązań finansowych. Osobną kwestią jest jednak pytanie, czy szersze wykorzystanie takich form finansowania, jak forfaiting, czy sekurytyzacja, jest niezbędne dla podniesienia sprawności funkcjonującego w naszym kraju systemu zasilania podmiotów gospodarczych w środki finansowe.

Z przeprowadzonych w niniejszej rozprawie doktorskiej rozważań wynika, że polskie przedsiębiorstwa starają się racjonalnie korzystać z dostępnych na rynku źródeł finansowania. Przedsiębiorcy wybierają przede wszystkim te formy finansowania, które znają i rozumieją. Wybierając konkretne źródło finansowania przedsiębiorca bierze na siebie określone ryzyko i w przypadku niepowodzenia realizowanych przez siebie projektów, będzie musiał ponieść wynikające z tego ryzyka konsekwencje.

Bibliografia

1. Bartkowiak B., Korol M., Raport Nr 9/2008, Fundusze Pożyczkowe w Polsce, Szczecin, 2008;
2. Bednarz J., Gostomski E., Finansowanie działalności gospodarczej, Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk, 2006;
3. Bilansowe wyniki finansowe podmiotów gospodarczych w 2008 roku, GUS, Warszawa, 2009;
4. Bilansowe wyniki finansowe podmiotów gospodarczych za 2006 rok, GUS, Warszawa, 2007;
5. Central and Eastern Europe Statistics 2007. An EVCA Special Paper, September 2008;
6. Central and Eastern Europe Statistics 2008. An EVCA Special Paper, July 2009;
7. Clarke A., Recent Developments in the Business Angels Marketplace, EBAN working documents, 2004;
8. Copland T.E., Koller T., Murrin J., Valuation. Measuring and Managing Firm Value of Companies, Ed. 3. John Wiley & Sons, 2000;
9. Czarecki J., Faktoring jako instrument finansowania działalności MSP, PWN, Warszawa, 2007;
10. Dębski W., Rynek finansowy i jego mechanizmy. Podstawy teorii i praktyki, PWN, Warszawa, 2008;
11. Duszek B., Jak pozyskać kapitał z giełdy. Poradnik dla przyszłych emitentów, GPW S.A., Warszawa, 2007;
12. European Directory of Business Angel Networks In Europe, EBAN, 2007;
13. Fernandez P., The Correct Value of Tax Shields, An Analysis of 23 Theories, April 2002;
14. Finansowanie rozwoju przedsiębiorstwa. Studia przypadków, red. M. Panfil, Difin, Warszawa, 2008;
15. Flis I., Makiewicz M., Własna firma. Przewodnik po świecie biznesu, Wydawnictwo Park, Bielsko-Biała, 2006;
16. Giełda a rozwój, FOR, Warszawa, 2008;

17. Grinblatt M., Titman S., Financial Markets and Corporate Strategy, Irwin, McGraw-Hill, Boston, 1998;
18. Gronicki M., Hausner J., Spadamy czy schodzimy, to zależy od nas, Gazeta Wyborcza z dn. 23.11.2008;
19. Hirschleifer J., Investment Decision under Uncertainty – Theoretic Approaches, The Quarterly Journal of Economics, 1965, Vol. 74;
20. Huczek S., Obligacje korporacyjne na rynku Catalyst, GPW S.A., Warszawa, 2009;
21. Informacja o sytuacji banków 2008, Komisja Nadzoru Finansowego, Warszawa, 2008;
22. Jajuga K., Obligacje i Akcje, Komisja Nadzoru Finansowego, Warszawa, 2009;
23. Jankowiak J., Wszystkie ręce na pokład, by nie dać się zarazie, Rzeczpospolita z dn. 12.11.2008;
24. Jordan B.D., Ross S.A., Westerfield R.W., Finanse przedsiębiorstw, Dom wydawniczy ABC, Warszawa, 1999;
25. Kozuń - Cieślak G., Obligacje komunalne instrument dłużny dla jednostek samorządu terytorialnego, PWE, Warszawa, 2008;
26. Kruk M., Leasing w Polsce – stan prawny i perspektywy rozwoju, Bank i Kredyt, 2006, nr 3;
27. Kryzys napędza handel niespłacanymi długami, Rzeczpospolita z dn. 17.11.2008;
28. Levy H., Sarnat M., Capital Investment and Financial Decisions, 4 edition, Prentice Hall, 1990;
29. Lewandowski L., Niekonwencjonalne formy finansowania przedsiębiorczości, ODDK, Gdańsk, 1999;
30. Metysek - Jędrych A., Współczesne przeobrażenia systemu finansowego i ich konsekwencje, Bank i Kredyt, styczeń 2008;
31. Mikołajczyk B., Infrastruktura MSP w krajach Unii Europejskiej, Difin, Warszawa, 2006;
32. Nadzór długo spał, a dziś straszy, Rzeczpospolita z dn. 17.11.2008;
33. Narodowe Strategiczne Ramy Odniesienia 2007-2013, Ministerstwo Rozwoju Regionalnego, Warszawa, maj 2007;

