DEZINWESTYCJE
FUNDUSZY
PRIVATE EQUITY
METODĄ IPO

WYDAWNICTWO
UNIwersytetu
ŁÓDZKIEGO

Tomasz Sosnowski

DEZINWESTYCJE
FUNDUSZY
PRIVATE EQUITY
METODĄ IPO

WYDAWNICTWO
UNIwersYTETU
ŁÓDZKIEGO

ŁÓDŹ 2014

Tomasz Sosnowski – Uniwersytet Łódzki, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny
Katedra Analizy i Strategii Przedsiębiorstwa
90-214 Łódź, ul. Rewolucji 1905 r. 41/43

RECENZENT
Cezary Kochalski

PROJEKT OKŁADKI
Stämpfli Polska Sp. z o.o.
Zdjęcie na okładce: ©shutterstock.com

Wydrukowano z gotowych materiałów dostarczonych do Wydawnictwa UŁ
przez Katedrę Analizy i Strategii Przedsiębiorstwa

© Copyright by Uniwersytet Łódzki, Łódź 2014

Wydane przez Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego
Wydanie I. W.06696.14.0.D

ISBN (wersja papierowa) 978-83-7969-363-4
ISBN (wersja elektroniczna) 978-83-7969-501-0

Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego
90-131 Łódź, ul. Lindleya 8
www.wydawnictwo.uni.lodz.pl
e-mail: ksiegarnia@uni.lodz.pl
tel. (42) 665 58 63, faks (42) 665 58 62

SPIS TREŚCI

Wprowadzenie	9
 Rozdział 1. Zarys funkcjonowania funduszy <i>private equity</i>	 13
1.1. Pojęcie <i>private equity</i> i jego związek znaczeniowy z określeniem <i>venture capital</i>	13
1.2. Struktura rynku kapitału podwyższonego ryzyka i jego segmenty	19
1.3. Etapy rozwoju przedsiębiorstw wspieranych przez fundusze <i>private equity</i>	27
1.4. Korzyści i zagrożenia finansowania rozwoju przedsiębiorstw kapitałem podwyższonego ryzyka	33
1.5. Przebieg procesu inwestycyjnego funduszy <i>private equity</i>	37
1.5.1. Pozyskanie kapitału przez fundusze <i>private equity</i>	39
1.5.2. Inwestycje funduszy <i>private equity</i> w przedsiębiorstwa działające w Polsce ...	42
 Rozdział 2. Dezinwestycja jako kluczowy etap procesu inwestycyjnego funduszy <i>private equity</i>	 51
2.1. Pojęcie dezinwestycji i jej znaczenie dla funduszy kapitału podwyższonego ryzyka	51
2.2. Charakterystyka sposobów wyjścia z inwestycji funduszy <i>private equity</i>	56
2.2.1. Dezinwestycja poprzez wprowadzenie akcji spółki do publicznego obrotu i ich sprzedaż za pośrednictwem giełdy papierów wartościowych	56
2.2.2. Rynek fuzji i przejęć przedsiębiorstw jako miejsce realizacji procesów wyjścia z inwestycji funduszy <i>private</i>	64
2.2.3. Wyjście funduszu <i>private equity</i> z inwestycji w wyniku transakcji wykupu menedżerskiego i lewarowanego	71
2.2.4. <i>Write-off</i> i likwidacja spółki jako formy dezinwestycji	73
2.3. Rynkowe uwarunkowania procesów dezinwestycji funduszy <i>private equity</i>	74
2.4. Metody dezinwestycji funduszy <i>private equity</i> na rynku polskim	86
 Rozdział 3. Determinanty architektury procesu dezinwestycji funduszy <i>private equity</i>	 99
3.1. Główne nurty teoretyczne kształtowania procesu dezinwestycji funduszy <i>private equity</i>	99

3.1.1. Teoria agencji a dezinwestycje funduszy <i>private equity</i>	100
3.1.2. Asymetria informacji a wyjście z inwestycji	106
3.2. Wybór optymalnego momentu wyjścia z inwestycji funduszy <i>private equity</i>	109
3.3. Czynniki wpływające na wybór czasu wyjścia z inwestycji	112
3.4. Czynniki wpływające na wybór metody dezinwestycji	116
3.4.1. Zewnętrzne uwarunkowania wyboru metody dezinwestycji	118
3.4.2. Cechy specyficzne funduszu <i>private equity</i> a metoda dezinwestycji	120
3.4.3. Wpływ cech charakterystycznych spółek portfelowych funduszy <i>private equity</i> na wybór metody dezinwestycji	121
3.4.4. Relacja między funduszem <i>private equity</i> i spółką portfelową a wybór metody wyjścia z inwestycji	123
3.5. Kierunki realizacji strategii dezinwestycji funduszy <i>private equity</i> na krajowym publicznym rynku papierów wartościowych	124
3.5.1. Metodyka badań nad dynamiką i czasem trwania dezinwestycji funduszy <i>private equity</i> na GPW w Warszawie	124
3.5.2. Wyniki badań empirycznych	128
3.5.3. Stopień dezinwestycji funduszu <i>private equity</i> a emisja nowych akcji przez spółkę portfelową	135
3.5.4. Wyniki badań empirycznych nad stopniem dezinwestycji funduszu <i>private equity</i> a emisją nowych akcji przez spółkę portfelową	136
3.5.5. Wybrane przykłady dezinwestycji funduszy <i>private equity</i> realizowanych za pośrednictwem warszawskiej giełdy	140
3.5.5.1. Redukcja zaangażowania kapitałowego funduszu <i>private equity</i> w spółkę <i>Travelplanet.pl SA</i>	142
3.5.5.2. Redukcja zaangażowania kapitałowego funduszu <i>private equity</i> w spółkę <i>Opoczno SA</i>	150
3.5.5.3. Redukcja zaangażowania kapitałowego funduszu <i>private equity</i> w Grupę Kapitałową <i>W. KRUK</i>	157
3.5.5.4. Redukcja zaangażowania kapitałowego funduszu <i>private equity</i> w spółkę <i>K2 Internet SA</i>	161
3.5.5.5. Wnioski z analizy przypadków	165
Rozdział 4. Rynkowe efekty procesów dezinwestycji zrealizowanych metodą pierw- szej oferty publicznej	167
4.1. Rentowność kapitału własnego spółek portfelowych funduszy <i>private equity</i> objętych procesami dezinwestycji na publicznym rynku papierów wartościowych	167
4.1.1. Podstawy metodyczne badań nad zmianami rentowności kapitału własnego spółek portfelowych funduszy <i>private equity</i>	168

4.1.2. Wyniki badań empirycznych nad rentownością kapitału własnego spółek portfelowych funduszy <i>private equity</i>	171
4.2. Koszty przeprowadzenia pierwszych ofert publicznych	179
4.2.1. Bezpośrednie koszty pierwszych ofert publicznych spółek portfelowych funduszy <i>private equity</i>	182
4.2.2. Pośrednie koszty pierwszych ofert publicznych spółek portfelowych funduszy <i>private equity</i>	188
4.2.2.1. Eksplikacja niedowartościowania pierwszych ofert publicznych w literaturze przedmiotu	188
4.2.2.2. Metodyka badań nad niedowartościowaniem akcji w pierwszym dniu notowań giełdowych spółek portfelowych funduszy <i>private equity</i>	196
4.2.2.3. Wyniki badań empirycznych nad niedowartościowaniem pierwszych ofert publicznych spółek portfelowych funduszy <i>private equity</i>	201
4.2.2.4. Alokacja kosztu niedowartościowania akcji w pierwszych ofertach publicznych spółek portfelowych funduszy <i>private equity</i>	211
4.2.2.5. Wyniki badań empirycznych nad alokacją kosztu niedowartościowania akcji w pierwszych ofertach publicznych spółek portfelowych funduszy <i>private equity</i>	216
4.3. Wyniki badań nad zmianami stóp zwrotu z pierwszych ofert publicznych spółek portfelowych funduszy <i>private equity</i>	218
4.3.1. Przewartościowanie pierwszych ofert publicznych w perspektywie średnio- i długoterminowej – wnioski z badań literaturowych	218
4.3.2. Przyjęte w badaniach empirycznych rozwiązania metodyczne	222
4.3.3. Wyniki badań empirycznych nad zmianami stóp zwrotu z pierwszych ofert publicznych spółek portfelowych funduszy <i>private equity</i>	225
Zakończenie	237
Bibliografia	241
Spis tabel	250
Spis schematów	254
Spis wykresów	255

WPROWADZENIE

Fundusze *private equity* są alternatywą wobec bankowych źródeł pozyskania kapitału. W zamian za możliwość osiągnięcia wysokiej stopy zwrotu z zainwestowanego kapitału są gotowe zaakceptować ponadprzeciętne ryzyko. Specyficzną cechą inwestycji funduszy *private equity* jest różnorodność form i sposobów działania. Ich działalność nie ogranicza się wyłącznie do udostępnienia kapitału finansowego przedsiębiorstwom poszukującym środków na rozwój, lecz fundusze *private equity* także wspierają je kapitałem menedżerskim. Fundusz *private equity* jest nie tylko współwłaścicielem przedsiębiorstwa, ale strategiem wyznaczającym perspektywiczne cele i pomagającym spółkom portfelowym je realizować. Tego rodzaju wsparcie uznać można za kluczowy czynnik sukcesu ekonomicznego przedsiębiorstwa działającego na konkurencyjnym rynku.

Fundusze *private equity* są podmiotami inwestującymi zgromadzone wcześniej zasoby kapitału w przedsiębiorstwa wyróżniające się znaczącym potencjałem wzrostu wartości rynkowej. Wspomagając kapitałowo rozwój tych przedsiębiorstw działają one również w interesie swoich właścicieli i wierzycieli, którzy oczekują odpowiedniej stopy zwrotu z kapitału powierzonego w zarządzanie. Specyfiką działalności funduszy *private equity* jest odłożona w czasie realizacja zysku kapitałowego z inwestycji. Jest on realizowany dopiero w końcowej części całego cyklu inwestycyjnego tj. w fazie dezinwestycji, a jego podstawowym źródłem jest osiągnięta nadwyżka rynkowej wartości kapitału przedsiębiorstwa udziałowego w momencie wyjścia z inwestycji nad sumą zainwestowanego kapitału. Wyjście z inwestycji stanowi finalny etap w cyklu życia każdego przedsięwzięcia kapitałowego realizowanego przez fundusze *private equity*. Dezinwestycja jest bowiem swoistego rodzaju ukoronowaniem starań zarządzających funduszem o realizację określonej rentowności kapitału własnego.

Fundusze *private equity* stosują wiele różnorodnych metod zakończenia zaangażowania kapitałowego w spółkę portfelową. Forma oraz sposób realizacji zakończenia współpracy między spółkami portfelowymi i funduszem *private equity* wpływają nie tylko na efekty działań podejmowanych przez fundusz *private equity*, ale również niosą za sobą długofalowe skutki dla dalszego funkcjonowania spółek portfelowych objętych procesami dezinwestycji. Dezinwestycje realizowane za pośrednictwem publicznego rynku papierów wartości-

wych uznawane są za preferowany sposób realizacji zysku kapitałowego przez fundusze *private equity*.

Zasadniczym celem pracy jest ocena przebiegu i efektów procesu dezinwestycji funduszy *private equity* metodą pierwszej oferty publicznej w Polsce. Głównym sposobem realizacji tego celu jest przeprowadzenie analiz teoretycznych i badań empirycznych pozwalających rozpoznać i poddać ocenie działalność inwestycyjną funduszy *private equity* w Polsce z wykorzystaniem Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie dla wyjścia z inwestycji.

Podjęcie wskazanego powyżej zamierzenia badawczego uzasadnione jest występowaniem istotnej luki w badaniach teoretycznych i analizach empirycznych poświęconych funkcjonowaniu funduszy *private equity* w warunkach polskiego rynku kapitałowego. Krajowa literatura przedmiotu koncentruje się głównie na eksploracji zagadnień związanych z procesami gromadzenia środków na inwestycje oraz lokowania ich w przedsiębiorstwa udziałowe, a także na ogólnogospodarczych korzyściach wynikających ze stosowania tej formy finansowania innowacyjnych przedsiębiorstw. Dużo mniejsza uwaga badaczy skierowana jest na problemy zakończenia współpracy między funduszem *private equity* a spółką portfelową. Ubogie są zwłaszcza wyniki analiz empirycznych dla polskiego rynku. W zagranicznej literaturze przedmiotu odnaleźć można rezultaty badań empirycznych, dające częściową odpowiedź na podnoszone w pracy problemy badawcze. Wynikające z nich wnioski formułowane są dla wysoko rozwiniętych rynków kapitałowych.

Sformułowany powyżej cel opracowania odzwierciedla szerokie spektrum problemów teoretyczno-empirycznych badań naukowych zorientowanych na wielowymiarową analizę dezinwestycji funduszy *private equity* przeprowadzonych metodą pierwszej oferty publicznej. Problemy te dadzą się sprowadzić do analizy:

- a) dezinwestycji funduszy *private equity* traktowanych jako złożony proces realizacji zysku kapitałowego na giełdzie papierów wartościowych oraz
- b) efektów wyjścia z inwestycji funduszy *private equity* metodą pierwszej oferty publicznej.

Przeprowadzone badania dotyczą głównie wybranych podmiotów uczestniczących w procesie dezinwestycji, tj. funduszy *private equity* i przedsiębiorstw udziałowych.

Zasadnicze badania naukowe koncentrowały się na poszukiwaniu odpowiedzi na sześć następujących pytań badawczych:

- 1) w jaki sposób kształtował się czas realizacji i dynamika procesów dezinwestycji realizowanych za pośrednictwem GPW w Warszawie?
- 2) jak zmieniała się struktura akcjonariatu spółek portfelowych funduszy *private equity* w następstwie procesów dezinwestycji realizowanych w drodze pierwszej publicznej oferty sprzedaży akcji?
- 3) czy występowały bariery realizacji zysku kapitałowego przez fundusze *private equity* przy wykorzystaniu GPW w Warszawie?

4) jak zmieniała się kondycja finansowa przedsiębiorstw udziałowych funduszy *private equity*, w których proces dezinwestycji przeprowadzono za pośrednictwem warszawskiego rynku giełdowego?

5) jaki był koszt implementacji strategii redukcji zaangażowania kapitałowego funduszy *private equity* w przedsiębiorstwa udziałowe za pośrednictwem publicznego rynku papierów wartościowych? oraz

6) jakie były rynkowe efekty pierwszych ofert publicznych spółek portfelowych funduszy *private equity*?

Praca ta ma charakter monografii naukowej, na którą składają się wprowadzenie, cztery rozdziały oraz zakończenie wraz z bibliografią, spisem tabel, schematów oraz wykresów.

Rozdział pierwszy pt. *Zarys funkcjonowania funduszy private equity* stanowi studium teoretyczne działalności funduszy *private equity*. Omówione zostały podstawowe pojęcia związane z rynkiem funduszy *private equity*, jego struktura oraz kluczowe segmenty inwestycji *private equity*. Następnie przedstawiona została ogólna charakterystyka procesu inwestycyjnego prowadzonego przez fundusze *private equity*. W tej części opracowania scharakteryzowane zostały etapy gromadzenia środków na inwestycje oraz lokowania kapitału w przedsiębiorstwa o znaczącym potencjale wzrostu wartości rynkowej.

Rozdział drugi, zatytułowany *Wyjście z inwestycji funduszy private equity*, został poświęcony dezinwestycji, która stanowi finalną część procesu inwestycyjnego na rynku kapitału podwyższonego ryzyka. Z jednej strony przedstawia teoretyczne kwestie strategii dezinwestycji funduszy *private equity*, z drugiej zaś ukazuje rozmiary i metody praktyki dezinwestycji funduszy *private equity* prowadzących działalność inwestycyjną w Polsce.

Rozważania zawarte w rozdziale trzecim, zatytułowanym *Determinanty architektury procesu dezinwestycji funduszy private equity*, dotyczą conceptualnych i praktycznych problemów zakończenia zaangażowania kapitałowego funduszu *private equity* w spółkę. Szczególną uwagę zwrócono na teorię agencji oraz teorię asymetrii informacji. Wśród efektów analizy determinant wyboru optymalnego momentu i sposobu zakończenia współpracy funduszu *private equity* z przedsiębiorstwem udziałowym znajdują się wyniki autorskich badań empirycznych nad realizowanymi strategiami dezinwestycji na polskim publicznym rynku papierów wartościowych.

Rozdział czwarty monografii, zatytułowany *Rynkowe efekty procesów dezinwestycji realizowanych metodą pierwszej oferty publicznej*, składa się z trzech części i w całości został poświęcony rozpoznaniu rynkowych implikacji wyjść z inwestycji funduszy *private equity* realizowanych za pośrednictwem publicznego rynku papierów wartościowych w Polsce. W pierwszej kolejności analiza dotyczy efektywności wykorzystania kapitału własnego przez przedsiębiorstwa udziałowe funduszy *private equity* w trakcie realizacji dezinwestycji metodą pierwszej oferty publicznej. Następnie analiza zawiera ocenę kosztów wyjścia

z inwestycji za pośrednictwem publicznego rynku papierów wartościowych. W ostatniej części rozdziału przedstawiono wyniki badań własnych nad zmianami kursów akcji spółek, których akcje zostały wprowadzone do publicznego obrotu z intencją realizacji zysku kapitałowego poprzez wyjście z inwestycji funduszu *private equity*.

Zasadnicze badania empiryczne nad realizację procesów dezinwestycji funduszy *private equity* za pośrednictwem krajowego publicznego rynku papierów wartościowych dotyczą procesów dezinwestycji spółek portfelowych funduszy *private equity*, których akcje zostały wprowadzone po raz pierwszy do publicznego obrotu w latach 2002–2010 i zostały przeprowadzone w oparciu o analizę:

- a) jednostkowych i skonsolidowanych rocznych sprawozdań finansowych spółek,
- b) prospektów emisyjnych badanych jednostek,
- c) raportów bieżących oraz informacji znajdujących się w *Elektronicznym Systemie Przekazywania Informacji* (ESPI),
- d) informacji uzyskanych bezpośrednio od funduszy *private equity*,
- e) informacji zawartych na stronach internetowych badanych spółek oraz innych ogólnodostępnych portalach internetowych,
- f) gotowych zbiorów danych w postaci biuletynów i roczników statystycznych oraz raportów (np. *Rocznik Giełdowy*, *Rocznik EVCA*).

Książka adresowana jest do szerokiego grona obecnych i przyszłych interesariuszy rynku kapitału podwyższonego ryzyka w Polsce, zwłaszcza zarządzających funduszami *private equity*, właścicieli i menedżerów innowacyjnych spółek oraz inwestorów giełdowych. Choć książka ma charakter monografii naukowej, a nie podręcznika akademickiego, z powodzeniem może być wykorzystywana przez nauczycieli akademickich w kształceniu studentów ekonomii, finansów i zarządzania zainteresowanych tematyką finansów przedsiębiorstw oraz rynku kapitałowego, stanowiąc przy tym przyczynek do licznych dyskusji.

Prezentowana monografia jest efektem niezwykle inspirującej współpracy naukowej z Panem Profesorem Janem Durajem oraz całym Zespołem naukowym Katedry Analizy i Strategii Przedsiębiorstwa Uniwersytetu Łódzkiego. Na ostateczny kształt monografii wpłynęły również niezmiennie cenne, konstruktywne uwagi i sugestie wniesione przez Panią Profesor Małgorzatę Janicką z Uniwersytetu Łódzkiego oraz Pana Profesora Adama Samborskiego z Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach, za które gorąco dziękuję. Osobne, z serca płynące podziękowania kieruję do Pana Profesora Cezarego Kochalskiego z Uniwersytetu Ekonomicznego w Poznaniu, za istotną pomoc w przygotowaniu ostatecznej wersji monografii. Sam jednak ponoszę odpowiedzialność za prezentowane treści, wykorzystane metody badań empirycznych oraz wnioski z nich płynące.

Tomasz Sosnowski

Rozdział 1

ZARYS FUNKCJONOWANIA FUNDUSZY *PRIVATE EQUITY*

1.1. Pojęcie *private equity* i jego związek znaczeniowy z określeniem *venture capital*

Określenie *private equity* jest terminem stosunkowo nowym i jednocześnie niejednoznacznie rozumianym w polskiej literaturze z zakresu finansów przedsiębiorstwa. Jest ono przypisywane inwestycjom i funduszom *private equity*. Pojęciu temu nadawana jest wieloznaczna treść, wskazująca na różnice przyczyn i motywów realizacji inwestycji *private equity*¹.

K. Sobańska, P. Sieradzan określają inwestycje *private equity* jako średnio- i długoterminowe inwestycje o charakterze udziałowym, mające zwykle miejsce na rynku niepublicznym, połączone ze wsparciem menedżerskim ze strony funduszu w przedsiębiorstwa, które mają szansę osiągnięcia ponadprzeciętnego wzrostu wartości w określonym przez inwestora okresie².

Fundusze *private equity* są jednostkami inwestującymi określony kapitał finansowy w spółki posiadające i wykorzystujące potencjał wzrostu wartości rynkowej. Istota ich działalności polega na poszukiwaniu, finansowaniu i wspieraniu przedsiębiorstw będących narzędziami Schumpeterowskiej *twórczej destrukcji*³. Rolą funduszy *private equity* jest pośredniczenie pomiędzy inwestorami kapitałowymi a spółkami portfelowymi. Z jednej strony fundusze zapewniają profesjonalne zasady selekcji obiecujących projektów inwestycyjnych, z drugiej strony – gromadzą kapitał i przyciągają dużą liczbę inwestorów, oferując im

¹ M. Pietraszewski, *Proces inwestycyjny realizowany przez fundusze private equity*, Wyższa Szkoła Humanistyczno-Ekonomiczna we Włocławku, Włocławek 2007, s. 28.

² K. Sobańska, P. Sieradzan, *Inwestycje private equity/venture capital*, Key Text, Warszawa 2004, s. 13.

³ M. Panfil, *Globalizacja inwestycji venture capital*, [w:] A. Szablewski (red.), *Migracja kapitału w globalnej gospodarce*, Difin, Warszawa 2009, s. 169.

wpływ na zarządzanie powierzonymi przez nich pieniędzmi, raportowanie i monitoring inwestycji⁴.

Odminną definicję *private equity* sformułował M. Wrzesiński. Stwierdza on, iż jest to typowo średnio- lub długoterminowe zaangażowanie kapitału zarządzanego przez profesjonalnych pośredników finansowych przede wszystkim w znaczne pakiety akcji bądź pakiety udziałów przedsiębiorstw nienotowanych publicznie, znajdujących się w procesie radykalnych zmian, w celu uzyskania ponadprzeciętnej stopy zwrotu, przede wszystkim za sprawą realizacji zysku kapitałowego⁵. W tym podejściu podkreślone zostały pewne dodatkowe cechy inwestycji *private equity*. Zaakcentowano działanie polegające na inwestowaniu w znaczące pakiety papierów wartościowych o charakterze udziałowym, przez co zwiększa się ryzyko ponoszone przez inwestora oraz podkreślono nietypową sytuację, w której znajduje się na ogół przedsiębiorstwo korzystające z tej formy finansowania rozwoju.

Za symptomatyczne cechy działania funduszy *private equity* uznać można m. in.:

a) poszukiwanie niepublicznych spółek kapitałowych, wykazujących możliwości wzrostu wartości rynkowej kapitału własnego,

b) lokowanie w nich kapitału i aktywny udział w zarządzaniu spółkami dla skutecznego i efektywnego rozwoju tychże przedsiębiorstw oraz

c) sprzedaż posiadanych akcji, zapewniającą uzyskanie określonych korzyści kapitałowych.

Z kolei *European Private Equity and Venture Capital Association* (EVCA), organizacja, która od wielu lat wspiera rozwój *private equity* i pozostaje najistotniejszym źródłem informacji o działaniach podejmowanych przez podmioty funkcjonujące w tej części rynku finansowego w Europie wskazuje, iż przez *private equity* należy rozumieć inwestycje kapitału udziałowego w przedsiębiorstwa nienotowane na publicznym rynku papierów wartościowych. Kapitał ten może być wykorzystany do rozwoju nowych produktów i technologii, w celu zwiększenia kapitału obrotowego, dokonywania przejęć oraz do wzmocnienia bilansu przedsiębiorstwa. Może on mieć również wpływ na kształtowanie struktury właścicielskiej oraz zarządzanie. W zakres działalności funduszy *private equity* wchodzi również wykupy menedżerskie oraz udział w procesach związanych z dziedziczeniem w firmach rodzinnych⁶.

W tak sformułowanym wyjaśnieniu terminu *private equity* zaakcentowane są głównie cele, na które mogą być wydatkowane środki pochodzące od inwestorów. W ujęciu tym w znacznie mniejszym stopniu podkreślane są kwestie

⁴ M. Panfil, *Fundusze private equity. Wpływ na wartość spółki*, Difin, Warszawa 2005, s. 87.

⁵ M. Wrzesiński, *Kapitał podwyższonego ryzyka. Proces inwestycyjny i efektywność*, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2008, s. 23.

⁶ <http://www.evca.eu/toolbox/glossary.aspx?id=982>, 09.07.2010 r.

związane ze strukturą i przebiegiem procesu inwestycyjnego, ponadprzeciętnym ryzykiem związanym z tego rodzaju specyficzną działalnością inwestycyjną oraz oczekiwaniami w zakresie poziomu zysku kapitałowego.

Tabela 1.1

Fazy inwestycji *private equity*

Faza inwestycji	Charakterystyka
Finansowanie zasiewu (ang. <i>seed</i>)	Kapitał przeznaczany na sfinansowanie badań, ocenę i rozwój wstępnej koncepcji produktu, przed osiągnięciem fazy <i>start-up</i> .
Kapitał początkowy (ang. <i>start-up</i>)	Kapitał przeznaczony na rozwój produktu i podjęcie działań marketingowych. Przedsiębiorstwa mogą być w trakcie powstawania lub mogą działać od krótkiego czasu, aczkolwiek nie prowadzą sprzedaży na skalę komercyjną.
Finansowanie pozostałych etapów wczesnego rozwoju (ang. <i>other early stage</i>)	Kapitał przekazywany przedsiębiorstwom, które mają zakończony etap rozwoju produktu, a uzyskane środki pieniężne niezbędne są do rozpoczęcia produkcji i sprzedaży na skalę rynkową. Działalność nadal jest nierentowna.
Finansowanie rozwoju (ang. <i>expansion</i>)	Kapitał przeznaczony na rozwój działalności funkcjonującego przedsiębiorstwa, które może, ale nie musi osiągnąć próg rentowności. Środki mogą być wykorzystane do sfinansowania zwiększenia mocy produkcyjnych, rozwoju rynku, produktu lub zapewnienie dodatkowego kapitału obrotowego.
Finansowanie pomostowe (ang. <i>bridge financing</i>)	Środki pieniężne przekazywane podmiotom przygotowującym się do wprowadzenia akcji do publicznego obrotu na giełdzie papierów wartościowych.
Wykup wtórny (ang. <i>secondary purchase</i>)	Finansowanie nabycia akcji/udziałów w spółce przez fundusz <i>private equity</i> od innego funduszu kapitału podwyższonego ryzyka.
Kapitał zastępczy (ang. <i>replacement capital</i>)	Finansowanie nabycia akcji/udziałów spółki od innych udziałowców (niebędących inwestorem <i>private equity</i>).
Finansowanie restrukturyzacji (ang. <i>rescue/turnaround</i>)	Środki przeznaczone na finansowanie istniejących przedsiębiorstw znajdujących się w trudnej sytuacji finansowej, mające na celu przywrócenie optymalnego stanu.
Refinansowanie zadłużenia (ang. <i>refinancing bank debt</i>)	Kapitał przeznaczony na zmniejszenie stopnia zadłużenia przedsiębiorstwa.
Wykupy menedżerskie (ang. <i>management buyout</i>)	Finansowanie umożliwiający obecnemu zarządowi i inwestorom przejęcie istniejącej linii produktów lub całego przedsiębiorstwa.
Zewnętrzny wykup menedżerski (ang. <i>management buyin</i>)	Wsparcie finansowe przejęcia przedsiębiorstwa przez menedżera lub grupę menedżerów z zewnątrz jednostki przy współudziale kapitału podwyższonego ryzyka.
Zakup akcji spółki giełdowej (ang. <i>venture purchase of quoted shares</i>)	Finansowanie nabycia akcji spółki giełdowej mające na celu wycofanie jej z obrotu publicznego.

Źródło: opracowanie własne na podstawie *EVCA Yearbook 2008*.

Aktywność funduszy *private equity* ocenić można posługując się wieloma kryteriami i miernikami, które dotyczą m. in. rozmiarów, rodzajów i struktury celowego inwestowania kapitału w określone spółki dla ich późniejszej sprzedaży z zamiarem osiągnięcia zysku kapitałowego.

Inwestycje tych funduszy obejmują swym zakresem wiele różnorodnych faz rozwoju działalności przedsiębiorstw korzystających z tego źródła finansowania (zob. tab. 1.1).

Abstrahując od kwestii związanych z różnicami pomiędzy poszczególnymi definicjami określenia *private equity* można wskazać na kilka istotnych cech inwestycji, które wyróżniają omawianą formę inwestycji spośród innych. Są to:

- inwestycja dokonywana jest za pośrednictwem papierów wartościowych reprezentujących kapitał właścicielski (udziałowy) lub hybrydowych papierów wartościowych,
- przedmiotem inwestycji są zazwyczaj spółki nienotowane na publicznym rynku papierów wartościowych,
- inwestor *private equity* akceptuje ponadprzeciętne ryzyko inwestycyjne w oczekiwaniu na osiągnięcie ponadprzeciętnej stopy zwrotu z zainwestowanego kapitału w określonym horyzoncie inwestycyjnym,
- zysk z inwestycji wynika bezpośrednio z przyrostu wartości akcji lub udziałów spółki będącej przedmiotem inwestycji i jest głównie realizowany w momencie zakończenia inwestycji,
- zarządzaniem inwestycjami *private equity* najczęściej zajmują się wyspecjalizowane podmioty, które zwykle nie tylko inwestują kapitału w spółki portfelowe, lecz także oferują dodatkowe formy wsparcia w postaci tzw. kapitału menedżerskiego.

Termin *private equity* bywa wielokrotnie traktowany jako synonim innego, poniekąd pokrewnego określenia, a mianowicie *venture capital*.

W zależności od fazy rozwoju rynku kapitału podwyższonego ryzyka w literaturze przedmiotu można odnaleźć wiele definicji pojęcia *venture capital*. Początkowo terminem tym określano kapitał inwestowany w wysoce ryzykowne przedsięwzięcia z sektora małych i średnich przedsiębiorstw z zakresu nowoczesnych technologii⁷. Wraz z rozwojem rynku i gospodarki odstąpiono od tak wąskiego znaczenia pojęcia *venture capital*.

J. Węclawski określa *venture capital* jako kapitał własny wnoszony na ograniczony okres przez inwestorów zewnętrznych do małych i średnich przedsiębiorstw dysponujących innowacyjnym produktem, metodą produkcji bądź usługą, które nie zostały jeszcze zweryfikowane przez rynek, a więc stwarzają wysokie ryzyko niepowodzenia inwestycji, ale jednocześnie w przypadku sukce-

⁷ Ch. C. Cleifie, *Venture capital in Europe*, [w:] J. M. Gibb, *Venture capital Markets for Regeneration of Industry*, Amsterdam 1984, [za:] M. Panfil, *Fundusze Private equity. Wpływ na wartość spółki*, Difin, Warszawa 2005, s. 16.

su przedsięwzięcia, wspomaganego w zarządzaniu przez inwestorów, zapewniają znaczący przyrost wartości zainwestowanego kapitału, który jest realizowany przez sprzedaż udziałów⁸.

Podejście to akcentuje głównie pionierski i innowacyjny charakter działalności podmiotów będących przedmiotem inwestycji oraz wysokie ryzyko inwestycyjne. Zauważyć również należy, iż autor powyższej definicji zaznacza, że adresatem tego typu kapitału są przedsiębiorstwa małe i średnie.

Natomiast M. Panfil wskazuje, iż pojęcie *venture capital* odnosi się do inwestowania w kapitał udziałowy przedsiębiorstw nienotowanych na giełdzie, znajdujących się we wczesnych fazach rozwoju (tzn. zasiew lub start) lub w fazie ekspansji⁹.

P. Gompers, J. Lerner zwracają uwagę, iż *venture capital* połączone jest wysokim ryzykiem. Ich zdaniem działalność *venture capital* polega na finansowaniu wysoce ryzykownych, potencjalnie wysoce zyskowych projektów, poprzez nabywanie udziałowych lub hybrydowych papierów wartościowych przedsiębiorstw nienotowanych na giełdzie papierów wartościowych¹⁰. Zakres omawianego pojęcia został również rozszerzony o papiery wartościowe inne niż tylko udziałowe, co w większym stopniu przystaje do praktyki gospodarczej¹¹.

Również EVCA, określając zakres pojęcia *venture capital*, za istotny uznaje fakt, na jakim etapie rozwoju znajduje się przedsiębiorstwo będące przedmiotem inwestycji. Zgodnie z informacjami umieszczonymi na stronie internetowej tej organizacji, *venture capital* należy rozumieć jako kapitał profesjonalnie inwestowany przez fundusz przy współpracy z przedsiębiorcą, w przedsięwzięcia znajdujące się we wczesnych fazach rozwoju (zasiew lub start) lub w fazie ekspansji. W zamian za podejmowane przez inwestora wysokie ryzyko oczekuje on ponadprzeciętnej stopy zwrotu z inwestycji. W tym znaczeniu należy więc traktować *venture capital* jako podzbiór inwestycji *private equity*¹². W tym miejscu należy również podkreślić, iż inwestycje *venture capital*, z racji inwestowania w dopiero rozwijające się koncepty biznesowe, wyróżnia zdecydowanie wyższy poziom ryzyka spośród pozostałych inwestycji *private equity*.

Z kolei J. Świdorska wskazuje na nową formę finansowania rozwoju przedsiębiorstw przynależną do analizowanej grupy inwestycji, a mianowicie *quasi-fundusze venture capital*. Terminem tym określane są *quasi-komercyjne* i z reguły niewielkie fundusze, tworzone lub funkcjonujące przy kapitałowym zaangażo-

⁸ J. Węclawski, *Venture capital. Nowy instrument finansowania przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1997, s. 17.

⁹ M. Panfil, *Fundusze private equity...*, *op. cit.*, s. 18–19.

¹⁰ P. Gompers, J. Lerner, *The Venture Capital Revolution*, „The Journal of Economic Perspectives” 2001, Vol. 15, No. 2, s. 145

¹¹ S. Kaplan, P. Strömberg, *Financial Contracting Theory Meets the Real World: An Empirical Analysis of Venture capital Contracts*, „Review of Economic Studies” 2002, s. 4, 15.

¹² <http://www.evca.eu/toolbox/glossary.aspx?id=982>, 09.07.2010 r.

waniu czynnika publicznego, prowadzące działalność o charakterze lokalnym lub regionalnym, nakierowaną na wspieranie przedsiębiorczości, innowacyjności i/lub procesów transformacyjnych zachodzących na ograniczonym terytorialnie obszarze, które oferują relatywnie niewielkie porcje kapitału małym i średnim przedsiębiorstwom znajdującym się najczęściej we wczesnych fazach rozwoju¹³.

Interpretacja pojęć *private equity* i *venture capital* bywa odmienna w amerykańskiej i europejskiej literaturze przedmiotu, co można bezpośrednio powiązać z różnicami w rozwoju i genezą tego segmentu rynku. Wielokrotnie zwraca się uwagę, iż amerykańskiej terminologii dla całej omawianej grupy inwestycji w kapitał udziałowy przedsiębiorstw stosuje się określenie *venture capital*, a pojęcie *private equity* utożsamiane jest z finansowaniem transakcji wykupów¹⁴. Pojęcie *private equity* bywa również identyfikowane z inwestycjami dużych inwestorów instytucjonalnych w rozwinięte przedsiębiorstwa w okresie gruntownych zmian struktury właścicielskiej, co również można łączyć z transakcjami przejęć i wykupów¹⁵.

W niniejszej pracy pojęcie *private equity* odnosi się do określenia działalności polegającej na inwestowaniu przez wyspecjalizowane podmioty zgromadzonych przez nie środków finansowych głównie w udziałowe papiery wartościowe zwykle przedsiębiorstw niepublicznych, niezależnie od fazy ich rozwoju, aby poprzez budowanie wartości spółek portfelowych i wyjście z inwestycji zrealizować w określonym horyzoncie czasowym ponadprzeciętną stopę zwrotu z zainwestowanego kapitału.

Natomiast sformułowanie *venture capital* używane będzie w kontekście grupy inwestycji *private equity* w przedsiębiorstwa znajdujące się we wczesnych fazach rozwoju, co jest zgodne ze stanowiskiem EVCA.

W polskojęzycznej literaturze przedmiotu nie został dotychczas osiągnięty konsensus co do polskiego odpowiednika określenia terminu *private equity*. Najczęściej można spotkać się z terminem *kapitał podwyższonego ryzyka*. W niniejszej pracy określenia te będą traktowane jako synonimy. Ponadto w niektórych opracowaniach stosowany jest termin *kapitał wysokiego ryzyka*, jednakże takie ujęcie może powodować skojarzenia z działalnością funduszy typu *hedge*, co byłoby nieprzystające dla realizacji celu rozprawy. L. Lewandowska wprost podkreśla, że rozpatrywana grupa inwestycji w żadnym razie nie może być utożsamiana z kapitałem spekulacyjnym o ekstremalnie wysokim ryzyku¹⁶.

¹³ J. Świderska, *Quasi-fundusze venture capital. Publiczne wsparcie innowacyjnych MSP*, Difin, Warszawa 2008, s. 13–14.

¹⁴ G. Fraser-Sampson, *Private equity as an Asset Class*, WilleyFinance, 2007, s. 5; J. Świderska, *op. cit.*, s. 40.

¹⁵ S. Bloomfield, *Venture capital Funding. A Practical Guide to Raising Finance*, Kogan Page Limited 2005, s. 4.

¹⁶ L. Lewandowska, *Niekonwencjonalne formy finansowania przedsiębiorczości*, ODIDK Sp. z o.o., Gdańsk 2000, s. 111.

1.2. Struktura rynku kapitału podwyższonego ryzyka i jego segmenty

W tradycyjnym ujęciu zapotrzebowanie przedsiębiorstw na kapitał obcy zaspokajane jest przez szeroką ofertę usług finansowych oferowanych przez systemy bankowe oraz dłużne papiery wartościowe. Postępujące procesy globalizacji, jak i rozwój technologii kapitałochłonnych przyczyniają się do zwiększenia popytu na kapitał, co skłania przedsiębiorców do poszukiwania innych jego źródeł¹⁷. Alternatywą, szczególnie dla małych i średnich przedsiębiorstw o wysokim poziomie innowacyjności i dużym potencjale wzrostu, mogą być fundusze *private equity*, które wydają się wręcz predestynowane do finansowania proinnowacyjnych projektów stymulujących wzrost gospodarczy¹⁸.

Zadaniem funduszy *private equity* jest stworzenie warunków skutecznego przepływu kapitału pomiędzy inwestorami dysponującymi określonymi zasobami kapitałowymi a spółkami potrafiącymi efektywnie wykorzystać te zasoby¹⁹, przynosząc jednocześnie korzyści wszystkim stronom zaangażowanym w dane przedsięwzięcie.

Rynek funduszy *private equity* umożliwia powiązanie kapitałowe pomiędzy podmiotami chcącymi efektywnie zarządzać posiadanymi wolnymi środkami a przedsiębiorstwami potrzebującymi dodatkowego kapitału na rozwój. Choć ten rynek nie należy do grupy rynków regulowanych to posiada on właściwą sobie strukturę, która może różnić się w poszczególnych krajach w zależności od systemu prawnego i struktury instytucjonalnej, płynności i budowy rynku kapitałowego oraz doświadczenia inwestorów w budowaniu wartości przedsiębiorstw²⁰. Przyjmuje się, iż na rynku kapitału podwyższonego ryzyka działają następujące trzy główne grupy uczestników:

- inwestorzy – podmioty o różnym profilu działania i strukturze własności, udostępniające kapitał na inwestycje²¹,
- pośrednicy – fundusze typu *private equity*,
- emitenci – przedsiębiorstwa, będące przedmiotem inwestycji, które z reguły działają w dynamicznie rozwijających się sektorach gospodarki, odznaczają

¹⁷ B. Ziółkowska, *Proces tworzenia jednolitego rynku finansowego w UE*, [w:] J. Duraj (red.), *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2008, s. 107.

¹⁸ L. Lewandowska, *Finansowanie w kontekście pozycji konkurencyjnej firmy*, [w:] J. Duraj (red.), *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2008, s. 136.

¹⁹ G. W. Fenn, N. Liang, S. Prowse, *The Economics of the Private equity Market*, „Federal Reserve Bulletin”, January 1996, s. 3–5.

²⁰ D. Cumming, G. Fleming, J.-A. Suchard, *Venture Capitalist Value-added Activities, Fundraising and Drawdowns*, „Journal of Banking & Finance” 2005, Vol. 29, s. 297.

²¹ M. Pietraszewski, *op. cit.*, s. 50.

się wysokim poziomem aktywności innowacyjnej oraz posiadają wysoki potencjał wzrostu wartości rynkowej²².

Obok tych jednostek na rynku kapitału podwyższonego ryzyka istnieją liczne podmioty realizujące funkcje wspomagające procesy i mechanizmy działania na tym rynku. Należą do nich:

- doradcy inwestycyjni inwestorów,
- agenci funduszu ds. emisji oraz
- agenci spółki ds. emisji (zob. schemat 1.1)²³.

Schemat 1.1. Struktura rynku kapitału podwyższonego ryzyka

Źródło: opracowanie własne G. W. Fenn, N. Liang, S. Prowse, *The Economics of the Private equity Market*, „Federal Reserve Bulletin”, January 1996, s. 4.

Fundusze *private equity* składają się z dwóch podmiotów: firmy zarządzającej oraz funduszu, którym firma ta zarządza w imieniu inwestorów²⁴. Podstawową formą organizacyjno-prawną na rynku pośrednictwa kapitału podwyższo-

²² G. W. Fenn, N. Liang, S. Prowse, *op. cit.*, s. 3–5.

²³ *Ibidem*, s. 5.

²⁴ M. Wrzesiński, *Kapitał podwyższonego ryzyka...*, *op. cit.*, s. 29.

nego ryzyka jest *limited partnership*²⁵, w której występują dwie grupy wspólników²⁶, tzn. *limited partners* oraz *general partners*. Z reguły podmioty dostarczające niezbędny kapitał na inwestycje (inwestorzy) w ramach umowy partnerskiej występują w roli *limited partners*, natomiast przedsiębiorstwa zarządzające pozyskanymi środkami pełnią funkcję *general partners*.

Pomiędzy wymienionymi dwiema grupami wspólników zawierana jest umowa o zarządzanie funduszem. Jej zadaniem jest regulowanie wzajemnych stosunków pomiędzy stronami oraz określanie praw i obowiązków wszystkich uczestników funduszu. Zważywszy, iż zaangażowanie kapitałowe funduszu w spółkę portfelową trwa zwykle od 2 do 7 lat²⁷, fundusz powoływany jest na okres 10 lat, z możliwością kontynuacji jego istnienia o dodatkowe 3 lata w uzasadnionych okolicznościach²⁸.

Umowa ta zawiera również zapisy dotyczące wynagrodzenia podmiotu zarządzającego funduszem oraz kwestie podziału całej sumy zysku wypracowanego przez fundusz. W praktyce gospodarczej zwyczajowo przyjęło się, iż firma zarządzająca funduszem otrzymuje stałą roczną opłatę za zarządzanie i administrowanie w zależności od wielkości funduszu w wysokości 1,5–2,5% rocznie ogólnej wartości zebranych kapitałów oraz udział w wypracowanym zysku na poziomie 20%²⁹. Pozostałe środki trafiają do podmiotów udostępniających kapitał na inwestycje.

Limited partnership jest jedną z wielu dopuszczalnych form powstania i funkcjonowania funduszy *private equity*³⁰. Wraz ze wzrostem zainteresowania inwestycjami tego typu pojawiały się również inne formuły prowadzenia tego typu działalności, np.: *corporate venture funds*, *limited liability companies*³¹. W polskim systemie prawnym nie istnieje specyficzna forma prawno-organizacyjna przewidziana wyłącznie do prowadzenia funduszu *private equity*. Podmioty działające na polskim rynku wykorzystują różne dostępne formy prowadzenia działalności tego typu. Zdecydowaną większość z nich stanowią podmioty mające swoją siedzibę poza granicami kraju³².

²⁵ Forma ta jest poniekąd odpowiednikiem występującej w prawie polskim spółki komandytowej, gdzie odpowiednikiem komplementariusza jest *general partner*, natomiast *limited partner* traktowany jest jako komandytariusz.

²⁶ A. Kornasiewicz, *Venture capital w krajach rozwiniętych i w Polsce*, CeDeWu, Warszawa 2004, s. 40.

²⁷ *Survey of the Economic and Social Impact of Venture capital in Europe*, Research Paper EVCA, Zaventem, Belgium 2002, s. 11.

²⁸ D. J. Cumming, S. A. Johan, *Venture capital and Private equity Contracting. An International Perspective*, Elsevier 2009, s. 69.

²⁹ T. Meyer, P.-Y. Mathonet, *Beyond the J-curve. Managing a Portfolio of Venture capital and Private equity Funds*, John Wiley&Sons, 2005, s. 11–12.

³⁰ Zob. W. Przybylska-Kapuścińska, M. Mozałewski, *Kapitał wysokiego ryzyka*, PWE, Warszawa 2011, s. 222–281.

³¹ M. J. P. Anson, *The Handbook of Alternative Assets*, John Wiley&Sons, 2002, s. 271.

³² K. Sobańska, P. Sieradzan, *op. cit.*, s. 261–262.

Inwestorzy mogą również dokonywać inwestycji bezpośrednich w rozwijające się przedsiębiorstwa, pomijając przy tym wehikuł inwestycyjny w postaci funduszu. Taka działalność zależna jest od możliwości uzyskania wymaganych przez inwestora informacji o przedmiocie inwestycji oraz posiadanych przez inwestora umiejętności i zasobów niezbędnych do pomnażania wartości danego przedsiębiorstwa³³.

Dodatkowo wraz z rozwojem rynku kapitału podwyższonego ryzyka wykształciła się grupa podmiotów, których podstawowym zadaniem jest pomoc głównym podmiotom działającym na rynku. Podmioty te zwykle pełnią funkcje pełnomocników i doradców w zakresie doradztwa finansowego oraz prawnego. Wykorzystując unikatową na rynku wiedzę, doświadczenie oraz sieć posiadanych kontaktów biznesowych ułatwiają one pozyskiwanie środków uczestnikom rynku. Ich istnienie uzasadnione jest faktem, iż jednostki te pozwalają na redukcję kosztu dostępu do niezbędnych informacji³⁴.

Przyjmuje się, iż w zakres rynku *private equity* wchodzi trzy segmenty inwestycji kapitałowych: *venture capital*, *buyout capital* oraz *mezzanine capital*³⁵ (zob. schemat 1.2).

Schemat 1.2. Segmenty rynku *private equity*

Źródło: opracowanie własne na podstawie A. Kornasiewicz, *Venture capital w krajach rozwiniętych i w Polsce*, CeDeWu, Warszawa 2004, s. 21–22; M. Panfil, *Mezzanine jako źródło finansowania przedsiębiorstwa*, CEO Magazyn Top Menedżerów, czerwiec 2008, dostęp on-line.

³³ D. J. Cumming, S. A. Johan, *Venture capital and Private Equity Contracting...*, op. cit., s. 74.

³⁴ G. W. Fenn, N. Liang, S. Prowse, op. cit., s. 5.

³⁵ D. Gladstone, L. Gladstone, *Venture capital Handbook: An Entrepreneur's Guide to Raising Venture capital*, Financial Times Prentice Hall, Londyn–New York 2001, s. 5; L. E. Swedroe, J. Kizer, *The only guide to alternative investments you'll ever need*, Bloomberg Press, New Yourk 2008, s. 125; D. R. Jobman, *The Handbook of Alternative Investment*, John Wiley&Sons, Inc., New York 2002, s. 141.

Czasami za odrębny segment inwestycji *private equity* wskazuje się dokonywane przez fundusze zakupy instrumentów dłużnych przedsiębiorstw znajdujących się w trudnej sytuacji finansowej (ang. *distressed debt investing*)³⁶. W praktyce gospodarczej przyjmuje on jednakże zwykle formę *buyout capital* lub finansowania typu *mezzanine*.

Podstawowym składnikiem *private equity* są fundusze *venture capital*. Ich wyróżniającą cechą jest przekazywanie kapitału przedsiębiorstwom znajdującym się we wczesnych fazach rozwoju³⁷. Należy podkreślić, iż fundusze *venture capital* przeznaczone są do wspierania proinnowacyjnych przedsięwzięć. Przedmiotem ich działalności jest inwestowanie kapitału w przedsiębiorstwa rozpoczynające działalność i/lub chcące poszerzyć jej zakres. Innowacje są niezwykle ważnym środkiem budowania silnej pozycji przedsiębiorstwa na konkurencyjnym rynku oraz źródłem przewag konkurencyjnych³⁸. Obejmują one swym zakresem zróżnicowane obszary działalności przedsiębiorstw. Są efektywną odpowiedzią organizacji na dynamiczne zmiany w jej otoczeniu, a im więcej przedsiębiorstwo wprowadza efektywnych innowacji, tym szybszy jest jego wzrost³⁹. Osiągnięcie przewagi nad konkurentami bezsprzecznie związane jest ze spełnianiem potrzeb i oczekiwań klientów. Zdobycie jej oznacza, że przedsiębiorstwo dostarcza więcej wartości klientom aniżeli rywale rynkowi, a odmienna strategia prowadzi do obniżania ceny oraz marży zysku⁴⁰. Środki pochodzące z funduszy *venture capital* przeznaczone są na wdrażanie strategii wzrostu wartości rynkowej przedsiębiorstwa, w wyniku m. in. rozwoju nowych produktów, pozyskania nowych klientów, zarówno z dotychczasowego, jak i nowego rynku⁴¹. Kapitał z tego typu funduszy na ogół kierowany jest do małych i średnich przedsiębiorstw, dysponujących innowacyjnym produktem bądź usługą⁴².

Buyout capital w znacznym stopniu różni się swoimi cechami od *venture capital*. Transakcje tego typu polegają na przejęciu przez fundusz przy współudziale dotychczasowego lub nowego zarządu przedsiębiorstwa, zorganizowanej części lub całości istniejącego już przedsiębiorstwa. Cechą charakterystyczną transakcji wykupu jest wysoki udział długu w ogólnej strukturze źródeł finan-

³⁶ M. J. P. Anson, *op. cit.*, s. 261.

³⁷ K. Sobańska, P. Sieradzan, *op. cit.*, s. 14.

³⁸ Zob. I. Bielski, *Innowacje w kreowaniu zdolności konkurencyjnej przedsiębiorstwa*, Wydawnictwa Uczelniane Uniwersytetu Technologiczno-Przyrodniczego, Bydgoszcz 2007, s. 43.

³⁹ J. Penc, *Zarządzanie innowacyjne. Sterowanie zmianami w procesie integracji europejskiej*, Wyższa Szkoła Studiów Międzynarodowych w Łodzi, Łódź 2007, s. 110.

⁴⁰ C. Kochalski, *Koszty w przedsiębiorstwie zarządzanym przez wartość. Ujęcie modelowe*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2006, s. 60.

⁴¹ Zob. A. K. Koźmiński, W. Piotrowski (red.), *Zarządzanie, Teoria i Praktyka*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2004, s. 142–143.

⁴² J. Grzywacz, A. Okońska, *Venture capital a potrzeby kapitałowe małych i średnich przedsiębiorstw*, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2005, s. 45.

sowania⁴³. U podstaw wykupów zwykle leży założenie o restrukturyzacji działalności operacyjnej przejmowanego przedsiębiorstwa⁴⁴, mające na celu poprawę efektywności jego funkcjonowania oraz osiągnięcie efektu synergii, pochodzącego z planowanego wdrożenia różnorodnych form kooperacji⁴⁵.

W zależności od przyjętej i realizowanej strategii wzrostu wewnętrznego lub wzrostu zewnętrznego wartości przedsiębiorstwa⁴⁶ wykorzystuje się odmienne formy kapitału podwyższonego ryzyka. *Venture capital* jako kapitał wykorzystywany w początkowych etapach funkcjonowania przedsiębiorstwa na rynku, służy przede wszystkim do finansowania rozwoju wewnętrznego, wyrażającego się głównie w rozbudowie potencjału przedsiębiorstwa, tworzeniu nowych zdolności produkcyjnych, przerobowych, usługowych i innych w następstwie inwestycji rzeczowych⁴⁷. Z kolei *buyout capital* stanowi alternatywę wobec *venture capital* i wykorzystywany jest w finansowaniu wzrostu zewnętrznego, który można utożsamiać z fuzjami i przejęciami⁴⁸. Strategia rozwoju przedsiębiorstwa przez wzrost zewnętrzny pozwala osiągnąć zamierzony efekt w dość krótkim czasie, w przeciwieństwie do wzrostu wewnętrznego, który na ogół zajmuje dłuższy okres⁴⁹.

Badania nad rozwojem rynku kapitału podwyższonego ryzyka w Europie wskazują, iż fundusze *private equity* wspierają rozwój głównie małych i średnich przedsiębiorstw. Warto wskazać, iż można zauważyć występowanie strukturalnego zróżnicowania pomiędzy biorcami wartości poszczególnych części kapitału ryzyka. *Venture capital* wykorzystywany jest przede wszystkim przez przedsiębiorstwa małe. Aż 64,4% przedsiębiorstw, które otrzymały finansowanie z funduszy w fazach *seed* i *start-up* zatrudniało w momencie inwestycji mniej niż 6 pracowników. W przypadku spółek, które pozyskały finansowanie w fazie ekspansji, 70% zatrudniało mniej niż 50 pracowników. Przeważająca część badanych przedsiębiorstw prowadziła działalność w sektorach związanych z nowoczesnymi technologiami. Wśród przedsiębiorstw, które znajdowały się w fazach *seed* i *start-up* było to 74%, natomiast w fazie ekspansji 62% spółek należało do sektora *high-tech*, które działały głównie w branżach związanych z komputerami i łącznością⁵⁰. Natomiast *buyout capital* wykorzystywany jest zarówno przez małe i średnie przedsiębiorstwa, jak i większe. Ma to miejsce

⁴³ M. Wrzesiński, *Fuzje i przejęcia. Wykup lewarowany (LBO) i menedżerski (MBO). Uwarunkowania rozwoju w Polsce*, Wydawnictwo K.E. LIBER, Warszawa 2000, s. 2.

⁴⁴ A. Kornasiewicz, *op. cit.*, s. 31.

⁴⁵ R. Machała, *Przejęcia i fuzje. Wpływ na wartość firm*, Oficyna Wydawnicza „UNIMEX”, Wrocław 2007, s. 68.

⁴⁶ W. Frąckowiak (red.), *Fuzje i przejęcia*, PWE, Warszawa 2009, s. 19.

⁴⁷ *Ibidem*.

⁴⁸ J. Duraj, *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym*, PWE, Warszawa 1996, s. 252.

⁴⁹ *Ibidem*, s. 253.

⁵⁰ *Survey of the Economic and Social Impact of Venture Capital in Europe*, Research Paper EVCA, Zaventem, Belgium 2002.

głównie w sytuacji braku strategicznego dopasowania ze spółką matką, rozwiązania kwestii związanych z dziedziczeniem, a także w przypadku pojawienia się trudności finansowych w przedsiębiorstwie. Wśród badanych przedsiębiorstw, w których przeprowadzono wykupy z udziałem funduszu *private equity*, zaledwie 16% zatrudniało mniej niż 50 pracowników. Mediana zatrudnienia wynosiła 170, natomiast aż 37% badanych przedsiębiorstw zatrudniało powyżej 250 pracowników. Spółki te, w odróżnieniu do inwestycji *venture capital*, prowadziły działalność w branżach uznawanych za mniej innowacyjne, przede wszystkim w przetwórstwie (22,6%) oraz w branżach związanych z produktami i usługami przemysłowymi (13,8%). Zaledwie niecałe 10% spółek prowadziło działalność w sektorze nowoczesnych technologii⁵¹.

Mezzanine capital posiada zarówno charakterystyczne cechy finansowania długiem, jak i pewne własności kapitału własnego. W skład *mezzanine capital* wchodzi głównie pożyczki podporządkowane, obligacje zamienne na akcje oraz obligacje z warrantem⁵². Wykorzystywany jest on przez przedsiębiorstwa znajdujące się w późniejszych fazach rozwoju, które przygotowują się do wprowadzenia do publicznego obrotu⁵³, a także jako finansowanie wspomagające strategię fuzji i przejęć. Na ogół występuje w sytuacji, kiedy rozwijające się przedsiębiorstwo, ale nie w pełni dojrzałe, potrzebuje finansowania dłużnego, a banki są niechętne do jego udzielenia⁵⁴. Jest to swoistego rodzaju uzupełnienie dwóch omawianych powyżej form finansowania przedsiębiorstwa kapitałem podwyższonego ryzyka. *Mezzanine capital* odróżnia się od innych form finansowania *private equity* tym, iż w wyniku jego wykorzystania na ogół nie następuje rozproszenie struktury właścicielskiej, wynikające ze zwiększenia kapitału własnego przedsiębiorstwa, a jego koszt zawiera się z reguły pomiędzy ceną długu bankowego a ceną kapitału własnego⁵⁵.

G. W. Fenn, N. Liang, S. Prowse scharakteryzowane powyżej segmenty rynku kapitału podwyższonego ryzyka określają mianem zorganizowanego rynku *private equity* (ang. *organized private equity market*), podkreślając w ten sposób profesjonalizm oraz instytucjonalny charakter podmiotów funkcjonujących na nim. Autorzy ci jednocześnie wskazują, iż w szerszym znaczeniu terminu *private equity* zawarte są także inwestycje podmiotów nieposiadających for-

⁵¹ *Survey of the Economic and Social Impact of Management Buyouts & Buyins in Europe*, Research Paper EVCA, Zaventem, Belgium 2001.

⁵² M. Panfil, *Mezzanine jako źródło finansowania dla przedsiębiorstwa*, CEO Magazyn Top Menedżerów, czerwiec 2008.

⁵³ M. Pietraszewski, *op. cit.*, s. 46.

⁵⁴ A. Kornasiewicz, *op. cit.*, s. 22.

⁵⁵ W. Przybylska-Kapuścińska, M. Mozalewski, *op. cit.*, s. 35.

malnej struktury funduszu i dokonujących inwestycji o zbliżonym charakterze. Są to *aniołowie biznesu*⁵⁶ oraz *nieformalny rynek private equity*⁵⁷.

Terminem *anioł biznesu* określa się inwestorów prywatnych, którzy oferują wsparcie głównie w postaci kapitału, ale również własnej wiedzy i doświadczenia przedsiębiorstwom znajdującym się w początkowej fazie rozwoju. Swoją działalnością wypełniają oni istotną lukę pomiędzy przyjaciółmi i rodziną jako inwestorami a funduszami *venture capital* oraz systemem bankowym⁵⁸. Wśród pobudek skłaniających osoby prywatne do podjęcia tego typu działalności inwestycyjnej poza względami ekonomicznymi znajdują się m. in. korzyści prestiżowe, potrzeba samorealizacji, dążenie do współudziału w postępie technologicznym czy wspieranie rozwoju regionalnego⁵⁹.

