Grzegorz Wojtkowiak*

WYCOFANIE SPÓŁKI Z RYNKU KAPITAŁOWEGO JAKO OPCJA STRATEGII WYJŚCIA

1. WSTĘP

Nieustanne dążenie do wzrostu i rozwoju przedsiębiorstw skłania do równoczesnej racjonalizacji mechanizmów rynkowych przez rządy krajowe i instytucje mające na nie wpływ. Cechą dobrze rozwiniętych gospodarek jest właściwa infrastruktura rynkowa i odpowiedni poziom wolności gospodarczej, sprzyjający nie tylko powstawaniu nowych podmiotów, ale również ich przekształcaniom i poszukiwaniom najefektywniejszych dróg podnoszenia wartości.

Jedną z najwyższych form wspierania rynku i przedsiębiorstw, świadczącej o znacznej stabilizacji, jest rozwinięty rynek kapitałowy. Liczba przedsiębiorstw zainteresowanych pozyskaniem i pomnażaniem wartości kapitału, a w szczególności liczba inwestorów i dokonywanych transakcji, obok wskaźników długoterminowego wzrostu, są ważnym wyznacznikiem kondycji gospodarki. Warszawska Giełda Papierów Wartościowych – największa w rejonie Europy Środkowo-Wschodniej, z pewnością może być symbolem pozytywnych transformacji i przekształceń ostatnich dwóch dekad.

W skali mikro, dla przedsiębiorców, możliwość upublicznienia akcji związana jest z szansą/okazją pozyskania kapitału na rozwój. Dla dotychczasowych właścicieli jest z kolei metodą na wycofanie zaangażowania kapitałowego i realizację zysków. Bez względu na pierwotne intencje, uzyskanie statusu spółki publicznej i wprowadzenie akcji do obrotu giełdowego znacznie podnosi prestiż i poprawia wizerunek spółki.

Wejście na giełdę wiąże się jednak z szeregiem obowiązków i rygorów, którym nie podlegają inne podmioty. Początkowe zalety związane z możliwością

* Doktor, Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu.

pozyskania kapitału w dłuższym czasie, czy w określonych sytuacjach mogą zamienić się w trudności i ograniczenia rozwoju.

Autor artykułu zajmuje się analizą strategii wyjścia z punktu widzenia właścicieli. Upublicznienie akcji jest jedną z metod uwolnienia zaangażowanych środków. W toku badań zwrócono jednak uwagę na nietypową sytuację, w której „wyjście” może dotyczyć intencji potencjalnych lub obecnych inwestorów i obejmować chęć wycofania akcji spółki notowanej na giełdzie z obrotu.

W tej sytuacji strategia wyjścia może dotyczyć mniejszościowych czy indywidualnych akcjonariuszy, którzy mają szansę na spieniężenie swoich aktywów – rozwiązania prawne chronią w tej sytuacji ich interesy przed wpływem akcjonariuszy sprawujących kontrolę nad spółką. Patrząc z innej perspektywy, strategia wyjścia obejmuje samo wycofanie akcji z obrotu i zniesienie szeregu obowiązków i obostrzeń związanych z funkcjonowaniem spółki. W niektórych przypadkach opuszczenie rynku regulowanego związane będzie z typowymi opcjami strategii wyjścia, takimi jak przejęcia i fuzje, czy też opcjami defensywnymi, takimi jak likwidacja, a w skrajnych przypadkach upadłość (przy czym zakończenie notowań giełdowych będzie raczej konsekwencją, a nie przyczyną).

Niniejszy artykuł ma charakter przyczynkowy i jego głównym celem jest prezentacja wycofania przedsiębiorstwa z rynku kapitałowego przez pryzmat realizacji strategii wyjścia¹. Intencją autora jest zainteresowanie innych badaczy problematyką i zachęcenie praktyków do uwzględniania różnych opcji strategii wyjścia w analizach i scenariuszach służących podejmowaniu kluczowych decyzji dla przedsiębiorstw.

