Piotr Zasępa*

TRENDY TRANSAKCJI IPO I ICH WPŁYW NA POZIOM DEZINWESTYCJI FUNDUSZY *VENTURE CAPITAL*

1. WSTĘP

Załamanie rynków finansowych i niskie wyceny spółek na rynkach giełdowych spowodowały spadek liczby transakcji pierwotnych ofert publicznych (IPO) zarówno w USA jak i rynkach europejskich. Jednym z głównych beneficjentów rozwoju transakcji IPO na giełdach papierów wartościowych są fundusze *venture capital*. Ich udział w realizacji tych transakcji jest dość znaczący i ma znaczny wpływ na poziom inwestycji funduszy w przyszłości. Ponadto spółki zasilane funduszami *venture capital* stanowią bardzo atrakcyjny cel inwestycyjny, który pozwala osiągnąć ponadprzeciętne stopy zwrotu po transakcji IPO ze względu na niedoszacowanie ich wartości w momencie dezinwestycji. Celem artykułu jest analiza wpływu zmieniających się trendów transakcji IPO na rynek dezinwestycji i inwestycji funduszy *venture capital* w USA, UE oraz w Polsce w latach 2000–2012.

2. ROZWÓJ RYNKU PIERWOTNYCH OFERT PUBLICZNYCH W LATACH 2000–2011

Pierwotna oferta publiczna polega na wprowadzeniu po raz pierwszy walorów spółki do obrotu giełdowego, na skutek czego zmienia się struktura właścicielska jednostki. Transakcja ta jest niezwykle ważna w procesie rozwoju przedsiębiorstw oraz kształtowania się i rozwoju rynku kapitałowego. Daje ona szansę przedsiębiorcy na pozyskanie kapitału na rozwój, obiektywną wycenę oraz umocnienie wizerunku firmy. Tendencje na różnych rynkach światowych w zakresie transakcji IPO miały swoje ważne punkty. Lata 2000–2007 na rynkach finansowych to powolne odbudowywanie pozycji transakcji IPO na gieł-

* Dr nauk ekonomicznych, Akademia im. Jana Długosza w Częstochowie.

dach papierów wartościowych po załamaniu się notowań indeksów giełdowych związane z pęknięciem tzw. bańki internetowej. Pierwsze miesiące kryzysu rynków finansowych w latach 2008–2010 odbiły się w sposób znaczący na wycenach spółek notowanych na giełdach, co spowodowało praktycznie brak pierwotnych ofert publicznych na głównych rynkach giełdowych świata. Równolegle z pogarszającą się koniunkturą i możliwościami przeprowadzenia transakcji IPO, fundusze *venture capital* ograniczyły swoje wyjścia z inwestycji do niezbędnego minimum. Zostały do tego zmuszone bardzo niską płynnością na rynkach giełdowych oraz niedostatecznym rozwojem swoich spółek portfelowych. Analiza rynku IPO przez fundusze odbija się na poziomach realizacji transakcji dezinvestycji, wśród których pierwotna oferta publiczna ma duży udział. Trendy, jakie można zaobserwować w transakcjach IPO są ściśle powiązane z możliwościami gospodarek narodowych oraz z poziomami notowań indeksów i wyceną spółek notowanych na giełdach papierów wartościowych. Globalne rynki kapitałowe możemy obecnie podzielić na dwa główne bieguny między którymi dochodzi do silnej konkurencji o kapitał inwestorów. Pierwszą grupę stanowią kraje wysoko rozwinięte z ustabilizowaną gospodarką rynkową (USA, Japonia, Wielka Brytania, Niemcy), druga grupa to tzw. rynki wschodzące wśród których należy wymienić Chiny, Indie, Brazylię, Rosję czy kraje Europy Centralnej.