34. Mikołajczyk B., Krawczyk M., Komplementarność i substytucyjność aniołów biznesu i operatorów venture capital, Bank i Kredyt, marzec 2006;
35. Modigliani F., Miller M., The Cost of Capital Corporation Finance and the Theory of Investment, American Economic Review, 1958, Vol. 48;
36. Murray G.C. , The Second Equity Gap: Exit Problems for Seed & Early Stage Venture Capitalists and their Investee Companies, International Small Business Journal, 1994, Vol. 12;
37. Narodowe Strategiczne Ramy Odniesienia 2007-2013, Ministerstwo Rozwoju Regionalnego, Warszawa, maj 2007;
38. Nowy rynek bez większego znaczenia, wywiad z W. Rożuckim, The Wall Street Journal Polska, maj 2007;
39. Ożywienie na rynku obligacji korporacyjnych w 2010 roku, Fitch Ratings Polska, Warszawa, 2009;
40. Panfil M., Fundusze private equity. Wpływ na wartość spółki, Difin, Warszawa, 2005;
41. Podstawy Finansów, red. K. Marecki, PWE, Warszawa, 2008;
42. Polish Corporate Bond Market, Fitch Ratings, Warszawa, 2009;
43. Polski Rynek Kapitałowy 1991 – 2006, KPWIG, Warszawa, 2006;
44. Popiołek W., Kodeks cywilny. Komentarz, t. II, Kazimierz Pietrzykowski (red.), Warszawa, 1998;
45. Próchicka - Grabias I., Szelańska A., Finansowanie działalności gospodarczej w Polsce, CeDeWu.pl, Warszawa, 2006;
46. Prywatyzacja a rynek kapitałowy w Polsce, red. J. Czekaj, S. Owsiak, PWN, Warszawa, 1999;
47. Raport roczny 2008, NBP, Warszawa, 2009;
48. Rating i rynek nr 12, Fitch Polska, Warszawa, 2008;
49. Rudawska E. , Znaczenie relacji z klientami w procesie kształtowania wartości przedsiębiorstwa, Wydawnictwo Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin, 2008;
50. Rutkowski A., Zarządzanie finansami, PWE, Warszawa, 2007;