Główne badania autora zmierzające do poznania metod realizacji strategii wyjścia, prowadzone są metodą wywiadów ustrukturyzowanych w podmiotach zajmujących się doradztwem gospodarczym i prawnym – ich wyniki są pierwotną przyczyną zainteresowania tematem. W niniejszym artykule wykorzystane zostały wtórne dane statystyczne, a także analiza przepisów prawnych i publikacji (w tym fachowych publikacji branżowych).

2. PRZYCZYNY WYCOFANIA SIĘ SPÓŁEK Z GIEŁDY

Wycofanie się spółek z giełdy jest znanym zachowaniem na rynku, wymaga jednak krótkiego uporządkowania terminologicznego. Reguły wyznaczone prawnie (dalej nie rozpatrywane) mówią o zaprzestaniu notowania akcji na giełdzie oraz zniesieniu dematerializacji akcji, z tej grupy wyłączyć jednak należy czasowe zawieszania notowania (powszechne szczególnie na rynku NewCon-

¹ Dla uproszczenia terminologicznego, w artykule wycofanie akcji z obrotu będzie uznawane za wycofanie z giełdy, mimo iż teoretycznie akcje mogą nadal pozostawać zdematerializowane.

nect). Z punktu widzenia celu należy zauważyć, że wycofanie z giełdy oznacza zniesienie wielu obowiązków związanych z uczestnictwem na rynku publicznym i ustabilizowanie formy własności. Określenie w języku angielskim: *going private*, sugeruje uwzględnienie wycofania z giełdy jako formy prywatyzacji – zgodnie z jedną z jej definicji mówiącej o zmianie formy własności ze społecznej (masowej) na prywatną, nie należy jednak traktować tej problematyki jako zbieżnej².

Zgodnie z teorią zarządzania finansami przedsiębiorstw wskazuje się, że przedsiębiorstwa publiczne zamieniają się w prywatne, jeśli nie ma pozytywnej relacji między korzyściami a kosztami pozostawania na giełdzie. Do typowych przyczyn należą tu zyski z dźwigni finansowej, korzyści podatkowe czy chęć zmian w ładzie korporacyjnym³.

Wprowadzanie przedsiębiorstwa na giełdę związane jest z wieloma pozytywnymi motywami i szansami dla przedsiębiorstwa. Jednocześnie w trakcie tego procesu przedsiębiorcy rozważają szereg obaw i ryzyk. Obok znacznego wysiłku organizacyjnego (i finansowego) związanego z wprowadzeniem akcji do obrotu⁴, w toku dalszego funkcjonowania spółki publiczne muszą się liczyć z:

- koniecznością ujawniania wielu informacji i zdarzeń istotnych z punktu widzenia inwestorów (określonych w regulacjach dotyczących obowiązków informacyjnych),
- obowiązkiem sporządzania wielu sprawozdań, w tym znacznie bardziej szczegółowych sprawozdań finansowych,
- ryzykiem dodatkowych kontroli, głównie ze strony Komisji Nadzoru Finansowego,
- kosztami związanymi z funkcjonowaniem na rynku publicznym (opłaty stałe, koszty dodatkowych obowiązków, utrzymywanie relacji inwestorskich, czy inne, np. zwiększone koszty organizacji Zgromadzeń Akcjonariuszy),
- koniecznością uwzględniania interesów szerszej grupy interesariuszy,
- wpływem kursu akcji na postrzeganie przedsiębiorstwa przez kontrahentów, w tym instytucje finansowe.

Wymienione obowiązki, szczególnie dla przedsiębiorstw nie mogących liczyć na dalszy dynamiczny wzrost czy pozyskanie kapitału (związanego z zasadnymi inwestycjami), mogą stanowić bariery i ograniczenia rozwoju, ewentualnie ich wypełnianie może być nieuzasadnioną trudnością.