W przypadku inwestycji aniołów biznesu można wskazać kilka zasadniczych cech⁶⁰:

- działania inwestycyjne są zwykle podejmowane wspólnie i przy współpracy z przyjaciółmi lub partnerami biznesowymi,
- w głównym obszarze zainteresowań inwestycyjnych znajdują się przedsiębiorstwa znajdujące się na wczesnych etapach rozwoju,
- stanowią oni grupę aktywnych inwestorów, mających często nieformalne wzajemne powiązania z członkami zarządu spółek korzystających z ich wsparcia,
- odznaczają się wysokim stopniem koncentracji geograficznej, a przedsiębiorstwa prosperują zwykle w pobliżu miejsca zamieszkania anioła biznesu,
- istotnym motywem skłaniającym anioła biznesu do podjęcia działalności inwestycyjnej są również niematerialne korzyści, wykraczające poza utylitarną wartość wynikającą z inwestycji, a także poczucie spełnienia społecznej odpowiedzialności, nawet jeżeli uzyskiwane one są kosztem akceptacji niższego zwrotu z inwestycji.

Określenie *rynek nieformalny private equity* w kontekście inwestycji kapitału podwyższonego ryzyka odnosi się do sprzedaży papierów wartościowych poza formalnym rynkiem kapitałowym zarówno inwestorom instytucjonalnym, jak i osobom fizycznym. W szerokim ujęciu można mówić o ofertach prywatnych (ang. *private placement*). Liczba inwestorów zewnętrznych w transakcjach dokonywanych na nieformalnym rynku *private equity* jest na ogół zdecydowanie większa, a minimalna kwota inwestycji mniejsza w porównaniu do analogicznych in-

⁵⁶ W literaturze anglojęzycznej najczęściej stosuje się określenia *angel capital*, *business angel* lub *angel investor*.

⁵⁷ G. W. Fenn, N. Liang, S. Prowse, *op. cit.*, s. 2.

⁵⁸ W. Przybylska-Kapuścińska, M. Mozalewski, *op. cit.*, s. 35.

⁵⁹ B. Mikołajczyk, M. Krawczyk, *Aniołowie Biznesu w sektorze MSP*, Difin, Warszawa 2007, s. 53; K. Brzozowska, *Business Angels na rynku kapitałowym. Motywacje, inwestowanie, efekty*, CeDeWu, Warszawa 2008, s. 47–48.

⁶⁰ H. Landstroem, *Handbook of Research on Venture capital*, Edward Elger, 2007, s. 55–56.

westycji dokonywanych na zorganizowanym rynku *private equity*. Podkreślić również należy, iż mimo wprowadzenia do grona właścicieli nowych podmiotów, z reguły prawo decydowania o dalszych losach przedsiębiorstwa pozostaje w rękach dotychczasowych udziałowców^{61, 62}.

1.3. Etapy rozwoju przedsiębiorstw wspieranych przez fundusze *private equity*

Rynek *private equity*, podobnie jak każdy inny rynek, jest miejscem spotkań podmiotów reprezentujących popyt i podaż. Inwestorzy *private equity* zgłaszają popyt na przedsięwzięcia inwestycyjne, natomiast menedżerowie poszukujący kapitału na realizację planów rozwojowych w zarządzanych jednostkach oferują pomysły, w jaki sposób osiągnąć dynamiczny wzrost wartości przedsiębiorstwa. Środki pozyskane z funduszu mogą być przeznaczone na realizację różnych koncepcji, które są pochodną indywidualnej sytuacji, w jakiej znajduje się dany podmiot gospodarczy. Przedsiębiorstwo charakteryzuje swoisty cykl rozwojowy będący pochodną cyklu życia produktu⁶³. Stadium rozwoju, na jakim znajduje się biorca kapitału *private equity* jest najczęściej wykorzystywane do dokonywania klasyfikacji etapów finansowania kapitałem podwyższonego ryzyka oraz charakterystyki przedsiębiorstw korzystających z funduszy *private equity*. Jednakże należy zaznaczyć, iż inwestycje kapitału podwyższonego ryzyka są wysoce zróżnicowane zarówno ze względu na wielkość, strukturę jak i formę.

J. Węławski wskazuje, iż zmiany w zakresie stopnia dojrzałości technicznej i rynkowej wyrobu, ryzyko związane z podjęciem i realizacją jego produkcji, możliwości finansowania przedsiębiorstwa, sfery rozwoju przedsięwzięcia i punkty ciężkości w zarządzaniu nim, oczekiwania i szanse na osiągnięcie zysku stanowią istotny czynnik w klasyfikacji faz inwestycji kapitału podwyższonego ryzyka. Autor ten zaproponował podział inwestycji *private equity* na sześć etapów zagregowanych w dwóch głównych zbiorach: fazy początkowe i fazy

⁶¹ G. W. Fenn, N. Liang, S. Prowse, *op. cit.*, s. 2.

⁶² Chociaż aniołowie biznesu, jak i rynek nieformalny *private equity* są z pewnością ważnym elementem rynku *private equity* oraz są one znaczącą stymulantą rozwoju przedsiębiorstw znajdujących się w początkowych fazach rozwoju, to w dalszej części pracy nie są one analizowane. Spowodowane jest to faktem, iż infrastruktura instytucjonalna dla wspierania tej części rynku znajduje się nadal w początkowej fazie rozwoju lub jest jej brak, a uzyskanie wiarygodnych i wyczerpujących informacji o tej grupie inwestorów jest prawie niemożliwe. Skutkiem tego w dalszej części pracy termin rynek *private equity* będzie używany w znaczeniu określenia zorganizowany rynek *private equity*.

⁶³ J. Grzywacz, A. Okońska, *op. cit.*, s. 69.

ekspansji⁶⁴ (zob. schemat 1.3). Klasyfikacja ta poniekąd zbliżona jest do ujęcia zaproponowanego przez S. E. Pratta⁶⁵.

Schemat 1.3. Inwestycje *private equity* w poszczególnych fazach rozwoju przedsiębiorstw

Źródło: opracowanie własne na podstawie J. Węclawski, *Venture capital. Nowy instrument finansowania przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1997, s. 24–29.

Nieco odmienną klasyfikację i charakterystykę stadiów inwestycyjnych funduszy *private equity* zaproponował M. Wrzesiński (zob. tab. 1.2). W swojej czterostopniowej klasyfikacji zaznaczył on, iż spektrum zainteresowań inwestycyjnych kapitału podwyższonego ryzyka wykracza poza finansowanie wyłącznie nowych, dynamicznie rozwijających się przedsiębiorstw. Istotnym elementem

⁶⁴ J. Węclawski, *op. cit.*, s. 23.

⁶⁵ S. E. Pratt, *Guide to Venture capital Sources*, Wydanie 5, Capital Publishing, Wellesley (MA), 1981, s. 12.

tego rynku jest też inwestowanie w podmioty poszukujące szansy na sukces ekonomiczny inną drogą niż rozwój organiczny.

Tabela 1.2

Stadia rozwoju przedsiębiorstw pozyskujących finansowanie *private equity*

Stadium rozwoju	Przewidziany czas inwestycji	Cel inwestycji
1	2	3
Wczesna faza rozwoju		
Zasiew (ang. <i>seed</i>)	7–12 lat	środki w tej fazie służą do finansowania wstępnego etapu rozwoju przedsiębiorstwa: badań rynkowych, tworzenia biznesplanu, analizy przedinwestycyjnej, budowy prototypu produktu; najczęściej są to inwestycje w przedsięwzięcia z zakresu nowych technologii; firmy te charakteryzują się wysokim ryzykiem działalności związanym z faktem, że wytwarzany przez nie produkt lub stosowana strategia rynkowa nie zostały jeszcze zweryfikowane w praktyce gospodarczej;
Komercjalizacja działalności (ang. <i>start-up</i>)	5–10 lat	finansowanie końcowego etapu prac nad powstaniem produktu, wyposażenie przedsiębiorstwa w majątek produkcyjny; najczęściej w ten sposób finansowane są firmy, które posiadają środki pozwalające na produkcję i/lub sprzedaż na małą skalę, a finansowanie potrzebne jest im na osiągnięcie na rynku tzw. masy krytycznej;
Ekspansja		
Pierwsza faza ekspansji	2–5 lat	finansowanie wzrostu firmy działającej na rynku; w szczególności finansowanie inwestycji rzeczowych, kapitału obrotowego, inwestycji rynkowych (reklama, tworzenie sieci dystrybucji);
Druga faza ekspansji	3–5 lat	zróżnicowane finansowanie działalności firm nienotowanych na giełdach papierów wartościowych, w tym przypadku jest to alternatywa dla finansowania kapitałem zewnętrznym; bardzo istotnym elementem tej fazy inwestowania jest finansowanie transakcji fuzji i przejęć;
Faza przed wprowadzeniem na rynek giełdowy (ang. <i>pre-IPO</i>)	<2 lata	finansowanie przedsiębiorstwa planującego wprowadzenie akcji na rynek publiczny;
Wykupy		
Wykup lewarowany (ang. <i>Leveraged Buy-Out, LBO</i>)	2–5 lat	finansowanie wykupu przedsiębiorstwa od obecnych właścicieli; w tym przypadku stroną inicjującą i wiodącą jest inwestor finansowy;
Wykup menedżerski (ang. <i>Management Buy-Out, MBO</i>)	2–5 lat	finansowanie wykupu przedsiębiorstwa przez obecnych menedżerów firmy, wspomaganych przez fundusze;

Tabela 1.2 (cd.)

1	2	3
Wykupy (cd.)		
Zewnętrzny wykup menedżerski (ang. <i>Management Buy-In, MBI</i>)	2–5 lat	finansowanie wykupu przedsiębiorstwa od aktualnych właścicieli przez menedżerów spoza firmy – w tym przypadku czynniki ryzyka stanowią ewentualne trudności w dopasowaniu kulturowym nowego zarządu do zastanej organizacji oraz brak pełnych informacji odnośnie do celu przejęcia;
Sytuacje specjalne		
Restrukturyzacja (ang. <i>recovery, turnaround</i>)	2–5 lat	finansowanie przedsiębiorstwa znajdującego się w trudnej sytuacji finansowej: dostarczenie dodatkowego kapitału i <i>know-how</i> ;
Inne sytuacje specjalne	2–5 lat	do innych sytuacji specjalnych można zaliczyć współfinansowanie inwestora strategicznego, pożyczki pomostowe (ang. <i>bridge financing</i>).

Źródło: M. Wrzesiński, *Kapitał podwyższonego ryzyka. Proces inwestycyjny i efektywność*, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2008, s. 133–134.

Schemat 1.4. Finansowanie *private equity* na różnym etapie rozwoju przedsiębiorstwa

Źródło: V. Kraft, *Erfolgreiches Management von Private equity-Investitionen in Turnarounds und Restrukturierungen*, Universität St. Gallen Working Paper, 2001, s. 4.

Na uwagę zasługuje również model finansowania *private equity* zaproponowany przez V. Krafta⁶⁶ (zob. schemat 1.4). Autor ten w sposób bezpośredni powiązał inwestycje *private equity* z cyklem życia przedsiębiorstwa korzystającego z tego źródła finansowania oraz cyklem życia produktu w ujęciu marketingowym.

Z kolei G. W. Fenn, N. Liang, S. Prowse zaproponowali sześciostopniową klasyfikację poszczególnych etapów rozwoju przedsiębiorstw korzystających z finansowania *private equity*. Ich zdaniem po kapitał z tego źródła mogą zwracać się zarówno podmioty prywatne, jak i spółki publiczne, znajdujące się we wszystkich fazach funkcjonowania na rynku (zob. tab. 1.3).

Tabela 1.3

Charakterystyka głównych odbiorców kapitału z funduszy *private equity*

Właściwość	Cechy finansowe	Przyczyny poszukiwania kapitału z funduszy <i>private equity</i>	Główne źródła kapitału <i>private equity</i>	Zakres dostępu do innych źródeł finansowania
1	2	3	4	5
Wczesne etapy nowych przedsięwzięć	Wysoki potencjał wzrostu	Rozpoczęcie działalności gospodarczej	Anioły biznesu Fundusze <i>venture capital</i>	Ograniczony dostęp do kredytów
Późniejsze etapy nowych przedsięwzięć	Wysoki potencjał wzrostu	Rozwój parku maszynowego i działalności operacyjnej Spłata innych inwestorów	Fundusze <i>venture capital</i>	Dostęp do kredytów na finansowanie kapitału obrotowego
Średniej wielkości przedsiębiorstwa prywatne	Zróżnicowane perspektywy wzrostu	Finansowanie wymaganych zmian struktury własności i kapitału Rozwój parku maszynowego przez zakup lub przejęcie	Fundusze <i>venture capital</i> Fundusze finansujące późniejsze etapy rozwoju	Dostęp do kredytów W przypadku bardziej rozwiniętych przedsiębiorstw dostęp do ofert prywatnych
Przedsiębiorstwa publiczne i prywatne w niebezpieczeństwie finansowym	Zbyt duże zadłużenie lub problemy w działalności operacyjnej	W celu dokonania restrukturyzacji	Fundusze finansujące restrukturyzację	Bardzo ograniczony dostęp

⁶⁶ V. Kraft, *Erfolgreiches Managment von Private equity-Investitionen in Turnarounds und Restrukturierungen*, Universität St. Gallen Working Paper, 2001, s. 4.

Tabela 1.3 (cd.)

1	2	3	4	5
Wykupy spółek publicznych	Negatywne perspektywy rozwoju Wysoki poziom wolnych przepływów pieniężnych	Stymulowanie zmian w zarządzaniu	<i>Buyout capital</i> <i>Mezzanine</i>	Zazwyczaj brak ograniczeń
Pozostałe spółki publiczne	Zależne od przyczyn poszukiwania kapitału z funduszy <i>private equity</i>	Zachowanie poufności Przeprowadzenie małych ofert Dla wygody Z powodu czasowej niechęci rynku publicznego do danej branży	Fundusze finansujące późniejsze etapy rozwoju	Zazwyczaj brak ograniczeń

Źródło: G. W. Fenn, N. Liang, S. Prowse, *The Economics of the Private Equity Market*, „Federal Reserve Bulletin”, January 1996, s. 18.

Przy gromadzeniu danych o transakcjach dokonywanych przez fundusze *private equity* EVCA również korzysta z klasyfikacji opartej na etapach rozwoju przedsiębiorstw finansowanych z kapitału podwyższonego ryzyka. W celu prezentowania danych statystycznych wszystkie transakcje grupowane są przez EVCA w następujące główne kategorie⁶⁷:

- zasiew (ang. *seed*) – kapitał przeznaczony na finansowanie badań, opracowanie i ocenę wstępnego modelu biznesowego przed osiągnięciem przez spółkę kolejnej fazy rozwoju,
- *start-up* – kapitał przeznaczony na rozwój produktu oraz wstępną działalność marketingową dla istniejących lub nowotworzonych przedsiębiorstw, przed wprowadzeniem produktu na rynek,
- późniejszy etap *venture* – finansowanie dalszego rozwoju działalności operacyjnej przedsiębiorstwa balansującego na granicy progu rentowności, na ogół związane z kolejnymi rundami finansowania przedsiębiorstw, które wcześniej uzyskały kapitał z funduszy *venture capital*,
- finansowanie wzrostu – z reguły inwestycja o charakterze mniejszościowym (ale nie jest to warunek konieczny) w stosunkowo dojrzałe przedsiębiorstwa poszukujące kapitału na rozszerzenie lub modyfikację prowadzonej działalności gospodarczej,

⁶⁷ EVCA Yearbook 2012, <http://www.evca.eu/>, s. 19.

- restrukturyzacja – kapitał udostępniany jest przedsiębiorstwom funkcjonującym na rynku, aczkolwiek znajdującym się w trudnej sytuacji, w celu przywrócenia im sprawności i efektywności działania,
- refinansowanie – zakup udziałów mniejszościowych w funkcjonujących spółkach od innych podmiotów funkcjonujących na rynku *private equity* lub innych inwestorów,
- wykupy – kapitał przeznaczony na finansowanie fuzji i przejęć.

1.4. Korzyści i zagrożenia finansowania rozwoju przedsiębiorstw kapitałem podwyższonego ryzyka

Finansowanie rozwoju przedsiębiorstw kapitałem podwyższonego ryzyka jest strategią, która cechuje się wieloma różnorodnymi właściwościami. Fundusze *private equity* charakteryzują się bowiem mniejszą awersją do ryzyka w porównaniu do podmiotów uznawanych za konwencjonalne źródła kapitału przeznaczonego na wspieranie rozwoju przedsiębiorstw. Dzięki temu możliwa jest realizacja innowacyjnych projektów inwestycyjnych, obarczonych ponadprzeciętnym poziomem ryzyka

Fundusze *private equity* oferują finansowanie zewnętrzne kapitałem własnym o długoterminowym charakterze. W początkowych okresach rozwoju przedsiębiorstwa, z racji udziałowego charakteru inwestycji, kapitał pozyskany od funduszu *private equity* jest kapitałem niegenerującym kosztów związanych z jego obsługą. Nie jest wymagany regularny i terminowy zwrot rat kapitałowych wraz z odsetkami, jak to ma miejsce w przypadku kredytów bankowych. Praktyką w inwestycjach typu *private equity*, zwłaszcza w przypadku przedsiębiorstw dopiero rozpoczynających funkcjonowanie na rynku jest również rezygnacja z wypłat z zysków czy dywidendy. Umożliwia to w konsekwencji reinwestowanie wypracowanych zysków i osiągnięcie dynamicznego wzrostu. Ponadto przystąpienie funduszu *private equity* do spółki kształtuje strukturę pasywów przedsiębiorstwa udziałowego, poprawiając jego zdolność do obsługi długu. Można powiedzieć, iż współpraca pomiędzy funduszem *private equity* i pierwotnymi właścicielami przedsiębiorstwa ma partnerski charakter, gdyż w długoterminowej perspektywie wszystkim stronom przyświeca nadrzędny, wspólny cel, jakim efektywne budowanie wartości przedsiębiorstwa.

Nadto, fundusze *private equity* oferują wsparcie w postaci dodatkowych wartości⁶⁸, tzw. kapitału menedżerskiego, co ma na celu poprawę konkurencyjności przedsiębiorstw zarówno na rynku lokalnym, jak i ponadregionalnym oraz

⁶⁸ J. Świdarska, *Quasi-fundusze venture capital. Publiczne wspieranie innowacyjnych MSP*, Difin, Warszawa 2008, s. 108.

dynamiczny wzrost ich wartości rynkowej⁶⁹. Kadra kierownicza przedsiębiorstw znajdujących się we wczesnych etapach rozwoju, często nie ma odpowiedniego doświadczenia w profesjonalnym zarządzaniu rozwijającym się przedsiębiorstwem. Wraz ze wsparciem kapitałowym fundusz dostarcza spółce *know-how* z zakresu zarządzania na szczeblu strategicznym, operacyjnym i taktycznym. Obecność przedstawicieli inwestora *private equity* we władzach spółki, np. zarządzie lub radzie nadzorczej, umożliwia korzystanie z jego dotychczasowych doświadczeń zdobytych podczas pracy na rzecz zakończonych sukcesem, wcześniejszych inwestycji funduszu oraz na implementację efektywnych rozwiązań organizacyjnych sprawdzonych w innych spółkach portfelowych. Przedsiębiorstwa, w których inwestorem jest fundusz *private equity* pozyskują do pracy osoby z wysokimi kwalifikacjami. Z racji na opinię funduszy jako jednostek będących gwarantem dynamicznego rozwoju przedsiębiorstw, czołowi menedżerowie oraz inne osoby uchodzące za specjalistów w swoim środowisku, chętnie podejmują współpracę z takim partnerem. Dodatkowym atutem obecności specjalistów z funduszu w przedsiębiorstwie jest fakt, iż posiadają oni rozbudowaną sieć kontaktów biznesowych, co umożliwia szybsze pozyskanie nowych klientów, czy dostawców niezbędnych surowców. W anglojęzycznej literaturze można spotkać termin *private equity keiretsu*⁷⁰. Spółka portfelowa funduszu nawiązuje kontakty handlowe i współpracę na innych polach z pozostałymi spółkami portfelowymi funduszu.

Kluczową rolę funduszy *private equity* w rozwoju przedsiębiorstw potwierdzają jednostki, które skorzystały z tej formy finansowania. Według raportów *Survey of the Economic and Social Impact of Venture Capital in Europe*⁷¹, aż 94,5% badanych przedsiębiorstw stwierdziło, iż bez wsparcia funduszy *venture capital* zaprzestałoby swojej działalności lub rozwijałoby się znacznie wolniej. Z kolei według *Survey of the Economic and Social Impact of Management Buyouts & Buyins in Europe*⁷² analogiczne stwierdzenie potwierdza 84% przedsiębiorstw, które dokonały wykupów z udziałem funduszy *private equity* (zob. wykres 1.1).

⁶⁹ M. Panfil, *Fundusze private equity. Wpływ na wartość spółki*, Difin, Warszawa 2005, s. 12

⁷⁰ L. Lindsey, *The Venture Capital Keiretsu Effect: An Empirical Analysis of Strategic Alliances Among Portfolio Firms*, Stanford Institute for Economic Policy Research Discussion Paper No. 02-17, 2002; Y. V. Hochberg, A. Ljungqvist, Y. Lu, *Whom You Know Matters: Venture Capital Networks and Investment Performance*, „The Journal of Finance” 2007, Vol. 62, No. 1, s. 251–252; D. Hsu, *What Do Entrepreneurs Pay for Venture capital Affiliation?*, „Journal of Finance”, August 2004, Vol. LIX, No. 4, s. 1805–1844.

⁷¹ *Survey of the Economic and Social Impact of Venture Capital in Europe*, Research Paper EVCA, Zaventem, Belgium 2002.

⁷² *Survey of the Economic and Social Impact of Management Buyouts&Buyins in Europe*, Research Paper EVCA, Zaventem, Belgium 2001.

Bez wsparcia typu *buyout capital*
przedsiębiorstwo:

Bez wsparcia funduszu *venture capital*
przedsiębiorstwo:

- rozwijałoby się szybciej
- ▒ rozwijałoby się w tym samym tempie
- ▒ rozwijałoby się wolniej lub zakończyło działalność

Wykres 1.1. Znaczenie funduszy *venture capital* oraz finansowania typu *buyout capital* w rozwoju przedsiębiorstw udziałowych

Źródło: opracowanie własne na podstawie *Survey of the Economic and Social Impact of Venture Capital in Europe*, Research Paper EVCA, Zaventem, Belgium 2002 oraz *Survey of the Economic and Social Impact of Management Buyouts & Buyins in Europe*, Research Paper EVCA, Zaventem, Belgium 2001.

Przedsiębiorcy, którzy skorzystali ze współpracy z funduszem *private equity* zauważają znaczenie nie tylko wsparcia finansowego, ale również podkreślają istotną rolę innych czynników związanych z obecnością takiego inwestora w przedsiębiorstwie (zob. tab. 1.4).

Typowy inwestor *private equity* w Europie cechuje się aktywnym zaangażowaniem w działalność operacyjną przedsiębiorstwa. Częstotliwość spotkań przedstawicieli funduszu z przedsiębiorcą zmniejsza się wraz z rozwojem przedsiębiorstwa. Zarządzający spółką portfelową z biegiem czasu nabywają nowe umiejętności związane z prowadzeniem działalności operacyjnej, a także potrafią sprawniej zarządzać. Zwiększa się również poziom zaufania pomiędzy inwestorem a przedsiębiorcą. Finansowanie *private equity* pozwala uzyskać nie tylko kapitał finansowy. Umożliwia również korzystanie z kapitału intelektualnego specjalistów z funduszu *private equity*, co jest istotnym czynnikiem zdobywania licznych przewag konkurencyjnych na rynku.

Wskazane czynniki mające wpływ na budowanie wartości i zwiększenie korzyści dla interesariuszy przekładają się na zmiany w efektywności działalności przedsiębiorstw. Obecność inwestora *private equity* w spółce sprzyja jej dynamicznemu rozwojowi (zob. tab. 1.5).

Tabela 1.4

Formy wpływu funduszy *private equity* na rozwój spółek portfelowych

Wyszczególnienie		Faza <i>Seed/Start-up</i>	Ekspansja	Wykupy
Główne nośniki wartości		Poprawa przepływów pieniężnych Rozwój nowych produktów Osiągnięcie akceptacji rynku		Poprawa efektywności Poprawa obsługi klientów Poprawa kontroli finansowej
Pozafinansowe zaangażowanie inwestora <i>private equity</i>		Doradztwo strategiczne Sieć kontaktów biznesowych	Poprawa zdolności kredytowej Wyznaczenie celu biznesowego	Doradztwo finansowe Sieć kontaktów biznesowych Doradztwo w zarządzaniu
Częstotliwość kontaktów	Częściej niż raz w miesiącu	93,8%	91,6%	68%
	Rzadziej niż raz w miesiącu	6,2%	8,4%	32%

Źródło: opracowanie własne na podstawie *Survey of the Economic and Social Impact of Venture Capital in Europe*, Research Paper EVCA, Zaventem, Belgium 2002 oraz *Survey of the Economic and Social Impact of Management Buyouts&Buyins in Europe*, Research Paper EVCA, Zaventem, Belgium 2001.

Tabela 1.5

Wybrane wskaźniki przedstawiające efekty zaangażowania inwestorów *private equity* w spółki portfelowe

Wyszczególnienie		Faza <i>Seed/Start-up</i>	Ekspansja	Wykupy
Udział EBIT w przychodach	Rok 0*	mniej niż -200%	1,2%	4,2%
	Rok +3	około -10%	1,4%	7%
Zmiany w zatrudnieniu	Wzrost	89,7%		61,4%
	Bez zmian	3,1%		13,1%
	Spadek	7,1%		25,5%
		Średnio 46 nowych miejsc pracy na przedsiębiorstwo		
Udział przedsiębiorstw eksportujących	Rok 0*	37,2%	55%	72,6%
	Ostatni rok**	59,7%	72%	83,8%
Udział eksportu w sprzedaży	Rok 0*	17,2%	26,4%	24,7%
	Ostatni rok**	30,6%	36,4%	28,3%

* „Rok 0” oznacza rok, w którym została dokonana inwestycja funduszu *venture capital* lub ostatni rok przed przeprowadzeniem transakcji wykupu.

** „Ostatni rok” oznacza albo 1999 r. dla transakcji wykupów oraz 2001 r. dla inwestycji *venture capital*, jeżeli zaangażowanie kapitałowe funduszu *private equity* było kontynuowane albo ostatni rok przed wyjściem funduszu z inwestycji.

Źródło: jak do tab. 1.4.

Wśród przedsiębiorstw objętych badaniem zauważalna jest ewidentna poprawa osiąganych wyników finansowych. Wprawdzie przedsiębiorstwa znajdujące się w momencie inwestycji w początkowych fazach rozwoju po trzyletnim okresie inwestycji nadal nie wypracowały zysku, to zauważyć należy, iż zaobserwowana tendencja jest bardzo pozytywna. Dowodem na dynamiczny rozwój badanych spółek jest również wzrost zatrudnienia oraz ekspansja na zagraniczne rynki zbytu.

Chociaż pozyskanie wsparcia funduszy *private equity* na realizację planów dynamicznego rozwoju bez wątpienia może przynieść przedsiębiorstwu wiele korzyści, to należy mieć również świadomość pewnych ograniczeń i zagrożeń związanych z tą formą kapitału. Przede wszystkim wskazać należy na konsekwencje wprowadzenia nowego kapitału udziałowego do spółki. Pozyskanie inwestora *private equity* oznacza, iż dotychczasowi właściciele wyrażają zgodę na przekazanie części praw własności do podmiotu, którego byli pomysłodawcami i twórcami. Charakter nowego współnika odbiega znacząco od innych podmiotów udostępniających kapitał z zewnętrznych źródeł finansowania, np. banków. Fundusze *private equity* na ogół aktywnie angażują się w proces kierowania przedsiębiorstwem udziałowym, wymagając od dotychczasowego zarządu współuczestnictwa w podejmowaniu wielu kluczowych dla rozwoju przedsiębiorstwa decyzji. Dla sprawnej realizacji procesu kreowania wartości spółek portfelowych, poza wdrożeniem wielu rozwiązań umożliwiających sprawny nadzór korporacyjny, przedstawiciele funduszu na ogół mają dostęp do informacji poufnych, w tym m. in. danych dotyczących realizacji innowacyjnych rozwiązań technologicznych. W wielu przypadkach sytuacja to może budzić pewne obawy pierwotnych właścicieli spółki. Ponadto w umowach inwestycyjnych często stosowane są klauzule, które pozwalają funduszowi *private equity* w określonych okolicznościach wymagać od pierwotnego właściciela przedsiębiorstwa zbycia posiadanych przez niego udziałów w spółce⁷³. W konsekwencji pomysłodawca i twórca danego przedsiębiorstwa może być zmuszony do ograniczenia lub zakończenia swojego zaangażowania w dany podmiot.

1.5. Przebieg procesu inwestycyjnego funduszy *private equity*

Inwestycje *private equity* dotyczą lokowania środków głównie w przedsiębiorstwa prywatne. Każda inwestycja posiada swój indywidualny charakter, gdyż warunki na jakich kapitał jest udostępniany przedsiębiorcom, są ustalane w drodze negocjacji pomiędzy inwestorem a określoną spółką. Sam proces in-

⁷³ Zob. K. Sobańska, P. Sieradzian, *Inwestycje private equity/venture capital*, Key Text, Warszawa 2004, s. 25.

westycyjny w kontekście funkcjonowania kapitału podwyższonego ryzyka można określić jako cykl przepływu kapitału pomiędzy inwestorami powierzającymi środki na inwestycje *private equity*, funduszami *private equity* oraz spółkami portfelowymi, mający na celu zapewnienie funduszom wysokiego zwrotu z zainwestowanych środków, przy jednoczesnym utrzymaniu ryzyka inwestycyjnego na akceptowalnym poziomie⁷⁴.

P. Gompers, J. Lerner	K. Sobańska, P. Sieradzan; M. Panfil	M. Wrześniński	V. Kraft
Pozyskanie kapitału	Akwizycja kapitału	Pozyskiwanie środków	Poszukiwanie kapitału
Inwestowanie kapitału	Poszukiwanie, analiza i selekcja potencjalnych projektów inwestycyjnych oraz podjęcie inwestycji	Selekcja przedsiębiorstw portfelowych	Poszukiwanie projektów
			Wybór projektów
			<i>Due diligence</i>
		Strukturyzacja transakcji	Wycena
			Zawarcie umowy
Wyjście z inwestycji	Okres trwania inwestycji	Sprawowanie nadzoru właścicielskiego	Budowanie wartości
			Wyjście
Wyjście z inwestycji	Realizacja zysków portfelowych	Wyjście z inwestycji	Wyjście

Schemat 1.5. Unifikacja wybranych ujęć cyklu inwestycyjnego funduszy *private equity*

Źródło: opracowanie własne na podstawie P. Gompers, J. Lerner, *The Venture capital Cycle*, MIT Press, Cambridge Massachusetts 2006, s. 3; K. Sobańska, P. Sieradzan, *Inwestycje private equity/venture capital*, Key Text, Warszawa 2004, s. 33; M. Panfil, *Fundusze Private equity. Wpływ na wartość spółki*, Difin, Warszawa 2005, s. 85; M. Wrześniński, *Kapitał podwyższonego ryzyka. Proces inwestycyjny i efektywność*, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2008, s. 31–32; V. Kraft, *op. cit.*, s. 6.

⁷⁴ M. Wrześniński, *Kapitał podwyższonego ryzyka...*, *op. cit.*, s. 31, 33.

W literaturze podmiotu dokonywana jest różnorodna fragmentacja tego procesu⁷⁵. Zawarta na schemacie 1.5 unifikacja wybranych ujęć faz procesu inwestycyjnego funduszy *private equity* wskazuje, iż proces ten można sprowadzić do pozyskiwania kapitału, jego inwestowania oraz wyjścia z inwestycji⁷⁶. Te trzy fazy procesu inwestycyjnego konstytuują zbiór działań składających się na cykl kapitału podwyższonego ryzyka.

1.5.1. POZYSKANIE KAPITAŁU PRZEZ FUNDUSZE *PRIVATE EQUITY*

Bezpośrednią przesłanką powstania funduszy *private equity* jest fakt, iż działalność inwestycyjna przez nie podejmowana charakteryzuje się ponadprzeciętnym poziomem ryzyka i jest znacznie bardziej skomplikowana od tradycyjnych inwestycji w akcje spółek publicznych czy obligacje⁷⁷. Fundusze kapitału podwyższonego ryzyka pozwalają na dywersyfikację i ograniczenie ryzyka towarzyszącego tego typu inwestycjom poprzez odpowiedni dobór spółek portfelowych, przy jednoczesnym zapewnieniu perspektywy osiągnięcia ponadprzeciętnych stóp zwrotu z zainwestowanego kapitału. W opinii inwestorów inwestycje tego typu cechują się wyższym poziomem ryzyka. Należą do inwestycji o niskim poziomie płynności, a ich udział w całym portfelu inwestycyjnym inwestora nie przekracza z reguły 10%⁷⁸.

Środki na inwestycje *private equity* pozyskiwane są z wielu różnorodnych źródeł, a ich podaż uwarunkowana jest wieloma czynnikami⁷⁹. Inwestorami mogą być podmioty o różnym profilu działania i strukturze własności, zarówno wchodzące w skład systemu finansowego, jak i spoza niego⁸⁰. Charakter i struktura źródeł pochodzenia środków oddziałują na przyjmowaną przez fundusz politykę inwestycyjną⁸¹. Co więcej, obserwowane jest również sprzężenie

⁷⁵ Szczególnie można podkreślić atrakcyjność ujęć zaprezentowanych w opracowaniach: V. Kraft, *op. cit.*, s. 6; K. Sobańska, P. Sieradzan, *op. cit.*, s. 33; M. Panfil, *Fundusze private equity...*, *op. cit.*, s. 85; M. Wrzesiński, *Kapitał podwyższonego ryzyka...*, *op. cit.*, s. 31–32.

⁷⁶ P. Gompers, J. Lerner, *The Venture Capital Cycle*, MIT Press, Cambridge Massachusetts 2006, s. 3.

⁷⁷ M. Wrzesiński, *Kapitał podwyższonego ryzyka...*, *op. cit.*, s. 84.

⁷⁸ D. J. Cumming, S. A. Johan, *Venture capital and Private Equity Contracting...*, *op. cit.*, s. 73.

⁷⁹ A. Samborski, *Finansowanie przedsiębiorstw poprzez emisje papierów wartościowych – diagnoza uwarunkowań i zależności*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Katowicach, Katowice 2007, s. 265–268.

⁸⁰ M. Pietraszewski, *op. cit.*, s. 50.

⁸¹ C. Mayera, K. Schoorsb, Y. Yafeh, *Sources of funds and investment activities of venture capital funds: Evidence from Germany, Israel, Japan and the United Kingdom*, „Journal of Corporate Finance” 2005, Vol. 11, s. 603; A. Schertler, *European venture capital markets: Fund providers and investment characteristics*, „Applied Financial Economics” 2005, Vol. 15, s. 367–380; T. Hellmann, *A theory of strategic venture investing*, „Journal of Financial Economics” 2002, Vol. 64, s. 285–314.

zwrotne w tym zakresie⁸². Kapitałodawcy funduszy *private equity* na ogół nie posiadają odpowiednio wykwalifikowanych kadr ani możliwości przeprowadzenia niezbędnych analiz efektywności inwestycji bezpośrednich w prywatne przedsiębiorstwa, czy oceny szans rynkowych nowatorskich koncepcji biznesowych. Głównymi inwestorami w fundusze *private equity* na ogół są banki, fundusze emerytalne, instytucje ubezpieczeniowe, przedsiębiorstwa i korporacje, agencje rządowe, instytucje publiczne, instytuty naukowe, osoby prywatne oraz tzw. fundusze funduszy⁸³.

Fundusze *private equity* działające w Europie Środkowo-Wschodniej⁸⁴ są przedmiotem wyraźnego zainteresowania podmiotów udostępniających nowy kapitał na inwestycje (zob. wykres 1.2). Region Europy Środkowo-Wschodniej jest przy tym bardzo często postrzegany jako jednolity obszar inwestycyjny bez wyróżniania poszczególnych jego obszarów⁸⁵.

Wykres 1.2. Napływ nowego kapitału do funduszy *private equity* w Europie Środkowo-Wschodniej w latach 2004–2010 (w mln EURO)

Źródło: opracowanie własne na podstawie *EVCA Yearbook 2005–2011* (Poland) oraz *Central and Eastern Europe Statistics 2010, An EVCA Special Paper*, 2011, s. 5.

⁸² D. J. Cumming, G. A. Fleming, J-A. Suchard, *op. cit.*, s. 295–331.

⁸³ K. Sobańska, P. Sieradzian, *op. cit.*, s. 33–34.

⁸⁴ Za *Central and Eastern Europe Statistics 2010, An EVCA Special Paper*, 2011 przyjęto, iż określenie Europa Środkowo-Wschodnia odnosi się do następujących krajów: Estonia, Polska, Ukraina, Bośnia i Hercegowina, Rumunia, Bułgaria, Litwa, Serbia, Chorwacja, Łotwa, Słowacja, Czarnogóra, Macedonia, Słowenia, Czechy, Mołdawia, Węgry.

⁸⁵ *EVCA Yearbook 2008*, s. 211.

Analizując podaż kapitału na rynku *private equity* w Polsce z punktu widzenia źródeł jego pochodzenia należy zauważyć, iż udział krajowych inwestorów jest wręcz symboliczny. W latach 2004–2010 przeważająca część środków zgromadzonych przez krajowe fundusze *private equity* pochodziła ze źródeł zagranicznych, głównie z innych krajów europejskich (zob. wykres 1.3).

Wykres 1.3. Przekrój geograficzny źródeł kapitału funduszy *private equity* w Polsce w latach 2004–2010

Źródło: opracowanie własne na podstawie *EVCA Yearbook 2005–2011* (Poland).

Wykres 1.4. Źródła kapitału funduszy *private equity* według typów kapitałodawców w Polsce w latach 2004–2010

Źródło: jak do wykresu 1.3.

Rozpatrując źródła kapitału pozyskanego przez fundusze *private equity* z punktu widzenia kluczowych grup inwestorów można zauważyć, iż najważniejszym źródłem nowych kapitałów w latach 2004–2010 były fundusze funduszy. Z tego źródła pochodziło ponad 25% wszystkich nowych środków pozyskanych na inwestycje w tym okresie (zob. wykres 1.4).

Znaczącym źródłem kapitału na inwestycje funduszy *private equity* mających siedzibę w Polsce są fundusze emerytalne oraz banki. Udział tych źródeł podaży kapitału na polskim rynku w analizowanym okresie wynosił odpowiednio 16,52% oraz 9,49%. Nieco mniejszy udział w sumie nowych kapitałów udostępnionych funduszom *private equity* miały różnego rodzaju fundacje, agencje rządowe oraz towarzystwa ubezpieczeniowe. Ponad 32,5% wszystkich środków pozyskanych w latach 2004–2010 pochodziło z innych źródeł.

1.5.2. INWESTYCJE FUNDUSZY *PRIVATE EQUITY* W PRZEDSIĘBIORSTWA DZIAŁAJĄCE W POLSCE

Inwestowanie środków funduszy podwyższonego ryzyka stanowi złożony i wieloetapowy proces. Chociaż każda transakcja posiada swój indywidualny charakter można wyróżnić sześć bazowych etapów właściwych dla procesu inwestowania kapitału, realizowanego przez fundusze *private equity*⁸⁶ (zob. schemat 1.6).

Schemat 1.6. Etapy procesu inwestowania przez fundusze *private equity* zgromadzonych środków w spółki portfelowe

Źródło: opracowanie własne.

⁸⁶ Zaprezentowany przebieg procesu inwestycyjnego stanowi swojego rodzaju ilustrację i nie ma charakteru ściśle obowiązującego. Procedury stosowane w poszczególnych funduszach mogą od niego znacząco odbiegać.

Pierwszym krokiem zmierzającym do rozpoczęcia inwestycji przez fundusz podwyższonego ryzyka jest pozyskanie potencjalnych projektów, które mogą w wyniku dalszych prac przekształcić się w realne przedsięwzięcia. W dalszej części procesu inwestycyjnego następuje wstępna selekcja zgromadzonych projektów. Ma ona charakter analizy wieloszczeblowej i wielokryterialnej, uwzględniającej liczne ograniczenia związane z inwestycjami funduszy *private equity* (zob. tab. 1.6).

Tabela 1.6

Kluczowe ograniczenia w zakresie inwestowania kapitału przez fundusze *private equity* w przedsiębiorstwa udziałowe

Czynnik ograniczający	Charakterystyka
Ryzyko bankructwa	Kluczowym problemem jest wybór przedsiębiorstw, które zdolne są funkcjonować na rynku w długim okresie, gdyż znaczna część nowych podmiotów gospodarczych upada.
Brak potencjału wzrostu	Większość małych podmiotów gospodarczych nie ma wymaganego potencjału istotnego zwiększenia skali działania, chociaż zapewniają one dotychczasowym właścicielom godziwy zwrot z kapitału (np. wynagrodzenie). Wynikać to może np. z charakteru branży czy specyfiki rynku.
Ryzyko nieosiągnięcia sukcesu rynkowego	Nawet w przypadku projektów z branż uznawanych za rozwojowe tylko niewielka część ma szansę powodzenia. Wśród nowych produktów czy usług tylko wybrane znajdują uznanie konsumentów, zapewniając przedsiębiorstwu sukces rynkowy.
Ustabilizowane sektory gospodarki	Większość sektorów gospodarki nie rozwija się dynamicznie, między innymi dlatego, że rynek jest podzielony pomiędzy firmy posiadające mocną pozycję rynkową i uznaną markę lub występują istotne bariery wejścia na rynek.
Sektory, w których fundusze <i>private equity</i> w ogóle nie inwestują	Część sektorów gospodarki znajduje się poza obszarem zainteresowania funduszy kapitału podwyższonego ryzyka. Wynikać to może z niskiej atrakcyjności inwestycyjnej tych sektorów, zbyt wysokiego poziomu regulacji państwowych bądź kwestii etycznych.
Brak możliwości wyjścia z inwestycji	Zaledwie część przedsiębiorstw jest w stanie osiągnąć w określonym okresie taką wielkość, która pozwoli funduszowi na efektywne wyjście z inwestycji, np. w drodze emisji publicznej.

Źródło: opracowanie własne na podstawie M. Wrzesiński, *Kapitał podwyższonego ryzyka...*, op. cit., s. 114–116.

Wymagania stawiane podmiotom, które chcą uzyskać finansowanie z funduszy *private equity* są z reguły bardzo wysokie i trudne do spełnienia. Podstawowym kryterium selekcji projektów inwestycyjnych jest jakość i wiarygodność pomysłu udokumentowana analizą rynku, wysokimi kwalifikacjami wykonawców i przedsiębiorców, a ostatecznie spodziewana stopa zysku od zainwestowa-

nych kapitałów⁸⁷. Szacuje się, iż na każde 100 biznes planów, które otrzymują fundusze *private equity* zazwyczaj tylko 10 z nich kwalifikowanych jest do następnego etapu⁸⁸.

Trzeci etap procesu inwestowania kapitału przez fundusze *private equity* dotyczy oceny możliwości aprecjacji wartości przedsiębiorstwa. Badanie określane jako *due diligence* jest złożoną i pogłębioną analizą realnej oceny potencjału wzrostu wartości rynkowej i wyceny nabywanego lub doinwestowywanego przedsiębiorstwa, a także przedstawieniem pełnego obrazu zagadnień prawnych, które wiążą się z jego funkcjonowaniem⁸⁹. Analiza ta ma charakter wielopłaszczyznowy, a badaniu poddawane są różne aspekty funkcjonowania spółki m. in. sposób realizacji działalności operacyjnej, stosowana technika i/technologia, stosunki prawno-majątkowe, źródła finansowania działalności, zobowiązania podatkowe, zarządzanie zasobami ludzkimi oraz wpływ na środowisko naturalne⁹⁰.

Wynikiem analizy *due diligence* jest weryfikacja prognoz finansowych spółki, będących podstawą do przeprowadzenia wyceny nabywanego podmiotu gospodarczego oraz ustalenia warunków⁹¹. Finalny dokument sporządzony w wyniku badania powinien ponadto wskazywać na istniejące i potencjalne źródła ryzyka⁹². Szczególną uwagę przywiązuję się do ryzyka wynikającego z przyjętej strategii i modelu biznesowego, konkurencyjności, wielkości rynku, zastosowanej technologii, skłonności potencjalnych nabywców do akceptacji produktu, a także z indywidualnych cech kadry kierowniczej⁹³.

Efektem pozytywnej ewaluacji przedsiębiorstwa w drodze analizy *due diligence* jest strukturyzacja transakcji w drodze negocjacji prowadzonymi pomiędzy przedstawicielami funduszu *private equity* i podmiotu ubiegającego się o finansowanie. Przedmiotem rozmów są zarówno kwestie związane z finansowymi aspektami transakcji, jak i z alokacją praw korporacyjnych. Na tym etapie wyznaczana jest m. in. ilość obejmowanych przez fundusz udziałów i ich cena, forma w jakiej fundusz *private equity* zaangażuje się w spółkę, system motywowania kadry menedżerskiej oraz uprawnienia poszczególnych podmiotów w zakresie sprawowania kontroli nad przedsiębiorstwem, w szczególności w przypadku niezrealizowania pożądanego scenariusza rozwoju spółki portfelowej⁹⁴.

⁸⁷ L. Lewandowska, *Niekonwencjonalne formy...*, *op. cit.*, s. 109.

⁸⁸ *Venture Impact – The Economic Importance of Venture capital Backed Companies to the U.S. Economy*, National Venture capital Association, 2009, s. 4.

⁸⁹ K. Sobańska, P. Sieradzan, *op. cit.*, s. 57; W. Przybylska-Kapuścińska, M. Mozalewski, *op. cit.*, s. 75–98.

⁹⁰ P. Tamowicz, *Venture capital – kapitał na start*, Polska Agencja Rozwoju Przedsiębiorczości, Gdańsk 2004 s. 38–39.

⁹¹ M. Wrzesiński, *Kapitał podwyższonego ryzyka...*, *op. cit.*, s. 123.

⁹² K. Sobańska, P. Sieradzan, *op. cit.*, s. 57.

⁹³ S. N. Kaplan, P. Strömberg, *Characteristics, Contracts, and Actions: Evidence from Venture capitalist Analyses*, „The Journal of Finance” 2004, Vol. LIX, No. 5, s. 2173–2206.

⁹⁴ G. W. Fenn, N. Liang, S. Prowse, *op. cit.*, s. 31.

Podpisanie umowy inwestycyjnej stanowi ostatni etap procesu inwestowania przed rzeczywistym zaangażowaniem kapitałowym funduszu *private equity* w przedsiębiorstwo chcące pozyskać środki finansowe z tego źródła. Umowa inwestycyjna w sposób formalny konstytuuje wcześniejsze ustalenia poczynione w drodze negocjacji. Określa ona szczegółowo warunki dalszej współpracy, obejmując zbiór praw i obowiązków obu stron, także zabezpieczając ich interesy⁹⁵. Inwestycje *private equity* dokonywane są z reguły w podmioty prowadzące działalność w formie kapitałowych spółek prawa handlowego, a co zatem idzie kluczowe kwestie pomiędzy spółką i właścicielem w minimalnym zakresie wyznaczone są przepisami ustawy kodeks spółek handlowych⁹⁶. Umowa inwestycyjna może wyłącznie precyzować i rozszerzać określone prawa i obowiązki stron, w żadnym wypadku jednak nie może ograniczać uprawnień wynikających z przepisów prawa, chyba że stanowią one inaczej.

Dopełnienie wszystkich formalności związanych z przystąpieniem funduszu *private equity* do spółki kończy starania o pozyskanie przez nią wsparcia nowego inwestora i jednocześnie rozpoczyna nowy, wieloletni okres współpracy pomiędzy partnerami. Przeprowadzone badania wskazują, iż wsparcie finansowe funduszy *private equity* otrzymuje zaledwie 1–4% wszystkich przedsiębiorstw, jakie ubiegają się o te środki⁹⁷.

Po podpisaniu umowy inwestycyjnej wszelkie wysiłki podejmowane przez obie strony są zorientowane na realizację jednego zasadniczego celu: w przewidywanym czasie spółka powinna zrealizować cele wskazane w swojej strategii rozwoju, tak aby osiągnąć oczekiwany przyrost wartości rynkowej⁹⁸. W trakcie zaangażowania kapitałowego w spółkę portfelową fundusz *private equity* realizuje trzy powiązane ze sobą funkcje⁹⁹:

- monitoruje bieżące wyniki działalności przedsiębiorstwa udziałowego,
- uczestniczy w podejmowaniu strategicznych decyzji oraz
- prowadzi doradztwo w odniesieniu do newralgicznych obszarów rozwoju spółki.

Chociaż zwraca się uwagę, iż większość działań podejmowanych przez fundusz ma charakter pozaumowny i jest efektem własnej inicjatywy przedstawicie-

⁹⁵ J. Grzywacz, A. Okońska, *op. cit.*, s. 108.

⁹⁶ Ustawa z dnia 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych, DzU 2000, nr 94, poz. 1037 z późn. zm.

⁹⁷ J. B. Maier, D. A. Walker, *The role of venture capital in financing small business*, „Journal of Business Venturing” 1987, Vol. 2, Issue 3, s. 207–214.

⁹⁸ P. Tamowicz, *op. cit.*, s. 43.

⁹⁹ K. Sobańska, P. Sieradzan, *op. cit.*, s. 104.

li funduszu¹⁰⁰ to pod względem formalnym zakres zaangażowania funduszu *private equity* w działalność spółki uzależniony jest od¹⁰¹:

- uregulowań ustawowych dotyczących kompetencji organów spółki, których członkiem jest przedstawiciel funduszu,
- postanowień dotyczących wzajemnych praw i obowiązków stron zawartych w umowie inwestycyjnej,
- statutu lub umowy spółki.

Łączna wartość kapitału zainwestowanego przez fundusze *private equity* w spółki prowadzące działalność w Europie Środkowo-Wschodniej w latach 2004–2010 przekracza 11 mld EURO, z czego na przedsiębiorstwa prowadzące działalność gospodarczą w Polsce przypada ponad 22% tej kwoty (zob. wykres 1.5).

Wykres 1.5. Wartość kapitału zainwestowanego przez fundusze *private equity* w Europie Środkowo-Wschodniej w latach 2004–2008 (w mln EURO)

Źródło: opracowanie własne na podstawie *EVCA Yearbook 2008–2011* (Poland) oraz *Central and Eastern Europe Statistics 2005–2010, An EVCA Special Paper*, 2006–2011.

W latach 2005–2008 można zaobserwować tendencję wzrost środków zainwestowanych w przedsiębiorstwa prowadzące działalność na terenie Europy Środkowo-Wschodniej. Polska zajmuje dominującą pozycję wśród odbiorców

¹⁰⁰ L. Bottazzi, M. Da Rin, T. Hellmann, *Who are the active investors? Evidence from venture capital*, „Journal of Financial Economics” 2008, Vol. 89, s. 489.

¹⁰¹ K. Sobańska, P. Sieradzan, *op. cit.*, s. 105.

inwestycji *private equity* w Europie Środkowo-Wschodniej, a udział wielkości zainwestowanych kapitałów *private equity* w wielkości produktu krajowego brutto kształtuje się powyżej średniej dla całego regionu (zob. wykres 1.6).

Wykres 1.6. Stosunek inwestycji *private equity* do PKB w wybranych krajach europejskich, Europie oraz Europie Środkowo-Wschodniej w 2010 r. (w %)

Źródło: opracowanie własne na podstawie *Central and Eastern Europe Statistics 2010, An EVCA Special Paper*, 2011, s. 16.

Inwestycje funduszy *private equity* w Polsce stanowiły 0,192% PKB wypracowanego w 2010 r. Był to drugi wynik w Europie Środkowo-Wschodniej, a wyższą wartość tego wskaźnika zaobserwowano tylko w Bułgarii. Jednakże jest to wynik utrzymujący się znacznie poniżej średniego poziomu zanotowanego dla całej Europy, który wynosił 0,314%. Najwyższy stosunek inwestycji *private equity* do PKB w 2010 r. w Europie miały Norwegia, Wielka Brytania i Szwecja.

Analizując wewnętrzną strukturę inwestycji funduszy *private equity* w Polsce¹⁰² należy zwrócić uwagę na niewielki udział *venture capital* (zob. wykres 1.7).

¹⁰² Zakres czasowy dalszej analizy ograniczono do lat 2007–2010, co jest podyktowane koniecznością zachowania porównywalności prezentowanych danych liczbowych. Od 2008 r.

Wykres 1.7. Inwestycje *private equity* w Polsce w latach 2007–2010 według segmentów
Źródło: opracowanie własne na podstawie *EVCA Yearbook 2008–2011*.

Najistotniejszą część rynku kapitału ryzyka w Polsce stanowią transakcje związane z wykupami. W latach 2007–2010 stanowiły one ponad 76% wszystkich środków przekazanych do polskich spółek w ramach działalności funduszy (zob. tab. 1.7). W analizowanym okresie, a zwłaszcza w latach 2009–2010, wyraźnie zauważalna jest awersja funduszy *private equity* do inwestycji w najbardziej ryzykowne przedsiębiorstwa, znajdujące się w początkowych fazach rozwoju, tj. zasiew oraz *start-up*.

Większość kapitału na rynku polskim alokowana jest w finansowanie wykupów oraz na finansowanie wzrostu przedsiębiorstw znajdujących się w późniejszych fazach rozwoju. Warto również zwrócić uwagę na wyraźną różnicę pomiędzy średnimi wielkościami inwestycji przypadającymi na jedno przedsiębiorstwo w poszczególnych segmentach kapitału podwyższonego ryzyka.

Przedsiębiorstwa będące beneficjentami kapitału podwyższonego ryzyka w Polsce prowadzą działalność gospodarczą w różnych sektorach (zob. wykres 1.8).

w zestawieniach statystycznych EVCA uprzednio przedstawiana faza ekspansji została podzielona na dwie odrębne fazy finansowania inwestycji *venture* – *późniejszy etap* oraz *finansowanie wzrostu* (finansowanie na tym etapie nie jest już zaliczane do inwestycji *venture capital*). Zob. <http://www.ppea.org.pl/new/aktualnosci.php?art=425>.

Tabela 1.7

Inwestycje *private equity* w polskie przedsiębiorstwa w latach 2007–2010
według poszczególnych segmentów

Faza rozwoju	2007		2008		2009		2010		Ogółem
	[tys. EURO]	[%]	[tys. EURO]	[%]	[tys. EURO]	[%]	[tys. EURO]	[%]	[%]
Zasiew	2 483	0,57	4 004	0,63	0	0,00	0	0,00	0,33
<i>Start-up</i>	3 110	0,72	10 660	1,68	0	0,00	1 541	0,23	0,77
Późniejsze etapy <i>venture</i>	33 218	7,69	35 687	5,61	634	0,24	1 272	0,19	3,56
Razem <i>venture</i>	38 811	8,98	50 350	7,92	634	0,24	2 813	0,43	4,65
Wzrost	101 813	23,57	69 454	10,93	61 559	23,06	114 454	17,42	17,44
<i>Rescue</i> / <i>Turnaround</i>	1 256	0,29	68	0,01	6 100	2,28	3 073	0,47	0,53
<i>Replacement capital</i>	8 069	1,87	0	0,00	99	0,04	16 145	2,46	1,22
Wykupy	282 035	65,29	515 759	81,14	198 602	74,38	520 517	79,23	76,17
Razem	431 984	100,00	635 631	100,00	266 994	100,00	657 002	100,00	100,00
Srednia wielkość inwestycji typu <i>venture capital</i> w jedno przedsiębiorstwo	1 437	–	1 095	–	106	–	281	–	–
Srednia wielkość inwestycji typu pozostałe <i>private equity</i> w jedno przedsiębiorstwo	13 106	–	23 411	–	14 019	–	18 691	–	–

Źródło: opracowanie własne na podstawie *EVCA Yearbook 2008–2011*.

Wykres 1.8. Sektorowe ujęcie inwestycji *private equity* w Polsce w latach 2007–2010

Źródło: jak do wykresu 1.7.

W latach 2007–2010 największym zainteresowaniem inwestorów cieszyły się spółki produkujące i sprzedające produkty konsumpcyjne. Ogólna wartość zainwestowanych w nie środków w tym okresie wynosiła 477,7 mln EURO. Istotna część inwestycji ulokowana została również w przedsiębiorstwa działające w takich sektorach jak nauki biologiczne, produkty przemysłowe oraz transport.

Rozdział 2

DEZINWESTYCJA JAKO KLUCZOWY ETAP PROCESU INWESTYCYJNEGO FUNDUSZY *PRIVATE EQUITY*

2.1. Pojęcie dezinwestycji i jej znaczenie dla funduszy kapitału podwyższonego ryzyka

W procesie inwestycyjnym funduszy *private equity* newralgicznym problemem jest realizacja zysku kapitałowego z inwestycji. Spółki portfelowe, szczególnie te znajdujące się na początkowych etapach rozwoju, nie wypłacają dywidendy ani odsetek za udostępniony kapitał¹. Podstawowym źródłem zysku kapitałowego funduszy *private equity* jest przyrost wartości zainwestowanego kapitału, osiągany podczas rozwoju działalności gospodarczej spółek będących własnością funduszu. Zysk z inwestycji realizowany jest dopiero w momencie wyjścia z inwestycji, co jest bezpośrednim wyznacznikiem uznania tego etapu za określający sukces inwestycyjny.

Wyjście z inwestycji uznawane jest za jeden z kluczowych czynników decydujących o wyborze spółki portfelowej już na etapie analizy przedinwestycyjnej². Sam zaś etap wyjścia z inwestycji stanowi integralną część całego procesu inwestycyjnego³. O sukcesie przedsięwzięcia decyduje rynek. L. Lewandowska wskazuje, że aktualność zachowuje teza L. Misesa, według której dopiero cena rynkowa faktycznie przyznana produktowi określa trafność podjętej decyzji inwestycyjnej, a zarazem i decyzji finansowej⁴.

¹ D. J. Cumming, J. G. MacIntosh, *Venture-capital exits in Canada and United States*, „University of Toronto Law Journal” 2003, s. 101.

² A. Schwenbacher, *An empirical analysis of venture capital exits in Europe and United States*, EFA 2002 Berlin Meetings Discussion Paper, 2005, <http://ssrn.com/abstract=302001>; M. Wrzesiński, *Kapitał podwyższonego ryzyka. Proces inwestycyjny i efektywność*, SGH w Warszawie, Warszawa 2006, s. 226.

³ G. W. Fenn, N. Liang, S. Prowse, *The Economics of the Private equity Market*, „Federal Reserve Bulletin”, January 1996, s. 29, <http://www.federalreserve.gov>.

⁴ L. Lewandowska, *Niekonwencjonalne formy finansowania przedsiębiorczości*, ODiDK Sp. z o.o., Gdańsk 2000, s. 115.

Wyjście z inwestycji polega na sprzedaży przez fundusz *private equity* posiadanych udziałów w spółkach portfelowych⁵. Jest to działanie inwestora, mające doprowadzić do wycofania się z inwestycji, czyli zbycia na rynku prywatnym lub publicznym, jednemu lub więcej podmiotom, posiadanych udziałów w spółce portfelowej⁶. Inwestor może zbyć wszystkie posiadane udziały jednocześnie i w ten sposób definitywnie zakończyć zaangażowanie kapitałowe w spółkę (tzw. *full exit*), lub też może sprzedać tylko część posiadanych udziałów, pozostając wciąż współwłaścicielem spółki portfelowej (tzw. *partial exit*)⁷.