Analizując notowania głównych indeksów światowych należy stwierdzić, iż lata 2003–2007 to dynamiczny wzrost ich wartości. Lata 2007–2009 to dynamiczny spadek indeksów wynoszący nawet 60%. Okres 2009–2013 to również dynamiczny, co spadek wzrost notowań poszczególnych indeksów (w granicach 100%). Większość indeksów giełdowych w długim okresie jest ze sobą silnie skorelowanych, dlatego sama analiza wpływu poszczególnych indeksów na transakcje IPO w poszczególnych regionach nie jest konieczna. Wartość światowych transakcji IPO na świecie bardzo dobrze odzwierciedla trendy panujące na rynku giełdowym. Należy również określić różne fazy cyklu giełdowego i związane z tym niedoszacowanie lub przeszacowanie wartości ofert publicznych, co wiąże się z uzyskiwaną stopą zwrotu z inwestycji w średnim okresie.

Analizując dokładniej dane dotyczące liczby i wartości transakcji IPO można stwierdzić, iż w okresie 2000–2012 nastąpiła jej diametralna geograficzna zmiana. Kraje azjatyckie wykorzystując swój dynamiczny rozwój skupiają większość globalnych transakcji IPO. Dużą rolę w kształtowaniu tego trendu miały procesy prywatyzacyjne przeprowadzane przez państwa rozwijające się. W 2006 r. wartość ofert publicznych związanych z prywatyzacjami sięgnęła 105 mld USD. Kwoty te dotyczyły 248 prywatyzacji przeprowadzonych w 48 rozwijających się gospodarkach takich jak: Chiny, Indie, Turcja, Egipt, Polska czy Brazylia¹.

¹ S. Kikieri, *Privatization trends*, World Bank, styczeń 2008.

Tabela 1

Wartość oraz liczba IPO na świecie w latach 2000–2012

Rok	Kwota w mld USD	Liczba IPO
2000	210	1883
2001	94	832
2002	66	839
2003	50	864
2004	124	1516
2005	167	1537
2006	246	1729
2007	287	1979
2008	95	762
2009	112,4	577
2010	284,6	1393
2011	169,9	1225
2012q3	118	768

Źródło: obliczenia własne na podstawie raportów *Ernst & Young Global IPO Trends 2006–2013*.

Oczywiście w następnych latach trend wzrostowy ofert prywatyzacyjnych wraz z niskimi notowaniami indeksów giełdowych osłabił się, jednak mimo to w 2008 r. 38 krajów przeprowadziło 196 transakcji na kwotę 38 mld USD. W porównaniu z 2007 r. był to 20% spadek w ilości transakcji i aż 19 krajów wycofało swoje plany prywatyzacyjne. Transakcje IPO w 2007 r. stanowiły aż 75% wszystkich transakcji prywatyzacyjnych, gdy w 2008 r. już tylko 40%. Kraje, które generują ponad 80% wartości wszystkich transakcji prywatyzacyjnych to Chiny, Rosja oraz Turcja². Lata 2009 i 2010 były rekordowymi pod względem dochodów rządów z prywatyzacji, jednak udział transakcji IPO był niewielki i kształtował się na poziomie ok 30%³. Najważniejszym trendem zmian charakteru transakcji IPO jest to, iż w 2000 r. głównym odbiorcą kapitału był rynek UE oraz rynek USA. W 2011 r. i 2012 r. głównym odbiorcą kapitałów IPO był rynek azjatycki. Sam rynek CHRL zanotował 42% udział w wartościach transakcji IPO i 31,7% udział w liczbie transakcji. Drugim rynkiem w 2011 r. były USA z udziałem 21,2%. W 2012 r. rynek azjatycki zanotował 76% udział w wartości transakcji IPO, USA 15% a UE jedynie 5%. Nastąpiła istotna zmiana i przesunięcie wagi poszczególnych regionów w okresie 2000–2012 jeśli chodzi o wartość transakcji IPO. Na początku dekady USA oraz Europa generowały

² S. Kikieri, *Privatization trends*, World Bank, maj 2010.