Do przyczyn rezygnacji przedsiębiorstwa z obrotu giełdowego, będących częściej jednym z pozytywnych skutków tego wycofania, zaliczyć również

² A. Dowżycki, H. Sobolewski, W. Tłuchowski, *Restrukturyzacja, prywatyzacja i wycena przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2003, s. 89.

³ J. Brau, J. Carpenter, M. Rodriguez, C. Sirmans, *REIT Going Private Decisions*, „Journal of Real Estate Finance & Economics”, January 2013, Vol. 46, Issue 1, s. 24.

⁴ U. Banaszczyk-Soroka, *Instytucje i uczestnicy rynku kapitałowego*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2008, s. 27.

można chęć redukcji kosztów wynikających z rozdzielenia własności kapitału od zarządzania, tzw. kosztów agencji⁵. Nie są to koszty transakcyjne związane bezpośrednio z obrotem giełdowym czy wymogami prawnymi, charakteryzują raczej kwestię zarządzania i nadzoru korporacyjnego, która może być inaczej, w domyśle taniej lub skuteczniej, zapewniona przy stałej strukturze właścicielskiej.

Pierwotne przyczyny wycofania z giełdy uwarunkowane są jednak częściej zdarzeniami zewnętrznymi, jedynie pośrednio związanymi z wyżej wspomnianymi obowiązkami. Często przyczyną jest pozyskanie inwestora zewnętrznego lub partnera strategicznego. Wyróżnić w tym zakresie należy dwa scenariusze:

- istnienie potencjalnego inwestora, który dzięki szczególnym zasobom (kapitałowym, relacyjnym, organizacyjnym) o charakterze strategicznym może znacząco wpłynąć na wzrost, rentowność czy efektywność działania danego przedsiębiorstwa – zainteresowany jest jednak pozostaniem jedynym beneficjentem przyszłych (spowodowanych przez siebie) zmian,

- przejęcie lub fuzja, w wyniku której inne przedsiębiorstwo notowane na giełdzie, przejmuje daną Spółkę, emitując (lub przeznaczając) dla jej dotychczasowych akcjonariuszy swoje akcje⁶.

Wycofanie z giełdy może być w tych przypadkach warunkiem koniecznym i etapem wzrostu – uzyskanie efekty synergii czy efektu restrukturyzacji będzie wpływało pozytywnie jedynie na inicjatorów zmian i pozostałych akcjonariuszy, oni staną się beneficjentami wzrostu wartości przedsiębiorstwa⁷.

Jednocześnie wycofanie akcji danego podmiotu z rynku może nastąpić bez woli samego przedsiębiorstwa lub jego właścicieli – w szczególności w przypadku naruszenia prawa, zaprzestania wypełniania określonych wymogów lub niewypłacalności. Wszelkie te sytuacje reguluje § 31 Regulaminu Giełdy, zgodnie z którym Zarząd Giełdy (obligatoryjnie) wyklucza instrumenty finansowe z obrotu giełdowego:

- jeżeli ich zbywalność stała się ograniczona,
- na żądanie KNF zgłoszone zgodnie z przepisami Ustawy,
- w przypadku zniesienia ich dematerializacji,
- w przypadku wykluczenia ich z obrotu na rynku regulowanym przez właściwy organ nadzoru.

⁵ A. Pieloch, *Determinanty restrukturyzacji przedsiębiorstw w wyniku przeprowadzania operacji Buy-Back*, [w:] R. Borowiecki, A. Jaki (red.), *Zarządzanie procesami restrukturyzacji. Koncepcje – strategie – analiza*, Fundacja Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, Kraków 2012, s. 634.

⁶ Strona internetowa Domu Maklerskiego ING:

http://www.ingsecurities.pl/e-learning_wycofanie.xml [dostęp: 14.03.2013].

