

Jacek Klich

Małe firmy na giełdzie londyńskiej

Giełda w większości państw jest zamknięta dla małych przedsiębiorstw. Oznacza to, iż małe przedsiębiorstwa nie mogą zdobywać kapitału na drodze emisji i sprzedaży akcji na giełdzie. Dzieje się tak z powodu stosowania w regulaminach giełd wysokich wymagań w odniesieniu do firm starających się o wejście na giełdę. Wymagania te dotyczą minimalnej wysokości emisji akcji, długości okresu funkcjonowania danej firmy na rynku, poziomu zyskowności itp. Dochodzi do tego długa i kosztowna procedura wymagająca korzystania z usług wyspecjalizowanych banków lub innych instytucji finansowych. Wszystko to uniemożliwia w praktyce firmom małym i o niewielkim doświadczeniu rynkowym wejście na giełdę.

Celem niniejszego artykułu jest prezentacja niektórych doświadczeń brytyjskich w ułatwianiu małym przedsiębiorstwom pozyskiwania wolnych kapitałów z rynku finansowego.

Przedstawione zostaną próby utworzenia zinstytucjonalizowanych, dodatkowych rynków akcji dla małych i o niewielkim doświadczeniu biznesowym firm w ramach londyńskiej giełdy. Rynki te prezentowane będą w konwencji krótkiego opisu, a nie analizy ich funkcjonowania. Diagnoza niepowodzeń z wprowadzaniem rynków akcji dla małych firm w Wielkiej Brytanii jest tematem niezwykle intrygującym, ale zdecydowanie nie mieszczącym się w konwencji tego artykułu.

Struktura brytyjskiego rynku akcji

Rynek ten można podzielić — ze względu na kryterium, którym jest stopień kontroli ze strony władz giełdy — na rynek kontrolowany i niezależny/nie kontrolowany. Rynek kontrolowany przez giełdę do grudnia 1993 roku składał się z trzech poziomów: klasycznego rynku akcji notowanych na giełdzie (*Listed Exchange*), rynku akcji nie notowanych (*Unlisted Securities Market*

— *USM*) oraz tzw. trzeciego rynku (*Third Market*).

Rynkiem niezależnym, co oznacza — nie kontrolowanym, tym samym nie uznanym przez giełdę, jest tzw. *Over-the-counter market* (*OTC*).

Możliwości zdobywania wolnych kapitałów na drodze emisji sprzedaży akcji tworzyły dla małych firm do stycznia 1994 roku: *OTC*, *USM* oraz tzw. trzeci rynek. Poniżej zaprezentowane zostaną w sposób skrótowy te trzy rynki.

Rynek OTC

Historycznie pierwszą możliwością zdobywania kapitałów na drodze emisji akcji był dla małych firm brytyjski rynek *OTC*. Rynek *OTC* został utworzony z 1972 roku przez firmę *Granville and Co.*, która chciała stworzyć alternatywne wobec giełdy forum umożliwiające spotkanie się z jednej strony inwestorów oferujących swoje kapitały, a z drugiej przedsiębiorstw poszukujących źródeł finansowania. W 1973 roku drugą firmą zaangażowaną w *OTC* stała się *Harvard Securities LTD*. Obecnie na tym rynku działa 15 firm pośredniczących w transakcjach *OTC*. W odniesieniu do firm starających się o wejście do *OTC* nie stosuje się żadnych specjalnych, formalnych wymogów. Każda z 15 firm-pośredników jest odpowiedzialna za stworzenie i wdrożenie swoich własnych procedur wchodzenia na rynek *OTC*. Pośrednicy nie mogą jednak całkowicie dowolnie ustalać kryteriów dopuszczenia akcji do obrotu. Ustawa o przedsiębiorstwach z 1985 roku, *Companies Act 1985*, zawiera przepisy, do których muszą się stosować wszystkie prospekty wydawane przez firmy wchodzące na rynek *OTC*. Również pozostałe dokumenty marketingowe wydawane przez firmy pośredniczące w transakcji emisji i sprzedaży akcji stosują się do standardów wypracowanych przez *Listed Exchange*. Nadzór i kontrola nad rynkiem *OTC*