Można wskazać na dwie główne przesłanki ekonomiczne uzasadniające wyjście funduszu *private equity* z inwestycji. Po pierwsze potrzeba dokonania dezynwestycji wynika bezpośrednio ze specyfiki funkcjonowania rynku *private equity*. Podmioty posiadające wolne środki na inwestycje udostępniają je funduszowi na określony okres. Immanentną cechą funduszy *private equity* jest z góry ograniczony czas, na który zostają utworzone. Z reguły wynosi on 10 lat, z możliwością ewentualnego przedłużenia o dodatkowy okres. Następnie fundusz jest zamykany i pierwotnie zainwestowany kapitał powiększony/pomniejszony o efekty ekonomiczne jego działalności jest dystrybuowany do kapitałodawców funduszu (zob. schemat 2.1).

Schemat 2.1. Konwersja kapitału w procesie inwestycyjnym funduszu *private equity*

Źródło: opracowanie własne.

W pierwszym etapie procesu inwestycyjnego następuje konwersja kapitału dostarczonego przez inwestorów funduszu na charakteryzujące się niskim stopniem płynności własnościowe papiery wartościowe spółek posiadających potencjał wzrostu wartości rynkowej. W momencie likwidacji danego funduszu za-

⁵ D. J. Cumming, S. A. Johan, *Venture capital and Private equity Contracting. An International Perspective*, Elsevier 2009, s. 583.

⁶ K. Sobańska, P. Sieradzian, *Inwestycje private equity/venture capital*, Key Text, Warszawa 2004, s. 112.

⁷ D. J. Cumming, J. G. MacIntosh, *A cross-country comparison of full and partial venture capital exits*, „Journal of Banking & Finance” 2003, Vol. 27, s. 512.

chodzi konieczność ponownej transformacji posiadanych w portfelu inwestycyjnym funduszu *private equity* akcji i udziałów, jednakże w przeciwnym kierunku niż poprzednio. Papiery wartościowe o niskim stopniu płynności w procesie dezinwestycji wymieniane są na instrumenty finansowe o wysokim stopniu płynności, a te z kolei przekazywane są inwestorom, którzy wcześniej powierzyli funduszowi w zarządzanie środki finansowe. Zwrot z inwestycji w fundusz *private equity* w określonych przypadkach może przybierać formę akcji bądź udziałów spółek z portfela inwestycyjnego funduszu. Sytuację taką należy uznać jednak za wysoce niepożądaną z punktu widzenia kapitałodawców funduszu. Będą oni bowiem narażeni na skutki ograniczonej płynności takich aktywów. Ponadto, w wyniku posiadania niewielkich udziałów w kapitale zakładowym określonych spółek, ograniczona zostanie możliwość sprawowania nad nimi efektywnego nadzoru korporacyjnego⁸.

Drugą przesłanką realizacji wyjścia z inwestycji jest obligatoryjność maksymalizacji efektów ekonomicznych działalności inwestycyjnej funduszu *private equity*. Wynika ona z potrzeby kreowania przewagi konkurencyjnej *private equity* nad alternatywnymi możliwościami lokowania kapitału. Wraz z rozwojem przedsiębiorstw, będących przedmiotem inwestycji funduszy *private equity*, zwiększa się ich skala działania, zmniejsza się ryzyko inwestycyjne, a w konsekwencji trudne bądź niemożliwe staje się również otrzymanie nadzwyczajnej stopy zwrotu z zainwestowanego kapitału⁹. Możliwości stymulowania wzrostu wartości przedsiębiorstw wchodzących w skład portfela inwestycyjnego funduszy *private equity* są największe na początku zaangażowania kapitałowego funduszu w spółki. Krańcowa wartość dodana, wynikająca z wprowadzenia dyscypliny finansowej, doradztwa w zakresie zarządzania operacyjnego, wyznaczenia strategicznych kierunków rozwoju przedsiębiorstwa, z biegiem czasu maleje¹⁰. Spółki portfelowe stają się więc stopniowo przedmiotem inwestycji znajdującym się w obszarze zainteresowania inwestorów charakteryzujących się niższą awersją do ryzyka, jak również dla inwestorów wymagających od potencjalnego celu przejęcia osiągnięcia istotnej skali działania lub znaczącego udziału w rynku niż dla funduszy *private equity*, które są zainteresowane przede wszystkim uzyskiwaniem wysokiej stopy zwrotu z inwestycji¹¹. Restrukturyzacja portfela inwestycyjnego oraz reinwestowanie kapitału uzyskanego w wyniku dezinwestycji w kolejne innowacyjne przedsiębiorstwa umożliwia funduszom osiągnięcie wysokiego poziomu efektywności, mierzonego wysokością stopy zwrotu z inwestycji¹².

⁸ G. W. Fenn, N. Liang, S. Prowse, *op. cit.*, s. 34.

⁹ M. Wrzesiński, *Kapitał podwyższonego ryzyka...*, *op. cit.*, s. 225.

¹⁰ D. J. Cumming, J. G. MacIntosh, *Venture-capital exits in Canada and United States*, „University of Toronto Law Journal” 2003, s. 110.

¹¹ M. Wrzesiński, *Kapitał podwyższonego ryzyka...*, *op. cit.*, s. 225.

¹² B. S. Black, R. J. Gilson, *op. cit.*, s. 245.

Zdaniem B. S. Blacka i R. J. Gilsona przeprowadzone dezinwestycje wpływają znacząco na strukturę i ekonomikę funkcjonowania rynku kapitału podwyższonego ryzyka. Cena, po jakiej zostanie sprzedana spółka portfelowa, stanowi bowiem miarę zdolności menedżerów danego funduszu w zakresie budowania wartości przedsiębiorstw będących przedmiotem inwestycji¹³. Przewaga inwestowania poprzez fundusze *private equity* nad bezpośrednimi inwestycjami w przedsiębiorstwa prowadzące działalność gospodarczą wynika z posiadania przez fundusze specyficznej wiedzy i kompetencji. Atuty te nie mają charakteru uniwersalnego i w różnym stopniu mogą przystawać do występującej w danym momencie sytuacji gospodarczej, a także pojawiających się okazji rynkowych. Poziom rentowności zrealizowanych projektów inwestycyjnych stanowi *benchmark* pozwalający na ocenę możliwości generowania wysokich zysków z inwestycji w ramach danego funduszu. Dezinwestycja umożliwia transfer środków z funduszy zapewniających mniejszy zwrot z zainwestowanego kapitału do jednostek o wyższym stopniu sprawności operacyjnej¹⁴. Taka obiektywna ewaluacja kompetencji osób zarządzających powierzonym kapitałem pozwala w przyszłości na realokację posiadanych zasobów z funduszy osiągających słabe wyniki inwestycyjne do podmiotów, które są zdolne wypracować wyższy poziom zysków kapitałowych. Poniekąd można stwierdzić, iż dezinwestycja sama w sobie jest elementem działalności funduszy *private equity* stymulującym wzrost ich efektywności. W perspektywie długoterminowej efektywne dezinwestycje stanowią bowiem ekonomiczne uzasadnienie istnienia określonych funduszy na rynku.

Możliwość realizacji wyjścia z inwestycji jest brana pod uwagę przez fundusze *private equity* jako kryterium wyboru przedsiębiorstw udziałowych w początkowej fazie selekcji projektów inwestycyjnych. W swoich badaniach A. Kornasiewicz wskazuje, iż kryterium to uwzględnia 63,6% badanych funduszy, przy czym daje się zauważyć następującą prawidłowość – im większe zaangażowanie kapitałowe w inwestycję, tym większą wagę przywiązuje się do tego kryterium¹⁵. W grupie funduszy o kapitale powyżej 100 mln USD aż 85,7% respondentów wskazało na istotne znaczenie tego czynnika. Ponadto A. Kornasiewicz podkreśla, iż inne kryteria selekcji projektów uwzględniane na etapie analizy przedinwestycyjnej sprawiają, że wyjście z inwestycji staje się łatwiejsze. Są to głównie¹⁶:

- dobra strategia rozwoju przedsiębiorstwa (77,3% respondentów),
- wysokie kwalifikacje kadry zarządzającej (81,8% respondentów),
- przewidywana rentowność spółki (81,8% respondentów),
- atrakcyjna branża (68,2% respondentów).

¹³ *Ibidem*, s. 246.

¹⁴ *Ibidem*, s. 255–256.

¹⁵ A. Kornasiewicz, *Venture capital w krajach rozwiniętych i w Polsce*, CeDeWu, Warszawa 2004, s. 220–222.

¹⁶ *Ibidem*, s. 221.

Fundusze *private equity* dążą do uregulowania już w umowie inwestycyjnej zasadniczych kwestii związanych z zakończeniem inwestycji (zob. tab. 2.1).

Tabela 2.1

Klauzule stosowane w umowach inwestycyjnych przez fundusze *private equity* związane z procesem dezinwestycji

Rodzaj klauzuli umownej	Opis
Prawo przymuszenia do sprzedaży (ang. <i>drag-along clauses</i>)	Ma zastosowanie w sytuacji sprzedaży przedsiębiorstwa stronie trzeciej. Podmiot posiadający to prawo może zażądać od pozostałych właścicieli, aby oni również dołączyli do transakcji i sprzedali stronie nabywającej, jeżeli tylko zgłosi ona taką wolę, posiadane w spółce akcje bądź udziały na identycznych warunkach. Prawo to pozwala wyeliminować ryzyko opóźniania bądź blokowania sprzedaży spółki przez pozostałych wspólników, którzy nie są zainteresowani jej przeprowadzeniem. Z reguły przysługuje ono funduszowi <i>private equity</i> , który nawet w sytuacji posiadania pakietów akcji nie gwarantujących pełnej kontroli nad przedsiębiorstwem jest w stanie sprawnie przeprowadzić proces dezinwestycji.
Prawo pierwokupu (ang. <i>pre-emption right</i>)	Podmiot uprawniony posiada pierwszeństwo kupna akcji bądź udziałów od pozostałych wspólników po cenie odzwierciedlającej ich wartość godziwą, w sytuacji zgłoszenia przez zbywających chęci sprzedaży tychże papierów wartościowych stronie trzeciej. Wartość godziwa jest na ogół w takiej sytuacji interpretowana jako cena, za którą nowy inwestor jest skłonny nabyć przedmiot transakcji. Prawo to pozwala uniknąć sytuacji, gdzie w spółce pojawi się niechciany nowy wspólnik, a układ sił w przedsiębiorstwie zostanie zmieniony na niekorzyść dotychczasowych właścicieli.
Prawo przyłączenia (ang. <i>tag-along clauses</i>)	Zapis ten wyklucza sytuację, w której jeden wspólnik sprzedaje posiadane udziały w spółce inwestorowi zewnętrznemu, uniemożliwiając posiadaczowi tego prawa przyłączenie się do sprzedaży. Wspólnik, posiadający to prawo może żądać, aby zbywający sprzedał również jego akcje na identycznych warunkach, ewentualnie włączył je proporcjonalnie do transakcji sprzedaży. Dzięki temu, że dany podmiot nie może zbyć tylko swoich udziałów w spółce, prawo to zapobiega wykluczeniu z transakcji sprzedaży np. akcjonariuszy mniejszościowych, jeżeli to na ich rzecz zapis ten został poczyniony.
Prawo włączenia akcji do oferty publicznej (ang. <i>piggy-back rights</i>)	Zapis ten uprawnia akcjonariusza do włączenia posiadanych przez niego akcji spółki do publicznej oferty sprzedaży, proporcjonalnie do udziału w kapitale zakładowym. Dzięki temu, żaden akcjonariusz nie może być wykluczony ze sprzedaży posiadanych akcji poprzez giełdę papierów wartościowych.
Prawo żądania zgody na wprowadzenie akcji do publicznego obrotu (ang. <i>demand rights</i>)	Posiadacz takiego prawa może żądać od pozostałych akcjonariuszy wyrażenia zgody na wprowadzenie akcji spółki do publicznego obrotu. Zapobiega to sytuacji, kiedy pozostali akcjonariusze chcą uniemożliwić lub opóźnić debiut giełdowy.

Źródło: opracowanie własne na podstawie C. Bienz, U. Walz, *Venture Capital Exit Rights*, CFS Working Paper No. 05, 2009, s. 8.

W późniejszych etapach rozwoju spółek portfelowych mogą pojawić się rozbieżne oczekiwania różnych grup interesariuszy w kwestii dalszych jej losów. Wprowadzenie do umowy inwestycyjnej odpowiednich klauzul regulujących proces zbywania posiadanych akcji bądź udziałów pozwala zapobiegać potencjalnym nieporozumieniom i ewentualnym konfliktom¹⁷. M. Wrzeński wskazuje, że jednym z głównych źródeł konfliktów pomiędzy funduszem *private equity* i pozostałymi akcjonariuszami jest niezgodność co do czasu i sposobu wyjścia z inwestycji. Najczęściej spór wynika z tego, iż fundusz jest zdecydowany by zrealizować wyjście z inwestycji, podczas gdy pozostali akcjonariusze nie są tym zainteresowani bądź chcą odsunąć ten moment w czasie¹⁸.

2.2. Charakterystyka sposobów wyjścia z inwestycji funduszy *private equity*

Dezinwestycja stanowi finalny etap w cyklu życia każdego przedsięwzięcia kapitałowego realizowanego przez fundusze *private equity*. Jest ona bowiem swoim rodzaju ukoronowaniem starań inwestorów o realizację określonej rentowności powierzonego im w zarządzanie kapitału, ulokowanego w spółkę kapitałową wyróżniającą się potencjałem wzrostu wartości rynkowej.

Wyjście z inwestycji przybierać może zróżnicowane formy, tym samym tworzyć funduszom *private equity* odmienne szanse osiągnięcia sukcesu ekonomicznego. Fundusze *private equity* mają do dyspozycji pięć podstawowych metod zakończenia współpracy ze spółką portfelową¹⁹. Są to:

- wprowadzenie akcji spółki do publicznego obrotu i ich sprzedaż za pośrednictwem giełdy papierów wartościowych,
- sprzedaż spółki strategicznemu inwestorowi branżowemu,
- wykup menedżerski,
- zbycie udziałów na rzecz innego inwestora finansowego oraz
- umorzenie udziałów/likwidacja spółki.

2.2.1. DEZINWESTYCJA POPRZECZ WPROWADZENIE AKCJI SPÓŁKI DO PUBLICZNEGO OBROTU I ICH SPRZEDAŻ ZA POŚREDNICTWEM GIEŁDY PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH

Pierwsza oferta publiczna (ang. *initial public offering*) uznawana jest za klasyczną i najbardziej atrakcyjną formę wyjścia z inwestycji funduszy *private equity*.

¹⁷ C. Bienz, U. Walz, *Venture capital Exit Rights*, CFS Working Paper No. 05, 2009, s. 8.

¹⁸ M. Wrzeński, *Kapitał podwyższonego ryzyka...*, *op. cit.*, s. 221.

¹⁹ Por. P. Zasępa, *Venture capital – sposoby dezinwestycji*, CeDeWu.pl Wydawnictwa Fachowe, Warszawa 2010, s. 90–91; K. Sobańska, P. Sieradzian, *op. cit.*, s. 115.

ity²⁰. W środowisku osób aktywnych na rynku kapitału podwyższonego ryzyka postrzega się ją jako niemalże „Święty Graal”²¹. Nie jest to jednak metoda uniwersalna, która może być wykorzystana do realizacji zysku kapitałowego z każdej inwestycji. Znajduje ona zastosowanie tylko spółek w miarę dużych, o znaczącym poziomie rentowności, rosnących zyskach, przejrzystych strukturach organizacyjnych i przepływach finansowych²².

Określenie pierwsza oferta publiczna w literaturze przedmiotu jest traktowane bardzo ogólnie i bywa różnie interpretowane²³. Rozumiane jest jako oferowanie po raz pierwszy w sposób publiczny akcji danej spółki i utożsamiane jest z jej debiutem giełdowym²⁴. Pierwszą ofertą może być:

- emisja akcji po raz pierwszy za pośrednictwem rynku publicznego (pierwsza subskrypcja) oraz
- sprzedaż przez obecnych akcjonariuszy akcji już istniejących, ale po raz pierwszy za pośrednictwem rynku publicznego (pierwsza sprzedaż)²⁵.

Zgodnie z zapisami *Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz spółkach publicznych* ofertą publiczną jest udostępnianie, co najmniej 100 osobom lub nieoznaczonemu adresatowi, w dowolnej formie i w dowolny sposób, informacji o papierach wartościowych i warunkach dotyczących ich nabycia, stanowiących dostateczną podstawę do podjęcia decyzji o odpłatnym nabyciu tych papierów wartościowych²⁶. Natomiast przez pierwszą ofertę publiczną rozumie się dokonywaną po raz pierwszy ofertę publiczną dotyczącą określonych papierów wartościowych²⁷.

Procedura wprowadzenia akcji danej spółki do publicznego obrotu, a w konsekwencji umożliwienie sprzedaży funduszowi *private equity* posiadanych akcji, jest długotrwałym i skomplikowanym procesem wymagającym podjęcia szeregu działań biznesowych i formalnoprawnych, w realizację którego zaangażowanych jest wiele podmiotów na poszczególnych etapach (zob. schemat 2.2).

²⁰ J. Węclawski, *Venture capital: nowy instrument finansowania przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1997, s. 181.

²¹ J. Wall, J. Smith, *op. cit.*, s. 8.

²² K. Sobańska, P. Sieradzan, *op. cit.*, s. 122.

²³ R. Sobotnik, *Pierwsza oferta publiczna – zmieniające się trendy*, [w:] A. Szablewski (red.), *Migracja kapitału w globalnej gospodarce*, Difin, Warszawa 2009, s. 268–269.

²⁴ P. Siwek, *Praktyka pierwszych ofert publicznych w Polsce*, CeDeWu.pl, Warszawa 2005, s. 12–13.

²⁵ *Ibidem*, s. 13.

²⁶ Art. 3, pkt. 3 *Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz spółkach publicznych*, DzU 2005, nr 184, poz. 1539.

²⁷ Art. 4, pkt. 5, *Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r.*, *op. cit.*

Schemat 2.2. Sekwencja działań w procesie pierwszej oferty publicznej

Źródło: opracowanie własne na podstawie *Droga na giełdę. Jak przygotować spółkę do emisji publicznej*, praca zbiorowa ekspertów BDO, Difin, Warszawa 2008, s. 175–429; P. Siwek, *Praktyka pierwszych ofert publicznych w Polsce*, CeDeWu.pl, Warszawa 2005, s. 68–80.

Proces wchodzenia spółki na warszawską giełdę trwa średnio 6–9 miesięcy, licząc od momentu podjęcia formalnej decyzji właścicieli spółki w tym zakresie do rozpoczęcia notowań jej akcji na rynku publicznym²⁸.

Jednym z najistotniejszych działań umożliwiających funduszowi *private equity* wyjście z inwestycji przez giełdę papierów wartościowych jest sporządzenie prospektu emisyjnego.

Prospekt emisyjny jest najważniejszym źródłem informacji dla potencjalnych nabywców akcji spółki o prowadzonej działalności i związanych z nią czynnikach ryzyka, sytuacji finansowo-majątkowej, strukturze organizacyjnej, powiązaniach kapitałowych, jak również o historii jej działania i dotychczasowych właścicielach. Przedstawia on całościowy obraz spółki. Prospekt emisyjny jest dokumentem szczególnego rodzaju. Jego treść i forma określone są przepisami prawa²⁹.

W literaturze przedmiotu jako główny motyw dążeń przedsiębiorstw do uzyskania statusu spółki publicznej wskazuje się chęć pozyskania dodatkowego kapitału na rozwój³⁰. Poprzez publiczną emisję akcji spółka zyskuje dostęp do alternatywnych względem systemu bankowego źródeł finansowania prowadzonej działalności.

Przedsiębiorstwa dzięki posiadaniu statusu spółki publicznej zyskują również możliwości większego, tańszego i łatwiejszego pozyskania kapitału z banków. M. Pagano, F. Panetta oraz L. Zingales wskazują, że w grupie przedsiębiorstw, które zadebiutowały na rynku giełdowym można zaobserwować zmniejszenie kosztu kredytu bankowego oraz zmniejszenie koncentracji jego źródeł³¹. Spółki publiczne posiadały kredyty w większej liczbie banków w porównaniu z okresem poprzedzającym debiut giełdowy, przez co zmniejszyły swoje ryzyko finansowe.

Wzrost zdolności spółek publicznych do pozyskiwania kapitału w formie kredytów bankowych może wynikać głównie z dwóch powodów. Po pierwsze, konsekwencją emisji nowych akcji jest zmiana struktury pasywów spółki. Następuje zwiększenie kapitału własnego, przez co zwiększa się zdolność przed-

²⁸ Droga na giełdę. Jak przygotować spółkę do emisji publicznej, praca zbiorowa ekspertów BDO, Difin, Warszawa 2008, s. 154.

²⁹ Zakres informacyjny prospektu emisyjnego określony został przez kombinację modułów i schematów w Rozporządzeniu Komisji (WE) Nr 809/2004 z dnia 29 kwietnia 2004 r. wykonujące dyrektywę 2003/71/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie informacji zawartych w prospektach emisyjnych oraz formy, włączenia przez odniesienie i publikacji takich prospektów emisyjnych oraz rozpowszechniania reklam, DzUrz UE 2004, L 149/1.

³⁰ Zob. D. Cumming (red.), *The Oxford Handbook of Entrepreneurial Finance*, Oxford University Press, New York 2012, s. 468–469; Woojin Kim, M. S. Weisbach, *Do firms go public to raise capital?*, NBER Working Paper Series, Working Paper 11197, <http://www.nber.org/papers/w11197>.

³¹ M. Pagano, F. Panetta, L. Zingales, *Why Do Companies Go Public? A Empirical Analysis*, „The Journal of Finance” 1998, Vol. LIII, No. 1, s. 29.

siębiorstwa do obsługi długu. Drugim czynnikiem wpływającym na wzrost zdolności kredytowej spółek giełdowych jest zwiększenie ich wiarygodności i transparentności w stosunkach z interesariuszami. Spółki publiczne podlegają wysokim standardom sprawozdawczości finansowej. Ich działania podlegają kontroli nie tylko ze strony właścicieli przedsiębiorstwa, ale również innych podmiotów działających na rynku kapitałowym.

W literaturze przedmiotu zwraca się również uwagę na inne pobudki skłaniające podmioty do uzyskania statusu spółki publicznej. Do motywów tych należą: wykorzystanie sprzyjających warunków rynkowych, uczestnictwo w rynku fuzji i przejęć, uzyskanie dodatkowych korzyści wynikających z premii pierwszeństwa wśród przedsiębiorstw z danej branży, redukcja kosztów agencji³².

Spotkać się można również z opinią, że decyzja o upublicznieniu spółki jest naturalnym etapem w swoistym cyklu życia przedsiębiorstwa. Po uzyskaniu pewnego poziomu wzrostu dalszy rozwój spółki możliwy jest bowiem przez jej wejście na publiczny rynek papierów wartościowych³³. W praktyce gospodarczej zaobserwować jednakże można wiele przykładów wskazujących, iż duże oraz posiadające silną i ugruntowaną pozycję na rynku przedsiębiorstwa nie decydują się na debiut giełdowy. Sytuację taką można m. in. zaobserwować w gospodarkach, gdzie rynek kapitałowy nie jest dostatecznie rozwinięty i nie stanowi centralnego punktu rynku finansowego.

Z punktu widzenia inwestorów działających na rynku *private equity* można wskazać dwa kluczowe powody skłaniające do podjęcia decyzji o wprowadzeniu akcji spółki do publicznego obrotu.

Przede wszystkim, pierwsza oferta publiczna jest metodą realizacji zamierzonych dezinwestycji. Fundusz *private equity* może sprzedać posiadane w portfelu inwestycyjnym akcje i zrealizować oczekiwany zysk kapitałowy. Motyw ten istotny jest również dla innych grup inwestorów dążących do wyjścia z inwestycji, np. w przypadku realizowanych procesów prywatyzacji majątku Skarbu Państwa.

Z kolei, dla pierwotnych właścicieli spółek portfelowych funduszy *private equity* istotną przesłanką debiutu giełdowego jest możliwość odzyskania kontroli nad przedsiębiorstwem. W wyniku publicznej sprzedaży akcji spółki portfelowej przez fundusz następuje zmiana struktury właścicielskiej spółki objętej procesem dezinwestycji. Dotychczas silnie skoncentrowane, konsekwentnie egzekwowane przez fundusz prawa majątkowe i korporacyjne mogą zostać rozproszone na wielu drobnych, często niezainteresowanych aktywnym nadzorem właścicielskim inwestorów. Chociaż udział pierwotnego właściciela w kapitale

³² J. R. Ritter, I. Welch, *A Review of IPO Activity, Pricing and Allocations*, „The Journal of Finance” 2002, Vol. LVII, No. 4, s. 1796–1799.

³³ *Ibidem*, s. 1822.

spółki nie zwiększa się, to jego faktyczne możliwości wpływu na jej funkcjonowanie znacznie rosną.

Według raportu *Kierunek – Giełda: przebieg procesu wchodzenia spółek na Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie w latach 2004–2006* głównym powodem podejmowania starań przedsiębiorstw o debiut giełdowy była chęć pozyskania dodatkowego kapitału na rozwój spółki³⁴. Przeto, rynek giełdowy jest ważnym miejscem realizacji procesów dezinwestycji dla różnych grup inwestorów. Aż 41% respondentów stwierdziło, iż relewantną przesłanką debiutu giełdowego jest chęć sprzedaży akcji spółki przez jej dotychczasowych akcjonariuszy (zob. wykres 2.1).

Wykres 2.1. Motywy debiutów giełdowych

Źródło: opracowanie własne na podstawie *Kierunek – Giełda: przebieg procesu wchodzenia spółek na Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie w latach 2004–2006*, Raport KPMG/GPW, Warszawa 2006, s. 6.

Sprzedaż akcji za pośrednictwem giełdy papierów wartościowych uchodzi za preferowaną przez zarządzających inwestycjami funduszy *private equity* metodę realizacji zysku kapitałowego. Związane jest to z jej licznymi zaletami oraz przewagami w stosunku do pozostałych form dezinwestycji. Nie jest to jednak rozwiązanie wolne od wad będących źródłem określonego ryzyka. Zawarte w tab. 2.2 zestawienie wad i zalet pierwszej oferty publicznej jako metody wyjścia z inwestycji funduszy *private equity*, pozwala dostrzec liczne i zarazem różnorodne w swym charakterze i skutkach przesłanki i ograniczenia stosowania tej metody dezinwestycji.

³⁴ *Kierunek – Giełda: przebieg procesu wchodzenia spółek na Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie w latach 2004–2006*, Raport KPMG/GPW, Warszawa 2006, s. 6.

Tabela 2.2

Wady i zalety pierwszej oferty publicznej jako metody wyjścia z inwestycji
funduszy *private equity*

Zalety dezinvestycji w formie pierwszej oferty publicznej	Wady dezinvestycji w formie pierwszej oferty publicznej
1	2
<p>Możliwość uzyskania najwyższej wyceny spółki</p> <p>W przeszłości spółki portfelowe sprzedawane poprzez giełdę uzyskiwały wyższą wycenę w porównaniu z przedsiębiorstwami objętymi innymi formami dezinvestycji. Inwestorzy nabywający akcje publicznych spółek płacą swoistą premię za płynność, która może przewyższać premie za kontrolę występującą np. w sprzedaży udziałów inwestorowi branżowemu, innemu inwestorowi <i>private equity</i>.</p>	<p>Wysokie koszt transakcji</p> <p>Wprowadzenie akcji do publicznego obrotu związane jest z koniecznością poniesienia nierzadko znacznych kosztów, wynikających np. z obowiązku wypełnienia wymogów prawnych, dodatkowych obowiązków informacyjnych oraz innych opłat.</p>
<p>Preferowana przez kierownictwo spółki</p> <p>Wzrost dywersyfikacji akcjonariatu związany jest ze zwiększeniem swobody decyzyjnej zarządzających spółką. Jednocześnie dzięki posiadaniu statusu spółki publicznej zwiększa się jej atrakcyjność w oczach obecnych i potencjalnych partnerów biznesowych.</p>	<p>Długi oraz skomplikowany proces przygotowań i realizacji</p> <p>Przygotowanie prospektu emisyjnego, kampanii marketingowej oraz wypełnienie obowiązków formalnych związanych z pierwszą ofertą publiczną wymaga znacznego zaangażowania kierownictwa wyższego szczebla, pracowników, przedstawicieli funduszu <i>private equity</i> oraz licznych doradców.</p>
<p>Udziały kapitałowe jako zachęty dla interesariuszy</p> <p>Programy motywacyjne oparte o akcje i opcje na akcje stanowią komplementarną i wysoce skuteczną formę zachęt dla pracowników. Inne grupy interesariuszy, np. klienci, dostawcy czy partnerzy strategiczni mogą nabywać akcje spółki portfelowej w celu umocnienia wzajemnych relacji biznesowych.</p>	<p>Z reguły możliwe tylko częściowe natychmiastowe wyjście z inwestycji</p> <p>Ofertom publicznym spółek często towarzyszy zobowiązanie dotychczasowych właścicieli do niesprzedawania posiadanych akcji przez z góry określony czas (<i>lock-up</i>). Kontynuacja zaangażowania kapitałowego funduszu <i>private equity</i> w spółkę związana jest z koniecznością dalszego monitorowania jej działalności.</p>
<p>Rozgłos i inne korzyści marketingowe</p> <p>Debiuty giełdowe związane są ze znacznym zainteresowaniem wszystkich uczestników rynku kapitałowego i ogólnodostępnych, popularnych mediów, np. telewizji, prasy itp. Spółka publiczna może kształtować wizerunek stabilnego, niezawodnego, godnego zaufania partnera biznesowego wobec wszystkich grup interesariuszy. Wzrasta również prestiż spółki na rynku rekrutacji kluczowych pracowników.</p>	<p>Ryzyko braku płynności na rynku akcji</p> <p>Zastrzeżenia w zakresie swobody zbywania akcji przez dotychczasowych właścicieli spółki mogą narażać nowych akcjonariuszy na ryzyko występowania ograniczonej płynności i ich następstw w zakresie wyceny rynkowej walorów.</p>

Tabela 2.2 (cd.)

1	2
<p>Prowokowanie ofert fuzji i przejęć</p> <p>Rozgłos towarzyszący ofertom publicznym często wywołuje zainteresowanie podmiotów aktywnych na rynku fuzji i przejęć, prowokując atrakcyjne cenowo oferty. Wiarygodne informacje przygotowywane i publikowane w procesie oferty publicznej mogą zaspokoić wymagania informacyjne potencjalnych kupujących, a w konsekwencji umożliwić szybką i sprawną realizację transakcji zbycia udziałów kapitałowych w spółce.</p>	<p>Konieczność przekonania wielu inwestorów</p> <p>W przeciwieństwie do transakcji sprzedaży spółki inwestorowi branżowemu, gdzie tylko jeden podmiot należy przekonać o perspektywach wzrostu wartości rynkowej spółki, w procesie uwieńczonej sukcesem oferty publicznej należy zachęcić wielu inwestorów do nabycia akcji spółki.</p>
<p>Zachowanie potencjału przyszłego wzrostu wartości</p> <p>Utrzymując częściowe zaangażowanie kapitałowe w spółkę portfelową po debiucie giełdowym fundusz <i>private equity</i> może być beneficjentem zysków wynikających z generowanych w przyszłości wyników finansowych oraz wzrostu wartości rynkowej akcji.</p>	<p>Krótkoterminowa orientacja na maksymalizację wyników działalności</p> <p>Spółki publiczne narażone są na silną presję ze strony inwestorów giełdowych, nalegających na ciągłą dynamiczną poprawę efektywności prowadzonej działalności. Prowadzić to może do zmiany spojrzenia na strategię rozwoju przedsiębiorstwa ze średnio- lub długoterminowej perspektywy, w kierunku osiągania widocznych, krótkoterminowych celów i wyników.</p>
<p>Dostęp do nowego źródła finansowania</p> <p>Wraz z realizacją procesu wyjścia z inwestycji funduszu <i>private equity</i> w wielu przypadkach przeprowadzana jest również emisja nowych akcji. Pochodzące z niej wpływy trafiają do spółki i wykorzystywane są do realizacji przyszłych działań prorozwojowych. Spółki mają również możliwość przeprowadzania kolejnych emisji w przyszłości.</p>	<p>Rygorystyczne wymogi informacyjne</p> <p>Spółki, których akcje notowane są na giełdzie zobligowane są do przedstawiania opinii publicznej wielu informacji dotyczących prowadzonej działalności. Część z nich może być wykorzystana przez konkurentów ze szkodą dla spółki.</p>
	<p>Ryzyko związane z odwołaniem oferty</p> <p>Mając na uwadze rozgłos towarzyszący debiutom giełdowym, ryzyko związane z odwołaniem oferty publicznej spółki ma zdecydowanie większe znaczenie w porównaniu z innymi metodami dezinvestycji. Spółki, które w przeszłości odwołały debiut mogą mieć znaczne trudności z ponownym dostępem do publicznych rynków kapitałowych.</p>

Tabela 2.2 (cd.)

1	2
.	<p>Wyłącznie dla wąskiej grupy przedsiębiorstw</p> <p>Dopuszczone do publicznego obrotu mogą zostać akcje wyłącznie spółek spełniających rygorystyczne wymagania ze strony regulatorów rynku. Poza kryteriami formalnymi oferowane przedsiębiorstwa muszą również stanowić interesujący cel inwestycyjny dla wymagających inwestorów giełdowych. W rezultacie pierwsza oferta publiczna przeznaczona jest dla dużych spółek, charakteryzujących się określoną rentownością, generujących odpowiednie przepływy pieniężne oraz nadal posiadających potencjał wzrostu wartości.</p>

Źródło: opracowanie własne na podstawie S. Povaly, *Private equity exits: Divestment process management for leveraged buyouts*, Springer, Berlin Heidelberg 2007, s. 252–253.

2.2.2. RYNEK FUZJI I PRZEJĘĆ PRZEDSIĘBIORSTW JAKO MIEJSCE REALIZACJI PROCESÓW WYJŚCIA Z INWESTYCJI FUNDUSZY *PRIVATE EQUITY*

Rynek fuzji i przejęć przedsiębiorstw stanowi wraz z giełdą papierów wartościowych bardzo ważne miejsce realizacji procesów wyjścia z inwestycji funduszy *private equity*. Z jednej strony rynek ten umożliwia zaangażowania kapitału w nowe przedsięwzięcia, z drugiej zaś stwarza sposobność wyjścia z inwestycji³⁵.

Można wskazać dwie główne metody dezinwestycji realizowane na rynku fuzji i przejęć, a mianowicie:

- sprzedaż spółki strategicznemu inwestorowi branżowemu (ang. *trade sale*) oraz
- zbycie akcji/udziałów spółki portfelowej na rzecz inwestora finansowego (ang. *secondary sale*, *secondary buyout*).

Pierwszy wskazany sposób wyjścia z inwestycji polega na sprzedaży akcji bądź udziałów niepublicznej spółki portfelowej, stanowiących własność funduszu *private equity*, na rzecz innego przedsiębiorstwa, niebędącego inwestorem finansowym³⁶. Podmiot przejmujący przedsiębiorstwo udziałowe może prowadzić działalność w tej samej bądź pokrewnej branży lub też realizując strategię

³⁵ M. Wrzesiński, *Kapitał podwyższonego ryzyka...*, *op. cit.*, s. 240.

³⁶ K. Sobańska, P. Sieradzan, *op. cit.*, s. 135.

dywersyfikacji pochodzić z zupełnie innej gałęzi gospodarki. Z reguły w tego typu transakcjach wraz z funduszem *private equity* pierwotny właściciel przedsiębiorstwa również zbywa część lub całość posiadanych praw własności w spółce.

Druga metoda dezinwestycji realizowana przez fundusze *private equity* na rynku fuzji i przejęć polega na zbyciu akcji bądź udziałów spółki portfelowej na rzecz inwestora finansowego. Metodę tę od sprzedaży spółki strategicznemu inwestorowi branżowemu odróżnia charakter podmiotu nabywającego zbywane przez fundusz akcje bądź udziały. Nowymi właścicielami stają się bowiem instytucje finansowe prowadzące bezpośrednią działalność inwestycyjną poza publicznym rynkiem papierów wartościowych, np. inne fundusze *private equity*, banki, fundusze inwestycyjne, czy towarzystwa ubezpieczeniowe³⁷. Pierwotni właściciele przedsiębiorstwa udziałowego często utrzymują lub redukują w nieznacznym stopniu swoje zaangażowanie w zbywane przedsiębiorstwo.

Szczególną formą realizacji wyjścia z inwestycji za pośrednictwem rynku M&A jest zastosowanie mechanizmu odwrotnego przejęcia (ang. *reverse takeover*). Ta specyficzna forma dezinwestycji polega na zbyciu spółki portfelowej przez fundusz *private equity* na rzecz innego inwestora w zamian za jego akcje/udziały. W wyniku realizacji tego typu transakcji fundusz *private equity* nie otrzymuje środków pieniężnych lub innych zbliżonych do nich charakterem form zapłaty. W zamian fundusz *private equity* staje się udziałowcem w nowej spółce, a jeżeli fundusz posiada już udziały podmiotu przejmującego, zwiększa w nim swoje dotychczasowe zaangażowanie kapitałowe.

Specyfika wskazanych powyżej form dezinwestycji polega na transferze kontroli nad podmiotem poddanym procesowi dezinwestycji na rzecz trzeciej strony. Kontrola ta powinna być pojmowana dwojako³⁸:

- jako kontrola nad działalnością gospodarczą przejmowanego przedsiębiorstwa, oraz
- kontrola nad samym przedsiębiorstwem.

Transfer kontroli dokonuje się przez objęcie własności dotychczasowych akcjonariuszy (udziałowców) przez inny podmiot, co w konsekwencji pozwala nowemu właścicielowi, poprzez uzyskanie pozycji większościowej, kontrolować zarówno sposób wykorzystania aktywów przedsiębiorstwa, jak i samą własność³⁹. W przypadku wyjścia z inwestycji w drodze sprzedaży spółki inwestorowi branżowemu następuje z reguły całkowite przekazanie kontroli nad zbywanym podmiotem, wcześniej przynależnej zarówno funduszowi *private equity*, jak i pierwotnemu właścicielowi spółki. Z kolei zbycie akcji/udziałów spółki portfelowej na rzecz inwestora finansowego wiąże się z przekazaniem upraw-

³⁷ *Ibidem*, s. 141.

³⁸ W. Frąckowiak (red.), *Fuzje i przejęcia*, PWE, Warszawa 2009, s. 27.

³⁹ *Ibidem*, s. 27.

nień kontrolnych należących do funduszu, a tylko w wybranych przypadkach temu procesowi towarzyszy deprecjacja pozycji pierwotnego właściciela przedsiębiorstwa.

Fundusze *private equity* prowadzące procesy wyjścia z inwestycji za pośrednictwem rynku fuzji i przejęć korzystają z pomocy podmiotów wspomagających sprawną realizację procesów sprzedażowych⁴⁰. Wśród nich można wymienić chociażby banki inwestycyjne, firmy consultingowe, doradców prawnych, finansowych itp. Do głównych zalet współpracy funduszy *private equity* z tego typu podmiotami można zaliczyć:

- bazę kontaktów umożliwiającą skuteczne i sprawne poszukiwanie oraz selekcję potencjalnych nabywców,
- *know-how* z zakresu fuzji i przejęć, wzmacniający pozycję funduszu podczas negocjowania warunków transakcji,
- większą zdolność do oceny wiarygodności nabywcy oraz częściowej weryfikacji jego deklarowanych planów względem spółki,
- dysponowanie wiedzą o odległych geograficznie rynkach (np. azjatyckich), umożliwiającą przy tym pozyskanie inwestorów z tych regionów, co jest niezwykle utrudnione dla funduszy *private equity* prowadzących działalność inwestycyjną lokalnie,
- oferowanie wsparcia w przygotowaniu memorandum informacyjnego dla potencjalnych nabywców oraz dokumentacji związanej z procesem sprzedaży,
- współpracę z renomowanym doradcą pozwalającą na wykorzystanie jego marki do umocnienia posiadanej pozycji negocjacyjnej⁴¹.

Możliwości przeprowadzenia skutecznej transakcji wyjścia z inwestycji za pośrednictwem rynku fuzji i przejęć zależą także od źródeł korzyści dla podmiotów nabywających spółki portfelowe. Inwestor branżowy przejmując przedsiębiorstwo udziałowe funduszy *private equity* realizuje strategię ekspansji w oparciu o wzrost zewnętrzny⁴². Motywy, którymi kierują się zarządzający i właściciele przedsiębiorstw przy podejmowaniu decyzji o realizacji transakcji fuzji lub przejęcia mogą być liczne i zróżnicowane (zob. schemat 2.3)⁴³.

⁴⁰ R. da Silva Rosa, P. Lee, M. Skott, T. Walter, *Competition in the Market for Takeover Advisers*, „Australian Journal of Management” 2004, Vol. 29, s. 61–92; P. R. Rau, *Investment bank market share, contingent fee payments, and the performance of acquiring firms*, „Journal of Financial Economics” 2000, Vol. 56, s. 293–324.

⁴¹ K. Sobańska, P. Sieradzan, *op. cit.*, s. 136.

⁴² M. Szymański, B. Nogalski, *Obrona przed wrogim przejęciem*, Wolters Kluwer, Warszawa 2011, s. 43.

⁴³ R. Machała, *Przejęcia i fuzje. Wpływ na wartość firm*, Oficyna Wydawnicza UNIMEX, Wrocław 2007, s. 67.

Schemat 2.3. Przesłanki skłaniające nabywców do fuzji i przejęć

Źródło: opracowanie własne na podstawie R. Machała, *Przejęcia i fuzje. Wpływ na wartość firm*, Oficyna Wydawnicza UNIMEX, Wrocław 2007, s. 68–77; W. Frąckowiak, *Fuzje i przejęcia w przedsiębiorstwie*, PWE, Warszawa 1998, s. 23.

W literaturze przedmiotu często przytaczana jest opinia, iż największe korzyści finansowe fundusze *private equity* mogą uzyskać z dezinwestycji zrealizowanych w drodze publicznej oferty sprzedaży akcji. Mając na uwadze korzyści wynikające dla podmiotu nabywającego z przejęcia przedsiębiorstwa udziałowego funduszu *private equity*, można wskazać w wybranych przypadkach możliwość uzyskania wyższej wyceny sprzedawanych przez fundusz udziałów na rynku M&A niż na publicznym rynku papierów wartościowych. Głównymi źródłami potencjału wyższej wyceny mogą być:

- premia za synergię, zarówno finansową i operacyjną,
- zmniejszenie oczekiwanej premii za ryzyko – inwestorzy strategiczni oraz inwestorzy finansowi dysponujący rozbudowanym zapleczem analitycznym są w stanie lepiej rozpoznać zagrożenia i szanse związane z funkcjonowaniem przejmowanego podmiotu niż większość inwestorów na publicznym rynku akcji⁴⁴,

⁴⁴ Zob. D. J. Cumming, J. G. MacIntosh, *Venture capital investment...*, op. cit., s. 449.

– premia akwizycyjna (premia za kontrolę) – wyższa wycena kontrolnego pakietu akcji/udziałów niż pakietu mniejszościowy związana jest z możliwością sprawowania efektywnej kontroli nad danym podmiotem, chociażby poprzez wybór władz spółki, czy też możliwość podejmowania decyzji strategicznych zarezerwowanych dla walnego zgromadzenia⁴⁵. Na polskim rynku wysokość tej premii jest szacowana w przedziale od 12% do 20% i jest nieznacznie niższa niż na rozwiniętych rynkach⁴⁶,

– wykorzystanie efektu dźwigni finansowej – występowanie tego czynnika uzależnione jest od warunków panujących na rynku długu.

Podobnie jak w pozostałych formach wyjścia z inwestycji funduszy *private equity*, tak i w przypadku dezinwestycji realizowanych na rynku fuzji i przejęć można wskazać na liczne zalety oraz ograniczenia zakończenia współpracy pomiędzy funduszem a spółką portfelową w tej formie (zob. tab. 2.3).

Tabela 2.3

Wady i zalety dezinwestycji realizowanych na rynku fuzji i przejęć

Zalety dezinwestycji na rynku M&A	Wady dezinwestycji na rynku M&A
1	2
<p>Pewne i bezzwłoczne wyjście z inwestycji</p> <p>Dezinwestycje realizowane w oparciu o rynek fuzji i przejęć jako jedyne formy wyjścia z inwestycji pozwalają funduszowi na ogół na natychmiastową sprzedaż posiadanych udziałów w spółce portfelowej. Najczęstszą formą zapłaty za zbywane papiery wartościowe są środki pieniężne, co znacznie wpływa na pewność korzyści finansowych będących efektem inwestycji funduszu.</p>	<p>Budzi sprzeciw i opór kadry menedżerskiej</p> <p>Osoby zarządzające spółką portfelową często sprzeciwiają się jej sprzedaży inwestorowi strategicznemu lub finansowemu w obawie o utratę stanowiska pracy, bądź też zmniejszenie posiadanej niezależności. Silny, skoncentrowany nadzór korporacyjny z reguły ogranicza swobodę decyzyjną. Dodatkowo w wyniku dezinwestycji realizowanych na rynku M&A nie wzrasta prestiż zarządu i innych interesariuszy spółki, jak to ma miejsce w przypadku posiadania statusu spółki publicznej.</p>

⁴⁵ P. E. Hanouna, A. Sarin, A. C. Shapiro, *Value of Corporate Control: Some International Evidence*, USC Finance & Business Econ. Working Paper No. 01-4, 2001, s. 2–33, Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=286787> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.286787>.

⁴⁶ L. Szerszenowicz, J. Kaczyńska, *Trend: Ile kosztuje władza nad spółką*, Harvard Business Review Polska, <http://www.hbrp.pl/news.php?id=493&t=trend-ile-kosztuje-wladza-nad-spolka&PHPSESSID=da688565cfdea27b06df32239251e514>, 20.03.2012.

Tabela 2.3 (cd.)

1	2
<p>Możliwość uzyskania wysokiej wyceny rynkowej spółki</p> <p>Efekty synergii, premia za kontrolę, redukcja premii za ryzyko oraz możliwość wykorzystania dźwigni finansowej w realizacji transakcji na rynku <i>M&A</i> kreują potencjał do wzrostu wyceny spółki portfelowej w oczach potencjalnych nabywców.</p>	<p>Potencjalnie ograniczona liczba kupujących – bariera popytowa</p> <p>W wielu branżach, zwłaszcza wysoko wyspecjalizowanych, może wystąpić problem małej liczby podmiotów potencjalnie zainteresowanych zakupem danego przedsiębiorstwa udziałowego. Dodatkowym utrudnieniem jest fakt, iż w przypadku niewielkiej liczby podmiotów zainteresowanych przejęciem, utrudnione może być uzyskanie atrakcyjnej wyceny zbywanych udziałów.</p>
<p>Szybkie, proste i elastyczne procedury realizacji</p> <p>Dezinwestycje realizowane w oparciu o rynek fuzji i przejęć wymagają mniejszych nakładów na przygotowanie i organizację samego procesu, dzięki czemu są stosunkowo mniej absorbujące dla zarządu spółki niż transakcje sprzedaży akcji na publicznym rynku. Należy pamiętać, że chociaż mniej czasu trzeba poświęcić na przygotowanie akcji marketingowej oraz formalne procedury związane z dopuszczeniem akcji do publicznego obrotu, to nadal transakcje <i>M&A</i> wymagają planowania i przygotowań. Sama forma i przebieg realizacji transakcji jest w zdecydowanie mniejszym stopniu regulowany przepisami prawa, a w przeważającej części wynika z potrzeb i ustaleń pomiędzy kupującym i sprzedającym.</p>	<p>Mało atrakcyjna dla pracowników</p> <p>Z uzyskaniem statusu spółki giełdowej wiąże się często dla pracowników korzyści w postaci premii, czy też włączenia do systemu wynagrodzeń instrumentów związanych z rynkiem kapitałowym. W przypadku transakcji w postaci fuzji lub przejęcia takie formy wynagrodzeń znajdują ograniczone zastosowanie. Co więcej, pracownicy mogą stracić motywację do pracy w obawie o bezpieczeństwo posiadanego stanowiska i przyszłość własnej kariery zawodowej po włączeniu macierzystej jednostki do większej grupy.</p>
<p>Mniejsza w porównaniu do publicznego rynku kapitałowego cykliczność rynku</p> <p>Rynek fuzji i przejęć wydaje się bardziej odporny na wahania koniunktury oraz nastrojów panujących na rynku. W sytuacji braku zainteresowani inwestorów ofertami publicznymi, przeprowadzenie korzystnej dla funduszu transakcji sprzedaży akcji inwestorowi branżowemu lub finansowemu wydaje się nadal możliwe.</p>	<p>Cykliczność popytu zgłaszanego przez inwestorów finansowych</p> <p>Popyt inwestorów finansowych na nowe aktywa oraz ich skłonność do zwiększania wyceny są silnie uzależnione od stanu rynku długu, a ten podlega znaczącym wahaniom. W okresach niskich stóp procentowych, dzięki agresywnej dźwigni finansowej, inwestorzy ci mogą przedstawić korzystniejsze oferty nabycia określonych spółek. Jednakże w okresach zaostrzania polityki pieniężnej możliwość uzyskania atrakcyjnej wyceny znacznie maleje.</p>

Tabela 2.3 (cd.)

1	2
<p>Niskie koszty transakcyjne</p> <p>Z realizacją transakcji na rynku M&A związane są niższe koszty niż w przypadku publicznych ofert sprzedaży akcji. Z przygotowaniem oraz przeprowadzeniem sprzedaży spółki portfelowej poza publicznym rynkiem papierów wartościowych wiąże się mniejsze zaangażowanie wykwalifikowanych doradców i innych podmiotów wspomagających ten proces, co przekłada się wprost na wysokość opłat. Co więcej, transakcje M&A nie są obciążone kosztami pośrednimi w formie zjawiska niedowartościowania akcji typowego dla ofert publicznych.</p>	<p>Obawy o lojalność kadry zarządzającej</p> <p>Wątpliwości tego typu pojawiają się głównie w sytuacji, kiedy przedsiębiorstwo udziałowe zbywane jest na rzecz innego inwestora finansowego. Z jednej strony zarząd spółki może sprzyjać procesowi dezinwestycji i atrakcyjnej wycenie w oczekiwaniu na uzyskanie prywatnych korzyści w wyniku udanej transakcji. Jednakże z drugiej strony im mniejszą kwotę za nabywane udziały zapłaci inwestor, tym łatwiej będzie w przyszłości wykazać się przed nowym właścicielem umiejętnością budowania wartości przedsiębiorstwa.</p>
<p>Do zakupu spółki musi być przekonany tylko jeden nabywca, a nie cały rynek</p> <p>W celu uzyskania atrakcyjnej wyceny w procesie fuzji i przejęć wystarczy tylko jeden nabywca przekonany o jakości i perspektywach rozwoju zbywanej spółki portfelowej. Znacznie trudniejszym zadaniem jest zainspirowanie i zmotywowanie do zakupu akcji spółki w procesie oferty publicznej.</p>	<p>Mało użyteczna w procesie budowania reputacji funduszu <i>private equity</i></p> <p>Z dezinwestycjami realizowanymi na rynku fuzji i przejęć wiąże się mniejsze zainteresowanie opinii publicznej niż w przypadku wyjścia z inwestycji przez giełdę. Działania promocyjne w tym zakresie są ograniczone, a informacje o samej transakcji docierają do zdecydowanie mniejszego grona zainteresowanych osób i podmiotów. Ponadto mają one charakter do- rażny, a ich efekty z reguły są krótkotrwałe.</p>
<p>Wysoki poziom poufności</p> <p>W wielu przypadkach wyjście z inwestycji może być zorganizowane i wykonane w sposób konfidenancyjny, bez konieczności ujawniania wielu informacji poufnych i utraty ewentualnych przewag konkurencyjnych. Istotną kwestią jest również niższe ryzyko związane z możliwym unieważnieniem transakcji. Negatywne skutki dla reputacji wszystkich stron transakcji byłyby zdecydowanie mniejsze niż w przypadku odwołania debiutu giełdowego.</p>	
<p>Możliwość sprzedaży wydzielonej części przedsiębiorstwa udziałowego</p> <p>W sytuacji, kiedy odrębne elementy składowe spółki portfelowej mogą tworzyć znaczące efekty synergii dla różnych nabywców, może zaistnieć potencjał do uzyskania wyższej wyceny. Wówczas poszczególne części spółki mogą być zbyt różnym inwestorom. Trzeba wyraźnie podkreślić, że taka forma dezinwestycji wymaga właściwego, wcześniejszego zaplanowania i jest ona trudna do realizacji w praktyce, gdyż część elementów przedsiębiorstwa może być wspólna, np. infrastruktura, <i>know-how</i>, zarząd.</p>	

Źródło: opracowanie własne na podstawie S. Povaly, *op. cit.*, s. 252–253.

2.2.3. WYJŚCIE FUNDUSZU *PRIVATE EQUITY* Z INWESTYCJI W WYNIKU TRANSAKCJI WYKUPU MENEDŻERSKIEGO I LEWAROWANEGO

Istota transakcji wykupu realizowanego w procesie dezinwestycji funduszu *private equity* polega na sprzedaży akcji bądź udziałów spółki portfelowej będących własnością danego funduszu na rzecz pierwotnych właścicieli tego przedsiębiorstwa, osób nim zarządzających, pracowników bądź samej spółce. W zależności od podmiotu będącego nabywcą zbywanych praw do spółki, jak i struktury finansowania samej transakcji wyróżnić można wiele różnych form wykupów. Należą do nich wewnętrzny i zewnętrzny wykup menedżerski, wykup pracowniczy oraz menedżersko-pracowniczy, a także wykup lewarowany (zob. tab. 2.4).

Wykupy menedżerskie stosowane są najczęściej przez przedsiębiorstwa, które generują wysoki poziom wolnych przepływów pieniężnych, mają stabilną pozycję rynkową, charakteryzują się stosunkowo niskim ryzykiem operacyjnym, a jednocześnie także przez te, które nie znajdują się w grupie najbardziej atrakcyjnych przedsiębiorstw z punktu widzenia inwestorów giełdowych i branżowych⁴⁷.

Tabela 2.4

Główne rodzaje wykupów stosowane jako formy dezinwestycji funduszy *private equity*

Rodzaj wykupu	Charakterystyka
Wewnętrzny wykup menedżerski (ang. <i>Management Buy Out, MBO</i>)	Polega na zbyciu właścicielskich papierów wartościowych przedsiębiorstwa udziałowego na rzecz menedżerów dotychczas w nim zatrudnionych.
Zewnętrzny wykup menedżerski (ang. <i>Management Buy In, MBI</i>)	Spółka portfelowa sprzedawana jest na rzecz zewnętrznej grupy menedżerskiej, która po przeprowadzeniu transakcji zarządza nią.
Wykup menedżersko-pracowniczy (ang. <i>Management-employee Buy Out, MEBO</i>)	Nabywcami przedsiębiorstwa udziałowego funduszu <i>private equity</i> poza kadrami zarządzającą są również inni pracownicy przedsiębiorstwa.
Wykup pracowniczy (nazywany również leasingiem pracowniczym, ang. <i>Employees Buy Out, EBO</i>)	Przedsiębiorstwo udziałowe nabywane jest przez pracowników spółki spoza kadry zarządzającej.
Wykup lewarowany (nazywany również wykupem wspomagany finansowo, ang. <i>Leveraged Buy Out, LBO</i>)	Oznacza wykup spółki z portfela inwestycyjnego funduszu <i>private equity</i> głównie za pomocą kapitału udostępnianego w formie finansowania zewnętrznego przez pożyczkodawców (prywatnych inwestorów, banki, inne instytucje kredytowe), bądź zbywającego w formie przesunięcia terminu zapłaty.

Źródło: opracowanie własne na podstawie K. Sobańska, P. Sieradzan, *op. cit.*, s. 142–151.

⁴⁷ M. Wrzesiński, *Kapitał podwyższonego ryzyka...*, *op. cit.*, s. 227.

Wyjście z inwestycji w drodze wykupu menedżerskiego może być także wynikiem realizacji zapisów włączonych do umowy inwestycyjnej zawartej pomiędzy funduszem *private equity* a pierwotnymi właścicielami spółki w momencie nawiązania współpracy. Tego typu uregulowania są pewnego rodzaju zabezpieczeniem dla funduszu przed niezrealizowaniem planowanych efektów inwestycyjnych. Pierwotny właściciel odkupi posiadane przez fundusz udziały w spółce i w ten sposób umożliwi przeprowadzenie sprawnej dezinwestycji⁴⁸.

Schemat 2.4. Schemat realizacji transakcji wykupu menedżerskiego

Źródło: opracowanie na podstawie materiałów informacyjnych Avallon,
<http://www.mbo.pl/Informacje-Ogolne/schemat-transakcji-wykupu/>.

Realizacja wyjścia z inwestycji funduszu *private equity* w formie wykupu menedżerskiego może przybierać zróżnicowane formy i jest dopasowywana do indywidualnego charakteru każdej transakcji. Wynika to z konieczności

⁴⁸ D. J. Cumming, J. G. MacIntosh, *Venture-capital exits...*, op. cit., s. 107.

uwzględnienia uwarunkowań podatkowych i innych regulacji prawnych oraz form i zakresu zaangażowania innych partnerów kapitałowych. Odwołując się do klasycznego ujęcia transakcji wykupu menedżerskiego prezentowanego przez fundusz *Avallon*, będącego pionierem na rynku wykupów menedżerskich w Polsce, transakcja ta realizowana jest w dwóch etapach. Pierwszym etapem jest nabycie akcji/udziałów, drugim zaś połączenie i spłata⁴⁹ (zob. schemat 2.4).

W pierwszym etapie realizacji transakcji grupa menedżerów tworzy odpowiedni wehikuł inwestycyjny w postaci spółki celowej, mającej za zadanie zgromadzenie środków finansowych niezbędnych do przeprowadzenia wykupu przedsiębiorstwa udziałowego od funduszu *private equity*. Tego typu transakcje cechuje z reguły wysoki stopień finansowania przez podmioty spoza grupy, gdyż menedżerowie inwestując zaledwie 3% środków niezbędnych do sfinansowania wykupu, uzyskują średnio do 30% udziałów w kapitale przejmowanej spółki⁵⁰.

Po nabyciu praw własności do wykupywanej spółki w kolejnym etapie następuje fuzja spółki celowej będącej wehikułem inwestycyjnym ze spółką. Wówczas to akcje/udziały połączonego podmiotu trafiają do właścicieli tejże spółki, a wykorzystane do przeprowadzenia transakcji wykupu finansowanie dłużne spłacane jest przez utworzone w ten sposób przedsiębiorstwo.

2.2.4. WRITE-OFF I LIKWIDACJA SPÓŁKI JAKO FORMY DEZINWESTYCJI

Każda inwestycja funduszu *private equity* poprzedzona jest szeregiem kompleksowych, niezwykle szczegółowych analiz. Ich celem jest wybór takich projektów inwestycyjnych, które zapewnią funduszowi osiągnięcie zaplanowanej stopy zwrotu przy określonym poziomie ryzyka inwestycyjnego. Jednakże nie wszystkie przedsiębiorstwa udziałowe okazują się sukcesem inwestycyjnym, a na rynku może nie być podmiotów czy osób zainteresowanych ich nabyciem. Wówczas jedyną formą zakończenia inwestycji jest umorzenie udziałów spółki i jej likwidacja oraz próba odzyskania chociaż części zainwestowanego przez fundusz kapitału z majątku samej spółki.