⁷ Por. T. Rojek, *Rola aliansów strategicznych w tworzeniu wartości przedsiębiorstwa*, [w:] D. Zarzecki (red.), *Czas na pieniądź. Zarządzanie finansami. Inwestycje, wycena przedsiębiorstw, zarządzanie wartością*, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 2012, s. 485.

Ponadto Zarząd Giełdy może (zależy to od jego decyzji, nie jest zatem obligatoryjne) wykluczyć instrumenty finansowe z obrotu giełdowego:

- jeżeli przestały spełniać inne, niż określony w ust. 1 pkt 1 warunek dopuszczenia do obrotu giełdowego na danym rynku,
- jeżeli emitent uporczywie narusza przepisy obowiązujące na giełdzie,
- na wniosek emitenta,
- wskutek ogłoszenia upadłości emitenta albo w przypadku oddalenia przez sąd wniosku o ogłoszenie upadłości z powodu braku środków w majątku emitenta na zaspokojenie kosztów postępowania,
- jeżeli uzna, że wymaga tego interes i bezpieczeństwo uczestników obrotu,
- wskutek podjęcia decyzji o połączeniu emitenta z innym podmiotem, jego podziale lub przekształceniu,
- jeżeli w ciągu ostatnich 3 miesięcy nie dokonano żadnych transakcji giełdowych na danym instrumencie finansowym,
- wskutek podjęcia przez emitenta działalności, zakazanej przez obowiązujące przepisy prawa,
- wskutek otwarcia likwidacji emitenta⁸.

Katalog przyczyn wycofania przedsiębiorstwa z obrotu giełdowego rozszerza również *Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych*. Wskazuje ona na:

- możliwość przymusowego wykupu akcji. Akcjonariuszowi spółki publicznej, który osiągnął lub przekroczył 90 % ogólnej liczby głosów w tej spółce, przysługuje, w terminie trzech miesięcy od osiągnięcia lub przekroczenia tego progu, prawo żądania od pozostałych akcjonariuszy sprzedaży wszystkich posiadanych przez nich akcji (z uwzględnieniem warunków cenowych uwzględniających interesy pozostałych akcjonariuszy);
- konieczność wykupu akcji. Żądanie takie mogą zgłosić pozostali akcjonariusze, jeśli jeden z podmiotów posiada 90% lub więcej akcji. Do podobnych skutków prowadzić może przekroczenie 66 % ogólnej liczby głosów w spółce publicznej, kiedy nabywca może osiągnąć ten efekt wyłącznie w wyniku ogłoszenia wezwania do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę wszystkich pozostałych akcji tej spółki⁹.

Podsumowując, przyczyny wycofania z giełdy można podzielić na cztery główne kategorie chroniące wartości dla określonych grup interesariuszy (uwzględnione w zależności od intencji ustawodawcy):

⁸ *Regulamin Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie*, stan prawny na 20 czerwca 2012 r.

⁹ Art. 74, 82, 83 *Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych*.

- służące ochronie interesów inwestorów obecnych i potencjalnych, w tym służące ochronie interesów giełdy,
- służące ochronie i ułatwianie funkcjonowanie większościowych akcjonariuszy (z pakietem ponad 90% akcji),
- służące ochronie inwestorów mniejszościowych,
- służące przedsiębiorstwu i jego potencjalnym inwestorom lub partnerom strategicznym.

3. SPOSOBY I SKALA „PRYWATYZACJI” SPÓŁEK PUBLICZNYCH

Analiza przyczyn wycofania Spółki z obrotu giełdowego determinuje formę jego przeprowadzenia – jest ona również usankcjonowana przez wspomnianą ustawę o ofercie. Wyróżnić należy trzy podstawowe scenariusze: wykluczenie z obrotu na wniosek spółki, sanacyjne wykluczenie z obrotu, oraz wykluczenie związane z upadłością.

Pierwszy z nich wymaga ogłoszenia wspomnianego już wezwania oraz uzyskania zezwolenia udzielanego przez KNF. W drugim przypadku to właśnie KNF może wydać decyzję o wykluczeniu na czas określony lub bezterminowo. Trzeci przypadek związany jest natomiast z sytuacją materialną spółki¹⁰.