³ W. Meggison, *Privatization trends and major deals 2010*, The 2010 PB Report, s. 15.

ponad 75% wartości wszystkich debiutów, gdy w roku 2012 to już tylko 20%. Ich miejsce zajęły państwa Azji, która wraz z Ameryką Południową pokrywa 80% globalnego napływu kapitału związanego z ofertą publiczną. Należy również zaznaczyć, iż w wymienionych regionach wartość IPO wzrasta szybciej niż ich liczba. Niestety tendencja ta odbija się na sytuacji finansowej funduszy VC, które tracą możliwość szybkiego i pewnego źródła środków finansowych jakim jest rynek kapitałowy.

3. UDZIAŁ FUNDUSZY *VENTURE CAPITAL/PRIVATE EQUITY* W TRANSAKcjACH IPO NA RYNKU USA ORAZ UE

Zdobycie środków finansowych, rozwój spółki portfelowej i dezinwestycja to standardowy proces inwestycyjny funduszy wysokiego ryzyka. Bardzo dużym beneficjentem rozwoju rynków kapitałowych są małe i średnie przedsiębiorstwa zasilane kapitałami funduszy *venture capital* oraz *private equity*. Silna korelacja rynku IPO oraz inwestycji *venture capital* w zdecydowany sposób wpływa na kondycję funduszy i osiąganą przez nich stopę zwrotu. Proces dezinwestycji jest dla nich niezmiernie ważny, ze względu na możliwość sprzedaży swoich akcji przedsiębiorstwa udziałowego. Jest to niezbędny proces umożliwiający uzyskanie płynności przez fundusz celem reinwestycji środków oraz dający szansę na osiągnięcie ponadprzeciętnej stopy zwrotu w momencie dogodnego momentu sprzedaży udziałów. Osiągnięte stopy zwrotu pozwalają na wzrost zainteresowania inwestorów tym segmentem rynku finansowego i określają możliwości jego dalszego rozwoju. Niestety nie tylko wartość wewnętrzna spółki wpływa na powodzenie IPO. Ma na to wpływ również wielkość spółki, płynność oraz stan rynku kapitałowego. Na wyniki funduszy wpływają również zachowania się notowań indeksów giełdowych związane z wyceną spółek giełdowych, co może wpływać na przeszacowanie lub niedoszacowanie wartości IPO. Należy stwierdzić również, iż na wycenę spółek w procesie IPO wpływa pozycja emitenta. Jeśli oferentem jest fundusz VC lub PE rynek niedoszacowuje wartość emisji w stosunku do podobnych spółek niezasilanych VC. Dodatkowo na poziom wyceny wpływa doświadczenie oraz reputacja funduszu VC oceniana przez inwestorów⁴. Na ocenę funduszu i prawidłowe przeprowadzenie transakcji IPO może również mieć wpływ długa historia operacyjna funduszu, doświadczenie międzynarodowe, poziom udziałów jakie posiada oraz sposób marketingu⁵. Moment dezinwestycji jest więc niezmiernie ważny w procesie kształtowania stóp zwrotu funduszu VC. Rola funduszy VC w procesie rozwoju transakcji IPO na rynkach

⁴ J. G. MacIntosh, D. Cumming, *Venture capital exits in Canada and the United States*, „University of Toronto Law Journal”, s. 185.

⁵ A. Pabian (red.), *Zarządzanie działalnością marketingową w skali krajowej, międzynarodowej i globalnej*, Wydawnictwo Politechniki Częstochowskiej, Częstochowa 2011, s. 6.