Write-off, czyli odpisanie wartości inwestycji jako sposób dezinvestycji polega na dokonaniu przez fundusz *private equity* zapisów księgowych, w rezultacie których wartość posiadanych w spółce portfelowej udziałów zostaje obniżona do zera, a inwestycja zostanie usunięta z bilansu funduszu. Z księgowego punktu widzenia operacja ta kończy zaangażowanie kapitałowe funduszu w dane przedsiębiorstwo⁵¹.

⁴⁹ <http://www.mbo.pl/Informacje-Ogolne/schemat-transakcji-wykupu/>.

⁵⁰ M. Wrzesiński, *Fuzje i przejęcia. Wykup lewarowany (LBO) i menedżerski (MBO) – uwarunkowania rozwoju w Polsce*, Wydawnictwo K.E. Liber, Warszawa 2000, s. 4.

⁵¹ K. Sobańska, P. Sieradzan, *op. cit.*, s. 154.

Operacja odpisania inwestycji zakończonych niepowodzeniem nie jest równoznaczna z utratą posiadanych przez fundusz praw własności do spółki. Na ogół jest to jeden z etapów poprzedzających likwidację spółki i umorzenie jej udziałów, w wyniku których następuje dopiero ostateczne unicestwienie praw i obowiązków funduszu *private equity* związanych z partycypacją w spółce.

Wyjście z inwestycji w drodze likwidacji przedsiębiorstwa udziałowego nie jest także równoznaczne z utratą wszystkich kapitałów zainwestowanych w spółkę. Chociaż bez wątpienia jest przyznaniem się zarządzających danym funduszem do porażki inwestycyjnej, część ulokowanych w spółce środków może być odzyskana z majątku likwidowanej spółki. O ile taka forma dezinwestycji nie pozwala na uzyskanie oczekiwanego zysku kapitałowego, to jednak przynajmniej umożliwia zminimalizowanie raportowanych strat.

M. Gorman i W. Sahlman zwracają uwagę, iż porażka jest powszechna w procesie inwestycyjnym na rynku kapitału podwyższonego ryzyka i należy ją traktować jako zwykłe, a nawet oczekiwane wydarzenie⁵². Podjęcie decyzji wyjściu z inwestycji w drodze likwidacji spółki i realokacji posiadanych zasobów kapitałowych, ludzkich i informacyjnych do realizacji nowych, optymistycznie rokujących projektów jest rozwiązaniem korzystniejszym z punktu widzenia kapitałodawców funduszu niż lokowanie kapitału w przedsiębiorstwo bez żadnych perspektyw, w nadziei na odwrócenie sytuacji rynkowej i wątpliwy sukces ekonomiczny. Skuteczność zarządzania portfelem inwestycyjnym funduszy *private equity* zależy od ich zdolności do uczenia się na podstawie zarówno sukcesów, jak i porażek swoich wcześniejszych inwestycji⁵³.

2.3. Rynkowe uwarunkowania procesów dezinwestycji funduszy *private equity*

Otoczenie instytucjonalne funduszy kapitału podwyższonego ryzyka jest wyjątkowo złożone i skomplikowane, co wynika m.in. z rozlicznych kierunków i wysokiego stopnia dywersyfikacji prowadzonej działalności inwestycyjnej. Zauważane szczególne znaczenie publicznego rynku papierów wartościowych oraz rynku fuzji i przejęć w realizacji efektywnych procesów dezinwestycji znajduje potwierdzenie w badaniach zagranicznych. W opinii wielu osób tylko sprze-

⁵² M. Gorman, W. Sahlman, *What do venture capitalists do?*, „Journal of Business Venturing”, July 1989, Vol. 4, No. 4, s. 231–248.

⁵³ D. De Clercq, D. Dimov, *Internal Knowledge Development and External Knowledge Access in Venture Capital Investment Performance*, „Journal of Management Studies”, May 2008, Vol. 45, s. 586.

daż akcji inwestorowi branżowemu oraz pierwsza oferta publiczna stwarzają funduszom *private equity* możliwość efektywnej dezinvestycji⁵⁴.

Polski rynek fuzji i przejęć rozwija się w ostatnich latach dynamicznie i odgrywa istotną rolę w regionie Europy Środkowo-Wschodniej⁵⁵ (zob. tab. 2.5).

Tabela 2.5

Liczba i wartość transakcji zrealizowanych na rynku fuzji i przejęć w okresie od 2008 r. do pierwszej połowy 2010 r.

Wyszczególnienie		2008	2009	Zmiana 2009/ 2008 [%]	1H 2009	1H 2010	Zmiana 1H 2010/ 1H 2009 [%]
Polska	Liczba transakcji	548	556	1,46	245	283	15,51
	Wartość transakcji (w mln EUR)*	8538	8522	-0,19	3554	5127	44,26
	Teoretyczna wartość transakcji***	11867	11748	-1,00	5213	8244	58,14
Region Europy Środkowo- -Wschodniej	Liczba transakcji	–	1663	–	817	869	6,36
	Wartość transakcji (w mln EUR)**	–	24933	–	12442	10183	-18,16
	Teoretyczna wartość transakcji***	–	42918	–	22539	20532	-8,90
Udział Polski w regionie Europy Środkowo- -Wschodniej	Liczba transakcji	–	33,4	–	30,0	32,6	–
	Wartość transakcji (w mln EUR)*	–	34,2	–	28,6	50,3	–
	Teoretyczna wartość transakcji***	–	27,4	–	23,1	40,2	–

* w oparciu o dane za pierwszą połowę 2010 r. o 176 transakcjach (62% ogółu) oraz za 2009 r. o 398 transakcjach (72% ogółu).

** w oparciu o dane o transakcjach z ujawnioną wartością.

*** teoretyczna wartość transakcji obliczona została na podstawie średniej wartości transakcji danego sektora pomnożonej przez liczbę transakcji o nieujawnionej wartości i dodanej do tych o wartości znanej.

Źródło: opracowanie własne na podstawie *Rynek fuzji i przejęć. Polska na tle Europy Środkowej. Edycja 2010, Badanie KPMG i DealWatch*, s. 13 oraz *Rynek fuzji i przejęć. Polska na tle Europy Środkowo-Wschodniej. I półrocze 2010, Badanie KPMG i DealWatch*, s. 15.

⁵⁴ R. Nahata, *Venture capital reputation and investment performance*, „Journal of Financial Economics”, November 2008, Vol. 90, Issue 2, s. 127–151; J. A. Brander, R. Amit, W. Antweiler, *Venture-Capital Syndication: Improved Venture Selection vs. the Value-Added Hypothesis*, „Journal of Economics & Management Strategy” 2002, Vol. 11, No. 3, s. 446; Y. V. Hochberg, A. Ljungqvist, Y. Lu, *Venture Capital Networks and Investment Performance*, „The Journal of Finance” 2007, Vol. 62, No. 1, s. 253; J. H. Cochrane, *The risk and return of venture capital*, „Journal of Financial Economics” 2005, Vol. 75, s. 3–52; I. Guler, *Throwing Good Money after Bad? Political and Institutional Influences on Sequential Decision Making in the Venture Capital Industry*, „Administrative Science Quarterly” 2007, Vol. 52, s. 254.

⁵⁵ Za rynek Europy Środkowo-Wschodniej przejęto następujące kraje: Albanie, Estonie, Polskę, Bośnię i Hercegowinę, Kosowo, Rumunię, Bułgarię, Litwę, Serbię, Chorwację, Łotwę, Słowację, Czarnogórę, Macedonię, Słowenię, Czechy, Mołdawię, Węgry.

Analizując udział polskiego rynku fuzji i przejęć w rynku fuzji i przejęć krajów regionu Europy Środkowo-Wschodniej warto zwrócić uwagę, iż w analizowanym okresie w Polsce zrealizowano ponad 30% wszystkich transakcji jakie miały miejsce w Europie Środkowo-Wschodniej. Z kolei w pierwszej połowie 2010 r. w ujęciu wartościowym według transakcji ujawnionych udział ten wynosił ponad 50%. Zaobserwowane zmiany świadczyć mogą o korzystnych warunkowaniach rozwoju tego rynku z punktu widzenia funduszy *private equity* prowadzących działalność inwestycyjną i dezinwestycyjną w Polsce.

Ważnym sygnałem świadczącym o rozwoju rynku fuzji i przejęć oraz możliwości realizowania na nim procesów wyjścia z inwestycji funduszy *private equity* są wskaźniki charakteryzujące wycenę przedsiębiorstw będących przedmiotem zawieranych umów. Jak podaje KPMG również w tym obszarze można zaobserwować pewne zmiany (zob. tab. 2.6).

Tabela 2.6

Przeciętne wartości mnożników transakcyjnych w okresie od 2008 r. do pierwszej połowy 2010 r.

Wyszczególnienie	2008	2009	1H 2009	1H 2010
	Polska			
Wartość transakcji/Sprzedaż	1,1–1,4x	0,8–1,2x	0,8–1,2x	1–1,2x
Wartość transakcji/EBITDA	10,1–10,9x	8,2–9,2x	8,8–9x	8,4–11,2x
Wartość transakcji/Wartość księgowa	2,2–2,6x	1,6–2x	1,2–1,7x	2–2,4x
	Europa Środkowo-Wschodnia			
Wartość transakcji/Sprzedaż	–	0,9–1,3x	1–1,3x	1–1,4x
Wartość transakcji/EBITDA	–	6,9–7,9x	6,2–7,1x	8,1–10,2x
Wartość transakcji/Wartość księgowa	–	1,3–1,8x	1,2–1,7x	1,7–2,3x

Źródło: opracowanie własne na podstawie *Rynek fuzji i przejęć. Polska na tle Europy Środkowej*. Edycja 2010, op. cit., s. 13 oraz *Rynek fuzji i przejęć. Polska na tle Europy Środkowo-Wschodniej*, op. cit., s. 16.

Obliczone przeciętne wartości mnożników transakcyjnych na rynku fuzji i przejęć przedsiębiorstw wskazują, iż w pierwszym półroczu 2010 r. można zaobserwować poprawę wycen spółek będących przedmiotem transakcji w porównaniu z okresem analogicznym roku poprzedniego. Jest to pozytywny sygnał dla funduszy realizujących dezinwestycję za pośrednictwem rynku fuzji i przejęć. Jednakże należy zauważyć, że wyceny spółek w całym 2009 r. na skutek negatywnych nastrojów rynkowych pogorszyły się w porównaniu do 2008 r. Mnożniki transakcji zawieranych na polskim rynku mają wartości zbliżone do poziomu w całym regionie Europy Środkowej, z niewielką przewagą na korzyść polskiego rynku.

Tabela 2.7

Największe transakcje na rynku fuzji i przejęć w Polsce ogłoszone
w okresie od 1 stycznia 2009 r. do 30 czerwca 2010 r.

Data ogłoszenia	Cel przejęcia	Przejmujący	Kraj przejmującego	Sprzedający	Wartość (mln EUR)	Wielkość przejmowanego udziału [%]
27 stycznia 2010	PGE Energia PGE Górnictwo i Energetyka	PGE	Polska	Ministerstwo Skarbu Państwa	806,10	15,00
14 maja 2009	Kompania Piwowska	SABMiller Plc.	RPA	Kulczyk Holding	797,10	28,10
22 lipca 2009	PKN Orlen	Ministerstwo Skarbu Państwa	Polska	Nafta Polska	470,68	17,32
30 stycznia 2009	DB Schenker Rail Polska	DB Schenker	Niemcy	PCC SE	400,00	100,00
29 stycznia 2009	Getin Bank	Noble Bank	Polska	Getin Holding	356,85	100,00
22 lipca 2009	Grupa Lotos	Ministerstwo Skarbu Państwa	Polska	Nafta Polska	303,90	51,91
27 maja 2009	Vattenfall Heat Poland, Vattenfall Distribution Poland	Vattenfall	Szwecja	Ministerstwo Skarbu Państwa	295,17	25,10
10 lutego 2010	Enea	Inwestorzy instytucjonalni	–	Ministerstwo Skarbu Państwa	280,90	16,05
2 listopada 2009	TP SA	–	–	Capital Research and Management Company	272,44	4,94
24 czerwca 2010	Europolis Invest	CA Immo International	Austria	Volksbank International	272,00	100,00
3 sierpnia 2009	Nowaco Czech Republic, Farutex	Bidvest Group	RPA, inne	Bancroft Private Equity, Nova Investments	250,00	100,00
14 czerwca 2010	Agros Nova	IK Investment Partners	Wielka Brytania	Sonda	248,40	99,53
8 października 2009	HTL-Strefa	Terantium Investments	Polska	Noryt N.V., OFE Polsat, inni	208,36	97,32
8 lutego 2010	C. H. Arkadia w Warszawie	Rodamco Europe	Holandia	Ivanhoe Cambridge Simson Property Group	200,00	100,00
6 listopada 2009	ITI Neovision	TVN	Polska	ITI Group	188,00	49,00

Źródło: opracowanie własne na podstawie *Rynek fuzji i przejęć. Polska na tle Europy Środkowej. Edycja 2010, op. cit., s. 7* oraz *Rynek fuzji i przejęć. Polska na tle Europy Środkowo-Wschodniej, op. cit., s. 11*.

Przedstawiona w tab. 2.7 lista 15 największych pod względem wartości transakcji na rynku fuzji i przejęć w Polsce ogłoszonych od początku 2009 r. do końca pierwszej połowy 2010 r. wskazuje, iż wśród aktywnych podmiotów na tym rynku można wskazać również fundusze *private equity*.

Analiza sektorowa rynku fuzji i przejęć wskazuje, iż większość realizowanych na polskim rynku transakcji koncentruje się w trzech następujących sektorach (zob. wykres 2.2):

- informatyka, media, komunikacja, rozrywka,
- budownictwo i nieruchomości oraz
- produkcja przemysłowa.

Wykres 2.2. Ujęcie sektorowe polskiego rynku fuzji i przejęć w okresie od 2009 r. do pierwszej połowy 2010 r.

Źródło: opracowanie własne na podstawie *Rynek fuzji i przejęć. Polska na tle Europy Środkowej. Edycja 2010, Badanie KPMG i DealWatch*, s. 9 oraz *Rynek fuzji i przejęć. Polska na tle Europy Środkowo-Wsch odniej. I półrocze 2010, Badanie KPMG i DealWatch*, s. 13.

Z kolei analiza polskiego rynku fuzji i przejęć w ujęciu wartościowym w obu badanych okresach wskazuje na występowanie dominacji sektora energetyka, paliwa i surowce naturalne. Z punktu widzenia realizacji procesów wyjścia z inwestycji funduszy *private equity* można stwierdzić, iż uwidoczniony zróżni-

cowany i zrównoważony rozkład sektorowy zawieranych transakcji jest korzystny, gdyż stwarza dobre warunki do sprzedaży spółek portfelowych prowadzących działalność w różnych obszarach gospodarki.

Centralnym miejscem realizacji procesów dezinvestycji funduszy *private equity* za pośrednictwem polskiego rynku kapitałowego jest Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie. Warszawski parkiet od rozpoczęcia swojej działalności w 1991 r. stwarza warunki do sprawnego przepływu zasobów finansowych między różnymi uczestnikami tego rynku, należącymi nie tylko do krajowego rynku finansowego.

Tabela 2.8

Podstawowe informacje charakteryzujące rozwój GPW w Warszawie w latach 1991–2011

Rok	Liczba spółek	Kapitalizacja spółek krajowych [mln zł]	Obroty akcjami [mln zł]	Obroty obligacjami [mln zł]	Wolumen obrotu kontraktami	Stopa zwrotu WIG [%]
1991	9	161,00	15	0	–	–8,09
1992	16	351,00	114	11	–	13,20
1993	22	5 845,00	3 937	279	–	1 095,30
1994	44	7 450,00	11 710	1 650	–	–39,90
1995	65	11 271,00	6 836	9 638	–	1,50
1996	83	24 000,00	14 948	8 110	–	89,10
1997	143	43 766,00	26 171	6 744	–	2,30
1998	198	72 442,00	31 191	4 291	24 320	–12,80
1999	221	123 411,00	44 672	2 383	207 372	41,30
2000	225	130 085,00	84 637	2 295	1 516 042	–1,30
2001	230	103 369,91	40 300	2 567	3 754 854	–21,99
2002	216	110 564,64	31 834	2 066	3 175 890	3,19
2003	203	140 001,47	40 118	6 337	4 231 949	44,92
2004	230	214 312,57	59 759	4 177	3 609 125	27,94
2005	255	308 417,62	98 517	2 754	5 378 517	33,66
2006	284	437 719,22	169 348	2 768	6 386 046	41,60
2007	351	509 887,41	239 740	1 748	9 477 868	10,39
2008	374	267 359,31	165 658	2 500	12 233 935	–51,07
2009	379	421 178,00	175 943	1 476	13 424 593	46,85
2010	400	542 646,12	234 288	1 428	14 009 202	18,77
2011	426	446 151,22	268 139	836	14 608 953	–20,83

Źródło: http://www.gpw.pl/analizy_i_statystyki.

Począwszy od pierwszego notowania polska giełda rozwijała się bardzo dynamicznie (zob. tab. 2.8) i nawet pomimo występujących okresów spowolnienia i dekoniunktury uznawana jest obecnie za najlepiej rozwinięty parkiet giełdowy Europy Środkowo-Wschodniej⁵⁶.

Polski rynek kapitałowy jest znacznie uzależniony od napływu kapitału zagranicznego (zob. wykres 2.3), co może wpływać na wzrost ryzyka związanego z realizacją procesów dezinwestycji funduszy *private equity*.

Wykres 2.3. Udział poszczególnych grup inwestorów w obrotach na GPW w Warszawie w latach 2006–2011

Źródło: opracowanie własne na podstawie www.gpw.pl.

Analizując dane przedstawione na wykresie 2.4 można wskazać na niepokojący sygnał o osłabieniu aktywności krajowych uczestników rynku kapitałowego. Bardzo wiele czynników ma wpływ na skłonność inwestorów indywidualnych i instytucjonalnych do inwestowania na rynku kapitałowym⁵⁷. W ostatnich latach znaczący wpływ na tę sytuację z pewnością miało pogorszenie koniunktury giełdowej. Istotną determinantą czynnego udziału krajowych inwestorów instytucjonalnych były również znaczące umorzenia jednostek uczestnictwa w akcyjnych

⁵⁶ Zob. K. Nermend, A. Kuciński, *Pozycja Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie na tle europejskich parkietów*, „Studia i Materiały Polskiego Stowarzyszenia Zarządzania Wiedzą” 2011, nr 56, s. 150–162; W. Przybylska-Kapuścińska, *Rozwój polskiego rynku giełdowego na tle sytuacji giełd europejskich w XX*, [w:] *Roczniki Ekonomiczne Kujawsko-Pomorskiej Szkoły Wyższej*, nr 1, Wydawnictwo Kujawsko-Pomorskiej Szkoły Wyższej w Bydgoszczy, Bydgoszcz 2008, s. 117–137; A. Wójcik-Mazur, *Analiza rozwoju systemu finansowego w Polsce na tle państw europy środkowo-wschodniej w latach 2006–2009*, „Zeszyty Naukowe Politechniki Śląskiej, Organizacja i Zarządzanie nr 59” 2011, s. 25–37; *Rocznik giełdowy 2012*, Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, Warszawa 2012, s. 17.

⁵⁷ Zob. M. Janicka, *Wpływ procesów prywatyzacyjnych na rozwój rynku kapitałowego w Polsce*, „Acta Universitatis Lodzensis”, Folia Oeconomica 151, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2000, s. 135–140.

funduszach inwestycyjnych obserwowane w 2008 r. i okresach późniejszych⁵⁸. Klienci tych instytucji przenosili swoje aktywa do produktów o znacznie mniejszym poziomie ryzyka, takich jak fundusze dłużne czy lokaty bankowe.

Wykres 2.4. Udział poszczególnych grup inwestorów w obrotach na GPW w Warszawie w latach 2006–2011 w półrocznych interwałach (w %)

Źródło: jak do wykresu 2.3.

Niekorzystny wpływ na możliwości realizacji dezinwestycji funduszy *private equity* za pośrednictwem rynku giełdowego mogą mieć zmiany regulacji prawnych z zakresie funkcjonowania otwartych funduszy emerytalnych dotyczące przesunięcia części składki emerytalnej z otwartych funduszy emerytalnych do ZUS⁵⁹. Na GPW w Warszawie to właśnie towarzystwa funduszy inwestycyjnych oraz otwarte fundusze emerytalne generują znaczącą część obrotów papierami wartościowymi (zob. wykres 2.5).

Nastroje rynkowe panujące na publicznym rynku papierów wartościowych znacząco wpływały również na skłonność przedsiębiorstw do wprowadzania akcji nowych spółek na warszawską giełdę. W okresach bessy (np. lata 1999–2002, 2007–2009) malała liczba spółek, których akcje były po raz pierwszy wprowadzane do publicznego obrotu, jednakże w czasie hossy (np. lata 2005–2007) można zaobserwować odwrócenie trendu i znaczący wzrost liczby debiutujących spółek (zob. wykres 2.6).

⁵⁸ B. Waszczyk, *Fundusze agresywne cały czas w odstawce*, Open Finance, http://www.open.pl/news/fundusze_agresywne_caly_czas_w_odstawce.html.

⁵⁹ Ustawa z dnia 25 marca 2011 r. o zmianie niektórych ustaw związanych z funkcjonowaniem systemu ubezpieczeń społecznych, DzU 2011, nr 75, poz. 398.

Wykres 2.5. Udział poszczególnych rodzajów krajowych inwestorów instytucjonalnych w obrotach na GPW w Warszawie w latach 2006–2011 w półrocznych interwałach (w %)
Źródło: jak do wykresu 2.3.

Wykres 2.6. Liczba debiutów i wartość indeksu WIG na GPW w Warszawie w latach 1991–2011

Źródło: jak do wykresu 2.3.

Na podstawie analizy danych liczbowych przedstawionych na wykresie 2.6 można zauważyć negatywny wpływ kryzysu gospodarczego na liczbę debiutów na warszawskim rynku giełdowym. Po 2007 r., kiedy to zanotowano 81 debiutów giełdowych, zauważalny jest wyraźny spadek liczby nowych spółek, które podjęły decyzję o wprowadzeniu po raz pierwszy akcji do publicznego obrotu. Wpływ niekorzystnych uwarunkowań makroekonomicznych na skalę i zakres pierwszych ofert publicznych był charakterystyczny również dla innych giełd europejskich (zob. wykres 2.7).

Wykres 2.7. Liczba i wartość pierwszych ofert publicznych na giełdach w krajach Unii Europejskiej w latach 2007–2010 w interwałach kwartalnych

Źródło: opracowanie własne na podstawie *IPO Watch Europe – Review of the year 2008*, PricewaterhouseCoopers, 2009, s. 3; *IPO Watch Europe – Review of the year 2010*, PricewaterhouseCoopers, 2011, s. 8 opublikowanych na www.pwc.com.

Największe załamanie na europejskim rynku debiutów giełdowych nastąpiło w pierwszym kwartale 2009 r. Wówczas swoje pierwsze notowanie miało miejsce zaledwie 16 spółek, które zaoferowały akcje o łącznej wartości 35 mln EUR (zob. wykres 2.7). Taki obraz wskazuje na ograniczenia możliwości przeprowadzenia sprawnego wyjścia z inwestycji funduszy *private equity* za pośrednictwem publicznego rynku papierów wartościowych. W kolejnych kwartałach można było jednak zaobserwować powolną odbudowę rynku pierwszych ofert publicznych w Unii Europejskiej.

Polski rynek giełdowy w porównaniu z innymi giełdami Unii Europejskiej pod względem liczby oraz wartości realizowanych debiutów giełdowych ocenić można pozytywnie, biorąc zarówno pod uwagę główny parkiet warszawskiej

giełdy, jak i rynek *NewConnect*. Można stwierdzić, iż polska giełda znajduje się w obszarze zainteresowania inwestorów chcących aktywnie uczestniczyć w pierwotnym rynku akcji.

Dane zawarte w tab. 2.9 wskazują, iż w analizowanym okresie centralnym ośrodkiem realizacji pierwszych publicznych ofert sprzedaży akcji na rynku pierwotnym w Unii Europejskiej był London Stock Exchange. W latach 2007–2010 na głównym parkiecie tej giełdy zrealizowano łącznie 198 pierwszych ofert publicznych o łącznej wartości prawie 44,5 mld EURO, co stanowiło niemalże 55% ogółu wartości wszystkich publicznych ofert związanych z debiutami giełdowymi spółek na unijnym rynku. Znaczną aktywność w zakresie pierwszych ofert publicznych można również zauważyć na NYSE Euronext, Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie oraz NASDAQ OMX.

Analizując informacje zawarte w tab. 2.9 można ponadto wskazać, iż istotną rolę w rozwoju pierwotnego rynku akcji w Unii Europejskiej odgrywają również alternatywne systemy obrotu akcjami, tworzone i funkcjonujące przy głównych giełdach papierów wartościowych. Na rynku polskim jest to *NewConnect*. Warto podkreślić, iż liczba zrealizowanych ofert na tych rynkach była wyraźnie większa od liczby ofert przeprowadzonych na głównych parkietach, jednakże wartość kapitału pozyskanego w wyniku tych ofert jest dużo niższa, co znajduje odzwierciedlenie w różnicy pomiędzy średnimi wartościami ofert.

Rozwój alternatywnych możliwości dostępu do rynku kapitałowego należy odbierać jako jednoznacznie pozytywny sygnał z punktu widzenia działalności funduszy *private equity*. Rynek *NewConnect* jest to bowiem miejscem, gdzie mogą być realizowane procesy dezinwestycji w tych spółkach portfelowych, które nie spełniają jeszcze rygorystycznych wymogów stawianych spółkom na głównym parkiecie GPW w Warszawie.

Analiza sektorowego rozkładu przeprowadzonych w analizowanym okresie pierwszych ofert publicznych dowodzi ich znacznego zróżnicowania (zob. tab. 2.10).

W latach 2007–2010 najwięcej pierwszych ofert publicznych przeprowadziły spółki, które prowadziły działalność gospodarczą w sektorach produktów i usług przemysłowych, działalność inwestycyjną oraz funkcjonowały w obszarach związanych z nowymi technologiami. Oferty tych przedsiębiorstw stanowiły ponad 42% wszystkich transakcji tego typu. Spółki działające w innych sektorach gospodarki również aktywnie uczestniczyły na rynku pierwszych ofert publicznych, jednakże ich udział w ogólnej liczbie zrealizowanych ofert był mniejszy, a w poszczególnych latach ulegał pewnym fluktuacjom. Tego typu dywersyfikacja powinna być interpretowana jako pozytywny sygnał dla funduszy zainteresowanych realizacją wyjść z inwestycji za pośrednictwem publicznego rynku papierów wartościowych, gdyż nie wskazuje na występowanie barier w tym względzie. Inwestorzy giełdowi są skłonni do uczestnictwa w ofertach przedsiębiorstw prowadzących działalność w różnych sektorach gospodarki.

Tabela 2.9

Liczba i wartość pierwszych ofert publicznych na poszczególnych giełdach
w krajach Unii Europejskiej w latach 2007–2010

Wyszczególnienie	2007		2008		2009		2010	
	liczba ofert	wartość ofert [mln EUR]	liczba ofert	wartość ofert [mln EUR]	liczba ofert	wartość ofert [mln EUR]	liczba ofert	wartość ofert [mln EUR]
Rynki główne								
London (Main)	99	27641	38	7137	9	620	52	9034
NYSE Euronext (Euronext)	40	7563	16	2466	6	1907	11	344
WSE (Main)	80	1980	30	2455	12	1584	26	3770
Deutsche Börse	28	6734	2	324	1	48	10	2297
BME (Spanish Exchanges)	12	10084	1	292	1	–	2	1514
SIX Swiss Exchange	10	1975	6	169	4	–	4	163
NASDAQ OMX (Main)	35	2301	10	152	6	66	15	2007
Borsa Italiana	29	3943	6	129	1	105	2	2099
Luxembourg	1	–	4	18	–	–	–	–
Oslo Børs	18	1264	4	2	–	–	9	2362
ISE	1	1495	1	–	–	–	–	–
Wiener Börse	6	1427	–	–	–	–	–	–
Athens Stock Exchange	3	479	–	–	1	10	–	–
Razem*	360	65292	115	11736	41	4340	130	23590
Średnia wartość oferty		181,37		102,05		105,85		181,46
Alternatywne systemy obrotu								
London (AIM)	220	9537	58	1423	14	655	58	1180
Luxembourg (EuroMTF)	18	1401	15	267	22	1575	36	797
London (PSM)	5	1909	2	255	1	355	–	–
London (SFM)	–	–	1	69	1	30	4	305
Oslo Axess	19	729	10	63	2	91	7	83
NASDAQ OMX (First North)	50	837	16	56	5	–	9	22
WSE (NewConnect)	24	41	61	47	26	10	86	40
NYSE Euronext (Alternext)	39	445	7	31	3	–	21	73
Deutsche Börse (Entry Standard)	34	250	10	6	4	5	13	116
NYSE Euronext (Marché Libre)	48	24	42	4	–	–	–	–
ISE (IEX)	9	183	–	–	–	–	–	–
BME (Spanish Exchanges) MAB	–	–	–	–	2	19	10	48
Borsa Italiana (AIM)	–	–	–	–	5	32	6	32
Razem*	459	15181	222	2221	85	2772	250	2696
Średnia wartość oferty		33,07		10,00		32,61		10,78

* dane zawarte w tabeli nie sumują się, gdyż część spółek przeprowadzała oferty sprzedaży akcji jednocześnie na kilku rynkach; więcej szczegółów w dokumentach źródłowych.

Źródło: opracowanie własne na podstawie *IPO Watch Europe – Review of the year 2008*, PricewaterhouseCoopers, 2009, s. 7; *IPO Watch Europe – Review of the year 2010*, PricewaterhouseCoopers, 2011, s. 13 opublikowanych na www.pwc.com.

Tabela 2.10

Ujęcie sektorowe pierwszych publicznych ofert sprzedaży akcji na rynkach kapitałowych Unii Europejskiej w latach 2007–2010 [w %]

Wyszczególnienie	2007	2008	2009	2010	2007–2010
Produkty i usługi przemysłowe	18,08	17,80	14,84	16,41	17,39
Działalność inwestycyjna	14,64	14,54	14,06	12,50	14,08
Nowe technologie	11,07	10,98	12,50	9,38	10,77
Usługi finansowe	6,15	5,64	7,81	5,99	6,14
Nieruchomości	6,03	5,34	6,25	4,17	5,48
Ropa naftowa i gaz	4,55	5,34	3,13	3,91	4,45
Farmaceutyki i biotechnologia	3,94	2,67	3,13	7,03	4,33
Żywność i napoje	3,57	4,45	2,34	4,95	3,97
Media	4,06	2,97	3,91	4,69	3,97
Artykuły osobiste i gospodarstwa domowego	3,20	4,15	2,34	3,65	3,43
Handel	2,71	3,86	3,13	4,69	3,43
Górnictwo	2,95	2,37	1,56	5,99	3,43
Usługi komunalne	2,34	4,15	5,47	3,91	3,31
Budownictwo i materiały budowlane	1,97	3,86	7,03	2,86	2,95
Usługi telekomunikacyjne	2,58	4,15	1,56	2,86	2,89
Podróże i rekreacja	3,69	2,67	0,78	2,08	2,89
Opieka zdrowotna	1,48	1,78	2,34	1,30	1,56
Przemysł drzewny i metalowy	1,97	0,30	2,34	1,04	1,44
Banki	1,72	0,89	1,56	0,52	1,26
Ubezpieczenia	1,11	0,30	2,34	1,04	1,02
Motoryzacyjny i części samochodowych	1,48	0,59	0,78	0,26	0,96
Chemiczny	0,74	1,19	0,78	0,78	0,84
Razem	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00

Źródło: opracowanie własne na podstawie kwartalnych załączników do raportów *IPO Watch Europe* publikowanych na www.pwc.com.

2.4. Metody dezinvestycji funduszy *private equity* na rynku polskim

Głównym celem analizy stosowanych na polskim rynku metod wyjścia z inwestycji funduszy *private equity* jest rozpoznanie i wskazanie na najczęściej wykorzystywane na krajowym rynku kapitału podwyższonego ryzyka metody dezinvestycji. Zasadnicza analiza empiryczna stosowanych przez fundusze me-

tod wyjścia z inwestycji na polskim rynku została przeprowadzona z uwzględnieniem dwóch mierników oceny, a mianowicie: liczby przedsiębiorstw oraz kwoty dezinwestycji, wyrażonej w koszcie początkowym inwestycji⁶⁰.

Fundusze *private equity* działające w Polsce podejmują aktywne działania w zakresie wyjść z inwestycji i realizacji planowanego zysku z inwestycji. W latach 2002–2010 zakończone zostały inwestycje o początkowej wartości prawie 723 mln EUR. (zob. wykres 2.8).

Wykres 2.8. Wyjścia z inwestycji funduszy mających siedzibę w Polsce w latach 2002–2010

Źródło: opracowanie własne na podstawie *EVCA Yearbook 2003–2011*.

Analizując jednakże aktywność funduszy *private equity* w zakresie dezinwestycji ze względu na liczbę przedsiębiorstw można wskazać na pesymistyczny obraz tego rynku. W latach 2003–2009 zauważalny jest wyraźny spadek liczby przedsiębiorstw udziałowych objętych procesami wyjścia z inwestycji. W 2009 r. zakończono inwestycje zaledwie w 13 spółkach. W 2010 r. można wskazać na pojawienie się pewnych oznak ożywienia na tym rynku, gdyż liczba spółek, z którymi fundusze zakończyły współpracę wzrosła w porównaniu

⁶⁰ Tak skromne studium diagnostyczne w żadnym stopniu nie upoważnia do formułowania wniosków w zakresie poziomu efektywności osiąganego przez fundusze *private equity* prowadzące działalność na polskim rynku. Niemniej jednak wyniki badań stanowią – jak się wydaje – ważną podstawę poznawczą analizowanego procesu.

z poprzednim rokiem, aczkolwiek nadal kształtuje się ona na bardzo niskim poziomie.

Najczęściej stosowanymi metodami zakończenia współpracy pomiędzy spółką kapitałową i funduszem są sprzedaż spółki inwestorowi branżowemu oraz zbycie posiadanych udziałów w drodze emisji publicznej (zob. wykres 2.9).

Wykres 2.9. Udział poszczególnych metod dezinvestycji w łącznej wartości wyjść z inwestycji funduszy *private equity* mających siedzibę w Polsce w latach 2002–2010

Źródło: jak do wykresu 2.8.

W latach 2002–2010 najczęściej stosowaną metodą zakończenia współpracy pomiędzy spółką portfelową oraz funduszem *private equity* według kryterium kwoty dezinvestycji była sprzedaż spółki inwestorowi branżowemu. Tę ścieżkę wyjścia z inwestycji zastosowano w 31,61% sumy wszystkich dezinvestycji w tym okresie. Sprzedaż akcji spółki w drodze emisji publicznej w warunkach polskiego rynku odgrywa również istotną rolę, gdyż w ten sposób przeprowadzona została ponad jedna czwarta wszystkich dezinvestycji w tym okresie. Trzecią najczęściej wybieraną formą wyjścia z inwestycji była sprzedaż spółki portfelowej innemu funduszowi *private equity*. Warto podkreślić, iż likwidacja spółki/umorzenie udziałów w praktyce dezinvestycji krajowych funduszy *private equity* stanowiła stosunkowo niewielki udział i wynosiła zaledwie 10,49%. Pozostałe metody dezinvestycji były stosowane przez polskie firmy zarządzające w znacznie mniejszej skali.

Zbliżony obraz struktury stosowanych metod zakończenia współpracy pomiędzy funduszem *private equity* a spółką portfelową otrzymujemy analizując te procesy w oparciu o liczbę przedsiębiorstw objętych procesami dezinvestycji poszczególnymi metodami (zob. wykres 2.10).

Wykres 2.10. Zastosowanie poszczególnych metod dezinwestycji w procesach wyjść z inwestycji funduszy *private equity* mających siedzibę w Polsce według liczby przedsiębiorstw w latach 2002–2010

Źródło: jak do wykresu 2.8.

W analizowanym okresie udział poszczególnych metod zakończenia współpracy pomiędzy funduszem a spółką portfelową nie miał charakteru stałego i zmieniał się w poszczególnych latach (zob. wykres 2.11).

Dane zawarte na wykresie 2.11 wskazują, iż niemalże w każdym z analizowanych lat sprzedaż spółki inwestorowi branżowemu stanowiła znaczącą część wszystkich przeprowadzonych dezinwestycji, przy czym największy jej udział odnotowany został w 2008 r. Z kolei sprzedaż spółki w drodze publicznej emisji akcji stanowiła znaczącą metodę dezinwestycji w warunkach polskiego rynku do 2006 r., kiedy to tym sposobem zrealizowano ponad 53% wszystkich wyjść z inwestycji. W kolejnych dwóch latach zauważalna jest marginalizacja znaczenia giełdy papierów wartościowych w procesie wyjść z inwestycji funduszy *private equity* na krajowym rynku. Natomiast w 2009 r. prawie połowa wszystkich dezinwestycji została zrealizowana za pośrednictwem publicznego rynku akcji. Było to jednak krótkotrwałe ożywienie, gdyż w 2010 r. znaczenie tej formy dezinwestycji ponownie zmalało. Wykorzystanie pozostałych metod dezinwestycji było zróżnicowane w poszczególnych latach. Należy podkreślić, iż 2010 r. przedstawia bardzo niepokojący obraz tego rynku. Udział inwestycji zakończonych likwidacją spółki/umorzeniem udziałów wzrósł do niespotykanego dotąd w warunkach polskich poziomu i wynosił prawie 60%. Świadczyć to może także o negatywnym wpływie sytuacji makroekonomicznej na funkcjonowanie i rozwój przedsiębiorstw udziałowych.

Wykres 2.11. Metody dezinwestycji stosowane przez fundusze *private equity* mające siedzibę w Polsce w latach 2002–2010

Źródło: jak do wykresu 2.8.

Pełniejszy obraz rynku wyjść z inwestycji funduszy *private equity* w Polsce można uzyskać analizując go w oparciu o informacje prezentowane według siedziby spółki portfelowej, a nie według siedziby firmy zarządzającej danym funduszem⁶¹.

Na podstawie danych zawartych w tab. 2.11 można wskazać, iż struktura stosowanych metod dezinwestycji wobec spółek portfelowych mających siedzibę w Polsce w latach 2007–2010 była wyraźnie zdywersyfikowana. W praktyce realizowanych wówczas wyjść z inwestycji dużą rolę odgrywały sprzedaż spółki innemu funduszowi *private equity* oraz zbycie przedsiębiorstwa udziałowego na rzecz inwestora branżowego. Niepokojącym sygnałem jest niewielkie znaczenie publicznego rynku kapitałowego w analizowanych procesach dezinwestycji. Wyjątek stanowi 2009 r., kiedy za pośrednictwem giełdy papierów wartościowych fundusze wyszły z inwestycji o początkowej wartości ponad 14 mln EURO, co stanowiło ponad 45% wszystkich zrealizowanych w tym roku dezinwestycji.

⁶¹ Tego typu analiza możliwa jest jednakże dopiero od 2007 r., co wynika z dostępności i porównywalności danych empirycznych. W 2007 r. *EVCA* zmieniła stosowane przekroje klasyfikacyjne. Dalsza analiza prowadzona będzie zatem w tzw. ujęciu *market*.

Transakcje te miały jednakże miejsce na rynku wtórnym. Zauważalny niedostatek aktywności funduszy na rynku pierwotnym jest wyraźnym negatywnym sygnałem w zakresie realizacji efektywnych procesów wyjścia z inwestycji. Ponadto wysoki, dotychczas niepotykany na polskim rynku udział inwestycji zakończonych przez likwidację spółki/umorzenie udziałów w 2010 r., świadczyć może o bardzo niepokojącej sytuacji na krajowym rynku kapitału podwyższonego ryzyka.

Z kolei analiza sektorowa prowadzonych w latach 2007–2010 procesów dezinwestycji wskazuje, iż spółki portfelowe z którymi fundusze zdecydowały się zakończyć współpracę prowadziły działalność w różnych sektorach gospodarki (zob. tab. 2.11). Istotna część z nich funkcjonowała w sektorach związanych z produktami przemysłowymi, produktami konsumpcyjnymi i handlem oraz naukami biologicznymi. W poszczególnych latach struktura sektorowa procesów była odmienna, jednakże w każdym roku można wskazać pewne wiodące w tym zakresie sektory gospodarki.

Analiza prowadzonych przez fundusze *private equity* wyjść z inwestycji z punktu widzenia segmentu kapitału podwyższonego ryzyka wskazuje, że w analizowanym okresie przeważająca część dezinwestycji dotyczyła spółek znajdujących się na późniejszych etapach rozwoju w momencie inwestycji (zob. wykres 2.12).

Wykres 2.12. Kwota dezinwestycji według segmentu rynku kapitału podwyższonego ryzyka w latach 2007–2010

Źródło: opracowanie własne na podstawie *EVCA Yearbook 2008–2011*.

Tabela 2.11

Struktura dezinwestycji funduszy *private equity* w Polsce w latach 2007–2010 – ujęcie *market*

Wyszczególnienie	2007			2008			2009			2010		
	kwota [tys. EUR]	udział [%]	liczba spółek	kwota [tys. EUR]	udział [%]	liczba spółek	kwota [tys. EUR]	udział [%]	liczba spółek	kwota [tys. EUR]	udział [%]	liczba spółek
Sprzedaż inwestorowi branżowemu	30 306	16,31	11	20 463	28,04	2	6 265	19,93	3	7 314	9,28	4
Sprzedaż w drodze emisji publicznej	5 910	3,18	7	200	0,27	1	14 274	45,40	4	1 493	1,89	3
w tym: Pierwsza oferta publiczna	2 550	1,37	5	200	0,27	1	0	0,00	0	0	0,00	0
tym: Sprzedaż na rynku wtórnym	3 360	1,81	2	0	0,00	0	14 274	45,40	4	1 493	1,89	3
Likwidacja spółki/umorzenie udziałów	0	0,00	0	2 079	2,85	2	0	0,00	0	36 353	46,14	1
Splata preferencyjnych pożyczek	22 417	12,06	2	0	0,00	0	0	0,00	0	0	0,00	0
Sprzedaż innemu inwestorowi PE	98 934	53,23	4	26 993	36,99	4	585	1,86	2	13 277	16,85	4
Sprzedaż instytucji finansowej	3 785	2,04	3	0	0,00	0	9 981	31,75	2	181	0,23	2
Sprzedaż zarządowi spółki	3 423	1,84	2	3 624	4,97	5	0	0,00	0	20 171	25,60	5
Inne metody dezinwestycji	21 078	11,34	6	19 614	26,88	4	332	1,06	2	0	0,00	0
Razem	185 853	100,00	34	72 975	100,00	17	31 438	100,00	9	78 788	100,00	19

Ujęcie sektorowe												
Wyszczególnienie	2007			2008			2009			2010		
	kwota [tys. EUR]	udział [%]	liczba spółek	kwota [tys. EUR]	udział [%]	liczba spółek	kwota [tys. EUR]	udział [%]	liczba spółek	kwota [tys. EUR]	udział [%]	liczba spółek
Produkty przemysłowe	27 594	14,85	4	37 686	51,64	2	13 570	43,16	1	906	1,15	1
Usługi przemysłowe	4 638	2,50	1	1 481	2,03	1	11 049	35,15	2	2	0,00	1
Media	16 753	9,01	7	498	0,68	3	5 878	18,70	3	8 169	10,37	6
Komputery i elektronika użytkowa	10 711	5,76	7	3 802	5,21	4	210	0,67	1	411	0,52	1
Produkty konsumpcyjne i handel	32 691	17,59	2	545	0,75	1	0	0,00	0	47 558	60,36	4
Energia i środowisko	0	0,00	0	7 273	9,97	1	0	0,00	0	0	0,00	0
Usługi finansowe	11 200	6,03	5	1 600	2,19	1	580	1,84	1	20 070	25,47	4
Nauki biologiczne	73 990	39,81	3	3 944	5,40	2	0	0,00	0	0	0,00	0
Transport	7 000	3,77	1	14 446	19,80	1	0	0,00	0	0	0,00	0
Pozostałe	1 276	0,69	4	1 700	2,33	1	151	0,48	1	1 672	2,12	2
Razem	185 853	100,00	34	72 975	100,00	17	31 438	100,00	9	78 788	100,00	19

Źródło: opracowanie własne na podstawie *EVCA Yearbook 2008–2011*.

Tabela 2.12

Struktura dezinwestycji funduszy *private equity* w segmencie *venture capital* w Polsce w latach 2007–2010 – ujęcie *market*

Wyszczególnienie	2007			2008			2009			2010		
	kwota [tys. EUR]	udział [%]	liczba spółek	kwota [tys. EUR]	udział [%]	liczba spółek	kwota [tys. EUR]	udział [%]	liczba spółek	kwota [tys. EUR]	udział [%]	liczba spółek
Sprzedaż inwestorowi branżowemu	6 385	22,15	5	0	0,00	0	150	14,59	1	7	0,02	1
Sprzedaż w drodze emisji publicznej	2 532	8,78	5	200	5,38	1	124	12,06	2	1 493	5,08	3
w tym: Pierwsza oferta publiczna	2 172	7,53	4	200	5,38	1	0	0,00	0	0	0,00	0
tym: Sprzedaż na rynku wtórnym	360	1,25	1	0	0,00	0	124	12,06	2	1 493	5,08	3
Likwidacja spółki/tumozienie udziałów	0	0,00	0	479	12,89	1	0	0,00	0	0	0,00	0
Splata preferencyjnych pożyczek	2 067	7,17	1	0	0,00	0	0	0,00	0	0	0,00	0
Sprzedaż innemu inwestorowi PE	13 590	47,14	2	2 499	67,23	3	585	56,91	2	7 548	25,70	2
Sprzedaż instytucji finansowej	3 785	13,13	4	0	0,00	0	47	4,57	1	150	0,51	1
Sprzedaż zarządowi spółki	197	0,68	1	474	12,75	3	0	0,00	0	20 171	68,68	5
Inne metody dezinwestycji	303	1,05	5	66	1,78	1	121	11,77	1	0	0,00	0
Razem	28 831	100,00	18	3 717	100,00	8	1 028	100,00	3	29 368	100,00	12
Ujęcie sektorowe												
Wyszczególnienie	2007			2008			2009			2010		
	kwota [tys. EUR]	udział [%]	liczba spółek	kwota [tys. EUR]	udział [%]	liczba spółek	kwota [tys. EUR]	udział [%]	liczba spółek	kwota [tys. EUR]	udział [%]	liczba spółek
Produkty przemysłowe	0	0,00	0	0	0,00	0	0	0,00	0	906	3,08	1
Usługi przemysłowe	0	0,00	0	0	0,00	0	0	0,00	0	2	0,01	1
Media	2 932	10,17	4	498	13,40	3	878	85,41	2	7 490	25,50	6
Komputery i elektronika użytkowa	7 643	26,51	6	2 353	63,30	3	0	0,00	0	411	1,40	1
Produkty konsumpcyjne i handel	0	0,00	0	545	14,66	1	0	0,00	0	0	0,00	0
Energia i środowisko	0	0,00	0	0	0,00	0	0	0,00	0	0	0,00	0
Usługi finansowe	1 323	4,59	2	0	0,00	0	0	0,00	0	20 008	68,13	2
Nauki biologiczne	15 657	54,31	2	322	8,66	1	0	0,00	0	0	0,00	0
Transport	0	0,00	0	0	0,00	0	0	0,00	0	0	0,00	0
Pozostałe	1 276	4,43	4	0	0,00	0	150	14,59	1	551	1,88	1
Razem	28 831	100,00	18	3 717	100,00	8	1 028	100,00	3	29 368	100,00	12

Źródło: jak do tab. 2.11.

Tabela 2.13

Struktura dezinwestycji funduszy *private equity* w segmencie *buyout&growth* w Polsce w latach 2007–2010 – ujęcie *market*

Wyszczególnienie	2007			2008			2009			2010		
	kwota [tys. EUR]	udział [%]	liczba spółek	kwota [tys. EUR]	udział [%]	liczba spółek	kwota [tys. EUR]	udział [%]	liczba spółek	kwota [tys. EUR]	udział [%]	liczba spółek
Sprzedaż inwestorowi branżowemu	7 592	5,49	2	20 463	29,55	2	6 115	20,11	2	7 307	14,79	3
Sprzedaż w drodze emisji publicznej	3 378	2,44	2	0	0,00	0	14 150	46,53	2	0	0,00	0
w tym: Pierwsza oferta publiczna	378	0,27	1	0	0,00	0	0	0,00	0	0	0,00	0
tym: Sprzedaż na rynku wtórnym	3 000	2,17	1	0	0,00	0	14 150	46,53	2	0	0,00	0
Likwidacja spółki/tumozienie udziałów	0	0,00	0	1 600	2,31	1	0	0,00	0	36 353	73,56	1
Splata preferencyjnych pożyczek	20 350	14,71	1	0	0,00	0	0	0,00	0	0	0,00	0
Sprzedaż innemu inwestorowi PE	83 001	60,01	4	24 496	35,37	1	0	0,00	0	5 729	11,59	3
Sprzedaż instytucji finansowej	0	0,00	0	0	0,00	0	9 934	32,67	1	31	0,06	1
Sprzedaż zarządowi spółki	3 226	2,33	1	3 150	4,55	2	0	0,00	0	0	0,00	0
Inne metody dezinwestycji	20 775	15,02	4	19 549	28,23	3	210	0,69	1	0	0,00	0
Razem	138 322	100,00	11	69 258	100,00	9	30 410	100,00	6	49 420	100,00	8
Ujęcie sektorowe												
Wyszczególnienie	2007			2008			2009			2010		
	kwota [tys. EUR]	udział [%]	liczba spółek	kwota [tys. EUR]	udział [%]	liczba spółek	kwota [tys. EUR]	udział [%]	liczba spółek	kwota [tys. EUR]	udział [%]	liczba spółek
Produkty przemysłowe	25 252	18,26	3	37 686	54,41	2	13 570	44,62	1	0	0,00	0
Usługi przemysłowe	4 638	3,35	1	1 481	2,14	1	11 049	36,33	2	0	0,00	0
Media	9 137	6,61	1	0	0,00	0	5 000	16,44	1	679	1,37	1
Komputery i elektronika użytkowa	3 068	2,22	1	1 450	2,09	1	210	0,69	1	0	0,00	0
Produkty konsumpcyjne i handel	24 669	17,83	1	0	0,00	0	0	0,00	0	47 558	96,23	4
Energia i środowisko	0	0,00	0	7 273	10,50	1	0	0,00	0	0	0,00	0
Usługi finansowe	6 226	4,50	2	1 600	2,31	1	580	1,91	1	62	0,13	2
Nauki biologiczne	58 332	42,17	1	3 622	5,23	1	0	0,00	0	0	0,00	0
Transport	7 000	5,06	1	14 446	20,86	1	0	0,00	0	0	0,00	0
Pozostałe	0	0,00	0	1 700	2,45	1	1	0,00	0	1 121	2,27	1
Razem	138 322	100,00	11	69 258	100,00	9	30 410	100,00	6	49 420	100,00	8

Źródło: jak do tab. 2.11.

Na podstawie analizy danych liczbowych zawartych w tab. 2.12 można wskazać, iż dominującą metodą dezinwestycji w sektorze *venture capital* w latach 2007–2010 z punktu widzenia wielkości zainwestowanego kapitału była sprzedaż spółki innemu funduszowi *private equity*. Z kolei w 2010 r. duża część inwestycji w tym sektorze została zakończona przez sprzedaż spółki jej zarządowi. Sprzedaż akcji na publicznym rynku kapitałowym nie odgrywała znaczącej roli w procesach dezinwestycji w tym segmencie inwestycji kapitału podwyższonego ryzyka. Z kolei analiza sektorowa wskazuje, że spółki portfelowe objęte procesami dezinwestycji prowadziły działalność zwłaszcza w obszarze komputerów i elektroniki użytkowej, mediów, usług finansowych oraz nauk biologicznych.

Dane zawarte w tab. 2.13 wskazują, że w segmencie inwestycji w przedsiębiorstwa znajdujące się na późniejszych etapach rozwoju w momencie nawiązania współpracy z funduszem, w procesach dezinwestycji poza sprzedażą spółki innemu funduszowi *private equity* istotną rolę odgrywały również pozostałe metody, a zwłaszcza sprzedaż spółki inwestorowi branżowemu. Większe znaczenie w porównaniu z segmentem *venture capital* mają transakcje realizowane za pośrednictwem giełdy papierów wartościowych. Znacząca większość transakcji dotyczyła spółek prowadzących działalność w sektorach związanych z produktami i usługami przemysłowymi, produktami konsumpcyjnymi i handlem, a także naukami biologicznymi.

Wykres 2.13. Średnia wartość dezinwestycji przypadająca na jedno przedsiębiorstwo w latach 2007–2010

Źródło: jak do wykresu 2.12.

Można wskazać, iż średnia wielkość dezinwestycji w segmencie *private equity* związanym w lokowaniem kapitału w przedsiębiorstwa znajdujące się na późniejszych etapach wzrostu jest znacząco wyższa w porównaniu z wyjściami z inwestycji typu *venture capital* (zob. wykres 2.13).

Na polskim rynku realizowanych jest niespełna 30% wszystkich dezinwestycji z regionu środkowoeuropejskiego. Jednakże cały rynek dezinwestycji Europy Środkowo-Wschodniej nadal stanowi niewielki ułamek całego rynku europejskiego (zob. wykres 2.14).

Wykres 2.14. Wartość dezinwestycji funduszy *private equity* w Europie w latach 2008–2010

Źródło: opracowanie własne na podstawie *Central and Eastern Europe Statistics 2009–2011, An EVCA Special Paper*.

Z punktu widzenia stosowanych metod dezinwestycji rynek Europy Środkowo-Wschodniej nie różni się znacznie od krajowego rynku. Na podstawie danych zawartych w tab. 2.14 można wskazać, iż najczęściej wykorzystywanymi sposobami zakończenia współpracy pomiędzy funduszem *private equity* i spółką portfelową w latach 2007–2010 były sprzedaż spółki innemu funduszowi *private equity* oraz zbycie przedsiębiorstwa udziałowego inwestorowi branżowemu. Niepokojącą cechą dezinwestycji w całym regionie jest niewielki udział rynków kapitałowych w zawieraniu transakcji. Tylko 2009 r. przyniósł pewne ożywienie w tym względzie, aczkolwiek już w kolejnym roku zauważyć można ponowną marginalizację tej części rynku finansowego. Pozytywnym sygnałem o stanie rynku *private equity* jest natomiast niewielki udział przedsiębiorstw objętych procesami likwidacji/umorzenia udziałów.

Tabela 2.14

Struktura dezinwestycji funduszy *private equity* w Europie Środkowo-Wschodniej w latach 2007–2010 – ujęcie *market*

Wyszczególnienie	2007			2008			2009			2010		
	kwota [tys. EUR]	udział [%]	liczba spółek	kwota [tys. EUR]	udział [%]	liczba spółek	kwota [tys. EUR]	udział [%]	liczba spółek	kwota [tys. EUR]	udział [%]	liczba spółek
Sprzedaż inwestorowi branżowemu	275 942	60,93	27	75 606	31,60	18	16 326	12,38	9	115 496	38,56	13
Sprzedaż w drodze emisji publicznej	10 018	2,21	6	200	0,08	1	17 541	13,30	5	1 493	0,50	3
w Pierwsza oferta publiczna	4 126	0,91	3	200	0,08	1	3 267	2,48	1	0	0,00	0
tym: Sprzedaż na rynku wtórnym	5 892	1,30	3	0	0,00	0	14 274	10,82	4	1 493	0,50	3
Likwidacja spółki/tumorzenie udziałów	0	0,00	0	2 079	0,87	2	4 261	3,23	3	82 721	27,62	8
Splata preferencyjnych pożyczek	20 350	4,49	1	0	0,00	0	8 615	6,53	4	1 582	0,53	3
Sprzedaż innemu inwestorowi PE	81 109	17,91	9	108 098	45,19	8	21 456	16,26	4	65 039	21,71	12
Sprzedaż instytucji finansowej	11 365	2,51	7	13 675	5,72	3	53 043	40,21	5	181	0,06	2
Sprzedaż zarządowi spółki	11 957	2,64	9	16 343	6,83	13	7 692	5,83	6	30 096	10,05	16
Inne metody dezinwestycji	42 167	9,31	10	23 222	9,71	6	2 986	2,26	6	2 923	0,98	1
Razem	452 908	100,00	67	239 223	100,00	50	131 919	100,00	38	299 531	100,00	55
Ujęcie sektorowe												
Wyszczególnienie	2007			2008			2009			2010		
	kwota [tys. EUR]	udział [%]	liczba spółek	kwota [tys. EUR]	udział [%]	liczba spółek	kwota [tys. EUR]	udział [%]	liczba spółek	kwota [tys. EUR]	udział [%]	liczba spółek
Produkty przemysłowe	32 054	7,08	7	38 986	16,30	4	19 941	15,12	4	39 237	13,10	8
Usługi przemysłowe	252	0,06	1	1 716	0,72	2	11 049	8,38	2	1 519	0,51	2
Media	66 319	14,64	12	27 796	11,62	10	17 633	13,37	7	33 183	11,08	15
Komputery i elektronika użytkowa	8 409	1,86	5	4 744	1,98	6	25 408	19,26	5	1 974	0,66	2
Produkty konsumpcyjne i handel	65 677	14,50	11	41 778	17,46	6	44 368	33,63	8	50 561	16,88	7
Energia i środowisko	12 136	2,68	3	33 727	14,10	4	152	0,12	1	73 200	24,44	4
Usługi finansowe	39 964	8,82	6	1 836	0,77	2	4 896	3,71	2	62 754	20,95	6
Nauki biologiczne	45 245	9,99	2	53 812	22,49	4	448	0,34	1	15 952	5,33	2
Transport	17 367	3,83	3	14 446	6,04	1	0	0,00	0	317	0,11	1
Pozostałe	165 485	36,54	17	20 382	8,52	11	8 024	6,08	8	20 834	6,96	8
Razem	452 908	100,00	67	239 223	100,00	50	131 919	100,00	38	299 531	100,00	55

Źródło: opracowanie własne na podstawie *Central and Eastern Europe Statistics 2009–2011, An EVCA Special Paper*.

Analiza wyjść z inwestycji zrealizowanych w regionie Europy Środkowo-Wschodniej w ujęciu sektorowym wskazuje, iż znacząca część przedsiębiorstw udziałowych prowadziła działalność związaną z produktami konsumpcyjnymi i handlem. Ponadto znaczącą część zrealizowanych dezinwestycji stanowiły spółki funkcjonujące w sektorach związanych z produktami przemysłowymi, energią i środowiskiem, nauk biologicznych oraz usług finansowych (zob. tab. 2.14).