Rys. 1. Spółki wprowadzane i wycofane z GPW w Warszawie w latach 2002–2011

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z raportów statystycznych GPW.

¹⁰ Art. 91 i 96 *Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r...*, *op. cit.*

Doniesienia mediów, również tych branżowych zdecydowanie częściej przedstawiają informację o spółkach wprowadzanych na giełdę czy tych, które dokonują kolejnych emisji, niż podmiotów które decydują się (lub zmuszone są) do jej opuszczenia. Jednocześnie takie przyczyny jak upadłość podmiotu, planowane przejście czy połączenie znacznie zmieniają obraz spółki dla inwestorów.

W zestawieniu (zob. rys. 1) przedstawiono dane na temat ilości spółek wycofanych z obrotu giełdowego w porównaniu do ilości spółek na nią wprowadzanych. Okazuje się, że w latach 2002–2003 wystąpiła zaskakująca relacja: więcej spółek przestało być notowanych na giełdzie – choć ogólna tendencja wskazuje, iż na około trzy nowe podmioty, jeden opuszcza rynek.

Wskaźników takich nie należy jednak oceniać negatywnie – naturą wolnego rynku jest poszukiwanie nowych możliwości podnoszenia efektywności. Pozyaskanie nowego inwestora może być drogą do wzrostu, z drugiej jednak strony, warunki konkurencyjne powodują, że podmioty nieskuteczne nie mają szans na zbudowanie wartości dodanej – one opuszczają giełdę ze względu na likwidację, upadłość czy z powodu decyzji właścicieli.

Analiza skali wycofania przedsiębiorstw z obrotu giełdowego powinna zostać uzupełniona o wskazanie przyczyn tego wycofania. Na poniższym rysunku (zob. rys. 2) przedstawiono takie zestawienie. Wynika z niego, że przyczyn pozytywnych i dobrowolnych, wskazujących na możliwość dalszego rozwoju przedsiębiorstwa, będących świadomą decyzją właścicieli czy inwestorów, jest zdecydowanie więcej.

Rys. 2. Przyczyny wycofania spółek z GPW w Warszawie w latach 1997–2011

Źródło: jak do rys. 1.

Najwięcej spółek wycofano w giełdy ze względu na połączenie z innym podmiotem, sporo związanych było z przejęciami przez inny podmiot, mniej

z przymusowym wykupem i decyzją Walnego Zgromadzenia Akcjonariuszy. Wycofanie z przyczyn negatywnych, w największym stopniu było związane z upadłością Spółki, stosunkowo niewiele z wykluczeniem z obrotu.

W przyszłości uzupełnieniem takiej analizy mogłyby być badania dotyczące przyczyn pierwotnych, które wskazałyby np. na charakter przejęć lub połączeń – czy były wymuszone czy dobrowolne, miały charakter wrogi czy partnerski. Na pewno niezwykle wartościową byłaby weryfikacja losów ekonomicznych wycofanych podmiotów (wycofanych z innych powodów niż upadłość czy likwidacja) – jakie osiągnęły wyniki finansowe, czy udało im się skorzystać z efektów synergii przy połączeniach lub pozytywnie sfinalizować współpracę ze strategicznymi partnerami.

4. WYBRANE ASPEKTY WYCOFANIA SIĘ Z GIEŁDY

Intencją autora jest rozpowszechnianie świadomości dotyczącej realizacji strategii wyjścia i uwzględniania jej w decyzjach strategicznych. Jednocześnie warto zwrócić uwagę na pewne niebezpieczeństwo i pokusę nadużywania możliwości wpływu na spółkę w okresie przed planowanym wycofaniem z giełdy.

