

Paradoks Ojca-Założyciela

Akcjonariusz
maj 2012

Piotr Biernacki
Założyciel IDEAcraft
Dyrektor Strategiczny, Stowarzyszenie Emitentów Giełdowych
twitter.com/piotrbiernacki

Siłą i wyróżnikiem polskiej giełdy jest po stronie popytowej duża grupa aktywnych inwestorów indywidualnych. Po stronie podażowej jej odpowiednikiem są liczne spółki prywatne, które po kilkunastu latach rozwoju są wprowadzane do publicznego obrotu i mają szansę przerodzić się w dojrzałe, nowoczesne korporacje. Jednak u źródeł powstania tej grupy leży czynnik, który jednocześnie stanowi istotną barierę rozwoju, a w niektórych przypadkach prowadzi do głośnych konfliktów znajdujących finał w mediach, lub nawet na sali sądowej.

Czynnik ten nazywam paradoksem ojca-założyciela. Składają się na niego wewnętrznie sprzeczne interesy założycieli (właścicieli pierwotnych) spółek oraz specyficzna kultura ukształtowana w polskich spółkach prywatnych w ciągu dwóch dekad transformacji zderzająca się z także młodą kulturą spółek publicznych. Analiza tego paradoksu wymyka się ograniczeniom klasycznej teorii agencji, więc staram się ją opisać w formie lżejszego eseju.

Zanim Ojciec-Założyciel poznał inwestorów

Ojciec-założyciel uruchamiał swój biznes we wczesnych latach 90., często na bazie prywatnej inicjatywy prowadzonej jeszcze w ostatnich latach liberalizującej się gospodarki planowej. Miał wtedy szansę łatwo zagospodarować niszę rynkową, pokryć niezaspokojony popyt na produkty i usługi, których brakowało wcześniej. Szybko rozwijał firmę ucząc się zarządzania w twardej szkole życia, a nie na uczelniach czy studiach MBA. Obserwując liczne porażki znajomych stronili od zadłużania swojej firmy.

Budując firmę od podstaw był ekspertem od wszystkiego: znał każdy szczegół procesu technologicznego produkcji śrubki, wszystkie zapisy umów z kontrahentami, osobiście prowadził rekrutacje i zarządzał przepływami pieniędzmi. W pewnym momencie firma rozrosła się tak, że do poszczególnych zadań zatrudnił specjalistów, ale nadal to on osobiście podejmował wszystkie decyzje.

Zarządzanie finansami firmy prowadził skutecznie, ale w sposób, który przyprawiłby dziś o dreszcze wykształconego dyrektora finansowego. Finanse firmy często były nierozzerwalnie związane z jego finansami rodzinnymi i osobistymi. Firma wypłacała zysk, gdy musiał dokończyć budowę willi. Nie było żadnych przeszkód, by zakład produkcyjny stał na działce należącej w połowie do żony i w połowie do szwagra.

Firma rozwijała się z roku na rok, a talent i wyczucie koniunktury pomagały mu budować rodzinny biznes. Ojciec-założyciel patrzył na swoją firmę w perspektywie długoterminowej. Mimo wszystkich codziennych ograniczeń realizował on to, co profesorowie zarządzania za Atlantykiem kiedyś nazwali strategią błękitnego oceanu.

Ojciec-Założyciel spotyka doradców

W I dekadzie XXI wieku firma trafiła na listę 500 największych przedsiębiorstw Polityki, Rzeczypospolitej lub zdobyła tytuł Gazeli Biznesu Pulsu Biznesu. Do ojca-założyciela zaczęli przyjeżdżać z Warszawy doradcy. Zawsze w eleganckich garniturach, zwykle samochodami, które mogły bez wstydu parkować obok jego ciężko wypracowanego Mercedesa lub Audi.

Doradcy mówili dość trudnym językiem, ale w ich wypowiedziach pojawiały się interesujące wątki. Przyspieszenie rozwoju. Środki na nowe, o wiele większe niż dotychczas inwestycje. Przejęcia konkurencyjnych firm. Ekspansja zagraniczna. I zawsze giełda: mechanizm, który dostarcza pieniędzy w formie takiego jakby kredytu, którego jednak nie trzeba spłacać. To brzmiało interesująco.

Dotychczas ojciec-założyciel nie myślał o wartości swojej firmy w kategoriach pieniężnych. To było dzieło jego życia, jego dziecko, które dawało mu mnóstwo satysfakcji i z którym wiązał całą swoją przyszłość. Tymczasem doradcy pokazywali mu wyceny, z których wynikało, że jego firma na giełdzie byłaby warta 50, 100, 300 mln zł. To brzmiało jeszcze bardziej interesująco.

Rozmowy kończyły się poklepywaniem po ramieniu i zapewnieniami *Spokojnie, Panie Prezesie, my się wszystkim zajmiemy. Niejeden taki deal zrobiliśmy. No niech Pan zobaczy - Kowalskiego wprowadziliśmy na giełdę i proszę, jak się rozwija. Proszę, niech Pan do niego zadzwoni i zapyta. Ta cała giełda to w gruncie rzeczy prosta sprawa. Jedna z wizyt doradców kończyła się podpisaniem umowy.*

Ojciec-Założyciel poznaje inwestorów

Doradcy (okazało się, że potrzeba ich więcej, nie tylko tych od corporate finance, ale też z domu maklerskiego, kancelarii prawnej, audytorów i nawet ekspertów od komunikowania) sprawnie zajęli się przygotowaniem spółki do pierwszej oferty publicznej. Uporządkowane zostało zarządzanie finansami i aktywa spółki - na tyle, na ile wymagają tego przepisy prawa. Wprowadzone zostały regulaminy rady nadzorczej i zarządu oraz wewnętrzne regulacje dotyczące ochrony informacji poufnych i raportowania. Doradcy napisali nawet na potrzeby prospektu strategię rozwoju spółki, która przez ostatnie kilkanaście lat była tylko w głowie ojca-założyciela.