kapitałowych była rozważana przez wielu naukowców. Większość prac dotyczyła niedoszacowania wyceny spółek oferowanych przez fundusze. Pierwsze z prac wskazywały jednak na przeszacowanie wartości tych spółek i były przedstawione w 1991 r. przez W. Meginsona i K. Weiss⁶ związane z tzw. certyfikacją funduszu wyjaśnianą wyższą reputacją i doświadczeniem. Kolejne opracowania wskazywały już na niedoszacowanie ofert funduszy. Pierwsze tego typu opracowanie przedstawił w 2004 r. P. Lee i S. Wahal badając okres 1980–2000⁷. Dalsze prace wskazują na inne niż przeszacowanie i niedoszacowanie sposoby określania wpływu funduszu VC na dalszy proces rozwoju spółek. Różnice w przeszacowaniu i niedoszacowaniu spółek zasilanych VC i bez udziału kapitałów zewnętrznych znikają w rok od momentu IPO⁸. Należy wskazać, iż w 2000 r. w czasie tzw. boomu spółek internetowych niedoszacowanie wartości spółek na rynku amerykańskim w procesie IPO wynosiło aż 65%⁹. Ponadto po tym okresie pozostała opinia, iż nierozwinięte przedsiębiorstwo o złej jakości może w okresie baniek spekulacyjnych wejść na giełdę, co znacznie obniżyło poziom zaufania do oferujących technologiczne spółki funduszy *venture capital*. Następstwem tego było wdrożenie bardziej rygorystycznych przepisów dotyczących spółek przeprowadzających proces IPO, co znacznie zmieniło podejście funduszy VC do tego sposobu dezinvestycji.

Analizując dane dotyczące pozyskiwanych kapitałów oraz inwestycji dokonywanych przez fundusze VC oraz PE należy stwierdzić, iż okres ich dynamicznego wzrostu przypada na lata 2002–2008. Rok 2009 to chwilowe załamanie inwestycji VC spowodowane kryzysem finansowym. Lata 2010–2012 to powolny wzrost inwestycji na rynkach globalnych. Na wybranych rynkach UE inwestycje kształtowały się w korelacji z globalnymi inwestycjami z możliwym opóźnieniem jednego roku. Rynek polski charakteryzuje się wysoką dynamiką inwestycji funduszy podwyższonego ryzyka po niewielkim załamaniu inwestycji w 2002 r.

Sposoby dezinvestycji funduszu mogą przybierać różną formę. Dwoma najważniejszymi sposobami zakończenia inwestycji są sprzedaż udziałów inwestorowi strategicznemu (ang. *trade sales*) oraz IPO¹⁰. Jak już zostało wskazane, trendy na rynkach kapitałowych w zakresie transakcji IPO w znaczny sposób wpływają na wychodzenie przez fundusze ze swoich inwestycji za pomocą giełdy. Załamanie na rynku transakcji IPO w USA oraz na giełdach europejskich

⁶ W. Megginson, K. Weiss, *Venture capital certification in Initial Public Offering*, „The Journal Of Finance”, July 1991, Vol. XLVI, No. 3, s. 879–892.

⁷ P. Lee, S. Wahal, *Grandstanding, Certification and the underpricing of venture capital backed IPO*, „Journal of Financial Economics” 2004, Vol. 73, s. 375–407.

⁸ T. Chemmanur, E. Lotskina, *The role of venture capital backing in initial public offering*, Boston Colage, February 2005, s. 38.

⁹ J. R. Ritter, I. Welch, *A review of IPO Activity, pricing, and allocation*, „Journal of Finance” 2002, Vol. 57(4), American Finance Association, s. 1795–1828.

¹⁰ P. Zasepa, *Venture Capital – sposoby deinvestycji*, CEDEWU, Warszawa 2010, s. 150.

wpłynęło na zmianę tendencji sposobów dezinwestycji przeprowadzanych przez fundusze VC. Transakcja sprzedaży inwestorowi strategicznemu zaczęła dominować wśród sposobów zakończenia inwestycji, a fundusze poszukują swoich klientów wśród dużych korporacji. Kryzys transakcji IPO może być związany z nowymi, wymagającymi regulacjami, konfliktami, upadkiem niektórych banków inwestycyjnych oraz wzrostem zainteresowania mniej skoncentrowanymi i wymagającymi rynkami azjatyckimi. Należy wskazać, iż dla okresu 1975–2010 aż 79,9% spółek w USA zasilanych VC dokonało IPO w pierwszych 10 latach funkcjonowania a odsetek spółek niezasilanych środkami VC wyniósł jedynie 37,2%. Dla okresu 5 letniego było to odpowiednio 52,2% oraz 17,4%¹¹.