Przykładowe badania przeprowadzono na giełdzie w Hong Kongu, weryfikując transakcje wycofania z giełdy w latach 1989–2008. Zauważono, że szczególnie spółki z dużym poziomem transakcji z podmiotami powiązanymi i słabą strukturą korporacyjną, przed okresem wycofania z giełdy dokonywały działań negatywnie wpływających na ich wartość. Transakcje prowokowane przez większościowych akcjonariuszy, pozwalały im w konsekwencji na przejęcie podmiotów po atrakcyjnych (zaniżonych) cenach¹¹.

Wskazane wyżej sytuacje należy jednak przeciwstawić naturalnej sytuacji kryzysu, w której na rynku dokonywane są „przeceny”, a wiele niedowartościowanych spółek może być atrakcyjnych z punktu widzenia inwestorów zainteresowanych przejęciami¹².

Okres recesji, a także rozwój teorii dotyczącej zarządzania wartością i zarządzania finansami, prowokują do nadawania szczególnego znaczenia kwestii ryzyka. Ma ona również fundamentalne znaczenie do określania głównych decyzji strategicznych przedsiębiorstwa, takich jak wyjście z giełdy. Model uwzględniający poziom ryzyka i opcje wyjścia, takie jak upadłość, przejęcie lub fuzję oraz wycofanie z giełdy był wymieniany przez badaczy giełd azjatyckich.

¹¹ J. Du, Q. He, S. W. Yuen, *Tunneling and the decision to go private: Evidence from Hong Kong*, „Pacific-Basin Finance Journal”, April 2013, Vol. 22, s. 50.

¹² M. Łukowski, *Przekuwanie kryzysu w zyski*, [w:] A. Matysiak-Jedrych (red.), *Instytucje i rynki wobec kryzysu finansowego – źródła i konsekwencje kryzysu*, Wydawnictwo Cede-wu, Warszawa 2011, s. 185.

Wskazali, że główną przyczyną prowadzącą do zaprzestania notowania akcji na rynku jest niedowartościowanie ich wyceny¹³.

Badania prowadzone na rynku w Wielkiej Brytanii wskazują natomiast na powiązanie decyzji o wycofaniu z giełdy z planami ograniczenia inwestycji, czego skutkiem jest m. in. wzrost rentowności, choć w wynikach uwzględniono również znaczny wpływ wskaźników giełdowych (charakterystycznych dla różnych okresów kondycji gospodarki i samej giełdy) na decyzje o „prywatyzacji” i jej skutkach¹⁴.

5. ZAKOŃCZENIE

Pozyskanie kapitału w formie emisji akcji na rynku giełdowym daje nie tylko możliwość rozwoju przedsiębiorstwa i osiągnięcia większej skali działania, ale także stanowi o prestiżu danej spółki. Jednocześnie strategia organizacji w długim okresie nie zawsze uwzględnia pozostawanie jej na rynku regulowanym. Wysokie koszty funkcjonowania spółek giełdowych, koszty agencji, zakres regulacji, dodatkowe obowiązki, a także konieczność ujawniania znacznie szerszego zakresu informacji, nie zawsze sprzyjają interesom przedsiębiorstwa czy znaczących inwestorów (również przyszłych). Optymalną drogą do osiągnięcia wzrostu mogą być również fuzje czy przejęcia, a czasem, gdy przedsiębiorstwa dotyka recesja, dochodzi do sytuacji, gdy nie spełnia ono brzegowych warunków funkcjonowania na rynku.

W takich sytuacjach realizowana będzie specyficzna strategia wyjścia polegająca na wycofaniu spółki z obrotu giełdowego. Wskazana w artykule skala takich zdarzeń na rynku, ilość dostępnych sposobów tej formy „prywatyzacji”, wskazują na konieczność dalszego zgłębiania tematyki.