jest sprawowana wyłącznie przez Ministerstwo Przemysłu i Handlu (*Department of Trade and Industry*). Do kontroli wykorzystuje się specyficzne narzędzie, którym jest polityka udzielania licencji na prowadzenie pośrednictwa w zakresie obrotu akcjami na rynku *OTC*. Oznacza to, iż w praktyce kontrola ta odbywać się może jedynie *ex post*. Reputacja *OTC* spoczywa całkowicie w rękach firm pośredniczących. Muszą one wykazywać duże rozeznanie i czujność w odniesieniu do swoich klientów. W trosce o stabilność rynku *OTC* i jego dobrą renomę firmy pośredniczące oferują usługi w zakresie doradztwa — zarówno inwestorom, jak i przedsiębiorstwom chcącym zbywać swoje akcje na rynku *OTC*.

Aby dostać się na rynek *OTC* małe przedsiębiorstwa nie muszą więc spełniać żadnych specjalnych wymogów, co w sposób istotny ułatwia wejście na ten rynek. Koszt ponoszony przez firmy starające się o wejście do *OTC* jest uzależniony od wysokości emisji akcji. Przy wartości emisji do 250 tys. GBP całkowity koszt takiej operacji wynosi około 40 tys. GBP, a przy emisji do 3 mln GBP, koszt ten jest skalkulowany na poziomie 180 tys. GBP. W porównaniu z kosztami wejścia na *Listed Exchange* liczonymi w milionach, na wejścia na *OTC* nie wydaje się wygórowana. Koszt emisji akcji na rynku *OTC* jest również niższy, aniżeli analogiczne koszty związane z wejściem na rynek *USM*.

W odniesieniu do *OTC* trudno było oszacować wielkość kapitału uzyskanego przez firmy aktywnie na tym rynku działające. Jedną z przyczyn jest to, iż w odróżnieniu od *USM*, który jest regulowany a transakcje odbywają się na sali giełdowej, *OTC* jest rynkiem „na telefon” i w dużej części nie jest skrupulatnie kontrolowany. Nie ma również jakiegoś statutowo tworzonego, wybieralnego ciała kierującego działalnością tego rynku.

Obecnie istnieje około 200 przedsiębiorstw wykorzystujących możliwości zdobywania kapitałów oferowane przez rynek OTC. Około 42% wszystkich przedsiębiorstw oferujących swoje akcje na rynku OTC reprezentuje cztery główne branże: finanse i handel nieruchomościami, usługi związane z zagospodarowaniem czasu wolnego (np. organizacja podróży i wypoczynku, hobby, sport itp.), branżę przeróbki ropy naftowej i gazu, firmy reprezentujące elektronikę i przemysł elektryczny.

Do celów podatkowych przedsiębiorstwa, których akcjami handluje się na rynku OTC i tzw. trzecim rynku określane są jako nie notowane na giełdzie (*unquoted*).

Rynek akcji nie notowanych (Unlisted Securities Market – USM)

W roku 1981 został utworzony przez władze giełdy dodatkowy rynek akcji nie notowanych, zwany *Unlisted Securities Market* (USM). Utworzenie USM było konsekwencją wprowadzenia w listopadzie 1980 roku „nieoficjalnych” notowań dla akcji firm nie notowanych na giełdzie, a znajdujących się w obrocie. Rynek ten tworzony był przez firmy zbyt młode lub zbyt małe, aby trafić do grupy przedsiębiorstw notowanych w *Listed Market*. Przedsiębiorstwa, chcąc wejść na rynek USM, musiały spełniać określone kryteria. Do najważniejszych należały: 3-letnie doświadczenie w prowadzeniu działalności gospodarczej i skierowanie do publicznej sprzedaży co najmniej 10% wysokości emisji. Do najważniejszych ułatwień i udogodnień dla przedsiębiorstw kierujących swoje akcje na rynek USM zaliczyć można było brak minimalnego limitu wartości akcji kierowanych na giełdę, brak jednorazowej opłaty początkowej oraz mniejsze wymagania w zakresie reklamy oraz publikowania sprawozdawczości finansowej. Firmy wchodzące na rynek USM wносиły regularnie opłaty roczne w wysokości ok. 1000 GBP. Zakres udogodnień dla klientów USM można lepiej ocenić zestawiając warunki obowiązujące na rynku USM z warunkami, jakie musiały spełniać firmy aspirujące do notowania na *Listed Exchange*. W odniesieniu do tych ostatnich wymagano co najmniej