Tabela 2

Udział dezinwestycji funduszy *venture capital* w transakcjach IPO na rynku USA

Rok	Liczba IPO VC	Liczba IPO ogółem	Udział w %	Wartość IPO VC w mld USD	Wartość IPO ogółem w mld USD	Udział w %
2000	242	446	54,26%	25,4	108,2	23,48
2001	37	85	43,53%	3,4	41,3	8,23
2002	22	81	27,16%	2,4	25,4	9,45
2003	29	60	48,33%	2,1	15,2	13,82
2004	94	286	32,87%	11,1	39	28,46
2005	57	285	20,00%	4,4	31,4	14,01
2006	57	187	30,48%	5,3	40,4	13,12
2007	86	172	50,00%	10,32	46,4	22,24
2008	6	31	19,35%	0,47	24,1	1,92
2009	8	12	66,67%	1,642	19,2	8,55
2010	9	52	17,31%	7,6	36,3	20,93
2011	51	67	76,12%	9,8	26,4	37,12
2012	49	60	81,67%	21,4	42,6	50,02

Źródło: NVCA Yearbooks 2010–2012 oraz PWC IPO Trends 2012.

Analizując dane zawarte w tab. 2 należy stwierdzić, iż udział funduszy VC w transakcjach IPO w USA zarówno ilościowy, jak i wartościowy jest bardzo wysoki. Rynek kapitałowy w USA to główne źródło pozyskiwania kapitałów przez rozwijające się przedsiębiorstwa. Dla funduszy VC jest to również bardzo ważne źródło kapitałów i stan rynku kapitałowego w zdecydowany sposób wpływa na poziom IPO funduszy VC. Fakt, iż jest to ważne źródło kapitału

¹¹ A. Gill, U. Waltz, *Going public – going private. A case of VC-backed firms*, Goethe University 2012, s. 2.

wskazuje jak wysokie udziały generują fundusze VC w okresach bessy na rynkach giełdowych, które dochodzą do poziomów 76% i 81% dla liczby IPO oraz 37% i 50% dla wartości IPO w latach 2011 i 2012. Są to niespotykane poziomy od 2000 r. co świadczy o dużym uzależnieniu funduszy VC od wykorzystywania IPO jako sposobu dezinwestycji mimo znacznego spadku w stosunku do lat 2004–2007. Liczba 60 IPO w 2012 r. jest niższa niż zanotowana na rynku hinduskim (63) i dużo niższa niż liczba IPO w Chinach (295).

Rynek europejski jest odmienny niż rynek funduszy VC w USA. Wpływa na to charakter gospodarki i oparcie rozwoju przedsiębiorstw o finansowanie kapitałem obcym oraz niższa awersja do ryzyka. Wpływa to na charakter inwestycji funduszy i dominację rynku PE nad rynkiem VC. Zachowanie rynku IPO oraz funduszy VC i PE na tym rynku opisuje tab. 3.

Tabela 3

Udział dezinwestycji *venture capital* w transakcjach IPO na rynku europejskim

Rok	Liczba IPO VC	Liczba IPO ogółem	Udział w %	Wartość IPO VC/PE w mld EUR	Wartość IPO ogółem w mld EUR	Udział w %
2000	120	480	25,00%	1,28	50,5	2,53%
2001	26	380	6,84%	1,39	25,5	5,45%
2002	30	141	21,28%	1,26	16,3	7,73%
2003	37	103	35,92%	1,6	6,7	23,88%
2004	59	420	14,05%	2,3	19,7	11,68%
2005	184	598	30,77%	2,65	51,4	5,16%
2006	108	806	13,40%	3	65,2	4,60%
2007	199	771	25,81%	2,69	64,3	4,18%
2008	72	295	24,41%	0,71	9,9	7,17%
2009	109	126	86,51%	1,24	6,2	20,00%
2010	155	380	40,79%	2,09	26	8,04%
2011	118	430	27,44%	3,5	26	13,46%