Doświadczenia i wnioski badaczy innych rynków giełdowych unaoczniają także wiele specyficznych problemów czy zachowań inwestorów i przedsiębiorców. Z jednej strony chęć ograniczania kosztów wyjścia z giełdy, w tym ceny przejęcia, może rodzić nadużycia i być zagrożeniem dla poziomu zaufania do samego rynku. Z drugiej strony wyjście z giełdy może być naturalną drogą rozwoju lub sposobem ochrony wartości przedsiębiorstwa.

Intencją autora jest zainteresowanie innych badaczy podjęciem tematu i szerszych analiz, artykuł ten stanowi również zapowiedź i wstęp do dalszych analiz problemu – głównie w zakresie oceny efektywności wycofania z giełdy i jej determinant.

¹³ Q. He, T. Chong, L. Li, J. Zhang, *A Competing Risks Analysis of Corporate Survival*, „Financial Management (Blackwell Publishing Limited)”, Winter 2010, Vol. 39, Issue 4, s. 1715.

¹⁴ H. Aslan, P. Kumar, *Lemons or Cherries? Growth Opportunities and Market Temptations in Going Public and Private*, „Journal of Financial & Quantitative Analysis”, April 2011, Vol. 46, Issue 2, s. 489 i 523.

BIBLIOGRAFIA

- Aslan H., Kumar P., *Lemons or Cherries? Growth Opportunities and Market Temptations in Going Public and Private*, „Journal of Financial & Quantitative Analysis”, April 2011, Vol. 46, Issue 2.
- Banaszczak-Soroka U., *Instytucje i uczestnicy rynku kapitałowego*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2008.
- Brau J., Carpenter J., Rodriguez M., Sirmans C., *REIT Going Private Decisions*, „Journal of Real Estate Finance & Economics”, January 2013, Vol. 46, Issue 1.
- Dowżycki A., Sobolewski H., Tłuchowski W., *Restrukturyzacja, prywatyzacja i wycena przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2003.
- Du J., He Q., Yuen S. W., *Tunneling and the decision to go private: Evidence from Hong Kong*, „Pacific-Basin Finance Journal”, April 2013, Vol. 22.
- He Q., Chong T., Li L., Zhang J., *A Competing Risks Analysis of Corporate Survival*, „Financial Management (Blackwell Publishing Limited)”, Winter 2010, Vol. 39, Issue 4.
- Łukowski M., *Przekazywanie kryzysu w zyski*, [w:] A. Matysiak-Jedrych (red.), *Instytucje i rynki wobec kryzysu finansowego – źródła i konsekwencje kryzysu*, Wydawnictwo Cedewu, Warszawa 2011.
- Pieloch A., *Determinanty restrukturyzacji przedsiębiorstw w wyniku przeprowadzania operacji Buy-Back*, [w:] R. Borowiecki, A. Jaki (red.), *Zarządzanie procesami restrukturyzacji. Koncepcje – strategie – analiza*, Fundacja Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, Kraków 2012.
- Regulamin Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie*, stan prawny na 20 czerwca 2012 r.
- Rojek T., *Rola aliansów strategicznych w tworzeniu wartości przedsiębiorstwa*, [w:] D. Zarzecki (red.), *Czas na pieniądze. Zarządzanie finansami. Inwestycje, wycena przedsiębiorstw, zarządzanie wartością*, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 2012.
- Strona internetowa Domu Maklerskiego ING: http://www.skarbiec.biz/inwestycje/10_04_12_.htm [dostęp: 14.03.2013].
- Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych.*

Grzegorz Wojtkowiak

LEAVING OF THE STOCK EXCHANGE MARKET AS AN OPTION OF THE EXIT STRATEGY

The article is aimed to present and contribute to the subject of withdrawal of the company from the capital market as a way of realization of the exit strategy. The reasons and methods of such withdrawal from the stock exchange have been indicated as well as the scale of such phenomenon on the Warsaw Stock Exchange. Author attempts to bring up the topics related to the possible evaluation of effectiveness and threats of such form of „privatization”.

Key words: capital market, exit strategy, withdrawal of the company from the capital market.