51. Rynek pozaskarbowych papierów dłużnych. Podsumowanie 2001 roku, Fitch Polska, Warszawa, 2002;
52. Sachs J. D., Trwałe wyjście z kryzysu, Gazeta Wyborcza z dn. 24.11.2008;
53. Synteza raportu o sytuacji sektora bankowego, Komisja Nadzoru Finansowego;
54. System finansowy w Polsce, praca zbiorowa pod red. B. Pietrzak, Z. Polański, PWN, Warszawa, 1999;
55. Szablowska E., Korzyści i koszty stosowania sekurytyzacji z punktu widzenia poszczególnych uczestników transakcji, Monitor Rachunkowości i Finansów nr 1/2007;
56. Tamowicz P., Business Angels. Pomocna dłoń kapitału, Polska Agencja Rozwoju Przedsiębiorczości, Warszawa, 2007;
57. Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 roku Kodeks cywilny, (Dz. U. 1964, Nr 16, poz. 93 z późniejszymi zmianami);
58. Ustawa z dnia 11 marca 2004 roku o podatku od towarów i usług (Dz. U. 2004, Nr 54, poz. 535 z późniejszymi zmianami);
59. Ustawa z dnia 15 lutego 1992 roku o podatku dochodowym od osób prawnych (Dz. U. 1992, Nr 106, poz. 482 z późniejszymi zmianami);
60. Ustawa z dnia 15 września 2000 roku Kodeks spółek handlowych (Dz. U. Nr 94, poz. 1037, z późniejszymi zmianami);
61. Ustawa z dnia 22 marca 1991 roku Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych (Dz. U. 1991 nr 35 poz. 155);
62. Ustawa z dnia 26 lipca 1991 roku o podatku dochodowym od osób fizycznych (Dz. U. 1991, Nr 90 poz. 416 z późniejszymi zmianami);
63. Ustawa z dnia 27 maja 2004 roku o funduszach inwestycyjnych, (Dz. U. 2004 nr 146 poz. 1546 z późniejszymi zmianami);
64. Ustawa z dnia 29 lipca 2005 roku o nadzorze nad rynkiem kapitałowym (Dz. U. 2005 nr 183 poz. 1537 z późniejszymi zmianami);
65. Ustawa z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi (Dz. U. 2005 nr 183 poz. 1538 z późniejszymi zmianami);

66. Ustawa z dnia 29 lipca 2005 roku o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz. U. 2005 nr 184 poz. 1539 z późniejszymi zmianami);
67. Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 roku o listach zastawnych i bankach hipotecznych (tekst jednolity: Dz. U. z 2003 roku Nr 99, poz. 919 z późniejszymi zmianami);
68. Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 roku – Prawo bankowe, (Dz. U. 1997, Nr 140, poz. 939, ze zmianami);
69. Ustawa z dnia 29 września 1994 roku o rachunkowości (tekst jednolity: Dz. U. 2002, Nr 76, poz. 694 z późniejszymi zmianami);
70. Waszkiewicz A., „Papierowe” bogactwo sekurytyzacji, Bank i Kredyt, kwiecień 2004;
71. Więclaw E., Miliardy złotych ze starych długów płyną do firm windykacyjnych, Rzeczpospolita z dn. 27.01.2007;
72. Więclaw E., Monitoring kontra windykacja, Rzeczpospolita z dn. 22.10.2009;
73. Wiśniewski T, Ocena efektywności inwestycji rzeczowych ze szczególnym uwzględnieniem ryzyka, Uniwersytet Szczeciński, Rozprawy i Studia T. (DCCLVII) 683, Szczecin, 2008;
74. Wyniki finansowe podmiotów gospodarczych I - XII 2007, GUS, Warszawa, maj 2008;
75. www.bankier.pl;
76. www.barackobama.com;
77. www.cfo.cxo.pl;
78. www.een.org.pl;
79. www.finance.egospodarka.pl;
80. www.franchising.pl;
81. www.gazetaprawna.pl;
82. www.gpw.com.pl;
83. www.gpwcatalyst.pl;
84. www.knf.gov.pl;
85. www.nbp.pl;

86. www.ppea.ora.pl;
87. www.unh.edu;
88. www.venture-capital.pl;
89. Zarządzanie finansami – Aktualne wyzwania teorii i praktyki, red. D. Zarzecki, Szczecin, 2009;
90. Zarządzanie finansami – finansowanie małych i średnich przedsiębiorstw, red. D. Zarzecki, Szczecin, 2008;
91. Zarzecki D., Metody wyceny przedsiębiorstw, Fundacja Rozwoju Rachunkowości, Warszawa, 1999.