Rozdział 3

DETERMINANTY ARCHITEKTURY PROCESU DEZINWESTYCJI FUNDUSZY *PRIVATE EQUITY*

3.1. Główne nurty teoretyczne kształtowania procesu dezinwestycji funduszy *private equity*

Proces wyjścia z inwestycji stanowi kluczowy etap w cyklu życia każdej inwestycji dokonywanej przez fundusze *private equity*. O wadze decyzji podejmowanych na tym etapie świadczy ich znaczący wpływ zarówno na efekty ekonomiczne działalności funduszu, jak i na dalszy rozwój spółki portfelowej. Skutki procesu dezinwestycji będą odczuwalne przez fundusz i spółkę portfelową przez wiele lat, nawet po całkowitym ustaniu jakichkolwiek powiązań kapitałowych pomiędzy stronami.

Można wskazać na trzy główne problemy decyzyjne mające miejsce w procesie dezinwestycji funduszy *private equity* i dotyczą one wyboru¹:

- a) metody wyjścia z inwestycji,
- b) momentu – czasu wyjścia z inwestycji oraz
- c) stopnia realizacji dezinwestycji (całkowite lub częściowe wyjście z inwestycji).

Problemy dezinwestycji funduszy *private equity* są jednak rzadko uwzględniane w rozważaniach teoretycznych, a w literaturze przedmiotu brak jest teorii, na gruncie których możliwe byłoby pełniejsze wyjaśnienie działań podejmowanych przez uczestników tego rodzaju transakcji². Można jednak wskazać, że problemy te podjęte i rozwinięte są w teorii agencji oraz teorii asymetrii informacji.

¹ Por. D. J. Cumming, S. A. Johan, *Venture capital and Private equity Contracting. An International Perspective*, Elsevier 2009, s. 584.

² P. Gompers, J. Lerner, *The Venture capital Cycle*, MIT Press, Cambridge Massachusetts 2006, s. 350.

3.1.1. TEORIA AGENCJI A DEZINWESTYCJE FUNDUSZY *PRIVATE EQUITY*

Fundusze *private equity* działają jako pewnego rodzaju pośrednicy inwestujący zgromadzone środki w wybrane koncepty biznesowe. Specyficzna struktura funkcjonowania rynku *private equity* rodzi swoiste konsekwencje dla relacji występujących pomiędzy stronami transakcji. Relacje te odnoszą się nie tylko do zakończenia współpracy pomiędzy określoną spółką portfelową a funduszem *private equity*, lecz także do całego procesu inwestycyjnego. Zwracając uwagę przede wszystkim na analizę postępowania uczestników procesu dezinwestycji wskazać należy na możliwość i zasadność wyjaśnienia zachowań funduszy *private equity* z perspektywy teorii agencji, która powszechnie uznawana jest za dominujący paradygmat w literaturze z zakresu ładu korporacyjnego³.

Rozdzielenie własności od zarządzania i tym samym powstanie relacji między właścicielem przedsiębiorstwa a zarządzającym tą jednostką wskazuje, iż jedna ze stron, określana jako agent, działa w imieniu i na rzecz drugiej strony, określanej jako pryncypał⁴. Agent podejmuje, realizuje i kontroluje decyzje, których skutki są odczuwalne nie tylko przez niego samego, ale także przez pryncypała i pozostałych interesariuszy. Skala i siła odczuwania efektów rozdzielania własności od zarządzania zależą m. in. od różnicy maksymalizowanych przez nich własnych funkcji użyteczności oraz predyspozycji do rozwiązywania powstałego problemu agencji. Każda ze stron uczestniczących w tego typu relacji dąży do maksymalizacji własnej funkcji użyteczności i jest skłonna do wykorzystywania we własnym interesie okoliczności warunkujących wystąpienie problemu agencji⁵. Jeśli mechanizmy monitoringu i kontroli nie funkcjonują efektywnie agenci koncentrują się na realizacji własnych celów – pomnażaniu własnego bogactwa – w miejsce celów pryncypała⁶. W kontekście bogatych efektów licznych dyskusji o efektywności systemów *governance* w przedsiębiorstwie⁷ warto również zwrócić uwagę na alternatywne perspektywy oceny tych mechanizmów⁸.

³ Zob. J. Jeżak, *Ład korporacyjny. Doświadczenia oraz kierunki rozwoju*, Wydawnictwo C. H. Beck, Warszawa 2010, s. 147.

⁴ K. M. Eisenhardt, *Agency theory. An assessment and review*, „The Academy of Management Review” 1989, Vol. 14, No. 1, s. 58.

⁵ M. Gorynia, *Przedsiębiorstwo w nowej ekonomii instytucjonalnej*, „Ekonomista” 1999, nr 6, s. 780.

⁶ M. Marcinkowska, *Wpływ władztwa korporacyjnego na tworzenie wartości przedsiębiorstwa*, [w:] S. Rudolf (red.), *Rola nadzoru korporacyjnego w kreowaniu wartości przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2008, s. 34.

⁷ J. Jeżak (red.), *Struktury i formy sprawowania władzy w spółkach kapitałowych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2005, s. 36–42.

⁸ A. Samborski, *Governance w przedsiębiorstwie w kontekście społecznej odpowiedzialności*, „Przegląd organizacji” 2012, nr 1, s. 14–15.

Cechami charakterystycznymi dla problemu agencji jest nie tylko występowanie rozbieżności interesów między pryncypałem i agentem, lecz także istnienie⁹:

- a) niepewności,
- b) niemożności obserwacji wszystkich zachowań agenta przez pryncypała,
- c) kosztów zawarcia oraz wykonania kontraktów oraz
- d) asymetrii informacji pomiędzy stronami transakcji.

Problemy teorii agencji i towarzyszącej jej asymetrii informacji odzwierciedla m. in. występowanie dwóch zjawisk: pokusy nadużycia (ang. *moral hazard*) oraz negatywnej selekcji (ang. *adverse selection*).

Określenie *pokusa nadużycia* związane jest z oportunistycznymi działaniami agenta. Jest to sytuacja, w której agent podejmuje działania, mające na celu jak najlepsze zaspokojenie własnych interesów, nawet gdy są one sprzeczne z intereseem pryncypała¹⁰. Pryncypał nie posiada wystarczającej i adekwatnej wiedzy oraz obiektywnej informacji nie tylko o postępowaniu agenta, lecz także o sytuacji i warunkach działania przedsiębiorstwa. Co więcej, jego reakcje mogą być spóźnione i nie wynikając z systemu wczesnego ostrzegania, mogą wytworzyć pryncypałowi wiele strat finansowych i/lub społecznych. Agent, wykorzystując przewagę informacyjną, zwiększać może osiągnięte dla siebie korzyści kosztem strat ponoszonych przez pryncypała.

Zjawisko negatywnej selekcji wiąże się z kwestią ryzyka dokonania niewłaściwego wyboru wynikającego z niedostatku informacji¹¹. O jego występowaniu mówi się w sytuacji, kiedy agent posiada prywatne informacje, natomiast pryncypał nie posiadając tej wiedzy dokonuje wyborów, które nie są dla niego optymalne. Gdyby obie strony transakcji dysponowały taką samą informacją, wówczas postępowanie pryncypała byłoby odmienne. W literaturze przedmiotu występujące zjawisko negatywnej selekcji określane jest często jako *cytryny Akerlofa*¹².

Wydaje się, że sytuacja, określana mianem asymetrii informacji, odnosi się nieomal do wszystkich zdarzeń i procesów mających miejsce w działalności gospodarczej i społecznej. Jest ona wykreowana przez zbiór okoliczności oraz warunków funkcjonowania i rozwoju sprzyjających osiąganiu korzyści przez jedną ze stron w wyniku zdobywania, gromadzenia, przetwarzania i wykorzystania pełniejszej, szybszej, wiarygodniejszej i cenniejszej informacji. Z reguły

⁹ M. Gorynia, *op. cit.*, s. 780.

¹⁰ R. Müller, J. R. Turner, *The impact of principal-agent relationship and contract type on communication between project owner and manager*, „International Journal of Project Management” 2005, Vol. 23, s. 399.

¹¹ M. Janicka, *Liberalizacja przepływów kapitałowych w gospodarce światowej. Przypadek Polski*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2010, s. 74.

¹² G. A. Akerlof, *The Market for 'Lemons': Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, „The Quarterly Journal of Economics” 1970, Vol. 84, No. 3, s. 488–500.

taką informacją dysponuje agent. Zarządzanie problemem agencji można utożsamiać z optymalizacją problemu konfliktu interesów związanego z istnieniem zdecentralizowanej, asymetrycznej informacji¹³. Brak dostępu udziałowców do właściwych źródeł informacji powoduje w zasadzie ich swoiste wyłączenie w posiadanej własności, jaką jest przedsiębiorstwo, na rzecz menedżerów, którzy uzyskują daleko idącą władzę nad nim¹⁴. Jak wskazuje M. Janicka, wykorzystywanie przewagi informacyjnej przez uprzywilejowaną stronę transakcji w konsekwencji prowadzić może nie tylko do indywidualnych strat drugiej strony, ale również oznaczać może stratę dla całej gospodarki¹⁵.

Chociaż teoria agencji pierwotnie skupiała się na analizie relacji pomiędzy właścicielami przedsiębiorstwa a menedżerami zajmującymi się jego zarządzaniem, to ma ona charakter uniwersalny i znajduje szerokie zastosowanie do analizy związków pomiędzy różnymi grupami interesariuszy w przedsiębiorstwie¹⁶.

Problemy agencji w przypadku inwestycji *private equity* mają charakter niezwykle złożony. W. A. Sahlman zauważa, iż można wskazać na trzy podstawowe relacje agent – pryncypał zachodzące pomiędzy pierwotnymi inwestorami funduszu, funduszem *private equity* oraz spółką portfelową¹⁷ (zob. schemat 3.1):

- inwestor – fundusz *private equity*,
- fundusz *private equity* – przedsiębiorca¹⁸,
- przedsiębiorca – fundusz *private equity*.

W pierwszym przypadku mamy do czynienia z sytuacją, w której fundusz *private equity*, działając jako agent, może przedkładać własny interes ponad korzyści podmiotów, które, znajdując się w sytuacji pryncypała, udostępniają posiadany kapitał na inwestycje. W tej relacji ma miejsce wysoki poziom asymetrii informacji. W procesie inwestycyjnym fundusz jest wysoce aktywnym uczestnikiem rynku *private equity*, czynnie zarządzając posiadanym portfelem inwestycyjnym, w którego skład wchodzi z reguły różne spółki o odmiennych

¹³ M. Stradomski, *Finansowanie obce firm rodzinnych na rynku niedoskonałym*, PWE, Warszawa 2010, s. 83.

¹⁴ J. Adamczyk, *Spółeczna odpowiedzialność przedsiębiorstw*, PWE, Warszawa 2009, s. 68.

¹⁵ M. Janicka, *Liberalizacja przepływów kapitałowych...*, op. cit., s. 74.

¹⁶ S. A. Ross, *The economic theory of agency. The principal's problem*, „American Economic Review” 1973, Vol. 63, No. 2, s. 134.

¹⁷ W. A. Sahlman, *Structure of venture-capital organizations*, „Journal of Financial Economics” 1990, Vol. 27, s. 473–521; Por. M. Meuleman, M. Wright, S. Manigart, A. Lockett, *Private equity Syndication: Agency Costs, Reputation and Collaboration*, „Journal of Business Finance&Accounting”, June/July 2009, Vol. 36(5)&(6), s. 616–644.

¹⁸ Termin „przedsiębiorca” posiada w opracowaniu swoistą treść i nie jest on w pełni przystający do ogólnie przyjętego znaczenia tego pojęcia, spotykanego chociażby na gruncie prawa, ekonomii czy psychologii. Używany jest on do określenia osoby, która była pomysłodawcą i założycielem określonego przedsiębiorstwa, a także pozostaje właścicielem jego części po przystąpieniu do spółki funduszu *private equity*. Por. J. Duraj, M. Papiernik-Wojdera, *Przedsiębiorczość i innowacyjność*, Difin, Warszawa 2010, s. 9–18.

przedmiotach i rynkach działania, posiadanej technice i realizowanej technologii oraz programach i strategiach rozwoju swojej działalności. Podmioty, które udostępniły kapitał na inwestycje nie mają możliwości bezpośredniego nadzorowania działalności poszczególnych spółek portfelowych. Na ich oczekiwania odnoszące się do uzyskania określonej stopy zwrotu z inwestycji bezpośredni wpływ wywiera efektywność zarządzania spółkami portfelowymi funduszy *private equity*.

Schemat 3.1. Relacje agencji w inwestycjach funduszy *private equity*

Źródło: opracowanie własne na podstawie W. A. Sahlman, *Structure of venture-capital organizations*, „Journal of Financial Economics” 1990, Vol. 27, s. 473–521.

Uwidocznione na schemacie 3.1 relacje agencji w inwestycjach funduszy *private equity* wskazują także, iż relacja między funduszem *private equity* a spółką portfelową ma charakter dualny. Z jednej strony przedsiębiorca, rozumiany jako pierwotny posiadacz praw własności do spółki portfelowej, występuje w roli agenta, a fundusz znajduje się w sytuacji pryncypała. Jednakże można wskazać sytuacje, w których to fundusz *private equity* może być skłonny do podjęcia i realizacji działań sprzecznych z najlepiej pojętym interesem przedsiębiorcy i to on będzie w tej sytuacji występował w roli agenta¹⁹.

Pomiędzy funduszem *private equity* a przedsiębiorcą występuje również asymetria informacji. Choć jej skala i poziom z reguły są mniejsze niż pomiędzy funduszem a jego inwestorami, to ma ona znaczący wpływ na podejmowane i realizowane decyzje o celach, które przecież nie zawsze są wspólne.

¹⁹ D. De Clercq, S. Manigart, *The venture capital post-investment phase: Opening the black box of involvement*, [w:] H. Landström (red.), *Handbook of research on Venture capital*, Edward Elger, 2007, s. 196–198; D. J. Cumming, J. G. MacIntosh, *Venture-capital exits in Canada and United States*, „University of Toronto Law Journal” 2003, s. 103.

Szczególnie istotnym wymiarem problemu agencji w procesie dezinwestycji wydaje się kwestia relacji między funduszem a dotychczasowym zarządem spółki portfelowej.

A. Bascha i U. Walz oraz S. Gifford wskazują, że z różnymi metodami dezinwestycji związane są odmienne korzyści osiągane zarówno przez fundusz, jak i dotychczasowych właścicieli²⁰. Wyjście z inwestycji przez sprzedaż spółki inwestorowi strategicznemu zwykle wiąże się ze zbyciem wszystkich albo przeważającej części udziałów posiadanych przez fundusz i pierwotnych właścicieli spółki²¹. Przedsiębiorca, który był inicjatorem i założycielem danego przedsiębiorstwa często traci wówczas przywileje związane z pełnieniem w niej funkcji kierowniczych. Obok tych strat ma miejsce występowanie u tego rodzaju przedsiębiorcy społecznych kosztów utraty więzi ze spółką²². W wielu bowiem przypadkach rozstaje się on z przedsiębiorstwem, co do którego odczuwać może swoisty sentyment i szczególnego rodzaju więź. W związku z tym dotychczasowy zarząd spółki będzie dążył do przeprowadzenia dezinwestycji w drodze publicznej sprzedaży akcji, nawet gdy nie będzie to zapewniało najwyższej stopy zwrotu z zainwestowanego kapitału.

Z kolei fundusz *private equity* może nie być zainteresowany ponoszeniem wysokich kosztów emisji i wprowadzenia papierów wartościowych do obrotu giełdowego, czy też godzeniem się na poniesienie dodatkowego kosztu niedowartościowania akcji w ofercie publicznej. Giełda papierów wartościowych nie zawsze umożliwia uzyskanie najwyższej wyceny przedsiębiorstwa. Inwestor strategiczny, który będzie beneficjentem korzyści skali wynikających z akwizycji może zaoferować zdecydowanie lepsze warunki transakcji nabycia akcji przy jednocześnie znacznie niższych kosztach jej przeprowadzenia. Ponadto w sytuacji występowania co najmniej dwóch podmiotów zainteresowanych nabyciem oferowanej do sprzedaży spółki portfelowej fundusz może uzyskać dodatkową premię. Przedstawiciele funduszu będą więc w określonych okolicznościach skłonni do podejmowania działań zmierzających do sprzedaży spółki inwestorowi strategicznemu.

Relacja agencji, występująca między funduszem a przedsiębiorcą, również generuje koszty agencji²³. Ich wysokość i charakter zależą od konstrukcji kon-

²⁰ A. Bascha, U. Walz, *Convertible securities and optimal exit decisions in venture capital finance*, „Journal of Corporate Finance” 2001, Vol. 7, s. 289–290; S. Gifford, *The allocation of limited entrepreneurial attention*, Kulwer Academic Publisher, 1998, s. 11.

²¹ D. J. Cumming, J. G. MacIntosh, *A cross-country comparison of full and partial venture capital exits*, „Journal of Banking & Finance” 2003, Vol. 27, s. 515.

²² O. Bayar, T. J. Chemmanur, *IPOs versus Acquisitions and the Valuation Premium Puzzle: A Theory of Exit Choice by Entrepreneurs and Venture capitalists*, „Journal of Financial and Quantitative Analysis” (JFQA), August 2010, Forthcoming. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=966004>, s. 6.

²³ Zob. E. F. Fama, M. C. Jensen, *Separation of ownership and control*, „Journal of Law and Economics” 1983, Vol. 26, No. 2, s. 304.

traktów, monitorowania postępowania agentów oraz budowy instrumentów zachęcających do działania w interesie pryncypałów²⁴. D. J. Cumming, J. G. MacIntosh wskazują na możliwości zmniejszenia tych kosztów przez przeprowadzenie dezinwestycji w drodze pierwszej oferty publicznej²⁵.

Wprowadzenie spółki na giełdę nie musi być równoznaczne z natychmiastowym wycofaniem się funduszu *private equity* ze spółki portfelowej. Akcje znajdujące się w portfelu inwestycyjnym funduszu z reguły zbywane są w późniejszym terminie. Upublicznienie spółki umożliwia włączenie do systemu wynagrodzeń kadry zarządzającej opcji na akcje. Opcje te w świetle regulacji podatkowych²⁶ okazać się mogą skuteczniejszą formą motywowania od klasycznego wynagrodzenia.

Redukcja kosztów agencji pozwoli funduszowi w przyszłości zrealizować wyższą stopę zwrotu z inwestycji. Co więcej, w wyniku wprowadzenia spółki na giełdę, działania zarządu spółki będą poddawane kontroli nie tylko przez przedstawicieli funduszu, ale również innych właścicieli i uczestników rynku kapitałowego. Efektywny rynek kapitałowy powinien zagwarantować skuteczny nadzór nad spółką i w konsekwencji wpłynąć na obniżenie kosztów agencji²⁷.

Proces dezinwestycji może być również wykorzystywany przez fundusz do zbudowania wizerunku funduszu na rynku, a w konsekwencji znaczącego wzmocnienia posiadanej przez niego pozycji konkurencyjnej. Sposób, w jaki fundusz *private equity* jest postrzegany przez otoczenie i ocena jego działalności stanowią niezwykle istotny czynnik warunkujący sukces ekonomiczny na rynku kapitału podwyższonego ryzyka. Dobra reputacja umożliwia funduszowi pozyskiwanie nowych inwestorów skłonnych do udostępnienia posiadanych zasobów kapitału, ułatwia współpracę pomiędzy funduszami nad realizacją określonych projektów, a także jest kluczowa w procesie lokowania nowych spółek do portfela inwestycyjnego²⁸. W procesach dezinwestycji fundusz *private equity* może kreować wizerunek jako jednostki odpowiedzialnej społecznie, rozwijającej kapitał społeczny, a w konsekwencji znacząco umacniającej posiadaną pozycję konkurencyjną.

Wprowadzenie akcji spółki portfelowej do obrotu giełdowego jest dobrym sposobem przekazania otoczeniu informacji o sprawności funduszu w kreowaniu

²⁴ A. Samborski, *Governance w przedsiębiorstwie...*, op. cit., s. 15.

²⁵ D. J. Cumming, J. G. MacIntosh, *Venture-capital exits...*, op. cit., s. 104.

²⁶ M. Retka, *Opcje lepsze niż premia*, „Rzeczpospolita”, 26 sierpnia 2011, s. D4.

²⁷ M. C. Jensen, W. H. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, „Journal of Financial Economics”, October 1976, Vol. 3, No. 4, s. 305–360.

²⁸ B. S. Black, R. J. Gilson, *Venture capital and the structure of capital markets: Banks versus stock markets*, „Journal of Financial Economics” 1998, Vol. 47, s. 254.

wartości podmiotów wchodzących w skład portfela inwestycyjnego²⁹. Udany debiut giełdowy w większym stopniu niż inne metody dezinwestycji wzmacnia reputację i wiarygodność funduszu, gdyż informacja o sukcesie trafia do zdecydowanie większego grona odbiorców³⁰. W proces sprzedaży spółki inwestorowi branżowemu, finansowemu czy dotychczasowemu zarządowi zaangażowana jest zdecydowanie mniejsza liczba inwestorów, a informacje o transakcji znacznie rzadziej przekazywane są w do publicznej wiadomości, chociażby przez prasę czy telewizję.

Skokowa aprecjacja kapitału reputacji funduszu *private equity*, osiągnięta w wyniku wprowadzenia spółki do obrotu giełdowego, jest na tyle atrakcyjna, iż działania funduszu mogą nie być w zgodzie z interesem spółki portfelowej i jej pierwotnych właścicieli. P. Gompers zauważył, iż zwłaszcza stosunkowo nowe fundusze, które nie mają jeszcze ugruntowanej pozycji na rynku, wykazują się większą skłonnością do wykorzystywania debiutów giełdowych spółek portfelowych w celu budowania reputacji³¹. Ze stosowaniem takiej praktyki wiąże się konieczność poniesienia dodatkowych kosztów. Mianowicie na giełdę wchodzi spółki, które nie są jeszcze odpowiednio przygotowane i nie wszystkie możliwości kreowania wzrostu ich wartości zostały właściwie wykorzystane. Zbyt wczesne wyjście z inwestycji rodzi dla funduszu konsekwencje w postaci niższej stopy zwrotu z zainwestowanego kapitału. Co więcej, aby sprzedaż akcji w ofercie publicznej zakończyła się sukcesem oferowane są one po cenie niższej od tej, jaką nowi inwestorzy byliby skłonni zapłacić w „normalnych” warunkach. Efektem takiego działania jest wyższy stopień niedowartościowania akcji sprzedawanych w trakcie pierwszej oferty publicznej. Fundusze, które cieszą się uznaniem wśród uczestników rynku kapitałowego wykazują znacznie mniejszą skłonność do wykorzystywania tego typu kosztownych narzędzi promocji.

3.1.2. ASYMETRIA INFORMACJI A WYJŚCIE Z INWESTYCJI

W proces zakończenia współpracy pomiędzy spółką portfelową a funduszem *private equity* zaangażowanych jest wielu uczestników. Na gruncie teorii agencji zwraca się uwagę na relacje pomiędzy inwestorami funduszu, funduszem, spółką i jej pierwotnym właścicielem a przebiegiem procesu dezinwestycji. W momencie wyjścia funduszu z inwestycji, w większości przypadków występuje jeszcze jedna strona transakcji, a mianowicie podmiot, który stanie

²⁹ P. Gompers, J. Lerner, *The Venture capital Cycle*, op. cit., s. 379.

³⁰ A. Bascha, U. Walz, op. cit., s. 292.

³¹ P. Gompers, *Grandstanding in the venture capital industry*, „Journal of Financial Economics” 1996, Vol. 42, s. 133–156.

się nowym właścicielem zbywanych praw własności. Sytuacja taka tworzy nowe problemy asymetrii informacji.

Fundusz *private equity* podczas dezinwestycji z reguły jest stroną uprzywilejowaną w stosunku do nabywcy spółki portfelowej w kwestii dostępu do informacji i możliwości jej oceny. Poprzez swoje długotrwałe zaangażowanie kapitałowe posiada on łatwiejszy dostęp do pełniejszych informacji o przedsiębiorstwie, sposobie jego funkcjonowania, otoczeniu oraz perspektywach dalszego rozwoju. Podmiot, który nabywa udziały w takiej spółce nie ma możliwości uzyskania tak szerokiego dostępu do informacji.

Schemat 3.2. Asymetria informacji w procesie dezinwestycji

Źródło: opracowanie własne na podstawie M. Eckermann, *Venture capitalists' Exit Strategies under Information Asymmetry. Evidence from the U.S. Venture capital Market*, Deutscher Universität-Verlag, Wiesbaden 2006, s. 13.

D. J. Cumming, J. G. MacIntosh podkreślają, iż konsekwencją nierównego dostępu do informacji może być skłonność potencjalnego nabywcy do niższej wyceny akcji sprzedawanego przedsiębiorstwa³². Asymetria informacji może bowiem wpływać na wzrost poziomu stopy dyskontowej używanej podczas szacowania wartości przyszłych przepływów pieniężnych. Nie zawsze cena przed-

³² D. J. Cumming, J. G. MacIntosh, *Venture-capital exits...*, op. cit., s. 103–104.

siębiorstwa jest równoznaczna z jego wartością³³, a rozmiar luki informacyjnej bez wątpienia ma wpływ na dyferencję tych kategorii ekonomicznych.

Możliwość rozwiązania problemu asymetrii informacji zależy od sposobu wyjścia z inwestycji, gdyż różne metody dezinvestycji adresowane są do różnych grup nabywców, którzy nadto w różnym stopniu są zdolni do poradzenia sobie z występującym problemem nierównego dostępu do informacji³⁴. Pozycje dotychczasowego zarządu, strategicznego inwestora branżowego czy indywidualnego inwestora giełdowego będą w tym zakresie skrajnie odmienne (zob. schemat 3.3). Nowi inwestorzy, którzy nie mają możliwości wpływu na zmniejszenie asymetrii informacji pomiędzy stronami transakcji, będą skłonni zaofiarować znacznie niższą cenę za nabywane udziały, ze względu na duże ryzyko inwestycyjne wywołane luką informacyjną.

Schemat 3.3. Metody dezinvestycji a asymetria informacji

Źródło: S. Povaly, *Private equity exits: Divestment Process Management for Leveraged Buyouts*, Springer, Berlin Heidelberg New York 2007, s. 140.

W interesie funduszu *private equity* będzie zatem dążenie do minimalizacji asymetrii informacji. Efekt ten może być osiągnięty chociażby przez wydłużenie okresu zaangażowania kapitałowego funduszu w spółkę³⁵ oraz odpowiednie komunikowanie się ze społecznością giełdową³⁶. Dezinvestycja nie ma charak-

³³ R. Borowiecki, A. Jaki, K. Misiólek, T. Rojek, *Nadzór korporacyjny w procesie kreowania wartości i rozwoju przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo ABRYS, Kraków 2005, s. 81.

³⁴ D. Cumming, S. Johan, *Information asymmetries, agency costs and venture capital exit outcomes*, „Venture capital” 2008, Vol. 10, No. 3, s. 198.

³⁵ D. J. Cumming, J. G. MacIntosh, *Venture capital investment duration in Canada and the United States*, „Journal of Multinational Financial Management” 2001, Vol. 11, s. 446.

³⁶ Zob. E. M. Wrońska, *Asymetria informacyjna. Potrzeba i znaczenie budowania relacji z inwestorami w procesie tworzenia wartości dla akcjonariuszy*, [w:] J. Duraj (red.), *Wartość*

teru jednorazowego wydarzenia, lecz jest rozłożonym w czasie ciągiem działań. Podejście procesowe ma szczególnie istotne znaczenie w przypadku wyjścia z inwestycji za pośrednictwem giełdy papierów wartościowych. Dłuższy czas zaangażowania kapitałowego funduszu *private equity* w spółkę portfelową po wprowadzeniu jej akcji do publicznego obrotu może być uznany za sygnał, iż spółka posiada potencjał dalszego wzrostu wartości rynkowej. W ten sposób fundusz dokonuje niejako transferu własnej reputacji i doświadczenia na spółkę portfelową. Rezultatem wydłużonego czasu trwania inwestycji będzie zatem wzmocnienie pozytywnej opinii otoczenia o spółce³⁷.

Późniejsze wyjście z inwestycji pozwala na redukcję kosztów asymetrii informacji, a w konsekwencji sprzyjać może sprzedaży spółki portfelowej po cenie zbliżonej do jej wartości godziwej. Z drugiej strony, działanie takie związane jest z koniecznością ponoszenia znaczących kosztów utraconych korzyści, wynikających z braku możliwości reinwestowania kapitału ulokowanego w niezakończoną inwestycję³⁸. Optymalna strategia dezinwestycji wymaga znalezienia równowagi między malejącymi w czasie kosztami asymetrii informacji a rosnącymi kosztami utraconych możliwości. Wydłużenie okresu zaangażowania kapitałowego funduszu *private equity* będzie miało miejsce, gdy rozwiązanie problemów wynikających z asymetrii informacji staje się trudniejsze.

3.2. Wybór optymalnego momentu wyjścia z inwestycji funduszy *private equity*

D. J. Cumming, J. G. MacIntosh, prowadząc badania nad procesami dezinwestycji realizowanymi w USA i Kanadzie, stworzyli ogólną teorię dezinwestycji, wskazującą m. in. na wybór optymalnego momentu wyjścia z inwestycji przez inwestora *private equity*³⁹. Teoria ta opiera się na następujących założeniach:

- fundusz *private equity* posiada wyjątkową zdolność kreowania wartości przedsiębiorstwa poprzez działanie jako aktywny inwestor;
- w dowolnym momencie, inwestycja funduszu w spółkę może zostać sprzedana trzeciej stronie po cenie najlepiej odpowiadającej jej prawdziwej wartości (brak asymetrii informacji);

i kapitał spółek akcyjnych, „Acta Universitatis Lodziensis”, Folia Oeconomica 262, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2012, s. 115–124.

³⁷ W. L. Megginson, K. A. Weiss, *Venture capitalists certification in initial public offerings*, „Journal of Finance” 1991, No. 46, s. 879–903.

³⁸ W. Neus, U. Walz, *Exit timing of venture capitalists in the course of an initial public offering*, „Journal of Financial Intermediation” 2005, Vol. 14, s. 254.

³⁹ D. J. Cumming, J. G. MacIntosh, *Venture-capital exits...*, *op. cit.*, s. 108 i nast.

- cena, po której inwestycja jest sprzedawana nie zależy od zastosowanej metody wyjścia z inwestycji;
- okres działania funduszu *private equity* jest nieograniczony, więc wybór momentu zakończenia inwestycji jest dokonywany niezależnie od potrzeby dez-inwestycji w związku z koniecznością zwrotu kapitału i wypracowanego zysku inwestorom funduszu;
- fundusz może swobodnie reinwestować kapitał pozyskany z jednej inwestycji w kolejną.

Fundusz *private equity* będzie dążył do osiągnięcia największej wartości dodanej inwestycji. Wartość tę można zapisać następująco⁴⁰:

$$\underset{e,T}{Max} PVA(e(T), x(T), T) - PC(e(T), z(T), T)$$

gdzie:

- PVA* – przewidywana wartość dodana (ang. *projected value added*),
- PC* – przewidywany koszt (ang. *projected cost*),
- e* – działania funduszu *private equity* podjęte w celu kreowania wartości spółki portfelowej (ang. *effort*),
- T* – czas trwania inwestycji,
- x(t)* – inne czynniki mające wpływ na położenie funkcji *PVA*,
- z(x)* – inne czynniki mające wpływ na położenie funkcji *PC*.

Przewidywana wartość dodana inwestycji jest rozumiana jako spodziewana suma korzyści pieniężnych uzyskana przez fundusz w wyniku realizacji danej inwestycji, po uwzględnieniu kosztu zainwestowanego kapitału. Wartość ta jest realizowana dopiero w momencie wyjścia funduszu z inwestycji, gdyż spółki będące beneficjentami dynamicznego wzrostu z reguły nie wypłacają dywidend. Z kolei przewidywane koszty zawierają wszystkie bezpośrednie i pośrednie koszty związane z zaangażowaniem funduszu w dany projekt inwestycyjny, w tym również koszty *implicite* wynikające z braku możliwości realizowania alternatywnych projektów. Podkreślić należy, iż w omawianym modelu nie są wydzielone bieżące, faktycznie poniesione koszty, lecz suma wszystkich przyszłych kosztów wynikających z zaangażowania funduszu w spółkę portfelową.

Fundusz *private equity* będzie skłonny do wyjścia z inwestycji w momencie, gdy przewidywana końcowa wartość dodana (*PMVA*) wynikająca z podjętych czynności związanych z zarządzaniem inwestycją będzie mniejsza niż przewidywany końcowy koszt (*PMC*) powzięcia tego typu działań⁴¹. Sytuację tę wyraża następująca nierówność:

⁴⁰ D. J. Cumming, J. G. MacIntosh, *Venture capital investment...*, op. cit., s. 447.

⁴¹ *Ibidem*, s. 447–448.

$$PMVA(e(T^*), x(T^*), T^*) \leq PMC(e(T^*), z(T^*), T^*)$$

gdzie:

$PMVA$ – przewidywana krańcowa wartość dodana,

PMC – przewidywany krańcowy koszt,

T^* – określony czas trwania inwestycji,

pozostałe jak wyżej.

Przedstawione na wykresie 3.1 krzywa przewidywanej krańcowej wartości dodanej i krzywa przewidywanego krańcowego kosztu wskazują, iż zrównanie wartości tych kategorii ma miejsce w punkcie równowagi $E(t_2; PMC = PMVA)$.

Wykres 3.1. Wybór momentu wyjścia z inwestycji według ogólnej teorii dezinwestycji

Źródło: opracowanie własne na podstawie D. J. Cumming, J. G. MacIntosh, *Venture-capital exits in Canada and United States*, „University of Toronto Law Journal” 2003.

Gdy koszty utrzymania inwestycji ponoszone przez fundusz *private equity* są równe krańcowej wartości dodanej generowanej przez tę inwestycję, wówczas współpraca funduszu ze spółką portfelową powinna zostać zakończona.

Powyższy model wyznaczania optymalnego czasu wyjścia z inwestycji funduszy *private equity* wskazuje na trzy podstawowe sytuacje, w których należy zrealizować proces dezinwestycji⁴²:

1. Przecięcie się krzywej krańcowej wartości dodanej z krzywą kosztu utrzymania inwestycji oznaczające wyczerpanie się możliwości funduszu dalszego kreowania wartości.

⁴² D. J. Cumming, J. G. MacIntosh, *Venture-capital exits...*, *op. cit.*, s. 110–111.

Możliwości kreowania dodatkowej wartości w spółce portfelowej przez inwestora są największe na początku procesu inwestycyjnego, gdzie przez wsparcie zarówno finansowe, jak i kapitał menedżerski przedsiębiorstwo jest w stanie osiągać lepsze wyniki (t_1). Jednak kolejne działania inwestora przynoszą coraz mniejsze efekty w postaci $PMVA$. Krzywa PMC również ma kształt malejący, to jednak spadek krańcowych kosztów utrzymywania inwestycji jest zdecydowanie wolniejszy. Wraz z upływem czasu dochodzi do przecięcia się obu krzywych w punkcie $E(t_2; PMC = PMVA)$. Dalsze zaangażowanie funduszu w spółkę portfelową należy uznać za niecelowe, gdyż prowadziłoby do spadku efektywności inwestycji (t_3).

2. Wewnętrzne lub zewnętrzne czynniki (zdarzenia, szoki) powodują przesunięcie się jednej lub obu krzywych.

Niezależnie od działań podejmowanych przez fundusz *private equity* otoczenie przedsiębiorstwa może wpłynąć na położenie zarówno krzywej $PMVA$ oraz PMC . Działalność konkurencyjnych podmiotów względem spółki portfelowej, występująca dekonjunktura na rynku, a nawet technologiczne uwarunkowania realizowanych procesów operacyjnych mogą zmienić wartość oczekiwanych efektów i nakładów, a w konsekwencji wpłynąć na wybór momentu dezinvestycji.

3. Fundusz *private equity* staje się posiadaczem nowych informacji o położeniu krzywej krańcowej wartości dodanej lub krzywej kosztu utrzymania inwestycji.

W początkowej fazie inwestycji i w sytuacji niepełnej informacji może mieć miejsce błędne określenie położenia krzywych $PMVA$ lub PMC . Wraz z upływem czasu inwestor w oparciu o pełniejszą informację będzie mógł precyzyjniej określić moment efektywnego wyjścia z inwestycji.

Zaangażowanie funduszu *private equity* w spółkę w sytuacji, kiedy oczekiwany koszt takiego działania przewyższy oczekiwane korzyści byłoby działaniem nieracjonalnym z punktu widzenia efektywności gospodarowania kapitałem. Naturalnym rezultatem takiego stanu powinno być więc wyjście z takiej inwestycji, a następnie pozyskanie nowego, satysfakcjonującego projektu inwestycyjnego, który pozwoli funduszowi wykorzystać posiadaną unikatową zdolność do budowania dynamicznego wzrostu wartości posiadanych spółek portfelowych.

3.3. Czynniki wpływające na wybór czasu wyjścia z inwestycji

Długość zaangażowania kapitałowego funduszu *private equity* w spółkę portfelową jest kwestią indywidualną, niewątpliwie związaną z potencjałem wzrostu jej wartości rynkowej⁴³.

⁴³ J. H. Cochrane, *The risk and return of venture capital*, „Journal of Financial Economics” 2005, Vol. 75, s. 3–52.

Tabela 3.1

Kluczowe determinanty wyboru momentu wyjścia z inwestycji

Czynnik	Charakterystyka
Branża, w której spółka portfelowa prowadzi działalność	Zauważalne jest znaczne zróżnicowanie czasu trwania inwestycji w zależności od rodzaju prowadzonej przez spółki portfelowe działalności. Specyfika funkcjonowania w poszczególnych branżach sprawia, iż weryfikacja oczekiwań dotyczących wyników finansowych następuje w różnych momentach rozwoju przedsiębiorstwa. Przykładem mogą być spółki internetowe, gdzie weryfikacja rynkowa oferowanego produktu lub usługi następuje z reguły szybko. Jednakże w przypadku spółek wymagających dużych nakładów na badania oraz skomplikowanych procedur dopuszczenia na rynek (np. spółki z sektora biotechnologicznego lub medycznego) zaangażowanie kapitałowe funduszu <i>private equity</i> może ulec wydłużeniu.
Faza rozwoju spółki w momencie rozpoczęcia inwestycji	Badania empiryczne nie wskazują jednoznacznie na kierunek powiązań między fazą rozwoju spółki w momencie rozpoczęcia inwestycji a długością procesu inwestycyjnego. Zdaniem D. J. Cummings, J. G. MacIntosha dezinvestycja następuje szybciej w przypadku spółek znajdujących się we wczesnych fazach rozwoju, co jest efektem sprawnej weryfikacji opcji dynamicznego wzrostu ich wartości. Z kolei wyniki badań P. Giota, A. Schwiembachera skłaniają do odmiennych wniosków, tzn. wyjście z inwestycji następuje szybciej w przypadku spółek znajdujących się w późniejszych fazach rozwoju. Stanowisko to jest zgodne z opinią P. Gompersa, który sugeruje występowanie negatywnego wpływu asymetrii informacji, związanej większym stopniu z przedsiębiorstwami we wczesnych etapach rozwoju, na skracanie cyklu inwestycyjnego.
Płynność rynku wyjście z inwestycji	Uwarunkowania rynkowe i pojawiające się okazje do wyjścia z inwestycji wpływają znacząco na czas trwania inwestycji funduszy <i>private equity</i> . Wraz ze zmianami płynności na rynku modyfikowane są odpowiednio decyzje strategiczne w zakresie przebiegu cyklu inwestycyjnego, a wzrost aktywności na rynku skutkuje jego skróceniem.
Dostępność nowego kapitału na inwestycje	D. J. Cumming, J. G. MacIntosh wskazują, iż wzrost dostępności kapitału na nowe inwestycje wpływa negatywnie na długość trwania zaangażowania kapitałowego funduszu <i>private equity</i> w spółki. Pozyskując dodatkowy kapitał fundusze aktywnie angażują się w nowe projekty inwestycyjne, co wymusza konieczność oddelegowania najbardziej doświadczonych menedżerów do realizacji nowych zadań. W krótkim okresie posiadane zasoby kapitału ludzkiego są nieelastyczne, transfer kapitału ludzkiego będącego w dyspozycji funduszu wymusza wycofywanie się z wcześniej podjętych projektów.
Reputacja funduszu <i>private equity</i> w ocenie biznesowym	Fundusze <i>private equity</i> o ugruntowanej pozycji rynkowej charakteryzują się dłuższym czasem trwania inwestycji. P. Gompers zwraca uwagę, iż fundusze <i>private equity</i> działające na rynku stosunkowo krótko wykorzystują dezinvestycję przez giełdę papierów wartościowych jako sygnał wysyłany otoczeniu o posiadanych zdolnościach do dynamicznego budowania wartości spółek portfelowych, co umożliwia im w przyszłości pozyskiwanie kapitałów na dalsze inwestycje.

Źródło: opracowanie własne na podstawie D. J. Cumming, J. G. MacIntosh, *Venture capital investment duration in Canada and the United States*, „Journal of Multinational Financial Management” 2001, Vol. 11, s. 445–463; P. Gompers, *Grandstanding in the venture capital industry*, „Journal of Financial Economics” 1996, Vol. 42, s. 133–156; P. Gompers, *Optimal Investment, Monitoring, and the Staging of Venture capital*, „Journal of Finance” 1995, Vol. 50, Issue 5, s. 1461–89; D. J. Cumming, G. Fleming, A. Schwiembacher, *Liquidity Risk and Venture capital Finance*, „Financial Management” 2005, Vol. 34, Issue 4, s. 77–105.

Dla funduszu *private equity* konieczne jest określenie terminu wyjścia z inwestycji nie tyle przez podanie konkretnej daty, ale przede wszystkim na podstawie osiągnięcia oczekiwanych efektów ekonomicznych w danym okresie⁴⁴.

W praktyce prowadzenia działalności inwestycyjnej funduszy *private equity* wskazuje się na wiele różnorodnych czynników mających wpływ na czas zaangażowania kapitałowego funduszu w spółkę portfelową. Literatura przedmiotu w tym zakresie jako główne czynniki wpływające na czas trwania inwestycji wskazuje fazę rozwoju spółki w momencie zainicjowania inwestycji oraz rodzaj prowadzonej działalności, podaż nowego kapitału na inwestycje, płynność rynku wyjść z inwestycji oraz reputację funduszu *private equity* (zob. tab. 3.1).

Okres zaangażowania kapitałowego funduszu *private equity* w spółkę portfelową powiązany jest ze sposobem wyjścia z danej inwestycji. Wyniki badań empirycznych wskazują na zróżnicowanie czasu trwania procesu inwestycyjnego funduszy *private equity* w zależności od metody dezinwestycji (zob. tab. 3.2). Inwestycje, które zostały zakończone przez wykorzystanie pierwszej oferty publicznej charakteryzowały się średnio krótszym czasem współpracy pomiędzy spółką portfelową i funduszem *private equity*.

Tabela 3.2

Czas trwania procesu inwestycyjnego funduszy *private equity* w zależności od metody dezinwestycji (w latach)

Metoda dezinwestycji	P. Giot A. Schwenbacher*	D. J. Cumming J. G. MacIntosh	
		USA	Kanada
Pierwsza oferta publiczna	3,34	4,70	5,86
Sprzedaż inwestorowi strategicznemu	4,56	5,17	6,94
Sprzedaż inwestorowi finansowemu	b.d.	6,33	3,08
Buy-back	b.d.	4,00	6,34
Likwidacja	3,30	4,36	4,07

* do obliczeń przyjęto założenie, iż 1 rok to 365 dni.

Źródło: opracowanie własne na podstawie P. Giot, A. Schwenbacher, *IPOs, trade sales and liquidations: Modeling venture capital exits using survival analysis*, „Journal of Banking and Finance” 2007, Vol. 31, s. 692; D. J. Cumming, J. G. MacIntosh, *Venture capital investment duration in Canada and the United States*, „Journal of Multinational Financial Management” 2001, Vol. 11, s. 456–457.

⁴⁴ K. Sobańska, P. Sieradzan, *Inwestycje private equity/venture capital*, Key Text, Warszawa 2004, s. 113.

Wykres 3.2. Funkcja prawdopodobieństwa wyjścia z inwestycji metodą pierwszej oferty publicznej (IPO), sprzedaży przedsiębiorstwa inwestorowi strategicznemu (TS) oraz likwidacji (Liquidation) inwestycji w zależności od branży, w której spółka portfelowa prowadzi działalność

Źródło: P. Giot, A. Schwienbacher, *op. cit.*, s. 696.

P. Giot i A. Schwienbacher do modelowania procesu wyjścia z inwestycji funduszy *private equity* i analizy związku pomiędzy metodą dezinwestycji a długością procesu inwestycyjnego wykorzystali analizę przeżycia (ang. *survival analysis*)⁴⁵. Wskazali oni, iż prawdopodobieństwo debiutu giełdowego spółki portfelowej początkowo szybko rośnie, a po osiągnięciu górnych wartości w okresie około 2,75–4 lat, wyjście z inwestycji przez giełdę papierów wartościowych staje się z biegiem czasu coraz mniej prawdopodobne. Funkcja intensywności zdarzeń⁴⁶ dla pierwszej oferty publicznej w tym przedziale czasu wyraźnie maleje. Natomiast funkcja intensywności zdarzeń obrazująca możliwość sprzedaży przedsiębiorstwa inwestorowi branżowemu w początkowym okresie również dynamicznie wzrasta, jednak osiąga ona swoje maksimum znacznie później (w zależności od branży od 6,8 do 11 lat). Zauważalny w późniejszym okresie spadek prawdopodobieństwa wykorzystania tej metody do zakończenia współpracy pomiędzy spółką a funduszem *private equity* charakteryzuje się mniejszą dynamiką niż w przypadku pierwszej oferty publicznej (zob. wykres 3.2).

Wyniki te stanowią wyraźne wsparcie dla tezy, iż pierwsza oferta publiczna jest z reguły preferowaną metodą wyjścia z inwestycji funduszy *private equity*, a sprzedaż spółki inwestorowi branżowemu jest drugim wyborem.

Ciekawym wydaje się, iż o ile w przypadku funkcji intensywności zdarzeń pierwszej oferty publicznej, czy sprzedaży przedsiębiorstwa inwestorowi branżowemu nie zauważa się znacznego zróżnicowania jej przebiegu pomiędzy poszczególnymi branżami, to w przypadku likwidacji inwestycji sytuacja jest odmienna. Prawdopodobieństwo doznania porażki inwestycyjnej w przypadku spółek internetowych w początkowym okresie rośnie znacznie dynamiczniej, aby po osiągnięciu szczytu po około 3,3 lat drastycznie zmaleć. Dla przedsiębiorstw działających w pozostałych branżach funkcja intensywności zdarzeń ma znacznie bardziej płaski przebieg, a maksimum osiąga w późniejszym okresie. Ryzyko niepowodzenia danej inwestycji jest bowiem mocno związane ze specyficznymi uwarunkowaniami prowadzenia działalności gospodarczej w poszczególnych branżach, w tym odmiennym cyklem życia produktów.

3.4. Czynniki wpływające na wybór metody dezinwestycji

Decyzja o wyborze określonej metody wyjścia z inwestycji pozwalającej na realizację celów zarówno funduszu *private equity*, jak i spółki portfelowej, jest

⁴⁵ P. Giot, A. Schwienbacher, *IPOs, trade sales and liquidations: Modeling venture capital exits using survival analysis*, „Journal of Banking and Finance” 2007, Vol. 31, s. 679–702.

⁴⁶ Funkcja ta przedstawia graniczne prawdopodobieństwo wystąpienia zdarzenia w chwili t , pod warunkiem że do tej chwili obiekt takiego wydarzenia nie doznał. Zob. A. B a l i c k i, *Analiza przeżycia i tablice wymieralności*, PWE, Warszawa 2006, s. 30–34.

jedną z najtrudniejszych w całym procesie dezinwestycji. Trudność ta wynika z licznych i odmiennych czynników, które mają wpływ na podejmowane decyzje co do sposobu zakończenia współpracy pomiędzy obiema stronami.

Czynniki te można zgrupować w dwie główne kategorie, a mianowicie odnoszące się do:

- uwarunkowań zewnętrznych, wynikających z ogólnych warunków prowadzenia działalności w danym otoczeniu gospodarczym oraz
- uwarunkowań wewnętrznych, które są pochodną specyficznych cech podmiotów uczestniczących w danej transakcji oraz relacji zachodzącej pomiędzy tymi jednostkami (zob. schemat 3.4).

W ramach wewnętrznych uwarunkowań wyodrębnić można trzy rodzaje czynników, a mianowicie: czynniki wynikające ze specyfiki funduszu *private equity*, czynniki mające genezę w spółce portfelowej, a także grupa czynników wynikająca z charakteru współpracy pomiędzy funduszem *private equity* i spółką portfelową⁴⁷.

Schemat 3.4. Klasyfikacja czynników wpływających na wybór metody dezinwestycji funduszy *private equity*

Źródło: opracowanie własne.

Wydaje się, że uwidoczniona na schemacie 3.4 klasyfikacja czynników wpływających na wybór metody dezinwestycji ułatwia poznanie i zrozumienie prawidłowości zachodzących w procesie zakończenia współpracy pomiędzy funduszem *private equity* i spółką portfelową.

⁴⁷ Por. J. C. Brau, B. Francis, N. Kohers, *The Choice of IPO versus Takeover: Empirical Evidence*, „Journal of Business” 2003, Vol. 76, No. 4, s. 583–584.

3.4.1. ZEWNĘTRZNE UWARUNKOWANIA WYBORU METODY DEZINWESTYCJI

Ważnym czynnikiem mającym wpływ na wybór określonej strategii wyjścia z inwestycji przez fundusze *private equity* jest poziom rozwoju rynku kapitałowego⁴⁸. Możliwość sprawnego wprowadzenia akcji spółki portfelowej do publicznego obrotu jest jedną z podstawowych kwestii, w sytuacji kiedy rozważane są różne opcje wyjścia z inwestycji dla przedsiębiorstw udziałowych, w których zostały zrealizowane zamierzone cele strategiczne.

B. S. Black, R. J. Gilson podkreślają istotność poziomu rozwoju rynku kapitałowego zarówno w kontekście strategii dezinvestycji, jak i możliwości rozwoju całego rynku inwestycji *private equity*⁴⁹. Ich zdaniem, dobrze rozwinięty rynek papierów wartościowych daje możliwość sprawniej realizacji zysków z inwestycji poprzez ofertę publiczną. Ze względu na skalę korzyści dla wszystkich uczestników procesu inwestycyjnego, poziom rozwoju rynku kapitałowego może być uznawany za konieczny warunek dynamicznego rozwoju rynku kapitału podwyższonego ryzyka w ogóle. Badania empiryczne wskazują na pozytywny związek pomiędzy napływem kapitału przeznaczanego na inwestycje a liczbą debiutów giełdowych spółek korzystających ze wsparcia funduszu *private equity*⁵⁰.

Poza stopniem rozwoju rynku giełdowego w danym kraju za bardzo istotne przy wyborze metody dezinvestycji z pewnością należy również uznać warunki i nastroje na nim panujące. E. Ball, H.-H. Chiu, R. Smith przeanalizowali rynek dezinvestycji w Stanach Zjednoczonych pod kątem wpływu nastrojów na NASDAQ a liczbą debiutów giełdowych i przejęć spółek portfelowych funduszy *private equity*⁵¹. Wyniki ich badań wskazują, iż w okresach wzrostów na rynku zauważalne było zwiększenie liczby pierwszych ofert publicznych spółek portfelowych funduszy *private equity*. Zjawiska tego jednak nie zaobserwowano w przypadku przejęć, gdzie korelacja była na niskim poziomie⁵². Wyniki te są zbieżne z rezultatami badań J. Lenera oraz P. Gompersa, którzy analizując inwestycje w spółki z sektora biotechnologicznego zauważyli, iż fundusze *venture capital* decydują się na wprowadzenie akcji spółek portfelowych do publicznego obrotu w okresach szczytu hossy na giełdach⁵³. Dodatkowo warto zauważyć, iż w okresach tzw. *gorącego rynku*, tzn. w okresach wzmożonej aktywności pierwszych ofert publicznych, wraz ze zwiększającą się liczbą nowych spółek na gieł-

⁴⁸ A. P. Groh, H. von Liechtenstein, *How Attractive is Central Eastern Europe for Risk Capital Investors?*, „Journal of International Money and Finance” 2009, Vol. 28, No. 4, s. 625–647.

⁴⁹ B. S. Black, R. J. Gilson, *op. cit.*, s. 243–277.

⁵⁰ *Ibidem*.

⁵¹ E. Ball, H.-H. Chiu, R. Smith, *Exit Choices of Venture-Backed Firms: IPO v. Acquisition*, 2008, <http://ssrn.com/abstract=1301288>.

⁵² *Ibidem*.

⁵³ P. Gompers, J. Lerner, *The Venture capital Cycle*, *op. cit.*, s. 375.

dach papierów wartościowych rośnie liczba debiutów spółek portfelowych funduszy *private equity*. Zjawisko to tłumaczyć można zwiększającym się optymizmem inwestorów i wzrostem ich skłonności do akceptacji wyższej wyceny ofert publicznych w tym czasie⁵⁴.

System prawny, w jakim funkcjonują przedsiębiorstwa, odgrywa znaczącą rolę w kreowaniu zachowań na rynku kapitału podwyższonego ryzyka⁵⁵. D. Cumming, G. Fleming, A. Schwienbacher przeanalizowali wpływ ogólnych regulacji prawno-finansowych na wybór metody dezinwestycji⁵⁶. Główną przesłanką do podjęcia badań w tym kierunku było stwierdzenie, iż panujący porządek prawny jest bezpośrednio związany z ochroną inwestora, co poprzez wpływ na rozwój całego rynku kapitałowego w danym kraju⁵⁷ określa możliwości sprawnego przeprowadzenia procesu dezinwestycji przez fundusz *private equity*. Badaniu poddane zostały inwestycje w 468 spółek korzystających ze wsparcia funduszy *venture capital* z 12 krajów rejonu Azji Pacyficznej: Australii, Chin, Hong-Kongu, Indii, Indonezji, Malezji, Nowej Zelandii, Filipin, Singapuru, Korei Południowej, Tajwanu i Tajlandii. Wymienieni wyżej autorzy, tworząc indeks opisujący poziom uwarunkowań prawnych danego kraju, wzięli pod uwagę takie czynniki jak rodzaj systemu prawnego (prawo zwyczajowe a cywilne), efektywność systemu sądownictwa, przestrzeganie prawa, poziom korupcji, ryzyko wywłaszczenia, ryzyko odmowy niewypełnienia zobowiązań umownych oraz uprawnienia akcjonariuszy. W wyniku przeprowadzonych badań autorzy ci wykazali, iż wzrost jakości systemu prawnego w danym kraju zwiększa prawdopodobieństwo wyboru pierwszej oferty publicznej jako sposobu wyjścia z inwestycji w stosunku do pozostałych metod⁵⁸.

A. Samborski również stwierdza, że im mniejszy poziom ochrony prawnej inwestorów mierzony wykładnią przepisów prawnych i jakością wprowadzanego prawa w życie, tym słabszy poziom rozwoju rynku akcji⁵⁹. Odpowiednie regulacje zawarte w systemie prawnym pozwalają zmniejszyć niebezpieczeństwo pojawienia się negatywnych konsekwencji wynikających z teorii agencji

⁵⁴ E. Ball, H-H. Chiu, R. Smith, *op. cit.*; Por. J. C. Brau, B. Francis, N. Kohers, *op. cit.*, s. 592.

⁵⁵ J. Wonglimpiyarat, *The influence of capital market laws and initial public offering (IPO) process on venture capital*, „European Journal of Operational Research” 2009, Vol. 192, Issue 1, s. 293–301.

⁵⁶ D. Cumming, G. Fleming, A. Schwienbacher, *Legality and venture capital exits*, „Journal of Corporate Finance” 2006, Vol. 12, s. 214–245.

⁵⁷ R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, R. Vishny, *Investor protection and corporate governance*, „Journal of Financial Economics” 2000, Vol. 58, s. 3–27.

⁵⁸ D. Cumming, G. Fleming, A. Schwienbacher, *Legality and venture capital...*, *op. cit.*, s. 214–245.

⁵⁹ A. Samborski, *Finansowanie przedsiębiorstw poprzez emisje papierów wartościowych – diagnoza uwarunkowań i zależności*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Katowicach, Katowice 2007, s. 270–282.

i asymetrii informacji pomiędzy dotychczasowymi i nowymi właścicielami spółki portfelowej.

Wybór strategii wyjścia z inwestycji jest również powiązany z dostępnością kapitału na rynku. R. Nahata wskazuje, iż spółki które uzyskały finansowanie z funduszy *private equity* w momencie, gdy kapitał na inwestycje był łatwy do pozyskania, mają mniejsze prawdopodobieństwo debiutu giełdowego niż przejęcia⁶⁰. Można to tłumaczyć tym, iż w okresach w których fundusze mają większe trudności z pozyskaniem kapitału na inwestycje, z większym pietyzmem dokonują one wyboru przedsiębiorstw będących przedmiotem inwestycji, zwracając większą uwagę na jakość i perspektywy rozwoju potencjalnych spółek portfelowych.

3.4.2. CECHY SPECYFICZNE FUNDUSZU *PRIVATE EQUITY* A METODA DEZINWESTYCJI

Uwarunkowania zewnętrzne z pewnością odgrywają istotną rolę w procesie wyboru metody dezinvestycji. Sama jednak decyzja podejmowana jest w drodze konsultacji pomiędzy przedsiębiorcą a inwestorem, często już we wstępnych etapach procesu inwestycyjnego⁶¹.

Poszczególne fundusze *private equity* różnią się między sobą pod wieloma względami. Jednym z nich jest rodzaj inwestorów udostępniających kapitał niezbędny do inwestowania. To zróżnicowanie ma wpływ na wybór strategii dezinvestycji. D. J. Cumming, S. Johan wykazali istnienie związku między typem kapitałodawców funduszu *private equity* a stosowaną metodą dezinvestycji⁶². Fundusze *private equity* zastały podzielone przez tych badaczy na trzy główne grupy: fundusze niezależne, fundusze korporacyjne oraz fundusze korzystające ze środków publicznych. Wykorzystując informacje dotyczące wyjść z inwestycji z 518 spółek zrealizowanych w Kanadzie w latach 1991–2004 wykazali oni, że fundusze działające jako spółki zależne od dużych korporacji (ang. *corporate VCs*) częściej niż inne wybierały akwizycję jako metodę dezinvestycji. Ten typ funduszy charakteryzuje się ograniczoną autonomią w zakresie podejmowania decyzji inwestycyjnych. Przedsiębiorstwa wchodzące w skład portfela inwestycyjnego wybierane są między innymi pod kątem przydatności opracowywanej technologii dla korporacji będącej założycielem danego funduszu *private equity*. Rozwiązania technologiczne, będące efektem współpracy spółki i funduszu, często nabywane są przez daną korporację lub inne podmioty z nią współpracu-

⁶⁰ R. Nahata, *Venture capital reputation and investment performance*, „Journal of Financial Economics”, November 2008, Vol. 90, Issue 2, s. 127–151.

⁶¹ K. Sobańska, P. Sieradzan, *op. cit.*, s. 113.

⁶² Badania dotyczyły wyjść z inwestycji z 518 spółek zrealizowanych w Kanadzie w latach 1991–2004. Zob. D. J. Cumming, S. Johan, *Information asymmetries...*, *op. cit.*, s. 197–231.

jące. Tymczasem z działalnością niezależnych funduszy *private equity* związane są w podobnym stopniu zarówno wyjścia z inwestycji poprzez giełdy papierów wartościowych, jak i w drodze sprzedaży przedsiębiorstwa inwestorowi strategicznemu. Natomiast w przypadku funduszy, w których dominującym inwestorem są instytucje państwowe zdecydowanie częściej stosowanymi metodami wyjścia z inwestycji były sprzedaż spółki dotychczasowemu zarządowi, zbycie udziałów innemu funduszowi lub likwidacja spółki. Wiąże się to z mniejszą efektywnością działalności funduszy wspieranych ze środków publicznych.