5-letniego okresu prowadzenia działalności gospodarczej, wprowadzenia na giełdę akcji o wartości co najmniej 700 tys. GBP i przeznaczenia do publicznego obrotu co najmniej 25% wysokości emisji, wnoszenia opłaty rocznej w wysokości ok. 3500 GBP, wniesienia opłaty początkowej w wysokości około 15 tys. GBP, umieszczenia ogłoszenia i reklamy o sprzedaży akcji w prasie o zasięgu ogólnokrajowym, wydania dwóch prospektów oraz zamieszczenia szczegółowych sprawozdań finansowych z działalności firmy w roku poprzednim w prospekcie emisyjnym.

Pierwszymi firmami, które trafiły na USM były firmy reprezentujące branżę związane z elektroniką, hi-tech oraz ropą naftową. Wprowadzenie firmy na USM, oprócz stworzenia nowych możliwości zdobycia kapitału, stawiało przed managerami tych firm nowe wymagania. Firma, jej działalność, wyniki itp. stały się przedmiotem zainteresowania prasy; pojawiła się konieczność sporządzania większej ilości bardziej szczegółowych raportów oraz presja na zwiększanie dywidend. Akcje sprzedawane na USM koncentrowały się początkowo na kilku jedynie sektorach, a potencjalnymi inwestorami było kilku inwestorów instytucjonalnych. Ceny, jakie uzyskiwały wchodzące na giełdę akcje, były zazwyczaj wysokie, co stanowiło wyraz wysokich oczekiwań inwestorów. W większości przypadków jednak oczekiwania te nie sprawdzały się i ceny akcji na giełdzie papierów nie notowanych zaczynały spadać.

Dynamika rozwoju rynku USM była w pierwszych latach jego funkcjonowania wysoka. Do 1987 roku na rynku USM notowanych było 567 przedsiębiorstw. Pomiędzy 1980 a 1984 rokiem firmy, które umieściły swoje akcje na rynku akcji nie notowanych, zgromadziły w wyniku sprzedaży swoich akcji 733 mln GBP. 75% z tej sumy stanowiły dochody ze sprzedaży pierwszych emisji akcji (oznacza to, iż były to nowe przedsiębiorstwa, pojawiające się dopiero na giełdzie). Do roku 1989 na USM trafiły 732 przedsiębiorstwa, przy czym w maju 1989 roku notowano na tym rynku 416 przedsiębiorstw. 316 firm stanowiących różnicę między liczbą przedsiębiorstw, które weszły na rynek USM

(732) a liczbą firm faktycznie notowanych na giełdzie (416) – to korporacje, które albo zaprzestały działalności lub zostały połączone z innymi przedsiębiorstwami (181), albo awansowały i przeszły do *Listed Market* (132). Na początku lat dziewięćdziesiątych liczba przedsiębiorstw notowanych na USM zaczęła systematycznie spadać, co w efekcie doprowadziło do likwidacji rynku USM w styczniu bieżącego roku.