Źródło: *EVCA Yearbooks 2000–2012, IPO Watch Europe 2003–2012.*

Udział funduszy w transakcjach IPO na rynku europejskim nie jest już tak znaczny jak w przypadku USA, ale utrzymuje się na stabilnym i wysokim poziomie. Rynek europejskich nie jest jednolity, jest rynkiem rozdrobnionym, na którym funkcjonuje wiele różnych giełd papierów wartościowych. Brak jednego głównego rynku sprawia, iż możliwości dezinwestycji za pomocą IPO są ograniczone, gdyż nie wszystkie giełdy charakteryzuje wystarczająca płynność. Giełdą skupiającą najwięcej transakcji IPO przeprowadzanych przez fundusze VC jest giełda w Londynie, która w zależności od okresu notuje około 40–50% udział.

Wśród giełd europejskich wyróżnia się również GPW w Warszawie, która w latach 2007–2011 odnotowała duży wzrost liczby i wartości transakcji IPO. Było to spowodowane otwarciem rynku *NewConnect*, na którym plasuje się duża liczba emisji w porównaniu z głównym parkietem giełdy warszawskiej.

Tabela 4

Udział dezinwestycji *venture capital* w transakcjach IPO na rynku polskim

Rok	Liczba IPO VC	Liczba IPO ogółem	Udział w %	Wartość IPO VC/PE w mld PLN	Wartość IPO ogółem w mld PLN	Udział w %
2000	1	14	7,14%	0,02226	9,1	0,24%
2001	7	9	77,78%	0,126	1,1	11,45%
2002	3	6	50,00%	0,254	0,6	42,33%
2003	9	36	25,00%	0,992	2,9	34,21%
2004	9	36	25,00%	1,0038	3,7	27,13%
2005	15	35	42,86%	0,9198	5,2	17,69%
2006	21	38	55,26%	3,1416	4,1	76,62%
2007	6	105	5,71%	0,231	18,2	1,27%
2008	1	94	1,06%	0,0084	12,3	0,07%
2009	4	39	10,26%	0,5964	6,9	8,64%
2010	2	60	3,33%	0,21	15,5	1,35%
2011	5	210	2,38%	1,512	9,2	16,43%

Źródło: GPW, *EVCA Yearbook* 2000–2012.

Analizując dane IPO funduszy VC oraz PE w Polsce należy stwierdzić, iż ich udział w liczbie dokonywanych transakcji w okresie 2000–2006 był wysoki i kształtował się na poziomie powyżej 25%. Udziały wartościowe notowały nieznacznie niższe poziomy, co w niektórych przypadkach może oznaczać, iż polskie fundusze dość szybko podejmują decyzję o IPO i wartość spółek nie była wysoka w momencie wejścia na giełdę. Być może fundusze posiadały pewne blokady (*lock up*) związane ze sprzedażą akcji i liczyły na wzrost ich wartości po dokonaniu transakcji IPO. Lata 2007–2011 to spadek udziału transakcji IPO dokonywanych przez fundusze w ogólnej liczbie transakcji na GPW. W przypadku rynku polskiego uruchomienie rynku *NewConnect* prawdopodobnie zmniejszyło liczbę transakcji IPO przeprowadzanych przez fundusze, gdyż przedsiębiorstwa traktują nowy segment rynku jako alternatywę dla pozyskania finansowania ze strony funduszy VC oraz PE.

Tabela 5

Udział poszczególnych rodzajów dezinwestycji dokonywanych przez fundusze
w Polsce w latach 2007–2011 w %

Sposób dezinwestycji	2007	2008	2009	2010	2011
Sprzedaż inwestorowi strategicznemu	17,6	24,0	19,9	9,5	69,2
IPO	3,5	0,4	45,4	0,8	20,3
Likwidacja	0,0	3,0	0,0	47,0	0,0
Spłata udziałów	0,0	20,9	0,0	0,0	0,0
Spłata pożyczki	14,0	0,0	0,0	0,0	0,2
Sprzedaż innemu funduszowi	49,8	39,0	1,9	17,1	2,3
Sprzedaż instytucji finansowej	1,6	0,0	31,7	0,2	5,8
Sprzedaż zarządowi	2,4	5,2	0,0	25,4	2,0
Inne	11,2	7,4	1,1	0,0	0,2
Razem	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Źródło: *EVCA Yearbook 2012*.