Wybór metody dezinwestycji jest również mocno powiązany z wizerunkiem funduszu *private equity*. Kształtowanie odpowiedniego wizerunku funduszu i podnoszenie jego reputacji w oczach potencjalnych inwestorów umożliwia w dłuższym okresie jego funkcjonowania pozyskiwanie nowych środków na rozwój działalności inwestycyjnej. Wprowadzenie spółki do publicznego obrotu uznaje się zaś za najskuteczniejszy sposób sygnalizowania zdolności funduszu do kreowania wzrostu wartości spółek portfelowych⁶³.

P. Gompers twierdzi, wskazując na wyniki badań przeprowadzonych w oparciu o próbę 339 debiutów giełdowych spółek korzystających z funduszy *venture capital* w Stanach Zjednoczonych w latach 1978–1987, iż fundusze *private equity*, które uznaje się za stosunkowo młode (poniżej 6 lat), są bardziej skłonne do wykorzystywania debiutów giełdowych jako środka budowania reputacji, skracając jednocześnie okres zaangażowania funduszu w spółkę (ang. *grandstanding hypothesis*)⁶⁴. Podobna analiza została również przeprowadzona w Wielkiej Brytanii⁶⁵. Przeanalizowano pierwsze oferty publiczne z udziałem funduszy *venture capital* w latach 1992–99 na *London Stock Exchange*, a wnioski płynące z tych badań w tej kwestii są zbieżne.

3.4.3. WPŁYW CECH CHARAKTERYSTYCZNYCH SPÓŁEK PORTFELOWYCH FUNDUSZY *PRIVATE EQUITY* NA WYBÓR METODY DEZINWESTYCJI

Inwestycje funduszy *private equity* mają w znacząco wysokim stopniu zindywidualizowany charakter. Każda spółka jest inna, a jej specyficzne cechy z pewnością mogą mieć wpływ na sposób zakończenia współpracy pomiędzy stronami transakcji.

⁶³ P. Gompers, J. Lerner, *The Venture capital Cycle*, op. cit., s. 379.

⁶⁴ P. Gompers, *Grandstanding...*, op. cit., s. 133–156.

⁶⁵ E. Barnes, Y. McCarthy, *Grandstanding in the UK Venture capital Industry*, EFMA 2002 London Meetings. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=313935>, DOI: 10.2139/ssrn.313935.

Sposób przeprowadzenia dezinwestycji zależy głównie od potencjału wzrostu wartości rynkowej spółki i osiąganych przez nią wyników finansowych. W przypadku inwestycji, które nie osiągnęły oczekiwanego wyniku finansowego i generują straty, dojdzie prawdopodobnie do likwidacji przedsiębiorstwa. Jednakże dla inwestycji efektywnych wachlarz metod, które mogą być zastosowane do zrealizowania zysku z inwestycji przez fundusz *private equity* jest o wiele szerszy. Sprzedaż spółki inwestorowi strategicznemu wydaje się stosunkowo uniwersalną metodą, która znajduje zastosowanie zarówno do przedsiębiorstw, które osiągają wysokie pozytywne wyniki, jak i tych, które mają umiarkowane rezultaty. Wprowadzenie akcji spółki do publicznego obrotu, a następnie ich sprzedaż przez giełdę dedykowana jest dla inwestycji będących ewidentnym sukcesem rynkowym. Związane to jest zarówno z wysokimi oczekiwaniami inwestorów giełdowych co do oferowanych im akcji, jak i wysokimi kosztami przeprowadzenia oferty publicznej.

C. Bienz oraz T. Leite stwierdzili, że z grupy inwestycji, które odniosły sukces rynkowy, na giełdę papierów wartościowych trafiają spółki, które osiągają relatywnie wyższą rentowność w stosunku do innych spółek⁶⁶. Udałe inwestycje, które charakteryzują się mniejszą rentownością prowadzonej działalności gospodarczej zbywane są poprzez sprzedaż inwestorowi strategicznemu. Spostrzeżenie to związane jest z tym, iż spółki osiągające lepsze wyniki finansowe – zdaniem w/w autorów – nie wymagają nadmiernej kontroli, a ta zapewniana jest przez publiczny rynek i rozproszony akcjonariat jest wystarczająca⁶⁷. W przypadku spółek o niższym stopniu rentowności niezbędny jest mocniejszy nadzór ze strony nowych właścicieli, który może być zapewniony chociażby przez inwestora branżowego. Również A. Schwienbacher wskazuje, iż w przypadku spółek odznaczających się wyższym stopniem innowacyjności i rentowności wzrasta prawdopodobieństwo wyjścia z inwestycji w drodze oferty publicznej⁶⁸.

D. J. Cumming oraz S. Johan wskazują, iż spółki wobec których zastosowana została pierwsza oferta publiczna były z reguły większe niż inne przedsiębiorstwa wchodzące w skład portfela inwestycyjnego⁶⁹. Fakt ten można poniekąd łączyć z wymogami kapitałowymi stawianymi podmiotom, które wyrażają chęć zadebiutowania na giełdzie papierów wartościowych. Z kolei niepowodzenie inwestycji i jej likwidacja dotyczyły stosunkowo mniejszych przedsiębiorstw.

⁶⁶ C. Bienz, T. Leite, *A Pecking-Order of Venture capital Exit*, Norwegian School of Economics and Business Administration. SSRN Working Paper, available at: <http://ssrn.com/abstract=916742>, s. 14–15.

⁶⁷ *Ibidem*.

⁶⁸ A. Schwienbacher, *Innovation and venture capital exits*, „The Economic Journal” 2008, Vol. 118, Royal Economic Society, s. 1911.

⁶⁹ D. Cumming, S. Johan, *Information asymmetries...*, *op. cit.*, s. 197–231.

Fundusze *private equity* udostępniają kapitał przedsiębiorstwom będącym na różnym etapie rozwoju, począwszy od finansowania wczesnych faz takich jak zasiew, *start-up* przez ekspansję, aż do udostępniania kapitału dojrzałym spółkom⁷⁰. S. R. Das, M. Jagannathan, A. Sarin przeprowadzili badania na grupie 23 208 amerykańskich przedsiębiorstw dla ustalenia wpływu etapu rozwoju spółki portfelowej w momencie inwestycji na wybór metody wyjścia z inwestycji⁷¹. Autorzy ci wykazali, iż prawdopodobieństwo wykorzystania pierwszej oferty publicznej jako metody dezinwestycji zwiększa się dla spółek będących w fazie ekspansji w porównaniu do inwestycji znajdujących się na wcześniejszym etapie rozwoju⁷². Sprzedaż spółki inwestorowi strategicznemu dla tej grupy spółek była stosowana w mniejszym stopniu. Ta metoda dezinwestycji znajduje szersze zastosowanie dla inwestycji w spółki znajdujące się na późniejszym etapie rozwoju.

3.4.4. RELACJA MIĘDZY FUNDUSZEM *PRIVATE EQUITY* I SPÓŁKĄ PORTFELOWĄ A WYBÓR METODY WYJŚCIA Z INWESTYCJI

Proces inwestycyjny funduszy *private equity* jest niezwykle złożony i różni się w zależności od charakteru spółki i inwestora. Specyfika współpracy pomiędzy inwestorem a przedsiębiorcą i jej wpływ na wybór metody wyjścia z inwestycji znalazły swoje odzwierciedlenie w badaniach A. Schwienbachera⁷³. Autor ten, analizując różnice pomiędzy działalnością funduszy podwyższonego ryzyka w Europie i Stanach Zjednoczonych wskazał, iż zwiększenie obowiązku częstego składania raportów z działalności spółki jest negatywnie skorelowane z prawdopodobieństwem wykorzystania pierwszej oferty publicznej jako sposobu wyjścia z inwestycji⁷⁴. Autor ten podkreśla też, iż dodatkowe wymagania odnośnie raportowania bieżącej działalności przedsiębiorstwa mogą prowadzić do ograniczenia wysiłków przedsiębiorcy mających na celu wprowadzenia spółki do publicznego obrotu. Nadto jego badania wykazały, iż obecność przedstawicieli funduszu we władzach spółki portfelowej nie ma wpływu na wybór metody dezinwestycji.

⁷⁰ Por. J. Grzywacz, A. Okońska, *Venture capital a potrzeby kapitałowe małych i średnich przedsiębiorstw*, SGH w Warszawie, Warszawa 2005, s. 69–80.

⁷¹ S. R. Das, M. Jagannathan, A. Sarin, *Private equity returns: An empirical examination of the exit of venture-backed companies*, „Journal of Investment Management” 2003, Vol. 1, s. 1–26.

⁷² Por. P. A. Gompers, J. Lerner, *The Determinants of Corporate Venture capital Success: Organizational Structure, Incentives, and Complementarities*, NBER Working Paper No. 6725, <http://www.nber.org/papers/w6725.pdf>.

⁷³ A. Schwienbacher, *An empirical analysis of venture capital exits in Europe and United States*, EFA 2002 Berlin Meetings Discussion Paper, 2005 <http://ssrn.com/abstract=302001> or DOI: 10.2139/ssrn.302001.

⁷⁴ *Ibidem*.

3.5. Kierunki realizacji strategii dezinwestycji funduszy *private equity* na krajowym publicznym rynku papierów wartościowych

W literaturze przedmiotu dominuje pogląd, iż wyjście z inwestycji za pośrednictwem rynku giełdowego wiąże się na ogół z rozłożoną w czasie redukcją zaangażowania kapitałowego funduszu *private equity*⁷⁵, co związane jest z występowaniem znaczącej asymetrii informacji pomiędzy właścicielami spółki przed jej upublicznieniem a nabywcami akcji oferowanych na publicznym rynku papierów wartościowych, negatywnie wpływającej na wycenę rynkową spółki⁷⁶.

W praktyce realizowanych wyjść z inwestycji przez fundusze *private equity* poszczególne metody dezinwestycji w różnym zakresie i różnym natężeniem znajdują zastosowanie w procesie redukcji zaangażowania kapitałowego funduszu *private equity* w spółkę portfelową. Dezinwestycja może bowiem przybierać formę całkowitego lub częściowego wyjścia z inwestycji, stwarzając przy tym odmienne szanse na sukces finansowy.

W ramach poszczególnych sposobów redukcji zaangażowania kapitałowego funduszu *private equity* w spółkę portfelową określenie częściowe i całkowite wyjście z inwestycji jest odmiennie pojmowane⁷⁷. W przypadku realizacji procesu dezinwestycji poprzez sprzedaż akcji spółki portfelowej w drodze oferty publicznej za całkowite wyjście z inwestycji uznaje się sytuację, kiedy fundusz *private equity* sprzedaje wszystkie posiadane akcje spółki portfelowej w okresie nieprzekraczającym jednego roku od jej debiutu giełdowego. Jeżeli po tym czasie fundusz będzie nadal pozostawał akcjonariuszem w tej spółce, wówczas mówi się o częściowym wyjściu z inwestycji⁷⁸.

3.5.1. METODYKA BADAŃ NAD DYNAMIKĄ I CZASEM TRWANIA DEZINWESTYCJI FUNDUSZY *PRIVATE EQUITY* NA GPW W WARSZAWIE

W badaniach nad dynamiką i czasem trwania dezinwestycji funduszy *private equity* realizowanych na GPW w Warszawie wykorzystany został wskaźnik udziału funduszu *private equity* w kapitale zakładowym spółki portfelowej, przedstawiający iloraz liczby akcji, których właścicielem jest fundusz *private*

⁷⁵ Zob. P. Gompers, J. Lerner, *The Venture capital Cycle*, op. cit., s. 423; M. Wrzesiński, *Kapitał podwyższonego ryzyka. Proces inwestycyjny i efektywność*, SGH w Warszawie, Warszawa 2006, s. 231.

⁷⁶ Zob. D. Cumming, S. Johan, *Information asymmetries...*, op. cit., s. 198.

⁷⁷ Zob. D. J. Cumming, J. G. MacIntosh, *A cross-country comparison...*, op. cit., s. 514–516.

⁷⁸ *Ibidem*.

equity oraz całkowitej liczby akcji spółki. Formuła wskaźnika udziału funduszu *private equity* w kapitale zakładowym spółki przyjęła zatem następującą postać:

$$p_{PE} = \frac{NS_{PE}}{TNS}$$

gdzie:

p_{PE} – wskaźnik udziału funduszu *private equity* w kapitale zakładowym spółki,

NS_{PE} – liczba akcji spółki będąca własnością funduszu *private equity* oraz

TNS – liczba akcji spółki ogółem.

Dla identyfikacji zakresu i tempa zmian zaangażowania funduszu *private equity* w kapitał zakładowy spółki portfelowej konieczne jest porównanie wartości tego wskaźnika przed wprowadzeniem jej akcji do publicznego obrotu, jak i po przeprowadzeniu publicznej oferty sprzedaży akcji oraz rozpoznanie kształtowania się tej miary w okresie późniejszym.

W tym celu zaproponowana została poniższa formuła wskaźnika obrazującego skalę zmian udziału funduszu *private equity* w kapitale zakładowym spółki portfelowej:

$$\Delta p_{PE} = {}^{AFTER-IPO}p_{PE} - {}^{PRE-IPO}p_{PE}$$

$$\Delta p_{PE} = \frac{{}^{AFTER-IPO}NS_{PE}}{{}^{AFTER-IPO}TNS} - \frac{{}^{PRE-IPO}NS_{PE}}{{}^{PRE-IPO}TNS}$$

gdzie:

Δp_{PE} – zmiana wskaźnika udziału funduszu *private equity* w kapitale zakładowym spółki,

${}^{PRE-IPO}X$ – wielkość danej zmiennej w okresie bezpośrednio poprzedzającym pierwszą ofertę publiczną danej spółki,

${}^{AFTER-IPO}X$ – wielkość danej zmiennej w okresie bezpośrednio następującym po pierwszej ofercie publicznej danej spółki.

Dla potwierdzenia statystycznej istotności wyników z zakresie zmian udziału funduszu *private equity* w kapitale zakładowym spółek portfelowych przed i po debiucie giełdowym przeprowadzony został test istotności różnic wartości średnich *t*-Studenta dla prób zależnych⁷⁹.

⁷⁹ Przyjęto założenie o rozkładzie normalnym badanych zmiennych.

Sformułowano zatem hipotezę zerową H_0 mówiącą o równości średnich:

$$H_0 : \mu_{n-1} = \mu_{n+1}$$

wobec hipotezy alternatywnej H_1 :

$$H_1 : \mu_{n-1} \neq \mu_{n+1}$$

Zmiana udziału funduszu *private equity* w kapitale zakładowym spółki portfelowej po debiucie giełdowym może być efektem zarówno sprzedaży posiadanych przez fundusz akcji danej spółki portfelowej, jak i zwiększeniem łącznej liczby akcji spółki w wyniku emisji nowych akcji. Kwantyfikacja siły i kierunku wpływu tych czynników możliwa jest m. in. przy zastosowaniu deterministycznych metod analizy ekonomicznej. W tym celu można dokonać dekompozycji wskaźnika p_{PE} do następującej formuły:

$$p_{PE} = \frac{NS_{OTHER}}{TNS} \times \frac{NS_{PE}}{NS_{OTHER}}$$

$$NS_{OTHER} = TNS - NS_{PE}$$

gdzie:

NS_{OTHER} – liczba akcji spółki będąca własnością pozostałych akcjonariuszy, pozostałe jw.

Wyrażenie wskaźnika udziału funduszu *private equity* w kapitale zakładowym spółki w powyższej postaci pozwala stwierdzić, iż jego poziom zależy od wielkości udziału pozostałych akcjonariuszy w kapitale spółki oraz stosunku liczby akcji będących własnością funduszu *private equity* a pozostałą liczbą akcji określonej spółki. Ponadto, uwzględniając czynniki związane ze specyfiką procesów dezinwestycji realizowanych metodą pierwszej oferty publicznej, udział funduszu *private equity* w kapitale zakładowym spółki portfelowej można przedstawić za pomocą następującej formuły:

$$p_{PE} = \frac{NS_{NEW}}{TNS} \times \frac{SOLD \cdot NS_{PE}}{NS_{NEW}} \times \left(\frac{SOLD \cdot NS_{PE}}{NS_{PE}} \right)^{-1}$$

gdzie:

NS_{NEW} – liczba akcji nowej emisji,

$SOLD \cdot NS_{PE}$ – liczba akcji sprzedawana przez fundusz *private equity* w ramach pierwszej oferty publicznej,

pozostałe jw.

Tabela 3.3

Podmioty zakwalifikowane do badań empirycznych (skład próby badawczej)

Nazwa spółki	Podmiot zarządzający funduszem <i>private equity</i>	Data debiutu gieldowego
HARPER HYGIENICS SA	Enterprise Investors	23.07.2010
ABC DATA SA	MCI Management SA	17.06.2010
HARDEX SA	BBI CAPITAL Narodowy Fundusz Inwestycyjny SA	3.04.2008
K2 INTERNET SA	bmp AG	24.04.2008
MERCOR SA	Innova Capital	19.07.2007
CP Energia SA	Capital Partners SA	29.11.2007
MAGELLAN SA	Enterprise Investors	1.10.2007
BIPROMET SA	Capital Partners SA AVALLOŃ Spółka z o.o.	31.10.2007
SFINKS POLSKA SA	Enterprise Investors	8.06.2006
ERGIS-EUROFILMS SA (d. Eurofilms SA)	Arx Equity Partners Sp. z o.o.	12.06.2006
Bankier.pl SA	MCI Management SA, bmp AG	19.06.2006
QUMAK-SEKOM SA	Krokus Private equity Sp. z o.o.	3.08.2006
ONE-2-ONE SA	MCI Management SA	22.08.2006
AB SA	Enterprise Investors	21.09.2006
HTL-STREFA SA	Noryt Company Establishment	15.11.2006
LSI SOFTWARE SA	Regionalne Fundusze Inwestycji Sp. z o.o.	21.12.2006
POLISH ENERGY PARTNERS SA	Enterprise Investors	13.05.2005
OPOCZNO SA	Enterprise Investors Credit Suisse First Boston PE	24.06.2005
TRAVELPLANET.PL SA	MCI Management SA	12.07.2005
FIRMA HANDLOWA JAGO SA	Krokus Private equity Sp. z o.o.	8.11.2005
TETA SA	Enterprise Investors	29.11.2005
TECHMEX SA	Krokus Private equity Sp. z o.o. European Renaissance Capital Handlowy Investments II S.a.r.l	19.05.2004
PRATERM SA	Krokus Private equity Sp. z o.o. Nederlandse Financieringsmaatschappij voor Ontwikkelingslanden NV	6.12.2004
COMP Rzeszów SA	Enterprise Investors	27.09.2004
EMPERIA HOLDING SA (d. Eldorado SA)	Enterprise Investors	3.01.2002
W. KRUK SA	Enterprise Investors	2.07.2002

Źródło: opracowanie własne.

Z zaproponowanej formuły wynika, że wielkość udziału funduszu *private equity* w kapitale zakładowym spółki portfelowej zależy od:

- a) udziału akcji nowej emisji w ogólnej liczbie akcji spółki,
- b) struktury publicznej oferty sprzedaży akcji wyrażonej stosunkiem liczby akcji sprzedawanych przez fundusz *private equity* i liczby akcji nowej emisji,
- c) stopnia dezinwestycji przedstawionego jako udział akcji zbywanych przez fundusz w drodze publicznej oferty sprzedaży w ogólnej liczbie akcji będących własnością funduszu *private equity*.

Badania empiryczne zostały przeprowadzone na grupie 26 spółek notowanych na GPW w Warszawie (zob. tab. 3.3).

Spółki zakwalifikowane do badań empirycznych spełniły następujące kryteria wyboru:

- przed dopuszczeniem do publicznego obrotu przeprowadziły publiczną ofertę sprzedaży akcji i/lub publiczną subskrypcję akcji,
- fundusz *private equity* był w formie pośredniej lub bezpośredniej akcjonariuszem,
- pierwsze notowanie ich akcji odbyło się w latach 2002–2010 oraz
- posiadały główną siedzibę działalności w Polsce.

3.5.2. WYNIKI BADAŃ EMPIRYCZNYCH

Poprzedzając analizę procesu redukcji zaangażowania kapitałowego funduszy *private equity* w badanych podmiotach oceną udziału funduszu *private equity* w kapitale zakładowym spółek portfelowych bezpośrednio przed wprowadzeniem na GPW w Warszawie, wskazać można na występowanie dość znacznych różnic w wartości tego wskaźnika w badanych 26 spółkach akcyjnych.

Dane zaprezentowane w tab. 3.4 wskazują, iż fundusze *private equity* posiadały w tym okresie istotną część kapitału zakładowego spółek objętych procesami dezinwestycji metodą pierwszej oferty publicznej.

W analizowanych podmiotach przed ich upublicznieniem średnio prawie 60% akcji było własnością funduszu *private equity*. Wartość mediany badanej zmiennej w niewielkim stopniu różniła się od średniej arytmetycznej i wynosiła 55,78%, natomiast zaledwie w jednej czwartej spółek udział ten był mniejszy od 42,07%. Rozkład badanej zmiennej jest prawostronnie asymetryczny, co wskazuje na przesunięcie w kierunku wyższych wartości. Udział funduszu *private equity* w kapitale zakładowym poszczególnych spółek był wyraźnie zróżnicowany i wahał się od zaledwie 17,03% w przypadku spółki *Eurofilms SA*, aż do 100% dla spółki *Harper Hygienics SA*, gdzie w wszystkie akcje spółki były własnością funduszy zarządzanych przez *Enterprise Investors* (zob. wykres 3.3).

Tabela 3.4

Wartość podstawowych statystyk opisowych udziału funduszu *private equity* w kapitale zakładowym spółki portfelowej bezpośrednio przed wprowadzeniem na GPW w Warszawie

Wyszczególnienie	<i>PRE-IPO P_{PE}</i> [w %]
Średnia arytmetyczna	59,77
Kwartyl pierwszy	42,07
Mediana	55,78
Kwartyl trzeci	80,97
Odchylenie standardowe	24,41
Minimum	17,03
Maksimum	100,00
Liczba spółek	26

Źródło: opracowanie własne na podstawie prospektów emisyjnych analizowanych spółek.

Wykres 3.3. Udział funduszu *private equity* w kapitale zakładowym analizowanych spółek bezpośrednio przed wprowadzeniem na GPW w Warszawie

Źródło: opracowanie własne na podstawie prospektów emisyjnych analizowanych spółek.

W praktyce dezinwestycji realizowanych poprzez warszawską giełdę, wprowadzenie do publicznego obrotu akcji spółki portfelowej nie zawsze związane jest z publiczną ofertą sprzedaży akcji będących własnością funduszu *private equity* (zob. wykres 3.4). W przypadku 6 spółek fundusze *private equity* rozpoczęły zbywanie określonej liczby posiadanych akcji w późniejszym okresie.

Wykres 3.4. Struktura debiutów giełdowych spółek portfelowych funduszy *private equity* według kryterium zbywania akcji spółki portfelowej przez fundusz *private equity* w ofercie publicznej

Źródło: opracowanie własne na podstawie prospektów emisyjnych analizowanych spółek.

Poza licznymi korzyściami, jakie niesie za sobą posiadanie przez przedsiębiorstwo statusu spółki publicznej⁸⁰, debiut giełdowy jest również okazją do pozyskania dodatkowego kapitału na rozwój. We wcześniejszych etapach rozwoju analizowanych podmiotów ważnym źródłem finansowania były również środki dostarczane przez fundusze *private equity*. W momencie rozpoczęcia procesu dezinwestycji fundusze z reguły dążą jednak do ograniczenia zaangażowania kapitałowego i spółki portfelowe dla utrzymania dynamicznego wzrostu muszą poszukiwać nowych źródeł kapitału. W zdecydowanej większości analizowanych podmiotów wprowadzenie akcji spółki na GPW w Warszawie związane było z emisją nowych akcji (zob. wykres 3.5).

⁸⁰ Zob. M. Mikołajek-Gocjena, *IPO jako źródło finansowania rozwoju spółki*, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2008, s. 79–82.

Wykres 3.5. Struktura debiutów giełdowych spółek portfelowych funduszy *private equity* według kryterium powiązania z emisją nowych akcji

Źródło: jak do wykresu 3.3.

Zmniejszenie udziału funduszu *private equity* w kapitale zakładowym spółki portfelowej po debiucie giełdowym może być zatem efektem wpływu dwóch czynników:

- sprzedaży posiadanych akcji oraz/lub
- zwiększenia łącznej liczby akcji spółki w wyniku emisji nowych akcji.

Fundusze *private equity*, realizując procesy dezinvestycji w ramach publicznej oferty sprzedaży akcji, zbywały akcje stanowiące znaczną część kapitału zakładowego spółek portfelowych (zob. tab. 3.5).

Z analizy danych liczbowych dla 26 badanych podmiotów wynika, iż akcje zbywane przez fundusz *private equity* w ramach publicznej oferty sprzedaży stanowiły średnio 20,36% kapitału zakładowego spółki przed jego podwyższeniem oraz 16,67% po jego podwyższeniu w wyniku emisji nowych akcji (zob. tab. 3.5). W poszczególnych przypadkach wielkości te były mocno zróżnicowane, na co wskazują wartości wskaźnika odchylenia standardowego. Największy pakiet akcji, bo aż 57,42% kapitału zakładowego przed jego podwyższeniem w wyniku emisji nowych akcji zbywał fundusz *NFI Magna Polonia* realizując wyjście ze spółki *Qumak-Sekom SA* w 2006 r.

W części przedsiębiorstw udziałowych funduszy *private equity* debiutowi giełdowemu nie towarzyszyła jednoczesna sprzedaż papierów wartościowych znajdujących się w portfelu inwestycyjnym funduszu (zob. wykres 3.4). Przeprowadzając bowiem analogiczne badania na „oczyszczonej” próbie liczącej

20 spółek okazało się, że w tej grupie przedsiębiorstw średni udział akcji sprzedawanych przez fundusz w ramach publicznej oferty w kapitale zakładowym wzrósł do poziomu 26,47% przed powiększeniem go o emisję nowych akcji oraz odpowiednio do 21,79% po jego zwiększeniu.

Tabela 3.5

Udział akcji zbywanych przez fundusze *private equity* bezpośrednio w publicznej ofercie sprzedaży w kapitale zakładowym analizowanych podmiotów

Wyszczególnienie	Wszystkie spółki		Spółki, których akcje fundusze <i>private equity</i> zbywały w ofercie publicznej	
	udział akcji sprzedawanych w kapitale zakładowym przed jego podwyższeniem w wyniku emisji nowych akcji	udział akcji sprzedawanych w kapitale zakładowym po jego podwyższeniu w wyniku emisji nowych akcji	udział akcji sprzedawanych w kapitale zakładowym przed jego podwyższeniem w wyniku emisji nowych akcji	udział akcji sprzedawanych w kapitale zakładowym po jego podwyższeniu w wyniku emisji nowych akcji
Średnia arytmetyczna	0,2036	0,1667	0,2647	0,2179
Mediana	0,1708	0,1282	0,2462	0,1567
Odchylenie standardowe	0,1771	0,1547	0,1558	0,1412
Minimum	0,0000	0,0000	0,0432	0,0373
Maksimum	0,5742	0,5040	0,5742	0,5040
Liczba spółek	26	26	20	20

Źródło: opracowanie własne na podstawie prospektów emisyjnych oraz raportów bieżących analizowanych spółek.

Tabela 3.6

Udział funduszu *private equity* w kapitale zakładowym spółki po wprowadzeniu na GPW w Warszawie

Wyszczególnienie	<i>AFTER-IP</i> O P_{PE} [%]	Zmiana w stosunku do okresu przed debiutem [punkty procentowe]
Średnia arytmetyczna	32,67	-27,10
Kwartyl pierwszy	11,14	-30,93
Mediana	32,55	-23,22
Kwartyl trzeci	49,45	-31,52
Odchylenie standardowe	23,28	-0,59
Minimum	0,00	-17,03
Maksimum	76,03	-23,97
Liczba spółek	26	–

Źródło: jak do tab. 3.5.

W rezultacie zrealizowanych transakcji na akcjach spółek portfelowych związanych z ich wprowadzeniem do publicznego obrotu nastąpiła zmiana struktury właścicielskiej tych przedsiębiorstw. Dane zawarte w tab. 3.6 wskazują na znaczące zmniejszenie udziału funduszu *private equity* w kapitale zakładowym analizowanych spółek akcyjnych po wprowadzeniu na GPW w Warszawie.

Udział funduszu *private equity* w kapitale zakładowym spółki portfelowej po jej debiucie giełdowym wynosił średnio 32,67% i zmniejszył się przeciętnie o 27,1 punktów procentowych. Analiza przedstawionych miar położenia rozkładu również wskazuje na znaczące zmniejszenie udziału funduszu w kapitale zakładowym spółki. Warto zauważyć, iż kwartyl trzeci po upublicznieniu spółki obniżył się do poziomu poniżej 50% (zob. tab. 3.6). Rozkład badanej zmiennej jest lewostronnie asymetryczny.

Przeprowadzony test istotności różnic wartości średnich *t*-Studenta dla prób zależnych dla $\alpha = 0,05$ potwierdził istotność otrzymanych wyników z zakresie zmian udziału funduszu *private equity* w kapitale zakładowym spółek portfelowych przed i po debiucie giełdowym. Wartość parametru *t*-Stat wynosi 8,00 przy wartości krytycznej 2,06, czyli należy odrzucić hipotezę H_0 na rzecz hipotezy alternatywnej H_1 , mówiącej o istotnych różnicach w zakresie poziomu badanych parametrów.

Fundusze *private equity* po przeprowadzeniu oferty publicznej w wielu przypadkach nadal pozostawały znaczącymi akcjonariuszami analizowanych spółek publicznych. Proces wychodzenia z inwestycji był kontynuowany. W części badanych przedsiębiorstw dalsza realizacja procesów dezinvestycji była znacznie utrudniona ze względu na podjęte zobowiązanie do niesprzedawania posiadanych akcji przez z góry określony czas, czyli tzw. *lock-up* (zob. wykres 3.6).

Wykres 3.6. Długość okresu *lock-up* dla funduszy *private equity* w analizowanych spółkach*

* przyjęto podstawowy deklarowany okres zamknięcia bez uwzględnienia warunków dodatkowych.

Źródło: opracowanie własne na podstawie prospektów emisyjnych oraz raportów bieżących analizowanych spółek.

W przypadku 14 z 26 analizowanych spółek fundusze *private equity* zadeklarowały, iż przez z góry ustalony czas nie będą sprzedawały posiadanych w portfelu inwestycyjnym akcji, natomiast w pozostałych podmiotach tego rodzaju zobowiązanie nie miało miejsca. Zadeklarowany *lock-up* wynosił od 6 do 12 miesięcy.

Pierwsza publiczna oferta sprzedaży akcji spółki portfelowej oraz wprowadzenie ich do publicznego obrotu w wielu przypadkach otwiera proces redukcji zaangażowania kapitałowego funduszu w spółkę. Dla realizacji celu dysertacji podjęta została próba określenia czasu, jaki fundusze *private equity* potrzebują do dokonania całkowitego wyjścia z inwestycji w warunkach polskiego rynku kapitałowego. Jednakże precyzyjne określenie momentu, w którym fundusz *private equity* przestaje być akcjonariuszem danej spółki jest w wielu przypadkach niemożliwe ze względu m. in. na mało transparentne powiązania kapitałowe pomiędzy badanymi podmiotami oraz zakres obowiązków informacyjnych akcjonariuszy wynikający z przepisów prawa⁸¹. W oparciu o analizę zgromadzonych i przetworzonych danych należy stwierdzić, iż w przeważającej części przedsiębiorstw pierwsza oferta publiczna była stosowana jako częściowe wyjście z inwestycji (zob. tab. 3.7).

Tabela 3.7

Okres kontynuacji zaangażowania kapitałowego funduszu *private equity*
w spółkę portfelową po jej debiucie giełdowym

Okres kontynuacji zaangażowania kapitałowego funduszu <i>private equity</i> w spółkę po debiucie giełdowym	Liczba podmiotów	Udział [%]
Dezinwestycja w wyniku pierwszej oferty publicznej	4	15,38
(0–12 miesięcy)	4	15,38
(12–24 miesięcy)	3	11,54
(24–36 miesięcy)	3	11,54
(36–48 miesięcy)	5	19,23
Powyżej 48 miesięcy	1	3,85
Inwestycje niezakończone*	6	23,08
Razem	26	100,00

* okres kontynuacji zaangażowania kapitałowego funduszu *private equity* w spółkę po jej debiucie giełdowym wynosi od 19 do 52 miesięcy na dzień 31.01.2012 r.

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów bieżących oraz sprawozdań finansowych analizowanych spółek.

⁸¹ Art. 69 oraz art. 69a Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, DzU 2005, nr 184, poz. 1539.

Analizując dane zawarte w tab. 3.7 można zauważyć, iż fundusze *private equity* zbyły wszystkie posiadane akcje w ramach pierwszej publicznej oferty sprzedaży zaledwie w 4 spośród wszystkich analizowanych przedsiębiorstw. W kolejnych 4 spółkach dezinwestycja zakończona została w okresie nieprzekraczającym 1 roku. W niemalże 70% analizowanych procesów wyjścia z inwestycji okres zaangażowania funduszu w spółkę portfelową licząc od dnia debiutu na GPW w Warszawie przekraczał 12 miesięcy. W znaczącej części analizowanych przedsiębiorstw czas potrzebny do sprzedaży publicznie notowanych akcji z portfela inwestycyjnego funduszu przekraczał 3 lata.

3.5.3. STOPIEŃ DEZINWESTYCJI FUNDUSZU *PRIVATE EQUITY* A EMISJA NOWYCH AKCJI PRZEZ SPÓŁKĘ PORTFELOWĄ

Z racji na unikatowość relacji łączących poszczególne spółki portfelowe z funduszem, problematyka kształtowania procesu wyjścia z inwestycji funduszy *private equity* ma charakter wieloaspektowy i wielce złożony. Na tym etapie mogą zaistnieć rozbieżności pomiędzy oczekiwaniami funduszu *private equity* związanymi z realizacją korzyści kapitałowych a zamierzeniami spółki odnoszącymi się do dalszego jej rozwoju. Obie strony mogą dążyć do osiągnięcia własnych, często rozbieżnych celów. W procesie dezinwestycji realizowanym przez sprzedaż akcji za pośrednictwem rynku kapitałowego wystąpić może konflikt interesów między funduszem *private equity* a spółką portfelową, zwłaszcza w sytuacji ograniczonego popytu na sprzedawane akcje.

Wpływy z emisji nowych akcji stanowić będą źródło kapitału dla spółki, stąd w jej interesie będzie dążenie do zbywania w ofercie właśnie tych akcji. Z kolei sprzedaż akcji już istniejących, będących własnością funduszu *private equity* zapewni wpływ środków pieniężnych na rachunek funduszu, ograniczając przy tym wspomaganie kapitałowe przedsiębiorstwa udziałowego. Ewentualny konflikt interesów i oczekiwań może znaleźć odzwierciedlenie w strukturze papierów wartościowych proponowanych do nabycia inwestorom giełdowym w ramach pierwszej publicznej oferty sprzedaży akcji spółki objętej procesem dezinwestycji. W pierwszych ofertach publicznych spółek portfelowych funduszy *private equity* obserwowana może być substytucja akcji nowej emisji papierami wartościowymi pochodzącymi z portfela inwestycyjnego funduszu.

Z punktu widzenia inwestora *private equity*, realizacja zysku kapitałowego umożliwia szybką reinwestycję uzyskanych zasobów finansowych w nowe, rokujące uzyskanie ponadprzeciętnej stopy zwrotu projekty inwestycyjne. Nadmierne wydłużenie okresu zaangażowania kapitałowego w dane przedsiębiorstwo udziałowe skutkować będzie rosnącymi kosztami utraconych możliwości. Stąd oczekiwania w zakresie dążeń funduszu do oferowania posiadanych w portfelu inwestycyjnym akcji kosztem innych podmiotów mogących uczestniczyć w ofercie po stronie podażowej wydają się uzasadnione.

Jednakże z punktu widzenia przedsiębiorstwa, zrealizowany proces dezinwestycji oznacza wyjście strategicznego partnera, który poza wsparciem finansowym zapewniał również swoją obecnością gwarancję wiarygodności oraz kapitał współpracy. W ramach emisji nowych akcji w związku z pierwszą ofertą publiczną spółka jest w stanie zgromadzić kapitał na dalszy rozwój i w ten sposób zapewnić sobie bezpieczeństwo finansowe nawet po wycofaniu się funduszu *private equity* ze spółki. W interesie spółki będzie zatem dążenie do zaoferowania akcji nowej emisji, gdyż wpływy z ich sprzedaży zasila jej kapitał.

3.5.4. WYNIKI BADAŃ EMPIRYCZNYCH NAD STOPNIEM DEZINWESTYCJI FUNDUSZU *PRIVATE EQUITY* A EMISJĄ NOWYCH AKCJI PRZEZ SPÓŁKĘ PORTFELOWĄ

Stopień dezinwestycji realizowany przez fundusze *private equity* w 26 spółkach objętych badaniami był znacznie zróżnicowany. W ramach publicznej oferty sprzedaży akcji związanej z debiutem spółki w przypadku 4 podmiotów fundusze zbyły wszystkie posiadane akcje i definitywnie zakończyły zaangażowanie kapitałowe w te podmioty, natomiast w 6 przypadkach fundusze podjęły decyzję o niesprzedawaniu akcji znajdujących się w ich portfelu inwestycyjnym.

Wykres 3.7. Stopień dezinwestycji realizowanej przez fundusze *private equity* w drodze pierwszej oferty publicznej w poszczególnych spółkach

$$\left(\frac{NS_{PE}^{SOLD}}{NS_{PE}^{PRE-IPO}} \right)$$

Źródło: jak do wykresu 3.6.

W większości analizowanych przedsiębiorstw wprowadzenie akcji spółki do publicznego obrotu związane było z rozpoczęciem procesu zbywania posiadanych w portfelu inwestycyjnym papierów wartościowych (zob. wykres 3.7).

Fundusze *private equity* w rezultacie realizowanych transakcji publicznej oferty sprzedaży zbywały średnio 38,36% akcji spółek będących ich własnością, redukując w ten sposób znacznie swój udział w strukturze akcjonariatu tych podmiotów (zob. tab. 3.8).

Tabela 3.8

Stopień dezinwestycji realizowanej przez fundusze *private equity* w drodze pierwszej oferty publicznej – wybrane statystyki opisowe

Wyszczególnienie	Wartość
Średnia arytmetyczna	0,3836
Mediana	0,3606
Odchylenie standardowe	0,3449
Minimum	0,0000
Maksimum	1,0000
Liczba spółek	26

Źródło: opracowanie własne na podstawie prospektów emisyjnych oraz raportów bieżących spółek.

Wykres 3.8. Stosunek liczby akcji nowej emisji do liczby akcji istniejących przed pierwszą ofertą publiczną w poszczególnych spółkach

$$\left(\frac{NS_{NEW}}{PRE-IPO TNS} \right)$$

Źródło: jak do wykresu 3.6.

Debiuty giełdowe spółek portfelowych funduszy *private equity* związane są nie tylko z realizacją zamierzeń funduszu w zakresie wyjścia z inwestycji. Spółki portfelowe dążą do tego, by pozyskać nowy kapitał do spółki od inwestorów giełdowych. Dla rozpoznania stopnia wykorzystania tych możliwości w poszczególnych spółkach analizie poddany został wskaźnik przedstawiający jaką część kapitału zakładowego spółki przed jego powiększeniem stanowią akcje nowej emisji. Wartość tego wskaźnika w poszczególnych badanych podmiotach była niezwykle zróżnicowana. Spośród 26 analizowanych spółek, zaledwie w przypadku 2 podmiotów nie została podjęta decyzja o emisji nowych akcji. W obu przypadkach oferowane w ramach publicznej oferty były wyłącznie akcje należące do funduszu *private equity*. Warto zauważyć, iż sytuacja taka miała miejsce między innymi w spółce *Harper Hygienics SA*, w której fundusze zarządzane przez *Enterprise Investors* były jedynym akcjonariuszem spółki (zob. wykres 3.8).

Analizując stopień zwiększenia liczby akcji badanych spółek na skutek emisji nowych akcji wskazać należy, iż nowe akcje oferowane do sprzedaży w związku z debiutem giełdowym stanowiły średnio 26,36% akcji już istniejących (zob. tab. 3.9).

Tabela 3.9

Stosunek liczby akcji nowej emisji do liczby akcji istniejących
przed pierwszą ofertą publiczną – statystyki opisowe

Wyszczególnienie	Wartość
Średnia arytmetyczna	0,2636
Odchylenie standardowe	0,2393
Mediana	0,1984
Zakres	0,9817
Minimum	0
Maksimum	0,9817
Liczba spółek	26

Źródło: jak do tab. 3.8.

Wartość mediany badanej zmiennej była niższa od średniej arytmetycznej i kształtowała się na poziomie 19,84%. Najwyższą wartość analizowanego wskaźnika (98,17%) zanotowano w przypadku spółki *Jago SA*, gdzie w związku z pierwszą publiczną ofertą sprzedaży akcji oferowanych było 7 500 000 szt. nowych walorów, przy kapitale zakładowym dzielącym się na 7 640 100 szt. akcji przed upublicznieniem spółki.

Na podstawie analizy danych dotyczących struktury akcji oferowanych do sprzedaży w ramach pierwszych ofert publicznych spółek portfelowych funduszy *private equity* można wskazać, iż przeważającą część stanowiły akcje nowej emisji, a prawie 40% wszystkich oferowanych akcji stanowiły walory wchodzące w skład portfela inwestycyjnego funduszy *private equity* (zob. wykres 3.9).

Wykres 3.9. Struktura pierwszych ofert publicznych spółek portfelowych według źródła pochodzenia sprzedawanych akcji

Źródło: jak do wykresu 3.6.

W poszczególnych spółkach struktura ofert ze względu na źródło pochodzenia sprzedawanych akcji była wyraźnie zróżnicowana (zob. wykres 3.10).

Wykres 3.10. Struktura oferty w poszczególnych spółkach

Źródło: jak do wykresu 3.6.

Tabela 3.10

Struktura pierwszej oferty publicznej spółek portfelowych
według źródła pochodzenia sprzedawanych akcji – statystyki opisowe

Wyszczególnienie	NS _{NEW}	SOLD _{NS_{PE}}	SOLD _{NS_{OTHER}}
Średnia arytmetyczna	0,5496	0,3927	0,0577
Odchylenie standardowe	0,3404	0,3275	0,1239
Kwartył pierwszy	0,2668	0,1391	0,0000
Mediana	0,5423	0,3482	0,0000
Kwartył trzeci	0,8120	0,6462	0,0670
Minimum	0,0000	0,0000	0,0000
Maksimum	1,0000	1,0000	0,5555
Liczba spółek	26	26	26

Źródło: jak do tab. 2.8.

Analiza przedstawionych w tab. 3.10 miar położenia rozkładu również wskazuje, iż przeważającym źródłem akcji oferowanych w ramach pierwszych publicznych ofert sprzedaży spółek portfelowych funduszy *private equity* była emisja nowych akcji.

3.5.5. WYBRANE PRZYKŁADY DEZINWESTYCJI FUNDUSZY *PRIVATE EQUITY* REALIZOWANYCH ZA POŚREDNICTWEM WARSZAWSKIEJ GIEŁDY

Analiza przykładów dezinvestycji funduszy *private equity* zrealizowanych za pośrednictwem GPW w Warszawie zawiera wyniki badań empirycznych zmierzających do scharakteryzowania procesu wyjścia z inwestycji w 4 wybranych podmiotach. Do spółek tych należą:

- *Travelplanet.pl SA*,
- *Opoczno SA*,
- Grupa Kapitałowa *W. KRUK* oraz
- *K2 Internet SA*.

O wyborze tych spółek do dalszych badań zdecydowała głównie specyfika realizowanych transakcji oraz zakres dostępnych informacji. Akcjonariuszem w badanych spółkach były różne fundusze *private equity* o zróżnicowanej przedmiotowo działalności i historii rozwoju.

Dla realizacji założonego celu badania każda prezentowana spółka została poddana analizie w następujących etapach:

1) charakterystyka spółki, która zawiera podstawowe informacje o badanym przedsiębiorstwie tj.: rodzaj prowadzonej działalności, oferowane produkty i usługi, pozycja rynkowa,

2) historia rozwoju analizowanej spółki, ze szczególnym uwzględnieniem roli funduszy *private equity* – w tym punkcie przedstawiono informacje dotyczące m. in. daty powstania podmiotu, charakteru współpracy z funduszem *private equity*, udziału funduszu w kapitale zakładowym spółki,

3) warunki pierwszej oferty sprzedaży akcji spółki, zawierające podstawowe parametry opisujące wielkość i strukturę oferowanych akcji wraz z wyszczególnieniem podmiotu oferującego akcje do sprzedaży,

4) korzyści finansowe oferty dla funduszu i spółki, mierzone wartością kapitału pozyskanego przez spółkę i innych sprzedających akcje w ramach oferty,

5) dalsze procesy redukcji udziału funduszu *private equity* w spółce portfelowej, w których przedstawiono transakcje na akcjach, dzięki którym funduszy *private equity* dopełniły wyjście z inwestycji,

6) efektywność zrealizowanej inwestycji.

Informacje wykorzystane w badaniach pochodzą z prospektów emisyjnych, raportów bieżących i okresowych badanych spółek, stron internetowych badanych podmiotów, publikacji z prasy fachowej oraz innych ogólnodostępnych źródeł.

W trakcie badań empirycznych natrafiono na liczne ograniczenia badawcze. Należą do nich przede wszystkim:

- dokładne ustalenie terminu całkowitego wyjścia z inwestycji było utrudnione bądź niemożliwe ze względu na
 - mało transparentne powiązania pomiędzy wybranymi akcjonariuszami badanych spółek,
 - zakres obowiązków informacyjnych akcjonariuszy wynikający z przepisów prawa dotyczący obligatoryjnego ujawnienia stanu posiadania⁸²,
- informacje dotyczące poziomu zysku kapitałowego osiągniętego przez fundusz w wyniku danej inwestycji oraz jej efektywności są w większości przypadków objęte tajemnicą, a strony transakcji zobowiązane są do nieupubliczniania jakichkolwiek informacji na ten temat,
- dotychczas nie została stworzona baza danych zawierająca kompleksowe informacje o zrealizowanych transakcjach na rynku *private equity* w Polsce.

⁸² Zob. art. 69 oraz art. 69a Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r..., *op. cit.*

3.5.5.1. Redukcja zaangażowania kapitałowego funduszu *private equity* w spółkę *Travelplanet.pl SA*

Charakterystyka spółki

Travelplanet.pl SA jest przedsiębiorstwem z obszaru *e-commerce* oferującą sprzedaż szeroko pojętych usług turystycznych przez Internet i inne nowoczesne kanały dystrybucji. Działalność spółki polega na agencyjnej sprzedaży imprez turystycznych, biletów lotniczych, rezerwacji hoteli i sprzedaży usług marketingowych za pośrednictwem dwóch głównych kanałów dystrybucji: portali internetowych oraz *call center*. Podstawową działalnością spółki jest sprzedaż produktów i usług jego partnerów handlowych w zakresie turystyki, szczególnie turystyki zagranicznej. Swoją ofertę spółka uzupełnia o możliwość zakupu turystycznych bonów płatniczych oraz usługi reklamy internetowej. Oferowane przez Emitenta produkty i usługi podzielić można na pięć grup (zob. tab. 3.11)

Tabela 3.11

Oferta rynkowa spółki *Travelplanet.pl SA* w 2005 r.

Rodzaj produktu	Charakterystyka	Szacowany udział w rynku w 2004 r.
Pakiety turystyczne	Spółka posiada w ofercie pakiety turystyczne obejmujące m. in. wycieczki lotnicze i wycieczki autokarowe. W ofercie skierowanej do klientów instytucjonalnych znajdują się indywidualizowane wyjazdy grupowe. Przychody ze sprzedaży pakietów turystycznych spółka uzyskuje z prowizji, która jest negocjowana indywidualnie z każdym z touroperatorów i wynosi 10–16% wartości sprzedawanych produktów.	38%
Bilety lotnicze	Spółka oferuje bilety na ponad 2 mln połączeń lotniczych, do wszystkich części świata. Sprzedaż biletów lotniczych jest prowadzona przez <i>Travelplanet.pl SA</i> pod marką <i>Aero.pl</i> istniejącą na polskim rynku od 1999 r.	18%
Rezerwacje hoteli	Poprzez serwis <i>Hotele24.pl</i> spółka umożliwia wyszukanie, rezerwację <i>on-line</i> , dokonanie płatności oraz uzyskanie potwierdzenia rezerwacji miejsc w hotelach.	Początek działalności 2005 r.
Reklama	Spółka w swojej ofercie posiada także usługi reklamowe, które można podzielić na: reklamę internetową, <i>product placement</i> oraz pozostałe usługi marketingowo-reklamowe.	1,4%
Turystyczne bony płatnicze	Bony turystyczne <i>TravelPass</i> to produkt dedykowany dla klientów korporacyjnych. Dystrybuowane przez <i>TravelPass</i> bony umożliwiają zakup wycieczek znajdujących się w ofercie <i>Travelplanet.pl SA</i> .	Brak podmiotów z ofertą konkurencyjną

Źródło: opracowanie własne na podstawie prospektu emisyjnego *Travelplanet.pl SA*.

Historia rozwoju analizowanej spółki, ze szczególnym uwzględnieniem roli funduszy *private equity*

Pierwszą czynnością zmierzającą do utworzenia analizowanej spółki było zawarcie umowy inwestycyjnej w dniu 6 grudnia 2000 r. pomiędzy *MCI Management SA* z siedzibą we Wrocławiu, P. Multanem, T. Morozem i Ł. Bartoszewiczem, której przedmiotem była realizacja inwestycji polegającej na utworzeniu spółki akcyjnej pod firmą: *Travelplanet.pl* działającej w obszarze sprzedaży ofert turystycznych oraz dostarczania informacji turystycznych z wykorzystaniem Internetu. W dniu 15 grudnia 2000 r. spółka *Travelplanet.pl* została wpisana do KRS. W kapitale zakładowym spółki zostało utworzonych 50 000 zwykłych, imiennych Akcji serii A o wartości nominalnej i emisyjnej 10,00 zł.

Wszystkie akcje pokryte zostały wkładami gotówkowymi i objęte przez założycieli spółki w następujący sposób:

- *MCI Management SA* objęła 45 500 akcji o łącznej wartości 455 000 zł,
- Piotr Multan objął 1 500 akcji o łącznej wartości 15 000 zł,
- Tomasz Moroz objął 1 500 akcji o łącznej wartości 15 000 zł,
- Łukasz Bartoszewicz objął 1 500 akcji o łącznej wartości 15 000 zł.

W dniu 24 października 2001 r. Spółka została zgłoszona do Krajowego Rejestru Sądowego, gdzie w rejestrze przedsiębiorców nadano jej numer KRS 0000055057.

W dniu 10 maja 2002 r. WZA *Travelplanet.pl SA* zdecydowało o podwyższeniu kapitału zakładowego spółki do kwoty 1 718 100 zł poprzez emisję 121 810 akcji zwykłych imiennych serii B o wartości nominalnej 10 zł i wartości emisyjnej 20 zł. Powyższe akcje zostały w całości pokryte wkładami pieniężnymi i zostały objęte przez dotychczasowych akcjonariuszy w następujących częściach:

- 116 810 akcji objęte zostało przez *MCI Management SA*,
- 3 750 akcji objął P. Multan,
- 1 750 akcji objętych zostało przez T. Moroza.

Podwyższenie kapitału zakładowego zarejestrowane zostało w dniu 25 września 2002 r.

Ponadto w 2004 r. spółka wyemitowała nowe akcje w ramach realizacji programu opcji menedżerskiej, w wyniku czego nastąpiło podwyższenie jej kapitału zakładowego o kwotę 57 270 zł, tj. do kwoty 1 775 370 zł w drodze emisji 5 727 zwykłych imiennych akcji serii C o wartości nominalnej i wartości emisyjnej 10 zł za każdą akcję.

Na dzień sporządzenia prospektu emisyjnego kapitał zakładowy spółki wynosił 1 775 370 zł i dzielił się na:

- 500 000 akcji na okaziciela serii A, o wartości nominalnej 1 zł każda,
- 1 218 100 akcji na okaziciela serii B, o wartości nominalnej 1 zł każda,
- 57 270 akcji na okaziciela serii C, o wartości nominalnej 1 zł każda.

Powyższa liczba istniejących akcji wynikała ze zmian dokonanych w dniu 11 lutego 2005 r., kiedy to NWZ spółki podjęło decyzję w sprawie podziału istniejących w ten sposób, że każda akcja o wartości nominalnej 10 zł została podzielona na 10 akcji po 1 zł.

Na dzień sporządzenia prospektu emisyjnego związanego z pierwszą publiczną ofertą akcji i debiutem giełdowym podmiotem dominującym wobec spółki był *MCI Management SA* (zob. wykres 3.11).

Wykres 3.11. Struktura akcjonariatu *Travelplanet.pl SA*

Źródło: opracowanie własne na podstawie prospektu emisyjnego *Travelplanet.pl SA*.

Warunki pierwszej oferty sprzedaży akcji spółki

Debiut giełdowy spółki *Travelplanet.pl SA* związany był z wprowadzeniem do publicznego obrotu:

- 500 000 akcji zwykłych na okaziciela serii A,
- 1 218 100 akcji zwykłych na okaziciela serii B,
- 57 270 akcji zwykłych na okaziciela serii C,
- od 154 320 do 370 370 akcji zwykłych na okaziciela serii D.

Na podstawie prospektu oferowane było wyłącznie 370 370 akcji o wartości nominalnej 1,00 zł każda w trybie publicznej subskrypcji. Ofertą objęte były wyłącznie nowo emitowane akcje serii D.

W pierwszym etapie przedział cenowy emisji akcji serii D oferowanych w publicznej ofercie został ustalony na poziomie 16,20–18 zł za jedną akcję. W dniu 23 czerwca 2005 r. w wyniku przeprowadzonego procesu budowy księgi popytu ostatecznie ustalono cenę emisyjną akcji na poziomie 18 zł.

Korzyści finansowe oferty dla funduszu i spółki

Publiczna oferta sprzedaży akcji spółki *Travelplanet.pl SA* została uznana za udaną. W jej wyniku w dniu 4 lipca 2005 r. dokonano przydziału wszystkich

oferowanych w ramach publicznej oferty akcji serii D. Zgłoszony popyt znacznie przewyższał liczbę oferowanych papierów wartościowych. W trakcie trwania subskrypcji inwestorzy indywidualni i instytucjonalni złożyli zapisy na 1 008 670 szt. akcji. W procesie budowy księgi popytu złożono zapisy na 821 729 szt. akcji. Redukcja zleceń złożonych przez inwestorów, którzy nie złożyli zapisów w trakcie budowania księgi popytu wyniosła 79,65%. Redukcja zleceń inwestorów, którzy wzięli udział w budowaniu księgi popytu wyniosła 59,3%, ze względu na dwukrotnie większą alokację zapisów na akcje dla tych inwestorów.

Pierwsze notowanie akcji spółki na GPW w Warszawie odbyło się 12 lipca 2005 r. Równocześnie z papierami *Travelplanet.pl SA* na giełdzie pojawiły się prawa do akcji serii D. Na otwarciu sesji kosztowały 21,1 zł. W trakcie pierwszego dnia notowań PDA cieszyły się zainteresowaniem. Właściciela zmieniło 37 000 praw, a obroty wyniosły 1,5 mln zł. Wolumen obrotu na akcjach był mniejszy i wyniósł 7 600 szt., a obroty sięgnęły 322 000 zł. Na zamknięciu notowań akcje spółki kosztowały 20 zł, a PDA 19,65 zł.

Satysfakcji z przebiegu debiutu giełdowego nie krył również prezes *Travelplanet.pl SA*. Na konferencji prasowej stwierdził: *Jesteśmy bardzo zadowoleni z wyceny, tym bardziej że Travelplanet.pl jest pierwszą giełdową firmą e-commerce nie tylko w Warszawie, ale całej Europy Środkowo-Wschodniej.*

Wzrost kursu akcji był pozytywną informacją dla *MCI Management SA*. Fundusz już w czerwcu 2004 r. zrealizował częściowe wyjście z inwestycji, sprzedając 42 953 akcji spółki portfelowej *Travelplanet.pl SA* stanowiących 25% jej kapitału zakładowego w wyniku serii tzw. transakcji *pre-IPO*. Za sprzedany pakiet akcji *MCI Management SA* otrzymała kwotę 5 798 655 zł przy wartości ewidencyjnej zbytych papierów wartościowych w kwocie 429 953 zł. Wśród inwestorów, którzy nabyli akcje *Travelplanet.pl SA* znajdowały się dwie instytucje finansowe, dwie osoby prawne i dziesięciu inwestorów indywidualnych. *MCI Management S.A.* zrealizowała bezpośrednio na tej transakcji blisko 1 350% stopy zwrotu z inwestycji. Fundusz objął sprzedane akcje *Travelplanet.pl SA* w 2000 r. po 10 zł za sztukę, zaś cena z transakcji sprzedaży wyniosła 135 zł za jedną akcję. Sprzedaż *pre-IPO Travelplanet.pl SA* była pierwszą na rynku tego typu transakcją kapitałową dotyczącą spółki *e-commerce*.

MCI Management SA, który nie zbywał swoich akcji w ramach oferty, deklarował gotowość sprzedaży części posiadanych w portfelu inwestycyjnym akcji po debiucie giełdowym spółki. T. Czechowicz, Prezes *MCI Management SA* stwierdził: *Podtrzymujemy nasze zapowiedzi o chęci sprzedaży do końca tego roku części akcji Travelplanet.pl. – zaznaczając jednocześnie, iż spółka doskonale się rozwija i nie ma żadnej presji na pozbywanie się akcji.*

Dalsze procesy redukcji udziału funduszu *private equity* w spółce portfelowej
Zob. tab. 3.12.

Tabela 3.12
Operacje na akcjach spółki *Travelplanet.pl SA* dokonywane przez fundusze zarządzane przez *MCI Management SA* po debiucie giełdowym spółki

Sprowadzający	Nabywca	Rodzaj transakcji	Data	Liczba akcji	Cena za akcję	Liczba akcji pozostająca w posiadaniu funduszu po transakcji	Udział w kapitale zakładowym funduszu po transakcji
1	2	3	4	5	6	7	8
<i>MCI Management SA</i>	–	Pozasesyjna transakcja pakietowa	23.12.2005	105 000	21,00	1 055 710	49,20
<i>MCI Management SA</i>	–	Pozasesyjna transakcja pakietowa	29.08.2006	172 222	32,50	883 488	41,17
<i>MCI Management SA</i>	–	Aport	12.12.2007	210 000		673 488	31,07
–	<i>MCI Fund Management Spółka z o.o. MCI.PrivateVentures SKA</i>	–	12.12.2007	210 000	–	210 000	9,69
<i>MCI Fund Management Spółka z o.o. MCI.PrivateVentures SKA</i>	–	Zapisy na certyfikaty inwestycyjne serii A związane z subfunduszem <i>MCI.TechVentures I.O. MCI.PrivateVentures Funduszu Inwestycyjnego Zamkniętego</i>	13. 12.2007	210 000	–	0	0
–	<i>MCI Capital Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych SA</i>	Zapisy na certyfikaty inwestycyjne serii A związane z subfunduszem <i>MCI.TechVentures I.O. MCI.PrivateVentures Funduszu Inwestycyjnego Zamkniętego</i>	13.12.2007	210 000	–	210 000	9,69

Tabela 3.12 (cd.)