Trzeci rynek (Third Market)

Po pierwszych, *per saldo* korzystnych doświadczeniach z USM (połowa lat osiemdziesiątych) władze giełdy londyńskiej postanowiły utworzyć jeszcze jeden rynek akcji, tzw. trzeci rynek. Trzeci rynek powstał 26 stycznia 1987 roku i stanowił najniższy poziom giełdy. Celem powołania tego rynku było stworzenie małym i młodym, dynamicznie rozwijającym się firmom możliwości do sprzedaży akcji na rynku pozostającym pod kontrolą giełdy. W porównaniu z wymaganiami stawianymi przed firmami chcącymi trafić na USM wymogi stosowane wobec kandydatów do wejścia na trzeci rynek były jeszcze bardziej liberalne. Aby umieścić swoje akcje na tzw. trzecim rynku, firma musiała się wykazać co najmniej rocznym doświadczeniem w prowadzeniu działalności gospodarczej i musiała być rejestrowana w Wielkiej Brytanii. Dodatkowo musiała posiadać dokumenty przedstawiające wyniki finansowe z ostatniego roku, zweryfikowane przez biegłych rewidentów księgowych. W przypadku trzeciego rynku nie obowiązywały żadne limity co do minimalnej liczby akcji, jaka musiała zostać skierowana do publicznej sprzedaży.

W przypadku przedsiębiorstw aspirujących do zbywania swoich akcji na trzecim rynku stosowano pewien dodatkowy wymóg. Była to konieczność posiadania tzw. sponsora/promotora, czyli dużej firmy notowanej w salonach giełdowych, czyli na rynku *Listed Market*. Rola sponsora/promotora sprowadzała się zasadniczo do dwóch rzeczy: po pierwsze – do udzielenia swoistych gwarancji co do wiarygodności i wierzalności firmy-kandydata na trzeci rynek oraz po drugie – do udzielenia pomocy tejże firmie w opracowaniu planu strategii roz-

wojowej po wprowadzeniu akcji tegoż przedsiębiorstwa na trzeci rynek.

Droga do trzeciego rynku była zamknięta dla przedsiębiorstw uznanych przez władze giełdy za opierające swoją działalność na spekulacji. Giełda więc nie akceptowała na trzecim rynku tych przedsiębiorstw, które uzyskiwały więcej niż 10% swoich zysków czy obrotów (w zależności od branży) z obrotu gotówką lub łatwymi do upłynnienia aktywami, posiadały mniejszościowe udziały w innych przedsiębiorstwach (dotyczyło to np. firm typu *venture capital*), firm zajmujących się inwestowaniem w nieruchomości oraz przedsiębiorstw zajmujących się pośrednictwem w obrocie towarowym. Władze giełdy, wykluczające te przedsiębiorstwa z możliwości emitowania akcji na trzecim rynku, chciały z niego wykluczyć firmy ze swojej natury nastawione na spekulację — i w ten sposób stabilizować rynek. Z drugiej strony poprzez wprowadzenie tych ograniczeń faworyzowano firmy przemysłowe i reprezentujące pozostałą sferę usług. Początkowo trzeci rynek wystartował znacznie słabiej niż USM, ponieważ do końca 1987 roku zaledwie 16 firm wyemitowało akcje na tym rynku. Potem dynamika ta poprawiła się głównie przez wprowadzenie programu Business Expansion Scheme (BES). Był to specjalny program zachęcający inwestorów do lokowania kapitałów w akcje przedsiębiorstw. Zakup i przetrzymanie nabytych akcji przez okres co najmniej 5 lat uprawniały inwestora do specjalnych ulg podatkowych.

Firmy rozprowadzające swoje akcje na trzecim rynku (w maju 1989 roku było ich 58) to przedsiębiorstwa młode, osiągające średnio od 4 do 8 mln GBP rocznych obrotów. Występowały jednak między nimi duże rozpiętości — tak iż spotkać było można na trzecim rynku z jednej strony firmy o obrocie 1,6 mln GBP, a z drugiej przedsiębiorstwa osiągające nawet do 53 mln GBP rocznych obrotów.