Ponadto, tak jak w przypadku światowych tendencji, sprzedaż inwestorowi strategicznemu oraz wykupy menedżerskie stają się jedną z głównych form dezinwestycji. Dodatkowo na podstawie danych dezinwestycji polskich funduszy w ostatnich pięciu latach nie można stwierdzić stabilnej tendencji rozwojowej udziałów poszczególnych kategorii, gdyż każdy ze sposobów dominuje w każdym z różnych okresów. Polski rynek funduszy jest w tym zakresie dość niestabilny, co związane jest ze zmieniającymi się przepisami podatkowymi.

4. ZAKOŃCZENIE

Rynek IPO jest bardzo ważnym wyznacznikiem dla realizacji inwestycji przez fundusze *venture capital*. Możliwość wyjścia za pomocą giełdy papierów wartościowych wydaje się najlepszym i najefektywniejszym sposobem zakończenia inwestycji. Dlatego ważna dla funduszy staje się potrzeba analizy trendów zmian na rynku transakcji IPO i zmiana ich charakteru. Ponadto dane empiryczne wskazują na pozytywne zachowanie się notowanych spółek oferowanych przez fundusze *venture capital* w okresie pierwszego roku od przeprowadzenia IPO. Dodatkowo stwierdzono, iż w okresie kolejnych dwóch lat generują jeszcze one pozytywne stopy zwrotu. Są to więc atrakcyjne spółki i trendy kształtujące poszczególne rynki w znaczny sposób wpływają na możliwości dokonywania tego typu dezinwestycji przez fundusze VC oraz PE. Znamienny również wydaje się poszukiwanie przez europejskie i amerykańskie spółki kapitałów w Azji

i odwrotnie, dlatego rynek IPO należy obecnie badać globalnie, gdyż dzięki liberalizacji przepływów kapitałowych granice geograficzne tracą na znaczeniu.

BIBLIOGRAFIA

- Chemmanur T., Lotskina E., *The role of venture capital backing in initial public offering*, Boston College, February 2005.
- Gill A., Waltz U., *Going public – going private. A case of VC-backed firms*, Goethe University 2012.
- Kikieri S., *Privatization trends*, World Bank, styczeń 2008.
- Kikieri S., *Privatization trends*, World Bank, maj 2010.
- Lee P., Wahal S., *Grandstanding, Certification and the underpricing of venture capital backed IPO*, „Journal of Financial Economics” 2004, Vol. 73.
- MacIntosh J. G., Cumming D., *Venture capital exits in Canada and the United States*, „University of Toronto Law Journal”.
- Meggison W., Weiss K., *Venture capital certification in Initial Public Offering*, „The Journal of Finance”, July 1991, Vol. XLVI, No. 3.
- Meggison W., *Privatization trends and major deals 2010*, The 2010 PB Report.
- Pabian A. (red.), *Zarządzanie działalnością marketingową w skali krajowej, międzynarodowej i globalnej*, Wydawnictwo Politechniki Częstochowskiej, Częstochowa 2011.
- Ritter J. R., Welch I., *A review of IPO Activity, pricing, and allocation*, „Journal of Finance” 2002, Vol. 57(4), American Finance Association.
- Zasepa P., *Venture Capital – sposoby dezinwestycji*, CEDEWU, Warszawa 2010.

Piotr Zasepa

IPOs TRENDS AND THEIR IMPACT ON THE LEVEL OF VENTURE CAPITAL DIVESTMENTS

This paper examine nature of venture capital activity on IPO markets. It is determine that between main IPO markets we see differences in IPO trends and venture capital activity. Period between 2000–2012 shows how divestments of venture capital change accordingly to capital market behaviour. Changing share of venture capital stake in IPO transaction is quite important for their functioning. This paper shows the changes in field of IPO transaction conducted on US, UE and Polish market.

Key words: venture capital, IPO trends.