Spis tabel i rysunków

Spis tabel

Tabela 1 Zalety i wady różnych sposobów finansowania działalności gospodarczej.....	27
Tabela 2 Kredyty bankowe dla sektora niefinansowego w latach 1991 - 1995.....	31
Tabela 3 Podstawowe wskaźniki rozwoju Giełdy Papierów Wartościowych w latach 1991 – 1996.....	32
Tabela 4 Ewolucja systemu finansowego w ujęciu T. Rybczyńskiego.....	35
Tabela 5 Aktywa i ich źródła finansowania w przedsiębiorstwach działających w Polsce w latach 2005 - 2008	38
Tabela 6 Zobowiązania przedsiębiorstw działających w Polsce w latach 2007 - 2008	43
Tabela 7 Szacunkowe wartości rynków wybranych form finansowania obcego przedsiębiorstw w Polsce w 2008 roku	44
Tabela 8 Dostępność wybranych produktów finansowych dla korporacji w dziesięciu wybranych bankach działających w Polsce.....	87
Tabela 9 Dostępność wybranych produktów finansowych dla MSP w dwunastu wybranych bankach działających w Polsce.....	88
Tabela 10 Skale ocen ratingowych trzech największych amerykańskich agencji.....	112
Tabela 11 Podział obligacji według różnych klasyfikacji.....	112
Tabela 12 Porównanie wymogów wejścia na Rynek Główny GPW oraz ASO NewConnect.....	117
Tabela 13 Rynek nieskarbowych obligacji w Polsce w latach 1997 - 2009.....	120

Tabela 14 Wybrane największe emisje obligacji przedsiębiorstw po 1997 roku.....	124
Tabela 15 Wybrane dane charakteryzujące rynek WSE Catalyst w okresie wrzesień 2009 - styczeń 2010.....	125
Tabela 16 Porównanie kosztów emisji oraz utrzymania wybranych papierów wartościowych na polskim rynku kapitałowym.....	131
Tabela 17 Różnice pomiędzy funduszami venture capital a private equity.....	137
Tabela 18 Rodzaj funduszy wysokiego ryzyka.....	140
Tabela 19 Wartości inwestycji funduszy private equity w Polsce i wybranych krajach Europy Środkowo - Wschodniej w latach 2007 - 2008.....	146
Tabela 20 Podział inwestycji pod względem etapu rozwoju spółki w Polsce i w Europie w 2008 roku (z wyłączeniem finansowania przez banki).....	148
Tabela 21 Podział inwestycji pod względem etapu rozwoju spółki w Polsce w latach 2007 - 2008 (z wyłączeniem finansowania przez banki).....	149
Tabela 22 Struktura sektorowa inwestycji private equity w Polsce w latach 2007 - 2008....	150
Tabela 23 Działalność wybranych funduszy wysokiego ryzyka w Polsce.....	152
Tabela 24 Europejski rynek business angels w latach 2005 - 2007.....	161
Tabela 25 Liczba sieci aniołów biznesu w krajach europejskich w okresie poł. 2005 - poł. 2008.....	162
Tabela 26 Charakterystyka działalności PolBAN'u.....	164
Tabela 27 Charakterystyka działalności LBA.....	164
Tabela 28 Charakterystyka działalności SILBAN'u.....	165
Tabela 29 Cechy umowy leasingu finansowego i operacyjnego z punktu widzenia ustaw: o podatku dochodowym od osób prawnych oraz o podatku dochodowym od osób fizycznych.....	169
Tabela 30 Wartość środków trwałych oddanych w leasing w 2008 roku (w mln zł).....	171
Tabela 31 Rodzaje faktoringu z uwzględnieniem funkcji, które są przez nie realizowane...	175
Tabela 32 Statystyki Polskiego Związku Faktorów.....	176
Tabela 33 Podobieństwa i różnice forfaitingu i faktoringu.....	179

Tabela 34 Wykaz działających w Polsce funduszy sekurytyzacyjnych.....	191
Tabela 35 Podział funduszy w układzie programów operacyjnych Celu Konwergencja.....	198