Nie obyło się bez zgrzytów. Po pierwsze okazało się, że wejście na giełdę to nie kwestia 3-4 miesięcy, ale raczej półtora roku. Po drugie z każdą kolejną wewnętrzną analizą, wynikami premarketingu, a potem raportem przygotowanym przez analityka domu maklerskiego oferującą wycenę, której można oczekiwać od inwestorów, obniżała się. Niepokojący był roadshow. Wartość mojej budowanej w pocie czoła firmy mają oceniać ci chłopcy, młodszy od moich dzieci, którzy zaledwie kilka lat spędzili na wypełnianiu tabelki w komputerze i nigdy nie zarządzali prawdziwą firmą? To oni decydują o inwestycjach rzędu miliardów złotych?

Prawdziwym szokiem dla ojca-założyciela były efekty book-buildingu. Po serii wyczerpujących spotkań okazało się, że firma jest warta o połowę mniej, bo politycy w Brukseli nie dogadali się znowu z Grecją. Proces IPO ma jednak swoją dynamikę i trzeba podjąć decyzję: emitujemy akcje po dolnej cenie z widełek, nie sprzedajemy transzy już istniejących akcji. Na kontaktach spółki pojawia się kilkadziesiąt milionów złotych, w prasie świetne wywiady i artykuły, wszyscy znajomi gratulują i zazdroszczą.

Doradcy odchodzą, inwestorzy zostają

Po debiucie nie ma już wsparcia wszystkich doradców, którzy prowadzili proces IPO. Ojciec-założyciel buduje nowy, dwukrotnie większy zakład produkcyjny i przejmuje kilku mniejszych konkurentów. Nadchodzi jednak koniec kwartału i doradca ds. relacji inwestorskich przypomina o raporcie. Zadaje przy tym trudne pytania: czy przy słabszych wynikach tego kwartału uda się zrealizować ogłoszoną w prospekcie prognozę wyników? Nie da się, prognoza przecież była dla inwestorów, bez niej nie sprzedalibyśmy akcji. Co z tego, że nie spełnimy w tym roku prognozy, przyszły rok będzie lepszy. Lepiej teraz inwestować, kiedy mamy środki, na zyski przyjdzie czas. Inwestorzy chcą zysku co kwartał? Co roku ten zysk ma być wyższy? Przecież widzieli, co kupują!

Wiosną kolejnego roku trzeba przygotować raport roczny, a potem zorganizować walne zgromadzenie. W IPO nie udało się sprzedać pakietu akcji, więc ojciec-założyciel wypłaci sobie dywidendę. Doradca IR znów kręci nosem. *Co znaczy „Jak to wytłumaczymy”?* *Niczego nie musimy tłumaczyć. W prospekcie zadeklarowaliśmy, że w pierwszych trzech latach zyski będą reinwestowane? Ale to było rok temu, a ja teraz potrzebuję 2 mln zł. Jestem przecież w końcu właścicielem tej firmy!* „Kredyt” udzielony przez inwestorów giełdowych okazał się bezzwrotny, ale wraz z nim oni sami weszli do spółki i pozostaną w niej na dobre i na złe.

Długi i krótki horyzont

Ojciec-założyciel w spółce publicznej bywa bardzo kłopotliwy dla akcjonariuszy mniejszościowych. Najczęściej nadal traktuje firmę jako swoją wyłączną własność, mimo że w akcjonariacie jest kilkuset inwestorów indywidualnych i kilku instytucjonalnych. Dużo czasu zajmuje mu zrozumienie ich perspektywy patrzenia na biznes, który ma przynosić zyski w postaci wzrostu kursu lub dywidendy. Źle odbiera ich wścibskie pytania zadawane mailowo, telefonicznie, z pomocą dziennikarzy, a czasem wręcz podczas walnych zgromadzeń. Stara się chronić wiedzę i informacje o biznesie tak, jak to robił przez lata, by wyprzedzić konkurencję.

Z drugiej strony ojciec-założyciel to często skarb dla akcjonariuszy mniejszościowych spółki publicznej. To on osobiście jest gwarantem sprawnego zarządzania biznesem i prowadzenia go w perspektywie wieloletniej, a nie zysków najbliższego kwartału. On jeden nigdy świadomie nie będzie działał na szkodę spółki; nie zgodzi się na ryzykowne operacje na instrumentach pochodnych; podejmie odważne decyzje rozwojowe; będzie zawsze pilnował każdego grosza na poziomie kosztów operacyjnych.

Przy pobieżnej analizie może wydawać się, że interesy ojca-założyciela i inwestorów giełdowych są sprzeczne. Patrząc głębiej okazuje się, że obu stronom zależy na tym samym. Konflikty i nieporozumienia pomiędzy nimi są wynikiem szeregu czynników związanych z komunikacją i procesem podejmowania decyzji o debiucie giełdowym. Można je zneutralizować przy odpowiednim zaangażowaniu różnych doradców. Zarówno tych od corporate finance i doradztwa transakcyjnego, którzy powinni wcześniej przygotować ojca-założyciela do warunków publicznego rynku kapitałowego, zwłaszcza w obszarze polityki informacyjnej i zasad dzielenia się wiedzą (i władzą) po debiucie giełdowym, jak też doradców od komunikacji, którzy powinni już na etapie prac nad prospektem przygotowywać spółkę do przyszłej stałej komunikacji z inwestorami.