Likwidacja trzeciego rynku i zapowiedź zamknięcia USM

W grudniu 1993 roku zaprzestano działalności trzeciego rynku, a decyzją

władz giełdy rejestracja nowych przedsiębiorstw na rynku USM będzie możliwa tylko do końca bieżącego roku. USM będzie istniał prawdopodobnie do końca 1996 roku, po czym zostanie rozwiązany. Oznacza to zaprzestanie emisji i sprzedaży akcji małych przedsiębiorstw na rynkach kontrolowanych przez giełdę. Podstawowym argumentem za likwidacją tych rynków podnoszonym przez władze giełdy jest malejąca z roku na rok dynamika na tych rynkach. W 1993 roku na rynku akcji nie notowanych (który obejmuje USM oraz *Third Market*) wartość obrotów wyniosła 2 332,6 mln GBP, dokonano 230 150 operacji, w których uczestniczyło 9 269,7 mln akcji. Od 1987 roku obserwowany jest systematyczny spadek w odniesieniu do wszystkich wymienionych powyżej wielkości. Wartość obrotów, liczba operacji i liczba akcji uczestniczących w obrocie wynosiły w 1987 roku odpowiednio: 7 128,0 mln GBP, 965 990, i 10 548,8 mln akcji. Warto przy tym zaznaczyć, iż rok 1993 prezentował się dużo korzystniej aniżeli rok 1992, w którym omawiane wielkości wynosiły odpowiednio: 1 409,2, 143 167 oraz 4 870,4¹⁾.

Nowe plany pomocy małym przedsiębiorstwom w pozyskiwaniu wolnych kapitałów

Likwidacja dwóch rynków, na których dokonywały się transakcje kupna-sprzedaży akcji małych przedsiębiorstw nie oznacza bynajmniej przyjęcia przez giełdę twardszego kursu w stosunku do małych firm. W kwietniu 1994 roku władze giełdy londyńskiej wyłansowały bowiem nowy program wspierania interesów małych przedsiębiorstw i zachęcania inwestorów do lokowania w akcje tychże firm²⁾. Kierownictwo giełdy podało, iż po raz pierwszy giełda aktywnie wykorzysta swoje zasoby, by promować małe firmy. Zgodnie z planem zaangażowanie giełdy nie będzie się ograniczać do rynku krajowego, ale podjęte zostaną działania marketingowe za granicą, w celu zachęcenia obcych inwestorów do lokowania środków w ak-

cje małych firm na giełdzie londyńskiej.

Wśród propozycji znajduje się również powołanie w ramach giełdy grupy specjalistów zajmujących się sprawami małych firm, jak również grupy specjalistów od marketingu, których zadaniem byłoby doradzanie właścicielom małych firm i przekonywanie ich do korzyści płynących z faktu emitowania i sprzedaży akcji. Mówi się też w tym programie o rozwijaniu lokalnej działalności giełdy. Działania te mają z kolei zachęcić lokalnych brokerów do promowania zainteresowania inwestorów lokatami w akcje lokalnych przedsiębiorstw.

Zainteresowanie giełdy sprawami małych przedsiębiorstw jest wynikiem presji wywieranej na giełdę m.in. przez grupę z londyńskiego City działającą na rzecz małych przedsiębiorstw (The City Group for Smaller Companies), grupę reprezentującą interesy ludzi związanych z lokowaniem wolnych kapitałów (*venture capital*), część maklerów giełdowych i inwestorów instytucjonalnych. Celem działalności tej grupy jest stworzenie nowych możliwości handlu akcjami małych firm pod egidą giełdy.

Można powyższe rozważania zakończyć konkluzją, iż pomimo negatywnych doświadczeń z rynkami akcji małych przedsiębiorstw sprawa pomocy tym firmom w zdobywaniu wolnych kapitałów nie została zignorowana. Szuka się obecnie w Wielkiej Brytanii innych, bardziej efektywnych sposobów niesienia takiej pomocy.

Jacek Klich

Artykuł ten jest jednym z efektów stypendium fundowanego przez ROTARY ACTION-SERVICE.

PRZYPISY

- ¹⁾ London Stock Exchange, *Stock Exchange Quarterly*, October-December 1993, s. 67.
- ²⁾ N. COHEN, R. GOURLAY, *Exchange launches plan to promote smaller companies*, „Financial Times”, 1994, April 27, s. 1 i 11.