1	2	3	4	5	6	7	8
–	<i>MCI Capital</i> Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych SA	Rejestracja <i>MCI.Private.Ventures</i> Funduszu Inwestycyjnego Zamkniętego	14.01.2008	210 000	–	0	0
<i>MCI.Private.Ventures</i> Fundusz Inwestycyjny Zamknięty z wydzielenym subfunduszem <i>MCI.TechVentures</i> 1.0.	–	Rejestracja <i>MCI.Private.Ventures</i> Fundusz Inwestycyjny Zamknięty	14.01.2008	210 000	–	210 000	9,69
	<i>MCI Fund</i> Management Spółka z o.o. <i>MCI.Private.Ventures</i> SKA	Aport	28.03.2008	215 000	39,99	215 000	9,92
<i>MCI Management SA</i>	–	Aport	28.03.2008	215 000	39,99	458 488	21,15
<i>MCI Fund</i> Management Spółka z o.o. <i>MCI.Private.Ventures</i> SKA	–	Zapisy na certyfikaty inwestycyjne serii C związane z subfunduszem <i>MCI.TechVentures 1.0.</i> <i>MCI.Private.Ventures</i> Funduszu Inwestycyjnego Zamkniętego	18.06.2008	215 000	–	0	0
–	<i>MCI.Private.Ventures</i> Fundusz Inwestycyjny Zamknięty z wydzielenym subfunduszem <i>MCI.TechVentures 1.0</i>	Zapisy na certyfikaty inwestycyjne serii C związane z subfunduszem <i>MCI.TechVentures 1.0.</i> <i>MCI.Private.Ventures</i> Funduszu Inwestycyjnego Zamkniętego	18.06.2008	215 000	–	425 000	19,61

Tabela 3.12 (cd.)

1	2	3	4	5	6	7	8
<i>MCI Management SA</i>		Aport	29.09.2008	215 000	37,50	243 488	11,23
–	<i>MCI Fund Management Spółka z o.o., MCI.PrivateVentures SKA</i>	Aport	29.09.2008	215 000	37,50	215 000	9,92
<i>MCI Fund Management Spółka z o.o., MCI.PrivateVentures SKA</i>	–	Zapisy na certyfikaty inwestycyjne serii D związane z subfunduszem <i>MCI.TechVentures I.O., MCI.PrivateVentures Funduszu Inwestycyjnego</i>	30.09.2008	215 000	37,50	0	0
–	<i>MCI.Private.Ventures Fundusz Inwestycyjny Zamknięty z wydzielonym subfunduszem MCI.TechVentures I.O., MCI.PrivateVentures Funduszu Inwestycyjnego</i>	Zapisy na certyfikaty inwestycyjne serii D związane z subfunduszem <i>MCI.TechVentures I.O., MCI.PrivateVentures Funduszu Inwestycyjnego</i>	30.09.2008	215 000	37,50	640 000	29,53
<i>MCI Management SA</i>	–	Aport	29.12.2008	215 000	33,00	28 488	1,31
–	<i>MCI Fund Management Spółka z o.o., MCI.PrivateVentures SKA</i>	Aport	29.12.2008	215 000	33,00	215 000	9,92
<i>MCI Fund Management Spółka z o.o., MCI.PrivateVentures SKA</i>	–	Zapisy na certyfikaty inwestycyjne serii F związane z subfunduszem <i>MCI.TechVentures I.O., MCI.PrivateVentures Funduszu Inwestycyjnego</i>	30.12.2008	215 000	–	0	0

Tabela 3.12 (cd.)

1	2	3	4	5	6	7	8
–	<i>MCI.Private.Ventures Fundusz Inwestycyjny Zamknięty z wydzielonym subfunduszem MCI.TechVentures I.O.</i>	Zapisy na certyfikaty inwestycyjne serii F związane z subfunduszem <i>MCI.TechVentures I.O.</i> , <i>MCI.PrivateVentures Funduszu Inwestycyjnego</i>	30.09.2008	215 000	–	855 000	39,45
–	<i>MCI Management SA</i>	Zakup akcji w transakcji pakietowej	10.12.2010	118 390	15,85	146 878	6,20
<i>MCI Management SA</i>	–	Transakcja pakietowa	14.09.2011	146 878	–	0	0
–	<i>MCI Venture Projects Sp. z o.o.</i>	Transakcja pakietowa	14.09.2011	146 878	–	146 878	6,20
<i>MCI Management SA</i>	<i>MCI.Private.Ventures Fundusz Inwestycyjny Zamknięty z wydzielonym subfunduszem MCI.TechVentures I.O.</i>	Sprzedaż 100% udziałów w spółce <i>MCI Venture Projects Sp. z o.o.</i>	14.09.2011	–	–	–	–
<i>MCI Venture Projects Sp. z o.o.</i>	–	Transakcja pakietowa	14.09.2011	146 878	–	0	0
–	<i>MCI.Private.Ventures Fundusz Inwestycyjny Zamknięty z wydzielonym subfunduszem MCI.TechVentures I.O.</i>	Transakcja pakietowa	14.09.2011	146 878	–	1 052 175	44,44
<i>MCI.Private.Ventures Fundusz Inwestycyjny Zamknięty z wydzielonym subfunduszem MCI.TechVentures I.O.</i>	<i>INVIA.CZ</i> Republika Czeska	Transakcja pakietowa	15.09.2011	1 052 175	–	0	0

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów bieżących spółki *Travelplanet.pl SA*.

Efektywność zrealizowanej inwestycji

Fundusze *private equity* zarządzane przez *MCI Management SA* zakończyły swoje bezpośrednie zaangażowanie w spółkę *Travelplanet.pl SA* 15 września 2011 r. Całkowity okres trwania inwestycji wynosił prawie 11 lat. W wyniku zrealizowanych transakcji pakietowych fundusz sprzedał cały posiadany akcje *Travelplanet.pl SA*. Wartość transakcji wyniosła blisko 13 mln zł i była zbliżona do wyceny rynkowej. Nabywcą akcji spółki była *Invia.cz.*, która jest liderem czeskiego rynku *e-travel*. Transakcja została rozliczona gotówkowo.

Transakcję można byłoby uznać za bezdyskusyjny sukces, gdyby nie fakt, iż głównym właścicielem posiadającym pakiet kontrolny spółki *Invia.cz.* jest *MCI Management SA*. Czeska spółka środki na zrealizowanie tej transakcji pozyskała z pożyczki udzielonej jej właśnie przez *MCI Management SA*.

S. Janik, partner *MCI Management SA* stwierdził, iż oczekuje szybkiej spłaty należności i wyjaśnił: *Udzieliliśmy jako fundusz pożyczki pomostowej Invii.cz, która zostanie spłacona ze środków własnych spółki oraz poprzez finansowanie dłużne pozyskane w celu refinansowania transakcji.*

Rynkowe komentarze wygłaszane na temat tej transakcji nie były jednak zbyt pochlebne. Nie brakowało opinii, iż fundusz *private equity* dokonał zamiany w ten sposób posiadanych akcji *Travelplanet.pl SA*, które biorąc pod uwagę ówczesne uwarunkowania rynkowe ciężko by było w ogóle sprzedać, na dużą pożyczkę na rzecz *Invia.cz.* W okresie poprzedzającym transakcję kurs spółki *Travelplanet.pl SA* był w wyraźnym trendzie spadkowym i negatywnie wpływał na raportowane wyniki funduszu. Jednakże mając na uwadze wysokość przyjętego przez *Invia.cz* zobowiązania względem *MCI Management SA* oraz osiągnięty przez nią stosunkowo niewielki zysk można stwierdzić, iż będzie to znaczące obciążenie dla spółki.

Fundusze zarządzane przez *MCI Management SA* nie podały do publicznej wiadomości dokładnych charakterystyk opisujących poziom efektywności inwestycji w spółkę *Travelplanet.pl SA*.

3.5.5.2. Redukcja zaangażowania kapitałowego funduszu *private equity* w spółkę *Opoczno SA*

Charakterystyka spółki

W okresie poprzedzającym debiut giełdowy *Opoczno SA* było głównym producentem płytek ceramicznych w Polsce. Oferta spółki zawierała wówczas blisko 100 kolekcji oraz ponad 1 000 wzorów płytek do wnętrz mieszkalnych oraz obiektów komercyjnych. Spółka oferowała płytki we wszystkich głównych segmentach rynkowych obejmujących:

- gresy,
- płytki ścienne,

- płytki podłogowe,
- dekoracje ceramiczne.

Gamę oferowanych produktów uzupełniały płytki przemysłowe, kwasoodporne oraz przeciwpoślizgowe. Spółka posiadała trzy znane marki produktów, a mianowicie *Opoczno*, *Primacer* oraz *GresTeQ*.

Spółka oferowała swoje produkty poprzez dobrze rozwiniętą ogólnopolską sieć dystrybucji, na którą składa się tradycyjny kanał dystrybucji obejmujący około 120 hurtowni dostarczających produkty do około 2 200 punktów sprzedaży oraz sześć sieci supermarketów budowlanych obejmujących około 150 placówek handlowych.

W 2004 r. spółka ta była największym dostawcą płytek ściennych i podłogowych w ujęciu ilościowym, dysponującym udziałami rynkowymi sięgającymi odpowiednio 29% i 32% w każdym z tych segmentów rynku. Jednocześnie spółka była drugim co do wielkości producentem w segmencie płytek gresowych, z udziałem w tym rynku równym około 20%. *Opoczno* było najbardziej rozpoznawalną marką płytek ceramicznych w Polsce, z 62% spontaniczną rozpoznawalnością pośród krajowych klientów, podczas gdy drugi w tym rankingu producent płytek ceramicznych odnotował 5% rozpoznawalność (według badań rynku przeprowadzonych przez SMG KRC na zlecenie spółki w sierpniu 2004 r.).

Historia rozwoju analizowanej spółki, ze szczególnym uwzględnieniem roli funduszy *private equity*

Historia przedsiębiorstwa sięga końca XIX w. Przedsiębiorstwo produkujące płytki kamionkowe do wykładania podłóg „Firma Dziewulski i Bracia Lange” zostało utworzone w 1883 r. jako trzyosobowa spółka działająca w Opocznie. W 1913 r. w celu podwyższenia kapitału „Firma Dziewulski i Bracia Lange” przekształciła się w spółkę akcyjną pod firmą Towarzystwo Akcyjne Zakładów Ceramicznych „Dziewulski i Lange”. Od 1931 do 1945 roku spółka funkcjonowała pod firmą „Towarzystwo Zakładów Ceramicznych Dziewulski i Lange” Spółka Akcyjna. Bezpośrednio w okresie powojennym przedsiębiorstwo to zostało podporządkowane tymczasowemu zarządowi państwowemu, a w 1949 r. zostało przejęte na własność państwa.

Po nacjonalizacji aż do 1998 r. *Opoczno* było przedsiębiorstwem państwowym i jedynym znaczącym producentem płytek ceramicznych w Polsce. Proces prywatyzacji przedsiębiorstwa rozpoczął się w 2000 r., nabyciem przez *Credit Suisse First Boston Ceramic Partners (Poland) S.a.r.l.* pakietu 50,2% akcji poprzez zakup akcji od Skarbu Państwa oraz objęcie akcji w podwyższonym kapitale zakładowym spółki. *Credit Suisse First Boston Ceramic Partners (Poland) S.a.r.l.* stanowi własność funduszy zarządzanych przez *CSFB Private equity* (będącego globalnym funduszem typu *private equity* należącym do grupy *Credit Suisse*) oraz *Enterprise Investors*. Po przejęciu większościowego pakietu akcji nowi właściciele, wspólnie z Zarządem przystąpili do restrukturyzacji, mającej

na celu poprawę efektywności działania i pozycji konkurencyjnej spółki, w tym poprzez modernizację i rozbudowę infrastruktury produkcyjnej.

Credit Suisse First Boston Ceramic Partners (Poland) S.a.r.l. zwiększał swoje zaangażowanie kapitałowe w spółkę poprzez realizację następujących transakcji zakupu:

- 3 510 000 akcji serii A o wartości nominalnej 10 zł każda na podstawie umowy sprzedaży akcji z dnia 7 czerwca 2000 r. zawartej ze Skarbem Państwa po cenie 6,5194 USD za jedną akcję,

- 4 750 000 akcji serii B objętych w wyniku podwyższenia kapitału akcyjnego (zakładowego) na podstawie uchwały Walnego Zgromadzenia z dnia 15 września 2000 r. po cenie emisyjnej równej sumie 7,5 zł oraz równowartości w złotych kwoty 3,0881 USD według średniego kursu ogłoszonego przez NBP i obowiązującego w dniu podjęcia uchwały, co zgodnie z przyjętym kursem NBP stanowiło kwotę 21,37 zł.

- 1 572 880 akcji serii A nabytych od pracowników spółki na podstawie umów sprzedaży akcji po cenie 12 zł za jedną akcję.

- 6 442 591 akcji serii A na podstawie umowy sprzedaży akcji z dnia 7 maja 2004 r. zawartej ze Skarbem Państwa po cenie 26,3 zł za jedną akcję.

Ponadto, w dniu 24 listopada 2003 r. zbytych zostało 20 000 akcji serii A.

Proces prywatyzacji zakończył się w 2004 r. W jego wyniku 98,8% akcji znalazło się w posiadaniu *Credit Suisse First Boston Ceramic Partners (Poland) S.a.r.l.*

Warunki pierwszej oferty sprzedaży akcji spółki

Prospekt został przygotowany w związku z wprowadzeniem do publicznego obrotu:

- 11 700 000 akcji zwykłych na okaziciela serii A,
- 4 750 000 akcji zwykłych na okaziciela serii B,
- do 152 000 akcji zwykłych na okaziciela serii C,
- do 152 000 akcji zwykłych na okaziciela serii D.

Wartość nominalna wszystkich wprowadzanych do obrotu papierów wartościowych była równa i wynosiła 10 zł.

W ramach publicznej oferty sprzedaży akcji *Credit Suisse First Boston Ceramic Partners (Poland) S.a.r.l.* zamierzał zbyć wszystkie akcje posiadane w spółce *Opoczno SA*. Oferta publiczna obejmowała zatem:

- 11 505 471 Akcji Serii A oraz 4 750 000 Akcji Serii B oraz
- w ramach programu motywacyjnego 152 000 akcji serii C właścicielom obligacji serii A i 152 000 akcji serii D właścicielom obligacji serii B (oferta emitenta).

Oferta publiczna akcji spółki oferowanych przez *Credit Suisse First Boston Ceramic Partners (Poland) S.a.r.l.* w ramach prowadzonego procesu dezinwestycji została według informacji znajdujących się w pierwszej wersji prospektu

emisyjnego podzielona na 3 transze przeznaczone odpowiednio dla krajowych inwestorów detalicznych (TKID), dużych inwestorów krajowych (TDIK) oraz instytucjonalnych inwestorów zagranicznych (TIIZ). Ponadto 6 503 000 akcji stanowiło dodatkową pulę akcji (zob. wykres 3.12).

Harmonogram przeprowadzenia oferty publicznej akcji spółki, przedstawiony w prospekcie emisyjnym zakładał, iż rozpocznie się ona 25 maja 2005 r., a przewidywany termin debiutu giełdowego to 16 czerwca 2005 r. Jednakże w noc poprzedzającą planowany termin rozpoczęcia oferty spółka opublikowała niespodziewaną informację o jej przesunięciu.

Wykres 3.12. Struktura pierwszej publicznej oferty sprzedaży akcji spółki *Opoczno SA*

Źródło: opracowanie własne na podstawie prospektu emisyjnego *Opoczno SA*.

R. Wojtkowski, reprezentujący w radzie nadzorczej *Opoczno SA* fundusz *Enterprise Investors*, wskazując na przyczynę owej zmiany powiedział: *Zdecydowaliśmy się przesunąć termin m. in. dlatego, że chcemy przeanalizować, w jakim okresie inwestorzy zdążą wycofać pieniądze z Lotosu i jaki wpływ może mieć emisja PGNiG*. Również komentarze innych uczestników rynku wskazywały na obawy zbywających akcje na rynku pierwotnym związane z konkurencyjnymi ofertami publicznymi. M. Wujec, ówczesny wiceprezes *Allianz PTE* podkreślił, że: *Spółka nie jest mała, jest istotnym graczem na rynku, sądzę, że z pewnością znajdzie się w kręgu zainteresowania funduszy. Przesunięcie oferty spowodowane może być chęcią przeczekania ofert Lotosu i PGNiG*.

Poza oficjalnie podawanymi przyczynami opóźnienia oferty na rynku nie brakowało komentarzy osób zwracających uwagę na inne możliwe przesłanki z tym związane. *Przełożenie debiutu może być spowodowane obawą przed wyprzedzeniem rynku przez oferty Lotosu i PGNiG. Ale myślę, że nie bez znaczenia jest także fakt, że obecnie warszawska giełda jest w koniunkturalnym dołku*.

I może się okazać, że przesunięcie oferty – mimo pewnych kosztów z tym związanych – pozwoli na zebranie i tak większych pieniędzy z tej emisji. Jest i trzecia możliwość, że spółka spodziewa się polepszenia wyników w kolejnych miesiącach, co powinno pozwolić na uzyskanie lepszej ceny od inwestorów – stwierdził A. Adamiec, doradca inwestycyjny TUnŻ Nationwide.

Wielu ekspertów wskazywało również na czynniki związane ze zbyt wysokimi oczekiwaniami właścicieli spółki co do ceny zbywanych walory. A. Ruciński, dyrektor departamentu zarządzania funduszami TFI PZU stwierdził, że w tym przypadku problemem jest głównie cena. W zeszłym roku emisje sprzedawane były z premią i nie było z nimi większego problemu. Teraz jednak sytuacja się zmieniła, a inwestorzy oczekują dyskonta. Poza tym Opoczno nie wypada najlepiej w wycenach porównawczych z notowanym już Cersanitem. Sądzę, że przesunięcie oferty to właśnie problem rozminięcia się oczekiwań inwestorów i właścicieli. Takie duże oferty poprzedzone są rozmowami z potencjalnymi inwestorami i pewnie wstępne cenowe oczekiwania były różne.

Akcjonariusze Opoczno SA zdecydowali się nie zwlekać ze wznowieniem oferty i przedstawili wkrótce jej nowy harmonogram (zob. tab. 3.13).

Tabela 3.13

Zaktualizowany harmonogram pierwszej oferty publicznej Opoczno SA

Data	Wyszczególnienie
1 czerwca 2005 r.	Podanie do publicznej wiadomości przedziału cenowego.
2 czerwca 2005 r.	Rozpoczęcie oferty publicznej. Rozpoczęcie budowania księgi popytu. Rozpoczęcie przyjmowania zleceń w TKID.
15 czerwca 2005 r.	Zakończenie przyjmowania zleceń w TKID.
16 czerwca 2005 r.	Zakończenie budowania księgi popytu.
17 czerwca 2005 r.	Ustalenie oraz podanie do publicznej wiadomości ceny sprzedaży. Przygotowanie wstępnej listy przydziału. Wysłanie zawiadomień o liczbie przydzielonych akcji w TDIK oraz TIIZ.
21 czerwca 2005 r.	Przydział akcji w TKID w ramach sesji. Ostateczny termin złożenia zamówienia na akcje oferowane w TIIZ.
22 czerwca 2005 r.	Zakończenie przyjmowania płatności za akcje oferowane w TDIK. Zakończenie przyjmowania płatności za akcje oferowane w TIIZ.
23 czerwca 2005 r.	Zakończenie oferty publicznej.
24 czerwca 2005 r.	Przewidywana data rozpoczęcia notowań giełdowych akcji spółki.

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportu bieżącego spółki nr 14/2005.

Przedział cenowy w ofercie ustalony został na poziomie od 54,70 zł do 69,90 zł za jedną akcję spółki. Ponadto zmieniona została również liczba akcji oferowana w poszczególnych transzach:

- 1 380 290 [było 1 625 471] akcji w transzy krajowych inwestorów detalicznych,
 - 2 765 000 [było 3 251 000] akcji w transzy dużych inwestorów krajowych, oraz
 - 4 145 000 [było 4 876 000] akcji w transzy instytucjonalnych inwestorów zagranicznych,
 - 7 965 181 [było 6 503 000] akcji stanowiło pulę dodatkową.
- Ostatecznie cena, po jakiej były sprzedawane akcje spółki w ofercie publicznej została ustalona na 55 zł za jedną akcję.

Korzyści finansowe oferty dla funduszu i spółki

W związku z ustaleniem ceny sprzedaży akcji spółki w granicy dolnych widełek *Enterprise Investors* zdecydował się odstąpić od sprzedaży akcji znajdujących się w jego portfelu inwestycyjnym. Fundusze *private equity* z grupy *Credit Suisse* zdecydowały się na szybką dezinwestycję. *Nasz konsorcjant sprzedał wszystkie akcje, my zdecydowaliśmy się nie sprzedawać ani jednej po takiej cenie. Przy 55 zł za akcję, wskaźnik cena/zysk dla Opoczna wynosi niespełna 12. Dużo wyżej wyceniani są wszyscy konkurenci spółki* – powiedział R. Wojtkowski, partner *Enterprise Investors*. Akcje posiadane przez *Enterprise Investors* objęte zostały półrocznym okresem zamknięcia. *Po tym okresie zobaczymy, czy wyjdziemy z inwestycji. Najprawdopodobniej poczekamy, aż spółka zrealizuje któryś z zapowiadanych celów strategicznych* – mówi reprezentant *Enterprise Investors*.

W podsumowaniu publicznej oferty akcji spółka podała, że inwestorzy złożyli zapisy na 10 796 406 akcji, w tym:

- 3 406 406 akcji w transzy krajowych inwestorów detalicznych,
- 3 540 000 akcji w transzy dużych inwestorów krajowych,
- 3 850 000 akcji w transzy instytucjonalnych inwestorów zagranicznych.

Stopa redukcji w transzy krajowych inwestorów detalicznych wyniosła 73,57%, w pozostałych transzach akcje przydzielono zgodnie ze złożonymi zamówieniami.

Inwestorom przydzielono 8 290 290 akcji sprzedawanych, w tym:

- 900 290 akcji transzy krajowych inwestorów detalicznych,
- 3 540 000 akcji transzy dużych inwestorów krajowych,
- 3 850 000 akcji transzy instytucjonalnych inwestorów zagranicznych.

Jednakże *Credit Suisse First Boston (Europe) Limited*, działający jako podmiot stabilizacyjny, wykonał opcję stabilizacyjną przyznaną mu na podstawie umowy opcji stabilizacyjnej, sprzedając *Credit Suisse First Boston Ceramic Partners (Poland) S.a.r.l.* 69 697 akcji spółki. W konsekwencji wykonania owej opcji ostatecznie sprzedano w wyniku oferty publicznej 8 220 593 akcji *Opoczno SA*. Wartość zrealizowanej oferty sprzedaży wyniosła 455 965 950 zł, a uwzględniając wykonaną opcję stabilizacyjną 452 132 615 zł.

W wyniku zbycia powyższych akcji, *Credit Suisse First Boston Ceramic Partners (Poland) S.a.r.l.* zmniejszył swoje zaangażowanie kapitałowe w spółkę do poziomu 48,4 % kapitału zakładowego i posiadał bezpośrednio 7 965 181 akcji spółki.

Dalsze procesy redukcji udziału funduszu *private equity* w spółce portfelowej

W okresie bezpośrednio następującym po debiucie giełdowym *Opoczno SA* kurs giełdowy spółki znalazł się w trendzie spadkowym. Na rynku pojawiły się też skrajnie odmienne wyceny i rekomendacje w zakresie proponowanych dla tej spółki strategii inwestycyjnych. Osiągane przez spółkę w kolejnych okresach wyniki również nie były satysfakcjonujące dla inwestorów. Na pozycję ówczesnego lidera rynkowego wychodził bezpośredni konkurent spółki, również notowany na warszawskim parkiecie *Cersanit SA*, który zwiększał swój udział w rynku, przy jednoczesnym wzroście realizowanych marż na produktach. W kolejnych okresach sytuacja konkurencyjna spółki *Opoczno SA* ulegała pogorszeniu, co znajdowało odzwierciedlenie w kształtowaniu się kursu giełdowego akcji tej spółki.

W dniu 15 września 2006 r. do publicznej wiadomości została przekazana informacja, iż zarząd *Cersanit SA* podpisał z *Credit Suisse First Boston Ceramic Partners (Poland) S.a.r.l.* umowę nabycia 7 965 181 akcji spółki *Opoczno SA* uprawniających do 48,42% ogólnej liczby głosów na walnym zgromadzeniu, jednakże nie mniej niż 7 402 500 akcji uprawniających do 45% ogólnej liczby głosów na walnym zgromadzeniu *Opoczno SA*. W umowie tej *Cersanit SA* zobowiązał się do ogłoszenia wezwania na zakup 100% akcji spółki *Opoczno SA* po cenie sprzedaży nie niższej niż 33 zł. Zgodnie z postanowieniami umowy *Credit Suisse First Boston Ceramic Partners (Poland) S.a.r.l.* był uprawniony do sprzedaży nie więcej niż 562 681 akcji spółki *Opoczno SA* w obrocie na rynku regulowanym, w drodze transakcji giełdowych w okresie do dnia ogłoszenia wezwania.

Ostatecznie spółka celowa *Credit Suisse First Boston Ceramic Partners (Poland) S.a.r.l.* posiadającą akcje *Opoczno SA* należące do portfeli funduszy zarządzanych przez *Enterprise Investors* zbyła 7 965 181 posiadane przez siebie akcje na rzecz *Cersanit SA* 28 grudnia 2006 r., wychodząc ostatecznie ze spółki. Akcje zostały zbyte po cenie 33,50 zł za jedną akcję, co daje łączną wartość transakcji w wysokości 266 833 563,50 zł.

Efektywność zrealizowanej inwestycji

Credit Suisse First Boston Ceramic Partners (Poland) S.a.r.l. ani inne podmioty związane z funduszami *private equity* zaangażowanymi w spółkę *Opoczno SA* nie podały informacji w zakresie parametrów opisujących stopień efektywności analizowanej inwestycji.

3.5.5.3. Redukcja zaangażowania kapitałowego funduszu *private equity* w Grupę Kapitałową W. KRUK

Charakterystyka spółki

Grupa Kapitałowa W. KRUK jest podmiotem działającym na polskim rynku dóbr luksusowych. W. KRUK SA zarządzał markami wyrobów jubilerskich (m. in. W. KRUK, KRUK Fashion, Miluna) oraz marką wyrobów odzieżowych Deni Cler. Podstawową działalnością Grupy Kapitałowej W. KRUK jest projektowanie, wytwarzanie i dystrybucja markowych, wysokiej jakości dóbr luksusowych – wyrobów jubilerskich, zegarków, odzieży i innych przedmiotów o charakterze upominków. Działalność przedsiębiorstwa w zakresie wytwarzania i dystrybucji wyrobów jubilerskich trwa nieprzerwanie od 1840 r.

W momencie przygotowywania spółki do wprowadzenia na GPW w Warszawie w 2002 r. sieć sprzedaży Grupy Kapitałowej W. KRUK składała się z 49 sklepów zlokalizowanych na terenie Polski w prestiżowych punktach. Ponadto w ramach prowadzonej działalności spółka zajmowała się sprzedażą hurtową i sprzedażą skierowaną do klientów instytucjonalnych. Stosunkowo niewielką część przychodów ze sprzedaży stanowiły wpływy z eksportu.

Rozwój i budowa przewagi konkurencyjnej na krajowym rynku odbywały się poprzez odpowiednie zarządzanie posiadanymi markami, rozbudowę selektywnej sieci dystrybucji, a także przez kreowanie nowych i przejmowanie istniejących już marek dóbr luksusowych oraz integrowanie ich z dotychczasową ofertą handlową. Decydujący wpływ na osiągnięte wyniki grupy miały produkcja i dystrybucja luksusowych wyrobów jubilerskich, zegarków oraz luksusowej odzieży damskiej (zob. wykres 3.13).

Wykres 3.13. Udział grup produktowych w przychodach ze sprzedaży Grupy Kapitałowej W. KRUK w 2001 r.

Źródło: prospekt emisyjny Grupy Kapitałowej W. KRUK.

Historia rozwoju analizowanej spółki, ze szczególnym uwzględnieniem roli funduszy *private equity*

Historia analizowanego podmiotu sięga pierwszej połowy XIX w., kiedy to w 1840 r. złotnik Leon Skrzetuski otworzył w Poznaniu pracownię, specjalizującą się w wykonywaniu i naprawie przedmiotów liturgicznych. W 1887 r. złotnik przekazał warsztat w ręce siostrzeńca Władysława Kruka. Po przekształceniu pracowni w jeden z największych warsztatów jubilerskich w Poznaniu Władysław Kruk przekazał przedsiębiorstwo synowi Henrykowi. Następnie Henryk Kruk dynamicznie powiększał zakres działalności przedsiębiorstwa rodzinnego m. in. wprowadzając nowe maszyny, poszerzając asortyment oraz budując sieć własnych dostawców niezbędnych surowców. Od 1958 r. Henryk Kruk zaczął poszerzać zakres produkcji i asortymentu. W 1974 r. przedsiębiorstwo zostało przekazane w ręce syna Henryka Kruka – Wojciecha, pod zarządzaniem którego dynamicznie się rozwijało.

W 1989 r. Wojciech Kruk wraz z grupą osób związanych ze środowiskiem jubilerskim założył *Wielkopolskie Towarzystwo Handlowe „Atu” Sp. z o.o.* W dniu 11 października 1993 r. Wojciech Kruk wniósł do majątku tej spółki majątek swojego przedsiębiorstwa. Jednocześnie firma spółki została zmieniona na *W. KRUK Sp. z o.o.* oraz nastąpiło podwyższenie kapitału zakładowego spółki. Udziały w podwyższonym kapitale zostały objęte przez trzy fundusze *private equity* zarządzane przez *Enterprise Investors*. W wyniku nawiązania współpracy kapitał spółki został podwyższony z kwoty 6 062 240 zł do kwoty 11 887 240 zł, w drodze utworzenia 36 045 równych i niepodzielnych udziałów o wartości 160 zł każdy. Udziały te zostały objęte przez:

- *Polish-American Enterprise Fund* – 11 286 udziałów,
- *Polish Private Equity Fund I* – 12 742 udziały,
- *Polish Private Equity Fund II* – 12 377 udziałów.

Następnie w dniu 26 listopada 1998 r. spółka została przekształcona w spółkę akcyjną działającą pod firmą *W. KRUK SA*. Kapitał zakładowy spółki wynosił 8 172 340 zł i dzielił się na 742 940 akcji serii A o wartości nominalnej 11 zł każda. Akcje zostały objęte w następujących proporcjach:

- Wojciech Kruk – 371 480 akcji
- *Polish-American Enterprise Fund* – 110 560 akcji,
- *Polish Private Equity Fund I* – 124 820 akcji,
- *Polish Private Equity Fund II* – 121 240 akcji,
- Jan Rosochowicz – 14 840 akcji.

W 2000 r. spółka przeprowadziła emisję akcji serii B oraz C, w wyniku której kapitał zakładowy spółki wzrósł do kwoty 11 297 704 zł. Akcje te zostały objęte przez:

- *Polish-American Enterprise Fund* – 91 641 akcji serii B,
- *Polish Private Equity Fund I* – 56 009 akcji serii B,
- *Polish Private Equity Fund II* – 56 009 akcji serii B,
- Ewę Kruk – 56 465 akcji serii C.

W momencie przygotowywania prospektu emisyjnego związanego z pierwszą ofertą publiczną większość akcji spółki była w posiadaniu funduszy *private equity* zarządzanych przez *Enterprise Investors* (zob. wykres 3.14).

Wykres 3.14. Struktura akcjonariatu Grupy Kapitałowej W. KRUK

Źródło: jak do wykresu 3.13.

Warunki pierwszej oferty sprzedaży akcji spółki

Debiut giełdowy analizowanego emitenta związany był z wprowadzeniem do publicznego obrotu:

- 724 940 akcji zwykłych na okaziciela serii A,
- 203 659 akcji zwykłych na okaziciela serii B,
- 80 465 akcji zwykłych na okaziciela serii C,
- 27 668 akcji zwykłych na okaziciela serii D,
- 78 250 akcji zwykłych na okaziciela serii E,
- od 426 000 do 687 000 akcji zwykłych na okaziciela serii F oraz od 426 000 do 687 000 praw do akcji serii F.

Wartość nominalna wprowadzanych akcji wynosiła 11 zł.

W ramach publicznej oferty subskrypcji oferowane było 687 000 akcji nowej emisji serii F, 78 250 akcji serii E w ramach oferty menedżerskiej oraz 522 759 akcji serii A i B będących własnością funduszy *private equity* zarządzanych przez *Enterprise Investors*. Oferta publiczna trwała od 17 do 25 czerwca 2002 r. Wstępny przedział cenowy, po jakim miały być oferowane akcje emitenta został określony w przedziale 35–43 zł za jedną akcję, jednakże po analizie zgłaszanego popytu cena emisyjna została ustalona na poziomie dolnego ograniczenia i ostatecznie wynosiła 35 zł.

Korzyści finansowe oferty dla funduszu i spółki

Akcje poznańskiej spółki jubilersko-odzieżowej zadebiutowały na warszawskiej giełdzie 2 lipca 2002 r. i straciły na wartości w pierwszym dniu notowań 9,14% . W ramach oferty publicznej 1 239 759 akcji inwestorzy łącznie objęli 861 606 akcji spółki, w tym 610 268 akcji serii F oraz 251 338 akcji serii A sprzedawanych przez *Enterprise Investors*. Inwestorzy indywidualni objęli 373 721 akcji oferowanych, przy czym składało się na nie 264 699 akcji serii F i 109 022 akcji sprzedawanych. W transzy inwestorów instytucjonalnych przydzielono 487 885 akcji oferowanych, przy czym składały się na nie 345 569 akcji serii F i 142 316 akcji sprzedawanych. Podsumowując wyniki przeprowadzonej oferty J. Rosochowicz, prezes Grupy Kapitałowej W. KRUK stwierdził: *Jesteśmy bardzo zadowoleni z przeprowadzonej emisji. Zgodnie z deklaracjami złożonymi w prospekcie emisyjnym pozyskane środki przeznaczymy na dynamiczny rozwój sieci detalicznej.*

Wynik oferty nie był jednak optymistyczny z punktu widzenia funduszy *private equity* zarządzanych przez *Enterprise Investors*. Brak odpowiedniego popytu na akcje spowodował, iż w wyniku zawartych transakcji zbyto zaledwie 251 338 akcji z planowanych 522 759 sztuk. Udział funduszy w kapitale zakładowym spółki zmniejszył się do poziomu nieznacznie przekraczającego 18% wobec planowanego całkowitego wyjścia z inwestycji.

Dalsze procesy redukcji udziału funduszu *private equity* w spółce portfelowej

Pomimo częściowego sukcesu oferty publicznej akcji Grupy Kapitałowej W. KRUK, bezpośrednio po debiucie *Enterprise Investors* deklarowało, iż nie zamierza zbytnio zwlekać z realizacją dezinwestycji: *Planujemy sprzedać pozostałe akcje firmy W. KRUK do końca roku, ale nie jest to data graniczna na przeprowadzenie tej transakcji* – stwierdził J. Siwicki, partner zarządzający w *Enterprise Investors*. *Etap poszukiwania inwestorów zakończyliśmy wraz z publiczną subskrypcją. Ustalony został przedział cenowy na poziomie 35–45 zł. Teraz będziemy oczekiwać na oferty* – dodał.

Wbrew wielokrotnie wygłaszanym publicznie deklaracjom o planach szybkiej sprzedaży akcji okres zaangażowania kapitałowego funduszy *private equity* w spółce jednak wydłużał się. W grudniu 2005 r. *Enterprise Investors* poinformowało, że zamierza podjąć decyzję w zakresie dalszych planów dotyczących dezinwestycji po opublikowaniu wyników przez spółkę za 2005 r. i planów na 2006 r. J. Siwicki stwierdził, iż zamiarem *Enterprise Investors* jest zobaczyć jakie spółka będzie miała wyniki w tym roku, jaki będzie miała budżet w przyszłym i wtedy podjąć ewentualną decyzję, czy sprzedać akcje, komu, kiedy i za ile. [...] *Od czasu do czasu zdarza się, że ktoś zgłasza zainteresowanie, ale aktywnych negocjacji na temat sprzedaży akcji nie prowadzimy. Chcemy się najpierw zorientować, jaki ta spółka ma potencjał i jak te akcje należałoby wycenić.*

W dniu 6 marca 2006 r. *Enterprise Investors* poinformowało, iż zrealizowane zostało całkowite wyjście z inwestycji. I. Darbot, rzeczniczka *Enterprise*

Investors powiedziała, iż *Enterprise Investors* sprzedały akcje W. KRUK instytucjom finansowym przez giełdę. Akcje zbyły wszystkie 3 fundusze zarządzane przez *Enterprise Investors: Polish-American Enterprise Fund, Polish Private Equity Fund I* oraz *Polish Private Equity Fund II*.

Efektywność zrealizowanej inwestycji

Enterprise Investors nie poinformowało dokładnie kto i na jakich warunkach kupił akcje od funduszy *private equity*. Do publicznej wiadomości nie zostały również udostępnione informacje na temat poziomu efektywności inwestycji, która trwała prawie 13 lat.

3.5.5.4. Redukcja zaangażowania kapitałowego funduszu *private equity* w spółkę K2 Internet SA

Charakterystyka spółki

Spółka *K2 Internet SA* oferuje innowacyjne rozwiązania w obszarze marketingu. Jest ona partnerem największych organizacji w Polsce. Projektuje i wdraża rozwiązania stwarzające nowe możliwości rozwoju relacji pomiędzy markami i organizacjami, a ich klientami. Spółka tworzy różnego rodzaju rozwiązania, których nadrzędnym celem jest realizacja konkretnych celów marketingowych lub sprzedażowych klienta. Dwa główne obszary działalności analizowanej spółki stanowią e-marketing oraz media *on-line*, a usługi oferowane przez *K2 Internet SA* pozwalają zapewnić kompleksową obsługę klientów w szeroko rozumianym obszarze komunikacji i sprzedaży *on-line* (zob. tab. 3.14).

Tabela 3.14

Usługi oferowane przez spółkę *K2 Internet SA* na różnych etapach cyklu sprzedażowo-marketingowego

Komunikacja marketingowa	Transakcja	Obsługa klienta
Planowanie i zakup mediów <i>on-line</i>	E-commerce	Rozwój i utrzymanie serwisów WWW
Marketing afiliacyjny	Enterprise Content Management	Enterprise Content Management
Rozwój i utrzymanie serwisów WWW	Rozwój i utrzymanie serwisów WWW	Business Process Management
Kreacja i strategia komunikacji	Hosting zarządzany	Hosting zarządzany
Konsulting e-marketingowy i usability	Konsulting e-marketingowy i usability	Kreacja i strategia komunikacji
Enterprise Content Management		Konsulting e-marketingowy i usability
Hosting zarządzany		

Źródło: prospekt emisyjny *K2 Internet SA*.

Historia rozwoju analizowanej spółki, ze szczególnym uwzględnieniem roli funduszy *private equity*

W 1997 roku M. Lach wraz z współnikami założyli spółkę cywilną *K2 Internet Provider*, zajmującą się przede wszystkim dostarczaniem Internetu małym i średnim przedsiębiorstwom na rynku warszawskim, ale też usługami w zakresie e-marketingu. W 2000 r. właściciele spółki postanowili w pełni skoncentrować prowadzoną działalność gospodarczą na usługach e-marketingowych, w związku z tym działalność dostawcy Internetu została sprzedana. W dniu 8 czerwca 2000 r. zawiązali spółkę *K2 Internet SA*, pozyskali znaczących inwestorów finansowych: fundusz *bmp AG* i fundusz *CEEV*.

We wrześniu 2000 r. dokonano podwyższenia kapitału spółki poprzez emisję 382 510 nowych akcji:

- 92 510 akcji serii B, które zostały objęte przez *bmp AG* i *CEEV GmbH* za gotówkę,

- 290 000 akcji serii C, które zostały pokryte wkładem niepieniężnym w postaci zorganizowanej części przedsiębiorstwa spółki cywilnej *K2 Internet Provider* przez M. Lacha (241 464 akcji) i J. Żebrowskiego (48 536 akcji).

W kolejnych latach spółka *K2 Internet SA* dynamicznie rozwijała prowadzoną działalność gospodarczą, sukcesywnie zdobywając nowych klientów.

W związku z ekspansją spółki zachodziła konieczność pozyskiwania dodatkowego kapitału. W 2002 r. nastąpiło podwyższenie kapitału zakładowego poprzez emisję 20 000 akcji serii D objętych przez *bmp AG*, M. Lacha i J. Żebrowskiego. Kolejna emisja 73 179 akcji serii E została objęta przez *CEEV GmbH*, *bmp AG*, M. Lacha i J. Żebrowskiego w 2003 r. Pod koniec 2005 r. dokonano kolejnego podwyższenia kapitału zakładowego w drodze emisji 30 980 akcji serii F, które zostały objęte przez *CEEV* i *bmp AG*.

W marcu 2007 r. fundusz *CEEV GmbH* zbył na rzecz *bmp AG* posiadane w portfelu inwestycyjnym 317 835 akcje serii A, B, C, E i F i tym samym zakończył inwestycję w spółce przestając być akcjonariuszem *K2 Internet SA*.

W okresie poprzedzającym realizację pierwszej oferty publicznej akcji największy udział w kapitale zakładowym analizowanej spółki miał fundusz *private equity bmp AG* (zob. wykres 3.15).

Warunki pierwszej oferty sprzedaży akcji spółki

Na podstawie prospektu emisyjnego w ramach pierwszej oferty publicznej oferowanych było 750 000 akcji, w tym:

- 330 000 nowych akcji serii H, zwykłych na okaziciela, oferowanych w ramach subskrypcji otwartej przez spółkę,

- 420 000 dotychczasowych akcji zbywanych przez:

- *bmp AG* – 369 300 szt.
- M. Lacha – 32 000 szt.
- J. Żebrowskiego – 18 400 szt.

Wykres 3.15. Struktura akcjonariatu spółki *K2 Internet SA* przed debiutem giełdowym
Źródło: prospekt emisyjny *K2 Internet SA*.

Dodatkowo w zależności od wyników procedury budowy księgi popytu istniała możliwość podjęcia decyzji przez *bmp AG* o zaoferowaniu do sprzedaży dodatkowo nie więcej niż 354 960 akcji.

Początkowo przedział cenowy, po jakim oferowane były akcje został ustalony na poziomie 25–35 zł za jedną akcję. W dniach 31 marca–4 kwietnia 2008 r. zarząd spółki przeprowadził tzw. *roadshow* i budowę księgi popytu, a ostateczna cena emisyjna na akcje sprzedawane została określona w dolnych granicach widełek, czyli na poziomie 25 zł.

Korzyści finansowe oferty dla funduszu i spółki

W ramach przeprowadzonej subskrypcji i sprzedaży akcji spółki właściciela zmieniło łącznie 588 523 akcji, w tym:

- na 525 000 akcji złożono zapisy w odpowiedzi na zaproszenia,
- na 63 523 akcje złożono zapisy bez zaproszeń.

Dotychczasowi właściciele spółki, w tym fundusz *private equity bmp AG*, zbyli w ramach oferty zaledwie część planowanych do sprzedaży akcji. Stopa redukcji wynosiła 0%, tzn. liczba przydzielonych akcji była równa liczbie akcji, na które złożono zapisy. Inwestorzy instytucjonalni i prywatni nabyli 330 000 akcji pochodzących z nowej emisji (seria H), zaś 258 523 z pakietu posiadanego przez *bmp AG*. Kapitał pozyskany przez fundusz *private equity* ze zbycia akcji wyniósł prawie 6,5 mln zł, a udział w kapitale zakładowym spółki został zredukowany do poziomu 22,96%. Łączna wartość przeprowadzonej subskrypcji i sprzedaży rozumiana jako iloczyn przydzielonych papierów wartościowych objętych ofertą i ceny emisyjnej lub ceny sprzedaży wynosiła łącznie 14 713 075 zł.

Dalsze procesy redukcji udziału funduszu *private equity* w spółce portfelowej

Pomimo niezrealizowania w pierwszej ofercie publicznej planów co do zakresu wyjścia z inwestycji, fundusz *bmp AG* nie kontynuował bezpośrednio po debiucie giełdowym procesów redukcji zaangażowania kapitałowego w spółkę *K2 Internet SA*, a wręcz przeciwnie, dokonywał w ramach transakcji rynkowych zakupów niewielkich ilości akcji. Właściwe wyjście z inwestycji nastąpiło dopiero w 2011 r. (zob. tab. 3.15).

Tabela 3.15

Operacje na akcjach spółki *K2 Internet SA* dokonywane przez *bmp AG* po debiucie giełdowym

Data	Dokonyjący transakcji	Rodzaj transakcji	Wolumen	Liczba akcji pozostająca w posiadaniu po transakcji	Udział w kapitale zakładowym po transakcji
17.06.2008 –24.06.2008	<i>bmp AG</i>	Zakup akcji w ramach transakcji sesyjnych	1 300	466 337	22,97
3.07.2008 –10.12.2008	<i>bmp AG</i>	Zakup akcji w ramach transakcji sesyjnych	6 515	472 852	23,29
12.12.2008	<i>bmp AG</i>	Zbycie przez przeniesienie akcji do spółki zależnej – transakcja dokonana w trybie pozagiełdowym	465 000	7 852	0,39
12.12.2008	<i>bmp Media Investors AG & Co. KGaA</i>	Nabycie przez przeniesienie akcji do spółki zależnej – transakcja dokonana w trybie pozagiełdowym	465 000	465 000	22,9
17.01.2008 –19.01.2010	<i>bmp Media Investors AG & Co. KGaA</i>	Zakup akcji w ramach transakcji sesyjnych	19 928	484 928	23,89
20.01.2010	<i>bmp Media Investors AG & Co. KGaA</i>	Zbycie poprzez giełdę na rzecz funduszu inwestycyjnego <i>QU-ERCUS Parasolowy SFIO</i>	120 000	364 928	17,97
26.01.2010 –7.04.2011	<i>bmp Media Investors AG & Co. KGaA</i>	Zakup akcji w ramach transakcji sesyjnych	1 072	366 000	18,07
8.04.2010	<i>bmp Media Investors AG & Co. KGaA</i>	Zbycie poprzez giełdę na rzecz inwestorów finansowych – średnia cena za akcję 26,01 zł	366 000	0	0

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów bieżących spółki *K2 Internet SA*.

Efektywność zrealizowanej inwestycji

Fundusz *bmp AG* zakończył inwestycję w 2011 r. przez sprzedaż polskim inwestorom finansowym w ramach przyspieszonej budowy księgi popytu wszystkich posiadanych ówczesnie akcje spółki, stanowiących 18,07% jej kapitału. W komunikacie prasowym podano, iż inwestycja w to przedsiębiorstwo uchodzi za jedną z najbardziej udanych w historii tego funduszu. Łącznie *bmp AG* zrealizowało wewnętrzną stopę zwrotu w wysokości około 35% oraz 6,5-krotny zwrot zainwestowanego kapitału. Podsumowując transakcję J. Spyrka, partner *bmp AG* odpowiedzialny za inwestycję i wieloletni członek Rady Nadzorczej *K2 Internet SA* powiedział: *Jesteśmy dumni z faktu, że mieliśmy szansę brać udział w pomyślnym rozwoju, w wyniku którego udało się zbudować firmę o wiodącej pozycji na rynku. Dziękujemy zespołowi K2 za dotychczasową współpracę, która w niektórych dziedzinach – czy to w Radzie Nadzorczej, czy poprzez współpracę w projektach opracowanych przez lub dotyczących K2 – będzie kontynuowana.*

3.5.5.5. Wnioski z analizy przypadków

Przedstawione efekty transakcji wyjścia z inwestycji w spółki portfelowe *Travelplanet.pl SA*, *K2 Internet SA*, *Opoczno SA* oraz Grupy Kapitałowej *W. KRUK* wskazują, iż fundusze *private equity* napotykają znaczące bariery w procesie realizacji dezinwestycji za pośrednictwem GPW w Warszawie SA.

Główne zidentyfikowane ograniczenia sprawnej realizacji wyjścia z inwestycji przez fundusze *private equity* za pośrednictwem GPW w Warszawie związane są ze stroną popytową rynku. W przypadku pierwszych ofert publicznych akcji spółek *K2 Internet SA*, *Opoczno SA* oraz Grupy Kapitałowej *W. KRUK* nie udało się bowiem zrealizować planów sprzedaży akcji, gdyż popyt był niewystarczający. Na rynku uplasowana została tylko część oferowanych akcji.

Przypadek *Opoczno SA*, spółki z portfela inwestycyjnego funduszy *Credit Suisse* oraz *Enterprise Investors* pokazał, iż poszczególne podmioty chcące zadebiutować na warszawskiej giełdzie często muszą konkurować o zainteresowanie inwestorów. Kapitał z rynku w dużej mierze jest absorbowany przez liczne oferty związane z prywatyzacją spółek będących własnością Skarbu Państwa. W okresach, kiedy na rynku plasowanych jest wiele ofert jednocześnie, sprzedaż akcji po oczekiwanej cenie jest niezwykle utrudniona.

Z kolei przypadek *Travelplanet.pl SA* oraz Grupy Kapitałowej *W. KRUK* uwidoczniły problemy ze sprzedażą akcji na rynku wtórnym w okresach dekonunktury. Polski rynek giełdowy jest bardzo wrażliwy na zmianę uwarunkowań makroekonomicznych, krajowych i zagranicznych. Znaczna część kapitału inwestowanego na warszawskiej giełdzie pochodzi od inwestorów zagranicznych. Realizacja procesu dezinwestycji w dobie kryzysu gospodarczego za pośrednictwem rynku kapitałowego jest niezwykle utrudniona i z reguły skutkuje wydłużeniem okresu zaangażowania kapitałowego funduszu w daną spółkę.

Rozdział 4

RYNKOWE EFEKTY PROCESÓW DEZINWESTYCJI ZREALIZOWANYCH METODĄ PIERWSZEJ OFERTY PUBLICZNEJ

Badania empiryczne nad efektami procesów dezinwestycji zrealizowanych metodą pierwszej oferty publicznej przyjęły formę rozpoznania trzech obszarów badawczych:

- rentowności kapitału własnego spółek portfelowych funduszy *private equity*,
- kosztów pierwszych ofert publicznych analizowanych spółek oraz
- stóp zwrotu z akcji oferowanych w pierwszych ofertach publicznych spółek portfelowych funduszy *private equity*.

Te trzy kwestie są kluczowe dla oceny skutków dezinwestycji zarówno dla samego funduszu *private equity*, jak i dla przedsiębiorstw udziałowych, w których zaangażowanie kapitałowe funduszu zostało zakończone za pośrednictwem publicznego rynku papierów wartościowych.

4.1. Rentowność kapitału własnego spółek portfelowych funduszy *private equity* objętych procesami dezinwestycji na publicznym rynku papierów wartościowych

Wspieranie rozwoju przedsiębiorstw udziałowych następuje nie tylko przez dopływ środków pieniężnych, lecz również poprzez *know-how* w zakresie zarządzania¹ oraz inne formy wsparcia kapitałem menedżerskim². W wyniku zakończonej dezinwestycji przedsiębiorstwa udziałowe tracą wsparcie finansowe

¹ L. Lewandowska, *Niekonwencjonalne formy finansowania przedsiębiorczości*, ODiDK Sp. z o.o., Gdańsk 2000, s. 111.

² Zob. J. Ortgiese, *Value Added by Venture Capital Firms*, JOSEF EUL VERLAG, Lohmar-Köln 2007, s. 47.

oraz kadrowe ze strony funduszu. Tego rodzaju sytuacja w znaczący sposób wpływać może na standing finansowy przedsiębiorstw portfelowych.

Analiza zagranicznej literatury przedmiotu wskazuje, iż po zrealizowaniu publicznych ofert sprzedaży akcji ma miejsce pogorszenie kondycji finansowej przedsiębiorstw, których akcje zostały wprowadzone do publicznego obrotu³.

Do oceny zakresu oraz trwałości zmian kondycji finansowej spółek portfelowych funduszy *private equity* następujących po debiucie giełdowym zastosowany został współczynnik rentowności kapitału własnego. W kontekście determinant efektywności i wartości przedsiębiorstw współczynnik ten jest bardzo ważną zmienną w formułowaniu, realizacji i kontrolowaniu strategii finansowych zmierzających do zapewnienia właścicielom określonych korzyści kapitałowych i dywidendowych oraz wzrostu wartości rynkowej przedsiębiorstwa⁴. Rentowność kapitału własnego jest uznawana za najważniejszych syntetycznych mierników oceny efektywności prowadzonej działalności gospodarczej oraz instrumentów zarządzania przedsiębiorstwem, a jego zmiany odzwierciedlają podejmowaną aktywność przedsiębiorstwa w sferze finansowej, produkcyjnej i marketingowej⁵.

4.1.1. PODSTAWY METODYCZNE BADAŃ NAD ZMIANAMI RENTOWNOŚCI KAPITAŁU WŁASNEGO SPÓŁEK PORTELOWYCH FUNDUSZY *PRIVATE EQUITY*

Badania empiryczne, mające na celu weryfikację postawionej hipotezy badawczej wskazującej, iż w spółkach portfelowych funduszy *private equity* poddanych dezinvestycji metodą pierwszej oferty publicznej po debiucie na giełdzie papierów wartościowych następuje okresowe zmniejszenie rentowności kapitału

³ B. Jain, O. Kini, *The post-issue operating performance of IPO firms*, „Journal of Finance” 1994, Vol. 49, s. 1699–1726; W. Mikkelson, M. Partch, K. Shah, *Ownership and operating performance of companies that go public*, „Journal of Financial Economics” 1997, Vol. 44, s. 281–307; S. Teoh, I. Welch, T. Wong, *Earnings management and the long-run market performance of initial public offerings*, „Journal of Finance” 1998, Vol. 53, s. 1935–1974; M. Pagano, F. Panetta, L. Zingales, *Why do companies go public? An empirical analysis*, „Journal of Finance” 1998, Vol. 53, s. 27–64; J. Coakley, L. Hadass, A. Wood, *Post-ipo operating performance, venture capitalists and market timing*, Discussion Paper No.04–16, University of Essex 2004; J. Cai, C. J. Wei, *The investment and operating performance of Japanese initial public offerings*, „Pacific-Basin Finance Journal” 1997, Vol. 5, s. 389–417; K. Kutsuna, H. Okamura, M. Cowling, *Ownership structure pre- and post-IPOs and the operating performance of JASDAQ companies*, „Pacific-Basin Finance Journal” 2002, Vol. 10, s. 163–181.

⁴ A. Sajnog, *Operacyjny i strategiczny wymiar ocen różnicowania rentowności kapitału własnego spółek przemysłowych*, [w:] J. Duraj (red.), *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2010, s. 238.

⁵ J. Duraj, A. Sajnog, *Rentowność kapitału własnego giełdowych spółek przemysłowych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2011, s. 11.

własnego, zostały przeprowadzone na grupie 23 przedsiębiorstw, których pierwsze notowanie na GPW w Warszawie odbyło się w latach 2002–2008. Przyjęcie takiego okresu badawczego spowodowane jest potrzebą pełniejszego rozpoznania zmian rentowności kapitału własnego w przynajmniej 3-letnim okresie po debiucie giełdowym spółki.

We wskazanym okresie na warszawskim parkiecie miały miejsce 24 pierwsze notowania akcji spółek, których akcjonariuszami bezpośrednio przed przeprowadzeniem publicznej ofert sprzedaży akcji były fundusze *private equity* i jednostki te spełniały przyjęte w rozprawie kryteria wyboru (zob. tab. 3.3). Jednakże, dążąc do zachowania porównywalności analizowanych zmiennych w grupie badanych podmiotów w latach przed i po debiucie giełdowym, z dalszych badań wyeliminowano spółkę AB SA, ze względu na zmianę w tej spółce roku obrotowego w analizowanym okresie badawczym⁶.

W weryfikacji hipotezy badawczej wykorzystana została tradycyjna formuła współczynnika rentowności kapitału własnego, w której wartość wygenerowanego przez przedsiębiorstwo wyniku netto w danym okresie odniesiona została do średniej arytmetycznej wartości księgowej kapitałów własnych. Współczynnik rentowności kapitału własnego jest syntetyczną miarą efektywności gospodarowania zasobami właścicieli. Jej wielkość i zmiany zależą od wielu czynników i warunków działania przedsiębiorstwa. Dla potrzeb analizy przyczynowej wykorzystana została tzw. analiza piramidalna⁷, a współczynnik rentowności kapitału własnego został poddany dezagregacji do trzech czynników i przedstawiony w następującej formule:

$$ROE_n = \frac{EAT_n}{E_n} = ROS_n \times AU_n \times EM_n$$

$$ROE_n = \frac{EAT_n}{S_n} \times \frac{S_n}{TA_n} \times \frac{TA_n}{E_n}$$

⁶ Zgodnie z brzmieniem *Uchwały nr 28/2006 Nadzwyczajnego Walnego Zgromadzenia AB SA* rok obrotowy spółki rozpoczyna się 1 lipca każdego roku kalendarzowego, a kończy 30 czerwca następnego roku kalendarzowego. Rok obrotowy rozpoczęty 1 stycznia 2007 kończy się 30 czerwca 2008 r., obejmuje więc 18 miesięcy. Dane prezentowane we wcześniejszych sprawozdaniach finansowych obejmują 12 miesięcy i nie są w związku z tym porównywalne.

⁷ Zob. M. Marcinkowska, *Ocena działalności instytucji finansowych*, Difin, Warszawa 2007, s. 287–290; R. Borowiecki (red.), *Pomiar i ocena procesów kreowania wartości w badaniu efektywności przedsiębiorstwa*, Fundacja Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, Kraków 2009, s. 70–79.

gdzie:

ROE_n – współczynnik rentowności kapitału własnego w roku n ,

EAT_n – wynik netto w roku obrotowym n ,

EM_n – mnożnik kapitałowy w roku n ,

ROS_n – wskaźnik rentowności sprzedaży w roku n ,

AU_n – wskaźnik produktywności majątku w roku n ,

S_n – przychody ze sprzedaży w roku n ,

$\overline{E}_n$ – średni stan kapitału własnego w roku n ,

$\overline{TA}_n$ – średni stan aktywów ogółem w roku n .

Do liczbowego określenia wpływu zmian wskaźnika rentowności sprzedaży, mnożnika kapitałowego oraz wskaźnika produktywności majątku na zmiany współczynnika rentowności kapitałów własnych wykorzystana została metoda kolejnych podstawień⁸. Jej aplikacja wymagała zastosowania następującej dyscypliny badawczej:

1) ustalenie odchylenia łącznego pomiędzy wartością współczynnika rentowności kapitału własnego osiągniętą w danym roku a jego wielkością z roku poprzedzającego, czyli:

$$O_{ROE_n} = ROE_n - ROE_{n-1}$$

gdzie:

O_{ROE_n} – odchylenie łączne współczynnika rentowności kapitału własnego w roku n ,

ROE_{n-1} – współczynnik rentowności kapitału własnego w roku poprzednim, stanowiącym bazę odniesienia,

pozostałe oznaczenia jak wyżej.