Spis rysunków

Rysunek 1 Rodzaje finansowania przedsiębiorstwa według kryterium źródeł pozyskania kapitału.....	18
Rysunek 2 Optymalna struktura kapitałowa i koszt kapitału.....	25
Rysunek 3 Źródła finansowania inwestycji podmiotów gospodarczych w 1995 roku.....	33
Rysunek 4 Uczestnicy rynku kapitałowego.....	36
Rysunek 5 Ocena wpływu obecnego kryzysu finansowego na działalność przedsiębiorstw w listopadzie 2008 roku oraz w grudniu 2009 roku.....	51
Rysunek 6 Ocena wpływu obecnego kryzysu finansowego na działalność przedsiębiorstw według wybranych podregionów w grudniu 2009 roku.....	53
Rysunek 7 Ocena wpływu obecnego kryzysu finansowego na działalność według wybranych grup przedsiębiorstw w grudniu 2009 roku.....	54
Rysunek 8 Opinie przedsiębiorców na temat obecnego kryzysu finansowego w grudniu 2009 roku.....	55
Rysunek 9 Wykorzystanie dotacji z UE przez przedsiębiorstwa w ostatnich trzech latach....	56
Rysunek 10 Zainteresowanie przedsiębiorstw wybranymi źródłami długoterminowego kapitału.....	58
Rysunek 11 Wykorzystanie wybranych form finansowania krótkoterminowego w grudniu 2009 roku.....	59
Rysunek 12 Klasyfikacja dostępnych na rynku kredytów z uwagi na cel ich przeznaczenia.....	66
Rysunek 13 Wartość kredytów ogółem (w mln zł).....	76
Rysunek 14 Wartość kredytów sektora bankowego dla przedsiębiorstw (w mln zł).....	77
Rysunek 15 Ocena czynników wpływających na chęć kontynuowania współpracy z bankiem (średnie z ocen badanych banków).....	97

Rysunek 16 Ocena najważniejszych czynników wpływających na chęć kontynuowania współpracy z bankiem.....	98
Rysunek 17 Ocena jakości obsługi oraz ogólnego poziomu satysfakcji z usług banku.....	99
Rysunek 18 Ocena banku, z którego korzystają firmy w porównaniu do innych banków.....	100
Rysunek 19 Struktura rynku papierów wartościowych.....	102
Rysunek 20 Struktura rynku Catalyst.....	107
Rysunek 21 Uczestnicy rynku kapitałowego.....	108
Rysunek 22 Procedura emisji obligacji na WSE Catalyst.....	114
Rysunek 23 Porównanie rocznej dynamiki PKB oraz rynku nieskarbowych papierów dłużnych w latach 1998 – 2009.....	118
Rysunek 24 Struktura wartościowa rynku obligacji przedsiębiorstw i banków w latach 2003 i 2009.....	122
Rysunek 25 Udział rynku obligacji korporacyjnych w tworzeniu dochodu narodowego oraz w wielkości nakładów inwestycyjnych w latach 1997 – 2008.....	123
Rysunek 26 Wartość ofert publicznych akcji w latach 1991 – 2009 (mln zł).....	126
Rysunek 27 Wielkości charakteryzujące GPW S.A. w Warszawie w latach 1991 – 2010.....	127
Rysunek 28 Odsetek wybranych źródeł kapitału w bilansach przedsiębiorstw na koniec IV kwartału 2007 oraz III kwartału 2009 roku.....	129
Rysunek 29 Struktura rynku podwyższonego ryzyka.....	136
Rysunek 30 Udział inwestycji private equity jako odsetek PKB w państwach europejskich w 2007 roku.....	146
Rysunek 31 Udział inwestycji private equity jako odsetek PKB w państwach europejskich w 2008 roku.....	147
Rysunek 32 Struktura wyjść po koście nabycia w latach 2007 - 2008 (mln euro).....	151
Rysunek 33 Przebieg transakcji faktoringowej.....	174
Rysunek 34 Udział factoringu pełnego i niepełnego w obrotach firm factroingowych.....	177

Rysunek 35 Udział factoringu krajowego, eksportowego i importowego w obrotach firm factoringowych.....	178
Rysunek 36 Przebieg transakcji forfaitingu.....	180
Rysunek 37 Liczba sklepów i punktów usługowych prowadzonych przez franczyzobiorców.....	184
Rysunek 38 Liczba systemów francyzowych.....	185
Rysunek 39 Wartość nakładów inwestycyjnych wymaganych przez systemy sieci francyzowych.....	186
Rysunek 40 Przebieg procesu sekurytyzacji.....	187
Rysunek 41 Wartość spraw przyjętych do windykacji w 2006 roku (mld zł).....	192
Rysunek 42 Wartość zleceń przyjętych od funduszy sekurytyzacyjnych w 2006 roku (mln zł).....	193
Rysunek 43 Wartość spraw przyjętych do windykacji (mln zł).....	194
Rysunek 44 Struktura funduszy i instrumentów strukturalnych UE w Polsce w latach 2007 - 2013.....	193