2) określenie czynników wpływających na odchylenie łączne i związek przyczynowy zachodzący między tymi zmiennymi:

$$f(ROE_n) = ROS_n \times AU_n \times EM_n$$

⁸ Szerzej na temat metody kolejnych podstawień oraz innych metod analizy przyczynowej: L. Bednarski, R. Borowiecki, J. Duraj, E. Kurtys, T. Waśniewski, B. Wersty, *Analiza ekonomiczna przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego we Wrocławiu, Wrocław 1996, s. 42–43, 54–58; A. Żwirbła, *Metody badawcze analizy ekonomicznej. Studium metodologiczne*, Wyższa Szkoła Humanistyczno-Ekonomiczna, Włocławek 2001, s. 44–94.

3) przeprowadzenie kolejnych podstawień w odniesieniu do poszczególnych czynników oraz ustalenia wielkości odpowiednich odchyłeń:

$$O_{ROE_n} = O_{ROS_n} + O_{AU_n} + O_{EM_n}$$

$$O_{ROS_n} = ROS_n \times AU_{n-1} \times EM_{n-1} - ROS_{n-1} \times AU_{n-1} \times EM_{n-1} = (ROS_n - ROS_{n-1}) \times AU_{n-1} \times EM_{n-1}$$

$$O_{AU_n} = ROS_n \times AU_n \times EM_{n-1} - ROS_n \times AU_{n-1} \times EM_{n-1} = (AU_n - AU_{n-1}) \times ROS_n \times EM_{n-1}$$

$$O_{EM_n} = ROS_n \times AU_n \times EM_n - ROS_n \times AU_n \times EM_{n-1} = (EM_n - EM_{n-1}) \times ROS_n \times AU_n$$

gdzie:

O_{ROS_n} – odchylenie cząstkowe będące wynikiem zmian wskaźnika rentowności sprzedaży,

O_{AU_n} – odchylenie cząstkowe będące wynikiem zmian wskaźnika produktywności majątku,

O_{EM_n} – odchylenie cząstkowe będące wynikiem zmian mnożnika kapitałów,

pozostałe oznaczenia jak wyżej.

4) zestawienie sumaryczne odchyłeń cząstkowych i przeprowadzenie wnioskowania opartego na podejściu deterministycznym.

Analiza zmian tego wskaźnika objęła okres dwóch lat przed debiutem na GPW w Warszawie, rok pierwszego notowania (n_0) oraz okres trzech kolejnych lat. W rozważaniach uwzględnione zostały wyłącznie okresy, w których obliczenie współczynnika w oparciu przyjętą metodykę badań i dostępność danych empirycznych było wykonalne. W sytuacji występowania ujemnej wartości kapitału własnego w wybranych okresach odstąpiono od obliczeń współczynnika⁹.

4.1.2. WYNIKI BADAŃ EMPIRYCZNYCH NAD RENTOWNOŚCIĄ KAPITAŁU WŁASNEGO SPÓŁEK PORTFELOWYCH FUNDUSZY *PRIVATE EQUITY*

Ocena rentowności kapitału własnego spółek portfelowych funduszy *private equity* wskazuje, iż w analizowanym okresie większość badanych przedsiębiorstw generowała dodatnie wyniki finansowe netto (zob. tab. 4.1).

⁹ Dotyczy spółki *Sfinks Polska SA* w latach n_{+2} , n_{+3} .

Tabela 4.1

Liczba i struktura spółek portfelowych funduszy *private equity*
według osiąganego wyniku finansowego netto

Wyszczególnienie		Analizowany okres					
		n_{-2}	n_{-1}	n_0	n_{+1}	n_{+2}	n_{+3}
Spółki rentowne	liczba	18	22	20	17	17	15
	udział [%]	94,74	95,65	86,96	73,91	77,27	71,43
Spółki deficytowe	liczba	1	1	3	6	5	6
	udział [%]	5,26	4,35	13,04	26,09	22,73	28,57

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych badanych spółek.

W latach poprzedzających debiut na GPW w Warszawie tylko jedna spółka – *CP Energia SA* – osiągała stratę netto. W kolejnych badanych latach zauważalny jest wzrost liczby i udziału spółek deficytowych w porównaniu do okresu przed rozpoczęciem procesu wyjścia z inwestycji metodą pierwszej oferty publicznej przez fundusz *private equity*. W roku, w którym odbyło się pierwsze publiczne notowanie akcji spółki (n_0), liczba przedsiębiorstw generujących stratę wzrosła do 3, a w kolejnym analizowanym okresie do 6.

Analizując średnie wartości współczynnika rentowności kapitału własnego spółek portfelowych funduszy *private equity* wprowadzonych do publicznego obrotu, zauważyć można występowanie znaczących różnic w poziomach rentowności kapitału własnego w latach przed i po debiucie giełdowym (zob. wykres 4.1)¹⁰.

W okresie 2 lat poprzedzających pierwsze publiczne notowanie akcji emitowanych przez podmioty objęte badaniem średnia wartość współczynnika rentowności kapitału własnego wzrosła nieznacznie z 26,39% do poziomu 26,98%. W roku debiutu spółki na giełdzie średnia rentowność kapitału własnego w analizowanych podmiotach uległa obniżeniu i wynosiła 14,62%. Po pierwszym pełnym roku obrotowym posiadania statusu spółki publicznej średnia rentowność kapitału własnego spółek zmalała do poziomu 7,49%. W kolejnym okresie przeciętna wartość analizowanego współczynnika nieznacznie wzrosła, aby po trzecim pełnym roku publicznych notowań osiągnąć średni poziom 2,50%.

¹⁰ Z dalszej analizy wykluczone zostały spółki, w których ze względu na dostępność danych finansowych obliczenie analizowanych wskaźników nie było możliwe. Sytuacja taka dotyczyła następujących spółek:

- w okresie n_{-2} : *CP Energia SA*, *Bipromet SA*, *Sfinks SA*, *Techmex SA*,
- w okresie n_{+2} : *Opoczno SA*,
- w okresie n_{+3} : *Opoczno SA*, *Comp Rzeszów SA*.

Wykres 4.1. Przeciętne wartości współczynnika rentowności kapitału własnego analizowanych przedsiębiorstw

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych badanych spółek.

Zawarte w tab. 4.2 wartości wybranych miar charakteryzujących wartość współczynników rentowności kapitału własnego badanych podmiotów w kolejnych latach potwierdzają występowanie znaczących zmian analizowanej zmiennej w okresie poprzedzającym debiut giełdowy spółki i po uzyskaniu przez nią statusu spółki publicznej. W latach poprzedzających pierwszą ofertę publiczną spółek portfelowych funduszy *private equity*, w połowie z nich współczynnik rentowności kapitału własnego był wyższy od 20%. W roku debiutu giełdowego wartość mediany dla badanej zmiennej obniżyła się i wynosiła 14,4%, aby w następnym okresie zmaleć do poziomu 5,9%. W kolejnych analizowanych latach można zauważyć wzrost wartości mediany w badanej zbiorowości, jednakże jej wartość nie osiągnęła poziomu odnotowanego w roku pierwszego notowania, ani też w okresach go poprzedzających. Pozostałe miary położenia zaprezentowane w tab. 4.2, charakteryzujące rozkład efektywności wykorzystania kapitału własnego w badanych spółkach także potwierdzają wcześniejsze obserwacje.

Porównując jego wartość w roku poprzedzającym pierwsze notowanie akcji na GPW w Warszawie (n_{-1}) i w roku następnym po debiucie giełdowym (n_{+1}) aż w 91,3% przypadków zaobserwowano spadek wartości analizowanego współczynnika (zob. wykres 4.2). Tylko w dwóch spółkach – *Qumak-Sekom SA* i *CP Energia SA* – odnotowano wzrost stopy zwrotu z kapitału własnego.

Tabela 4.2

Wartości wybranych statystyk opisowych współczynników rentowności kapitału własnego analizowanych przedsiębiorstw

Wyszczególnienie	Analizowany okres					
	n_{-2}	n_{-1}	n_0	n_{+1}	n_{+2}	n_{+3}
Średnia arytmetyczna	26,39	26,98	14,62	7,49	8,25	2,50
Mediana	20,04	22,61	14,40	5,90	7,57	9,58
Odchylenie standardowe	24,41	20,58	12,51	10,15	11,74	25,64
Kwartył dolny	11,82	14,70	7,29	-0,04	0,32	3,21
Kwartył górny	37,88	38,09	24,31	14,33	17,59	17,00
Rozstęp kwartylny	26,06	23,40	17,02	14,36	17,27	13,79
Minimum	-10,38	-15,51	-12,74	-7,60	-18,99	-72,41
Maksimum	92,65	72,97	36,88	33,33	24,51	26,82
Liczba spółek	19	23	23	23	21	20

Źródło: jak do tab. 4.1.

Wykres 4.2. Struktura analizowanych spółek portfelowych funduszy *private equity* według kierunku zmian współczynnika rentowności kapitału własnego w roku n_{+1} w porównaniu do roku n_{-1}

Źródło: opracowanie własne.

Dla potwierdzenia statystycznej istotności wyników z zakresie zmian poziomu rentowności kapitału własnego w okresie przed i po debiucie giełdowym przeprowadzony został test istotności różnic wartości średnich *t*-Studenta dla prób zależnych. Mając na uwadze treść hipotezy badawczej postawionej we wstępie rozprawy porównano wyniki otrzymane w okresach n_{-1} oraz n_{+1} .

Zakładając rozkład normalny badanych zmiennych sformułowano hipotezę zerową H_0 mówiącą o równości średnich:

$$H_0 : \mu_{n-1} = \mu_{n+1}$$

wobec hipotezy alternatywnej H_1 :

$$H_1 : \mu_{n-1} > \mu_{n+1}$$

Rezultaty przeprowadzonych badań wskazują, iż istnieją przesłanki do odrzucenia hipotezy zerowej na korzyść hipotezy alternatywnej (zob. tab. 4.3).

Tabela 4.3

Wyniki testu *t*-Studenta z dwiema próbami zależnymi dla średnich

Wyszczególnienie	ROE_{n-1}	ROE_{n+1}
Średnia	0,2698	0,0749
Wariancja	0,0424	0,0103
Obserwacje	23	23
t Stat	4,6427	
P(T<=t) jednostronny	0,0001	
Test T jednostronny	1,7171	
P(T<=t) dwustronny	0,0001	
Test t dwustronny	2,0739	

Źródło: jak do tab. 4.1.

Różnice w poziomie rentowności kapitału własnego w rozpatrywanej grupie przedsiębiorstw różnią się zatem w sposób istotny statystycznie. Rentowność kapitału własnego analizowanych spółek jest wyższa przed wprowadzeniem ich do publicznego obrotu w porównaniu z okresem późniejszym.

Na poziom wskaźnika rentowności kapitału własnego wpływ może mieć wiele, bardzo różnorodnych czynników. Rentowność kapitału własnego przedsiębiorstwa związana jest z efektywnością wykorzystania jego majątku, rentownością sprzedaży oraz strukturą pasywów.

Przedstawiony na wykresie 4.3 trójczynnikiowy obraz rentowności przedsiębiorstw udziałowych funduszy *private equity* poddanych dezinvestycji metodą pierwszej oferty publicznej w latach poprzedzających i następujących po uzyskaniu statusu spółki publicznej wskazuje, że w analizowanym okresie największe średnie wartości wszystkich badanych wskaźników rentowności odnotowano w roku poprzedzającym wprowadzenie akcji spółki do publicznego obrotu.

Wykres 4.3. Średnie wartości współczynników rentowności kapitału własnego, aktywów oraz sprzedaży badanych spółek portfelowych funduszy *private equity*

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych badanych spółek.

Do czasu wprowadzenia akcji spółki do publicznego obrotu zauważalna jest poprawa efektywności zarówno w zakresie sprzedaży, jak i wykorzystania majątku ogółem mierzonego wskaźnikiem *ROA*. W roku debiutu giełdowego w porównaniu do roku poprzedniego średnie wartości wskaźników rentowności znacznie obniżyły się. Średnia wartość wskaźnika rentowności aktywów we wszystkich kolejnych latach ulegała zmniejszeniu, aby po zakończeniu trzeciego pełnego roku notowań spółek na GPW w Warszawie osiągnąć poziom $-1,51\%$. Najniższy średni poziom wskaźnika rentowności sprzedaży odnotowano w okresie n_{+1} i wynosił on $6,23\%$. W kolejnych latach można zaobserwować, iż efektywność prowadzonych procesów sprzedażowych uległa niewielkiej poprawie.

Zmiany poziomu rentowności kapitału własnego mogą być wynikiem zmian struktury i źródeł finansowania prowadzonej działalności. Poziom mnożnika kapitałowego w rozpatrywanych spółkach wykazuje wyraźną tendencję spadkową od roku n_{-2} do roku debiutu giełdowego włącznie. Kiedy mnożnik osiągnął minimum na poziomie $1,75$, nastąpiło odwrócenie trendu i pojawiły się systematyczne przyrosty wartości mnożnika kapitałów w kolejnych okresach (zob. wykres 4.4).

Wykres 4.4. Średnie wartości mnożników kapitałowych analizowanych przedsiębiorstw
Źródło: jak do wykresu 4.3.

W ramach analizy przyczynowej kształtowania się rentowności kapitału własnego w spółkach wyznaczono całkowite bezwzględne zmiany omawianego wskaźnika w kolejnych latach. Zestawienie wybranych statystyk opisowych otrzymanych wyników wskazuje na zróżnicowanie poziomu zmian efektywności kapitału własnego w poszczególnych okresach. Największą zmianę omawianego wskaźnika odnotowano w roku debiutu giełdowego (zob. tab. 4.4).

Tabela 4.4

Odchylenia łączne współczynnika rentowności kapitału własnego badanych spółek

Wyszczególnienie	Analizowany okres				
	$\frac{n_{-1}}{n_{-2}}$	$\frac{n_0}{n_{-1}}$	$\frac{n_{+1}}{n_0}$	$\frac{n_{+2}}{n_{+1}}$	$\frac{n_{+3}}{n_{+2}}$
Średnia arytmetyczna	2,58	-12,35	-7,13	0,44	-5,34
Mediana	1,71	-7,19	-5,44	-0,18	1,14
Odchylenie standardowe	20,34	16,95	12,24	12,69	22,61
Minimum	-44,47	-49,33	-34,71	-27,30	-72,52
Maksimum	56,04	5,41	20,56	23,98	23,43
Liczba spółek	19	23	23	21	20

Źródło: jak do tab. 4.1.

Następnie dla analizowanych podmiotów w kolejnych okresach wyznaczono odchylenie cząstkowe, będące wynikiem zmian badanych zmiennych, tj. rentowności sprzedaży, produktywności aktywów oraz mnożnika kapitałów (zob. tab. 4.5).

Tabela 4.5

Odchylenia cząstkowe czynników determinujących rentowność
kapitału własnego badanych spółek

Wyszczególnienie	Analizowany okres				
	n_{-1}/n_{-2}	n_0/n_{-1}	n_{+1}/n_0	n_{+2}/n_{+1}	n_{+3}/n_{+2}
Odchylenie cząstkowe będące wynikiem zmian wskaźnika rentowności sprzedaży					
Średnia arytmetyczna	6,58	-2,51	-4,97	-0,15	-1,83
Mediana	3,03	1,20	-2,36	-1,60	1,07
Odchylenie standardowe	22,32	17,45	13,65	11,80	15,59
Minimum	-33,41	-64,01	-36,07	-32,15	-49,63
Maksimum	72,42	23,32	25,44	20,75	22,45
Odchylenie cząstkowe będące wynikiem zmian wskaźnika produktywności majątku					
Średnia arytmetyczna	1,74	-4,57	-2,29	0,11	-2,58
Mediana	0,55	-2,38	-1,63	-0,08	-0,27
Odchylenie standardowe	6,72	14,86	3,09	3,87	5,45
Minimum	-9,43	-63,20	-11,20	-9,12	-18,82
Maksimum	13,59	14,54	1,06	10,92	3,27
Odchylenie cząstkowe będące wynikiem zmian mnożnika kapitałów					
Średnia arytmetyczna	-5,74	-5,27	0,13	0,48	-0,94
Mediana	-2,05	-2,93	0,02	0,27	-0,20
Odchylenie standardowe	9,66	7,25	0,85	1,17	5,02
Minimum	-26,79	-19,72	-2,54	-1,17	-18,41
Maksimum	3,96	4,98	1,26	3,89	9,56

Źródło: jak do tab. 4.1.

Analizując dane zawarte w tab. 4.5 można zauważyć, iż na wzrost średniego wskaźnika rentowności kapitału własnego w roku poprzedzającym debiut giełdowy pozytywny wpływ miały zmiany poziomu rentowności sprzedaży oraz produktywności aktywów. Odchylenie cząstkowe, będące wynikiem zmian mnożnika kapitałowego, wskazuje na zmniejszenie rentowności kapitału własnego średnio o 5,74 punktów procentowych (p.p.). W roku debiutu giełdowego zauważalny jest największy spośród wszystkich analizowanych okresów spadek rentowności kapitałów własnych – o 12,35 p.p. Został on wywołany zmianami wszystkich branych pod uwagę zmiennych. W kolejnym roku na zmniejszenie wartości wskaźnika rentowności kapitału własnego wpływ miały rentowność sprzedaży (-4,97 p.p.) oraz produktywność aktywów (-2,29 p.p.) (zob. wykres 4.5).

Po drugim pełnym roku publicznych notowań spółek, wobec których fundusze *private equity* wykorzystały publiczną ofertę sprzedaży akcji jako metodę

wyjścia z inwestycji, zauważyć można niewielkie, aczkolwiek pozytywne zmiany średniego poziomu rentowności kapitału własnego. Jednakże w ostatnim analizowanym okresie wśród rozpatrywanych podmiotów ponownie odnotowano spadek rentowności kapitału własnego. Łączne odchylenie badanego współczynnika na poziomie $-5,34$ p.p. było spowodowane wystąpieniem negatywnych zmian wszystkich czynników wziętych pod uwagę w badaniu.

Wykres 4.5. Wpływ zmian rentowności sprzedaży, produktywności aktywów oraz mnożnika kapitałów na rentowność kapitału własnego analizowanych spółek

Źródło: jak do wykresu 4.3.

Zmiany poziomu rentowności kapitału własnego analizowanych podmiotów są efektem łącznego wpływu zarówno zmiennych związanych z operacyjną sprawnością prowadzonej działalności, jak i zmian w zakresie struktury i źródeł finansowania. Kierunek i siła wpływu tych czynników były zróżnicowane w poszczególnych latach.

4.2. Koszty przeprowadzenia pierwszych ofert publicznych

Przygotowanie i przeprowadzenie pierwszej oferty publicznej związane jest z koniecznością poniesienia szeregu kosztów, które na ogół nie występują w przypadku realizacji dezinvestycji funduszu *private equity* przy zastosowaniu innych metod. Wysokość kosztów związanych z wprowadzeniem akcji spółki do publicznego obrotu może stanowić barierę dla wielu przedsiębiorstw udziałowych i znacząco wpływać na osiąganą przez fundusz *private equity* stopę zwrotu z zainwestowanego kapitału.

Na łączne koszty przeprowadzenia pierwszej oferty publicznej składa się wiele różnorodnych grup kosztów, które można oceniać z wykorzystaniem różnych przekrojów analitycznych¹¹. Z punktu widzenia celu badań koszty przeprowadzenia pierwszej oferty publicznej można podzielić na dwie główne grupy¹²:

– koszty bezpośrednie – związane głównie z koniecznością ponoszenia wydatków na rzecz podmiotów zewnętrznych zaangażowanych w proces wprowadzania spółki do publicznego obrotu np. banków inwestycyjnych, audytorów oraz różnego rodzaju opłat administracyjnych,

– koszty pośrednie – przejawiające się w postaci niedowartościowania akcji oferowanych w ramach pierwszej oferty publicznej.

Wysokość kosztów bezpośrednich jest stosunkowo łatwa do oszacowania na etapie planowania publicznej oferty akcji, gdyż wynika głównie z umów o świadczenie określonego rodzaju usług bądź świadczeń oraz regulacji administracyjno-prawnych. Z kolei określenie pełnej wartości kosztów pośrednich możliwe jest dopiero po przeprowadzeniu oferty, a oddziaływanie spółki i jej akcjonariuszy na ich wysokość jest w znacznej mierze ograniczone.

Koszty pośrednie są kosztem rozumianym jako koszt utraconych możliwości¹³. Natomiast koszty bezpośrednie ponoszone w związku z pierwszą publiczną ofertą akcji należą do grupy kosztów *explicite*. Dzięki odzwierciedleniu kosztów bezpośrednich w systemach rachunkowości przedsiębiorstw informacje o ich poziomie są możliwe do uzyskania. Stanowią one koszt w ujęciu księgowym, a obowiązki informacyjne w zakresie ponoszonych kosztów emisji i sprzedaży papierów wartościowych w związku z realizacją publicznych ofert sprzedaży akcji regulowane są przepisami prawa. Obecnie zgodnie z rozporządzeniem Ministra Finansów spółki, których akcje wprowadzane są do publicznego obrotu mają obowiązek przedstawiania łącznych kosztów emisji w podziale na przynajmniej następujące grupy¹⁴:

- a) przygotowania i przeprowadzenia oferty,
- b) wynagrodzenia subemitentów, dla każdego oddzielnie,
- c) sporządzenia prospektu emisyjnego, z uwzględnieniem kosztów doradztwa,
- d) promocji oferty.

¹¹ Zob. J. S. Ang, J. C. Brau, *Firm Transparency And The Costs Of Going Public*, „The Journal of Financial Research”, Spring 2002, Vol. XXV, No. 1, s. 4–5.

¹² J. R. Ritter, *The Costs of Going Public*, „Journal of Financial Economics”, North-Holland 1987, Vol. 19, s. 269.

¹³ D. Su k a c z, *Pierwsze oferty publiczne na rynkach kapitałowych*, Wydawnictwa Fachowe CeDeWu.pl, Warszawa 2005, s. 46.

¹⁴ § 33 ust. 1, pkt 12 *Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 lutego 2009 r. w sprawie informacji bieżących i okresowych przekazywanych przez emitentów papierów wartościowych oraz warunków uznawania za równoważne informacji wymaganych przepisami prawa państwa niebędącego państwem członkowskim*, DzU 2009, nr 33, poz. 259.

Ponadto podmioty te zobowiązane są do przedstawienia metod rozliczenia tych kosztów w księgach rachunkowych i sposobu ich ujęcia w sprawozdaniu finansowym¹⁵.

W literaturze przedmiotu spotkać można również inną klasyfikację kosztów wprowadzenia akcji spółki do publicznego obrotu, zwłaszcza z punktu widzenia podmiotów realizujących procesy dezinwestycji. Łączne koszty transakcyjne pierwszej oferty publicznej składają się z trzech grup kosztów, a mianowicie¹⁶:

- kosztów pośrednictwa,
- kosztów presji cenowej oraz
- kosztów wszelkiej sygnalizacji.

Pierwsza wymieniona grupa kosztów wynika z zaangażowania podmiotów trzecich w proces realizacji oferty publicznej i może być *sensu largo* utożsamiana z opisanymi wcześniej kosztami bezpośrednimi. Koszty presji cenowej oraz koszty wszelkiej sygnalizacji nie znajdują bezpośredniego odzwierciedlenia w ewidencji księgowej, a wyrażają się one przez wpływ na obniżenie ceny, po jakiej akcje spółki są sprzedawane inwestorom w ramach oferty publicznej.

O występowaniu kosztów presji cenowej można mówić wtedy, gdy sprzedający akcje zmuszeni są do obniżenia ceny sprzedaży akcji na rynku pierwotnym do poziomu umożliwiającego wykreowanie takiego popytu, który umożliwi sprzedaż oczekiwanej ilości oferowanych papierów wartościowych. Prawdopodobieństwo powstania tego kosztu zależy od relatywnego rozmiaru zbywanych pakietów akcji. Presja cenowa może być tym większa, im większa część akcji spółki oferowana jest w ramach oferty¹⁷.

Koszt sygnalizacji powstaje, kiedy inwestorzy giełdowi łączą sprzedaż akcji przez dotychczasowych właścicieli spółki z faktem posiadania przez nich prywatnych informacji o danym przedsiębiorstwie. W opinii publicznej zbycie akcji spółki przez *insiderów* może być odebrane jako negatywny sygnał o kondycji finansowej emitenta i jego perspektywach rozwoju, a co za tym idzie pojawić się może presja na obniżenie ceny po jakiej akcje będą oferowane w ramach pierwszej oferty publicznej¹⁸.

Bez wątpienia tego rodzaju klasyfikacja kosztów realizacji pierwszej oferty publicznej jest bardzo atrakcyjna poznawczo. Nie może być ona jednak wykorzystana w prowadzonych badaniach empirycznych ze względu na nieprzystawalność istniejącego w przedsiębiorstwach systemu rachunku kosztów do zarządzania kosztami pośrednictwa, kosztami presji cenowej oraz kosztami wszelkiej

¹⁵ *Ibidem*.

¹⁶ D. J. Cumming, J. G. MacIntosh, *Venture-capital exits in Canada and United States*, „University of Toronto Law Journal” 2003, s. 129.

¹⁷ *Ibidem*, s. 130.

¹⁸ *Ibidem*, s. 130.

sygnalizacji. Z tego względu w rozprawie do oceny kosztów realizacji pierwszej oferty publicznej zostało wykorzystane podejście J. R. Rittera.

4.2.1. BEZPOŚREDNIE KOSZTY PIERWSZYCH OFERT PUBLICZNYCH SPÓŁEK PORTFELOWYCH FUNDUSZY *PRIVATE EQUITY*

Na koszty bezpośrednie związane z przeprowadzeniem pierwszej oferty publicznej składają się przede wszystkim wynagrodzenie podmiotu oferującego i doradców, koszty związane z marketingiem i promocją oferty publicznej oraz opłaty sądowe i administracyjne¹⁹. Ze względu na fakt, iż część tych kosztów ma charakter względnie stały, a ich relatywna wielkość jest tym mniejsza im większa jest wartość publicznej oferty sprzedaży akcji spółki można mówić o występowaniu pewnego rodzaju efektu skali. Świadczy o nim zmniejszanie się względnego średniego kosztu realizacji publicznej oferty sprzedaży akcji spółek krajowych na rynku głównym GPW w Warszawie wraz ze wzrostem wartości oferty (zob. wykres 4.6).

Wykres 4.6. Średni koszt oferty spółek krajowych na rynku głównym GPW w Warszawie w stosunku do wartości oferty w latach 2003–2010 (bez kosztów subemisji)

Źródło: Droga na giełdę, PricewaterhouseCoopers 2011, <http://www.pwc.pl/pl/publikacje/droga-na-gielde.jhtml>, s. 19.

¹⁹ Droga na giełdę, PricewaterhouseCoopers 2011, <http://www.pwc.pl/pl/publikacje/droga-na-gielde.jhtml>, s. 19.

Część kosztów ponoszonych w związku z realizacją publicznych ofert sprzedaży akcji ma charakter zmienny i wynika bezpośrednio z umów zawartych na warunkach rynkowych pomiędzy emitentem i wprowadzającym a domem maklerskim lub agencją *public relations*. Z kolei wysokość opłat związanych z realizacją procedur dopuszczenia i wprowadzenie papierów wartościowych do publicznego obrotu na rzecz GPW w Warszawie, Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych oraz Komisji Nadzoru Finansowego jest określana regulaminami tych instytucji i aktami prawnymi (zob. tab. 4.6).

Tabela 4.6

Wysokość opłat na rzecz GPW w Warszawie, Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych oraz Komisji Nadzoru Finansowego w związku z realizacją publicznej oferty sprzedaży akcji

Instytucja	Rodzaj opłaty	Wysokość opłat	
		Rynek podstawowy	Rynek równoległy
GPW w Warszawie	Opłata za wprowadzenie akcji do obrotu giełdowego	0,03% wartości emisyjnej (sprzedaży), nie mniej niż 8 000 zł i nie więcej niż 96 000 zł	3 000 zł
	Opłata za wprowadzenie do obrotu giełdowego PDA	3 000 zł	2 000 zł
	Opłaty za dopuszczenie akcji do obrotu giełdowego	3 000 zł	2 000 zł
	Opłata za złożenie wniosku o dopuszczenie papierów wartościowych do obrotu giełdowego	3 000 zł	1 000 zł
	Opłata roczna za notowanie akcji	0,02% wartości rynkowej, nie mniej niż 9 000 zł i nie więcej niż 70 000 zł	0,02% wartości rynkowej, nie mniej niż 3 000 zł i nie więcej niż 8 000 zł
	Opłata roczna za notowanie PDA	3000 zł	2000 zł
Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych	Opłata za uczestnictwo emitenta	6000 zł	
	Opłata z tytułu rejestracji akcji	0,01 % wartości rynkowej, lecz nie mniej niż 3 000 i nie więcej niż 100 000 zł	
	Opłata z tytułu rejestracji PDA	0,001 % wartości rynkowej, lecz nie mniej niż 300 zł i nie więcej niż 10 000 zł	
Komisja Nadzoru Finansowego	Opłata z tytułu wpisu do ewidencji papierów wartościowych	0,03 % wartości instrumentów finansowych objętych daną ofertą publiczną nie większej jednak niż równowartość w złotych 12 500 euro.	

Źródło: opracowanie własne na podstawie Załącznik nr 2 i 3 do *Regulaminu Giełdy* (według stanu prawnego na dzień 20 czerwca 2012 r.), Załącznik nr 1 do *Regulaminu Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych* (stan prawny na dzień 2 lipca 2012 r.), *Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 16 marca 2010 r. w sprawie opłat wnoszonych na rzecz Komisji Nadzoru Finansowego przez podmioty nadzorowane prowadzące działalność na rynku kapitałowym*, DzU 2010, nr 57, poz. 364.

Przeprowadzona analiza bezpośrednich kosztów pierwszych publicznych ofert sprzedaży akcji spółek portfelowych funduszy *private equity* uwidoczniła szereg problemów utrudniających prowadzenie badań empirycznych.

Większość emitentów nie podawała w komunikatach podsumowujących ofertę, czy prezentowane wielkości poniesionych kosztów prezentowane są w wartości netto czy brutto. Spółki *Magellan SA* oraz *AB SA* podały zarówno wartości netto, jak i brutto. Z kolei spółka *HTL Strefa SA* do publicznej wiadomości przekazała wartość poniesionych kosztów oferty tylko w kwocie netto. Ostatecznie w badaniach uwzględniona została wartość kosztów w kwocie wykazanej w komunikacie podsumowującym ofertę publiczną akcji spółki lub w wartości netto, jeżeli taka informacja była dostępna.

Kolejną barierą w badaniach nad bezpośrednimi kosztami ofert publicznych analizowanych spółek był w przeważającej większości wypadków brak informacji o tym, czy raportowana wielkość kosztów obciąża wyłącznie emitenta czy również wprowadzającego oraz jaki jest stopień partycypacji poszczególnych podmiotów w łącznych kosztach oferty.

W przypadku ofert akcji *W. KRUK SA* oraz *Sfinks SA* nie udało się dotrzeć do informacji o kosztach z nimi związanymi, a spółka *LSI Software SA* nie przekazała informacji o metodzie rozliczania kosztów oferty w księgach rachunkowych.

Wprowadzenie po raz pierwszy akcji do publicznego obrotu spółek portfelowych funduszy *private equity* w latach 2002–2010 wiązało się z koniecznością poniesienia kosztów publicznej oferty sprzedaży akcji przekraczających średnio ponad 2 mln zł. W większości przypadków łączna wartość kosztów oferty kształtowała się na poniżej średniej, o czym świadczy prawostronna asymetria rozkładu tego kosztu wśród badanych podmiotów (zob. tab. 4.7).

Tabela 4.7

Wartość wybranych statystyk opisowych kosztów pierwszych ofert publicznych spółek portfelowych funduszy *private equity* w latach 2002–2010

Wyszczególnienie	Łączna wartość kosztów oferty	Średni koszt przeprowadzenia oferty na jednostkę papieru wartościowego objętego subskrypcją	Stosunek kosztów oferty publicznej do jej wartości
Średnia arytmetyczna	2084093,93	1,39	0,0462
Odchylenie standardowe	2595462,15	2,35	0,0333
Kwartył dolny	986189,61	0,28	0,0225
Mediana	1258932,22	0,57	0,0333
Kwartył górny	2285883,20	1,30	0,0615
Minimum	450124,00	0,09	0,0084
Maksimum	13266177,58	11,50	0,1292
Liczba spółek	24	24	24

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów bieżących spółek.

Analiza kosztu upublicznienia spółki wyrażonego jako udział kosztów pierwszej oferty publicznej w wartości zrealizowanej oferty sprzedaży akcji wskazuje, iż w grupie analizowanych podmiotów udział ten kształtował się średnio na poziomie 4,62%, a w przypadku połowy badanych ofert kształtował się na poziomie poniżej 3,33% (zob. tab. 4.7). Najniższy wskaźnik udziału odnotowany został w przypadku pierwszej oferty publicznej spółki *COMP Rzeszów SA* i nie przekraczał nawet 1%. Najwyższy stosunek kosztów oferty do wartości oferowanych akcji zaobserwowany został podczas wprowadzenia po raz pierwszy do publicznego obrotu akcji spółki *Travelplanet.pl* i wynosił on 12,92% (zob. wykres 4.7).

Wykres 4.7. Stosunek kosztów pierwszej oferty publicznej do jej wartości w spółkach portfelowych funduszy *private equity* w latach 2002–2010

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów bieżących spółek.

Analiza kosztów bezpośrednich wprowadzenia spółek portfelowych funduszy *private equity* na GPW w Warszawie wykazała także, iż w tej grupie podmiotów również można mówić o występowaniu pewnego rodzaju efektów skali. Z większymi publicznymi ofertami sprzedaży akcji związany był mniejszy względny koszt ich realizacji (zob. wykres 4.8).

Analiza struktury kosztów bezpośrednich upublicznienia badanych spółek pozwala dostrzec, iż niemal połowę stanowią koszty związane z przygotowaniem i przeprowadzeniem oferty. Istotną część środków pochłaniają również wydatki związane ze sporządzeniem prospektu emisyjnego, z uwzględnieniem przy tym kosztów doradztwa (zob. wykres 4.9).

Wykres 4.8. Rozkład linii dopasowania względnego kosztu pierwszych ofert publicznych spółek portfelowych funduszy *private equity* na GPW w Warszawie w latach 2002–2010 do wartości oferty

Źródło: jak do wykresu 4.7.

Wykres 4.9. Struktura kosztów pierwszych ofert publicznych spółek portfelowych funduszy *private equity* w latach 2002–2010

Źródło: jak do wykresu 4.7.

Podsumowując analizę wyodrębnionych kategorii kosztów bezpośrednich pierwszych ofert publicznych badanych spółek w wartościach absolutnych można zauważyć, iż średni koszt przygotowania i przeprowadzenia oferty wynosił ponad 980 tys. zł. Średni koszt sporządzenia prospektu emisyjnego wraz z kosztami doradztwa to wydatek przekraczający 550 tys. zł, a na promocję oferty przeznaczono średnio niespełna 350 tys. zł. (zob. tab. 4.8). Tylko cztery spółki podały informacje o występowaniu innych kosztów.

Tabela 4.8

Wartość wybranych statystyk opisowych poszczególnych rodzajów kosztów pierwszych ofert publicznych spółek portfelowych funduszy *private equity* w latach 2002–2010

Wyszczególnienie	Koszty przygotowania i przeprowadzenia oferty	Koszty sporządzenia prospektu emisyjnego (z uwzględnieniem kosztów doradztwa)	Koszty promocji oferty	Inne koszty
Średnia arytmetyczna	980 652,50	550 490,15	345 471,23	207 480,10
Odchylenie standardowe	841 700,49	681 298,38	574 326,43	967 569,31
Kwartył dolny	472 339,95	224 492,00	139 842,95	0,00
Mediana	667 139,01	345 313,42	210 690,00	0,00
Kwartył górny	1 232 778,25	593 396,31	268 547,00	0,00
Minimum	163 095,00	131 559,86	7 676,00	0,00
Maksimum	3 624 640,00	3 448 587,18	2 919 734,56	4 747 999,84

Źródło: jak do tab. 4.7.

Badane jednostki informowały w raportach podsumowujących pierwsze oferty publiczne, iż w większości przypadków koszty upublicznienia spółki pomniejszyły ich kapitał zapasowy (17 spółek), zgodnie z zapisami *Ustawy o rachunkowości*²⁰. W przypadku 3 spółek koszty te zostały zapisane w ciężar kosztów działalności. Spółka *Emperia Holding SA* (występująca wówczas jako *Eldorado SA*) poinformowała, że koszty oferty publicznej zostały ujęte w księgach rachunkowych spółki jako wartości niematerialne i prawne i będą amortyzowane w okresie 5-letnim. Z kolei w spółce *Bipromet SA* koszty pierwszej oferty publicznej pomniejszyły zyski zatrzymane, a spółka *CP Energia SA* o wartość tych kosztów pomniejszyła kapitał rezerwowy.

W większości analizowanych transakcji badane spółki nie przekazały do publicznej wiadomości informacji o tym, jaka część kosztów związanych

²⁰ Art. 36 ust. 29 *Ustawy z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości*, DzU 1994, nr 12, poz. 591 z późn. zm.

z przeprowadzeniem pierwszej oferty publicznej obciąża emitenta, a jaka część tych kosztów została poniesiona przez wprowadzających akcje do obrotu publicznego. W przypadkach, gdzie podana była wysokość kosztów poniesionych przez wprowadzających (np. *Mercor SA*, *Bankier.pl SA*, *CP Energia SA*, *Polish Energy Partners SA*) nie podano informacji w jakiej kwocie koszty te obciążają fundusze *private equity* zbywające akcje w ramach oferty, a jaka ich część przypada na pozostałych wprowadzających.

4.2.2. POŚREDNIE KOSZTY PIERWSZYCH OFERT PUBLICZNYCH SPÓŁEK PORTFELOWYCH FUNDUSZY *PRIVATE EQUITY*

4.2.2.1. Eksplikacja niedowartościowania pierwszych ofert publicznych w literaturze przedmiotu

Podejmując decyzję o realizacji dezinwestycji przez wprowadzenie akcji spółki do publicznego obrotu i ich sprzedaży za pośrednictwem rynku giełdowego dotychczasowi właściciele muszą rozważyć wiele, bardzo istotnych kwestii rzutujących na rozwój przedsiębiorstwa w przyszłości. Zasadniczym problemem wydaje się ustalenie ceny, po jakiej akcje spółki zostaną zaoferowane inwestorom na rynku pierwotnym. Z punktu widzenia funduszu cena, po jakiej akcje zostaną wprowadzone do obrotu bezpośrednio może wpływać na wysokość zrealizowanego zysku kapitałowego oraz osiągniętej stopy zwrotu z inwestycji. Dla spółki portfelowej może to być jedna z głównych determinant przyszłej struktury właścicielskiej przedsiębiorstwa oraz alokacji praw korporacyjnych w spółce²¹.

Powszechnie obserwowane jest zjawisko niedowartościowania, polegające na tym, iż w pierwszym dniu notowań giełdowych w licznych przypadkach kurs akcji debiutujących spółek w znaczny sposób wzrasta w porównaniu do ceny emisyjnej²². Liczne badania naukowe potwierdzają, iż w statystycznie znaczący sposób inwestorzy są w stanie uzyskiwać ponadprzeciętne stopy zwrotu nabywając akcje w ofertach publicznych, na wielu rynkach i w długich okresach²³.

²¹ L. C. Field, D. P. Sheehan, *IPO underpricing and outside blockholdings*, „Journal of Corporate Finance” 2004, Vol. 10, s. 265.

²² Zob. A. Ljungqvist, *IPO underpricing*, [w:] B. E. Eckbo (red.), *Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance*, Vol. A, Chapter 7, 2006, s. 8–10; T. Loughran, J. R. Ritter, K. Rydqvist, *Initial public offerings: International insights*, „Pacific-Basin Finance Journal” 1994, Vol. 2, s. 165–199; T. J. Boulton, S. B. Smart, C. J. Zutter, *IPO underpricing and international corporate governance*, „Journal of International Business Studies” 2010, Vol. 41, s. 206–222.

²³ D. Sukacz, *Pierwsze oferty publiczne na rynkach kapitałowych*, CeDeWu.pl, Warszawa 2005, s. 82.

W literaturze przedmiotu formułowane są liczne teorie mające na celu wyjaśnienie, dlaczego pierwotni właściciele spółek wprowadzanych na rynek giełdowy, mając świadomość systematycznego niedowartościowania akcji oferowanych w ramach pierwszych ofert publicznych, godzą się na transfer własnego bogactwa w postaci tzw. pieniędzy pozostawionych na stole (ang. *money left on the table*). Do najważniejszych podejść wyjaśniających zjawisko niedowartościowania pierwszych ofert publicznych należą teorie formułowane w oparciu o asymetrię informacji, uwarunkowania instytucjonalne, nadzór właścicielski oraz aspekty behawioralne²⁴. Każde z wyróżnionych podejść zawiera odmienne podstawy wyjaśniające niedowartościowanie akcji oferowanych w ramach pierwszych ofert publicznych (zob. tab. 4.9).

Światowe badania naukowe nad zmianami kursu akcji w dniu debiutu na giełdzie nie dostarczają jednoznacznej odpowiedzi na pytanie o wpływ obecności funduszu *private equity* wśród akcjonariuszy spółki na stopień niedowartościowania jej walorów.

Z jednej strony badania pokazują, iż spółki z udziałem funduszy *private equity* charakteryzowały się mniejszym stopniem niedowartościowania akcji zbywanych w pierwszej ofercie publicznej niż pozostałe przedsiębiorstwa²⁵. Sytuacja ta wynika stąd, że udział funduszu *private equity* w spółce świadczy o jej wysokiej jakości. Fundusze *private equity* dzięki rozległej sieci kontaktów biznesowych są w stanie pozyskać najlepszych partnerów do współpracy w ramach procesu pierwszej oferty publicznej. W tej sytuacji nie występuje konieczność ponoszenia dodatkowych kosztów w postaci ponadprzeciętnego niedoszacowania akcji w celu uplasowania oferty na rynku. Ponadto fundusze starają się wycenić akcje spółki według jej „prawdziwej” wartości, dążąc jednocześnie do zmniejszenia stopnia asymetrii informacji pomiędzy spółką a nowymi inwestorami. W przypadku próby wprowadzenia potencjalnych inwestorów w błąd i złej wyceny oferowanych papierów wartościowych fundusz straciłby dobrą reputację, co w przyszłości mogłoby utrudnić wyjście z kolejnych inwestycji poprzez publiczny rynek papierów wartościowych. G. Kanatas i Ch. Stefanadis przedstawili teoretyczny model podejmowania decyzji związanych z wprowadzeniem spółki na giełdę wskazując, iż przy debiutach giełdowych spółek portfelowych funduszy *private equity* należy oczekiwać mniejszego niedowartościowania akcji w pierwszym dniu notowań²⁶.

²⁴ A. Ljungqvist, *op. cit.*, s. 2.

²⁵ W. L. Megginson, K. A. Weiss, *Venture capitalists certification in initial public offerings*, „Journal of Finance” 1991, No. 46, s. 879–903; C. B. Barry, C. Muscarella, J. W. Peavy, M. R. Vetsuypens, *The Role of Venture capital in the Creation of Public Companies: Evidence from the Going-Public Process*, „Journal of Financial Economics” 1990, Vol. 27, Issue 2, s. 447–471.

²⁶ G. Kanatas, Ch. Stefanadis, *Venture capital, IPO underpricing, and going-public decisions*, Working Paper, Jones School of Management, 2005, s. 27.

Tabela 4.9

Wybrane teorie tłumaczące niedowartościowanie akcji oferowanych w ramach pierwszych ofert publicznych

Nazwa teorii	Charakterystyka oraz podstawowe wnioski
1	2
	Teorie formułowane w oparciu o asymetrię informacji
<p>Hipoteza klątwy zwycięzcy (ang. <i>the winner's curse hypothesis</i>)</p>	<p>W teorii tej przyjmuje się założenie, iż część inwestorów jest lepiej poinformowana o prawdziwej wartości akcji oferowanych do sprzedaży w ramach pierwszej oferty publicznej niż pozostali jej uczestnicy. Lepiej poinformowani inwestorzy zapisują się tylko na akcje spółek, które oferowane są po korzystniejszej dla nich cenie, natomiast mniej poinformowani inwestorzy zapisują się systematycznie na akcje w każdej pierwszej ofercie publicznej w równym stopniu. „Klątwa zwycięzcy” dotyczy gorzej poinformowanych inwestorów, gdyż w przypadku przeznaczonych ofert otrzymują oni wszystkie akcje na jakie złożyli zapisy, natomiast w przypadku atrakcyjnych ofert mogą oni nabyć tylko niewielką część akcji, ze względu na duży popyt wywołany uczestnictwem w ofercie lepiej poinformowanych inwestorów. W przypadku atrakcyjnych ofert można zatem zaobserwować wysoką stopę redukcji, a w konsekwencji otrzymywanie części subskrybowanych akcji i znaczne obniżenie stopy zwrotu z kapitału inwestowanego w pierwsze oferty publiczne. Gorzej poinformowani inwestorzy uzyskiwaliby niewielką bądź ujemną rentowność swoich inwestycji, co mogłoby zniechęcić ich do uczestnictwa w pierwszych ofertach publicznych</p> <p>Oferujący akcje na rynku pierwotnym mają świadomość, iż aby uplasować wszystkie papiery wartościowe niezbędne jest wykreowanie odpowiedniego popytu, a ten może być zapewniony jedynie w sytuacji utrzymania na rynku inwestorów gorzej poinformowanych. Akcje oferowane do sprzedaży są zatem celowo nieoszacowywane po to, by popyt przewyższył podaż. Pozwala to zniwelować uprzedzenie części inwestorów do nowych emisji i utrzymać zainteresowanie nimi ze strony inwestorów.</p>
<p>Teoria ujawnienia informacji (ang. <i>information revelation theory</i>)</p>	<p>W procesie budowy księgi popytu dąży się do tego, aby inwestorzy ujawnili rzetelne informacje dotyczące ich zainteresowania daną pierwszą ofertą publiczną. Następnie informacje te zostaną wykorzystane do ustalania ostatecznej ceny sprzedaży na rynku pierwotnym. Należy zaznaczyć, iż takie działanie nie jest w interesie inwestorów reprezentujących na rynku stronę popytową. Jeżeli dobrze poinformowani potencjalni nabywcy zgłoszą duży popyt na akcje, oferujący będzie skłonny podnieść znacznie cenę emisyjną, a w konsekwencji spowoduje to obniżenie możliwości do osiągnięcia stopy zwrotu z zainwestowanego w pierwszą ofertę publiczną kapitału. Jednakże celowe niewykazywanie zainteresowania może spowodować, iż oferta nie dojdzie do skutku, a inwestorzy giełdowi stracą szansę na atrakcyjną inwestycję.</p> <p>Budowanie księgi popytu może być uznane za mechanizm, który umożliwia uzyskanie faktycznych informacji na temat popytu na dane akcje. Inwestorom celowo ukrywającym swoje zainteresowanie określoną ofertą i niezgłaszającym odpowiedniego popytu przydzielona zostanie tylko niewielka część akcji, bądź zostaną oni w ogóle wykluczeni z uczestnictwa w ofercie. Z kolei inwestorzy zgłaszający duży popyt otrzymają odpowiednio więcej akcji. Zbyt duże zainteresowanie ofertą skutkować może podniesieniem ceny emisyjnej i ograniczeniem zysków inwestorów na rynku pierwotnym.</p>

Tabela 4.9 (cd.)

1	2
<p>Teoria ujawnienia informacji (ang. <i>information revelation theory</i>) – cd.</p> <p>Teoria segmentacji rynku (ang. <i>the investment banker's monopsony power hypothesis</i>)</p>	<p>Aby możliwe było uzyskanie prawdziwych informacji o zainteresowaniu inwestorów daną ofertą, oferujący akcje muszą godzić się na systematycznie niedoszacowywanie oferowanych akcji. W przeciwnym razie nie możliwe byłoby efektywne funkcjonowanie tego mechanizmu. Sprzedający akcje również czerpią korzyści w tej sytuacji, gdyż właściwe zainteresowanie ofertą pozwala im ustalić cenę sprzedaży akcji w pierwszej ofercie publicznej na odpowiednio wysokim poziomie.</p> <p>Teoria ta zbudowana została w oparciu o analizę relacji typu <i>pryncypał-agent</i> wśród podmiotów uczestniczących w pierwszej ofercie publicznej. Banki inwestycyjne, występujące często w roli gwaranta oferty, są lepiej poinformowane od emitentów o właściwej cenie sprzedaży akcji w ramach pierwszej oferty publicznej, gdyż posiadają pełniejszą informację o popycie zgłaszanym na akcje danej spółki. Im sprzedający akcje są gorzej poinformowani w zakresie odpowiedniej wyceny rynkowej wprowadzanej na giełdę spółki, tym popyt na usługi banku inwestycyjnego jest większy. Banki inwestycyjne mają pokusę, aby rekomendować oferującym niższe ceny, dzięki czemu łatwiej będzie im sprawnie zrealizować proces sprzedaży akcji.</p> <p>Niedoszacowanie ceny emisyjnej skutkuje tym, iż gwarantujący ofertę nie muszą obejmować niesprzedanych akcji. Zgodnie z tą teorią rynek pierwszych ofert publicznej jest odpowiednio podzielony. Banki inwestycyjne posiadające dobrą reputację rynkową nie akceptują ofert małych, spekulacyjnych spółek, gdyż w przyszłości mogłoby to negatywnie wpłynąć na zainteresowanie ich usługami ze strony renomowanych emitentów. Debiuty giełdowe spekulacyjnych spółek przeprowadzane są z udziałem banków inwestycyjnych, które mogą wykorzystywać posiadaną w stosunku do sprzedającego przewagę informacyjną. Celowo niedoszacowane akcje kierowane są przez bank do swoich najlepszych, przynoszących największe zyski klientów. Utracą część wynagrodzenia z tytułu realizacji oferty publicznej danej spółki bank inwestycyjny rekompensuje sobie w formie przyszłych przychodów uzyskiwanych od uprzywilejowanych klientów.</p>
<p>Teoria sygnalizacji (ang. <i>the signalling hypothesis</i>)</p>	<p>Niedowartościowanie akcji zbywanych w ramach pierwszej oferty publicznej jest sygnałem o dobrej jakości spółki przekazywanym środowisku inwestorów giełdowych. W tym ujęciu niedowartościowanie jest traktowane jako pewna forma promocji, która umożliwia zbudowanie sentymentu inwestorów do ofert publicznych danej spółki – jak określił to R. G. Ibbotson*: <i>leave a good taste in investors' mouths</i>.</p> <p>Spółki o wysokiej jakości powinny najpierw oferować niewielką część swoich akcji, by w niedalekiej przyszłości przeprowadzić kolejną emisję po odpowiednio wyższej cenie, rekompensując w ten sposób wcześniejsze koszty niedowartościowania akcji przy debiucie giełdowym. Spółki o niższej jakości nie mogą sobie pozwolić na tego typu strategię pozyskiwania kapitału, gdyż wraz z upływem czasu następuje zmniejszenie asymetrii informacji pomiędzy spółką a jej inwestorami. Gracze giełdowi są w stanie pełniej zweryfikować wcześniejsze informacje na temat kondycji finansowej spółki i perspektyw jej rozwoju. Spółki o niskiej jakości nie będą w stanie zainteresować inwestorów przeprowadzając kolejną emisję akcji, stąd starają się ustalić cenę sprzedaży akcji w ramach pierwszej oferty publicznej na odpowiednio wysokim poziomie.</p>

* R. G. Ibbotson, *Price Performance of Common Stock New Issues*, „Journal of Financial Economics”, September 1975, Vol. 2, Issue 3, s. 235–272.

Tabela 4.9 (cd.)

1	2
	Teorie instytucjonalne
Teoria unikania procesów sądowych (ang. <i>the lawsuits avoidance hypothesis</i>)	Teoria ta odnosi się do odpowiedzialności prawnej podmiotów i osób sporządzających dokumentację związaną z wprowadzeniem akcji spółki do publicznego obrotu, a zwłaszcza opracowywujących prospekt emisyjny. Ceny akcji w pierwszej ofercie publicznej są celowo занижane, by w przyszłości uniknąć procesów sądowych ze strony inwestorów, którzy ponieśli stratę na inwestycji w akcje debiutującej na giełdzie spółki. W tym ujęciu niedowartościowanie akcji traktowane jest jako pewnego rodzaju ubezpieczenie banków, doradców oraz analityków przed pociągnięciem do odpowiedzialności sądowej.
Hipoteza stabilizacji ceny (ang. <i>the price stabilization hypothesis</i>)	Zgodnie z tym podejściem akcje sprzedawane w ramach pierwszych ofert publicznych nie są celowo niedowartościowywane przez sprzedających, a obserwowany na wielu rynkach wzrost kursu akcji debiutujących spółek jest efektem statystycznym, wywołanym wykorzystywaniem transakcji stabilizujących kurs akcji. Według tej hipotezy akcje oferowane są do nabycia po oczekiwanej cenie rynkowej, jednakże w przypadku występowania zagrożenia spadku kursu poniżej ceny emisyjnej podpisywana jest umowa z podmiotem stabilizującym kształtowanie się cen akcji w trakcie notowań. W ten sposób w badaniach nad pierwszymi stopami zwrotu eliminowana jest część obserwacji o ujemnych wartościach, co znajduje odzwierciedlenie w wysokiej wartości miar średnich.
Motywy podatkowe	Zjawisko niedowartościowania akcji w ramach pierwszej oferty publicznej może być wyjaśniane na gruncie prawa podatkowego w sytuacji występowanie różnic pomiędzy wysokością stawki podatku dochodowego a stawką podatku od zysków kapitałowych. Część wynagrodzenia pracowników, zwłaszcza menedżerów wyższego szczebla, może być oferowana im w postaci akcji spółki, w której są oni zatrudnieni. Część ich dochodu, pochodząca z różnicy ceny sprzedaży akcji oraz ceny po jakiej akcje były przez nich obejmowane, może być opodatkowana niższym podatkiem od zysków kapitałowych. Im owy <i>spread</i> będzie wyższy, tym korzyści pracowników będą rosły.
Teoria utrzymywania władzy (ang. <i>the means to retain control hypothesis</i>)	Teorie związane z nadzorem właścicielskim Niedowartościowanie akcji w pierwszej ofercie publicznej jest celowym działaniem zarządu spółki, mającym na celu wykreowanie odpowiednio dużego popytu, zwłaszcza ze strony drobnych inwestorów. Posiadanie ich w strukturze akcjonariatu zapewnia wysoką płynność na rynku wtórnym, poza tym utrudnia przejęcie spółki oraz wywieranie nacisku na zarząd. Rozproszony akcjonariat może skutecznie utrudnić akcjonariuszom efektywne sprawowanie nadzoru właścicielskiego, co w konsekwencji zapewni menedżerom spółki swobodne zarządzanie oraz zachowanie ewentualnych przywilejów.
Teoria redukcji kosztów agencji (ang. <i>the means to reduce agency costs</i>)	W teorii tej wychodzi się z założenia, iż w określonych sytuacjach menedżerowie mogą dążyć do ograniczenia posiadanego przez nich władztwa. Koszty agencji obciążają głównie akcjonariuszy spółki. W sytuacji, kiedy zarządzający są jednocześnie w pewnej części właścicielami przedsiębiorstwa, ponoszą oni chociaż częściowo konsekwencje decyzji niemierzających do maksymalizacji wartości dla akcjonariuszy. W sytuacji, gdy koszty agencji przewyższają korzyści zarządzających wynikające ze sprawowanej funkcji, w ich interesie będzie efektywne funkcjonujący nadzór właścicielski. Oferowane w ramach pierwszej oferty publicznej akcje będą celowo niedowartościowywane po to, aby skłonić dużych inwestorów do zainteresowania spółką i nabycia znaczących pakietów akcji. Brak należytego nadzoru ze strony akcjonariuszy w długim okresie mógłby skutkować spadkiem kursu akcji, a w konsekwencji skutkować zmniejszeniem korzyści zarządzających – właścicieli.

Tabela 4.9 (cd.)

1	2
	Teorie behawioralne
Teoria kaskady (ang. <i>informational cascades theory</i>)	Inwestorzy podejmują decyzje o wysokości zgłaszanego popytu na akcje oferowane w ramach pierwszej oferty publicznej nie tylko w oparciu o informacje posiadane o spółce, ale także na podstawie obserwowanych zachowań pozostałych inwestorów. Jeżeli inwestorzy zauważają duże zainteresowanie akcjami danej spółki w początkowym okresie trwania oferty dołączają się do oferty, jednocześnie zachęcając w ten sposób kolejnych graczy giełdowych. Można mówić wówczas o występowaniu tzw. efektu stadnego. Podmioty oferujące akcje do sprzedaży celowo niedoszacowują wartości oferowanych akcji, aby od początku wywołać odpowiednio duże zainteresowanie i uplasować wszystkie oferowane akcje.
Niedowartościowanie akcji w kontekście teorii perspektywy i rachunkowości mentalnej (ang. <i>prospect theory and mental accounting</i>)	Zgodnie z tym podejściem dotychczasowi akcjonariusze spółki przeprowadzając pierwszą ofertę publiczną nie cierpią z powodu wysokich strat wywołanych utratą bogactwa w formie <i>pieniędzy pozostawionych na stole</i> , gdyż w swojej opinii sumują oni koszt niedowartościowania akcji z zyskiem, jaki osiągną w wyniku wzrostu kursu w pierwszym dniu notowań giełdowych akcji, które pozostały w ich posiadaniu. Wyższe niedowartościowanie może występować w sytuacji, gdy dotychczasowi właściciele spółki nie zbywają posiadanych akcji, a w ofercie publicznej oferowane są tylko akcje nowej emisji. Ponadto na gruncie teorii perspektywy można również zauważyć, iż sprzedający akcje są w stanie zaakceptować niedoszacowanie ceny danego waloru w sytuacji, gdy i tak przewyższa ona ich pierwotne oczekiwania w tym zakresie. Oczekiwania te stanowią bowiem punkt odniesienia w postrzeganiu, czy dana transakcja przyniosła zysk.
Teoria opinii rynku	Teoria ta związana jest poniekąd z nadreaktywnością i subreaktywnością inwestorów giełdowych na nowe informacje. Zgodnie z jej założeniami należy odmiennie dostosowywać cenę sprzedaży akcji w ofercie publicznej do złych i dobrych informacji napływających w trakcie jej trwania. Oferty, w których ostateczna cena sprzedaży akcji została podniesiona w stosunku do uprzednio proponowanej będą charakteryzowały się wyższą stopą zwrotu w pierwszym dniu notowań. Podniesienie ceny oferowanych akcji w opinii inwestorów giełdowych świadczyć może o pojawieniu się nowych, dobrych informacji o spółce, które taką zmianę uzasadniają. W konsekwencji rośnie zainteresowanie ofertą oraz poziom optymizmu inwestorów co do kształtowania się cen na rynku wtórnym. Na gruncie tej teorii wysnuć można niezwykle istotny wniosek dla emitentów, iż nie należy obniżać ceny sprzedaży akcji w ofertach publicznych w wyniku pojawienia się niekorzystnych informacji. Obniżenie ceny w ofercie może być bowiem odebrane przez inwestorów jako sygnał o pojawieniu się istotnego, wcześniej nieznanego ryzyka. W konsekwencji taka zmiany ceny nie przełoży się na wzrost liczby subskrybowanych akcji, jak sugerowałoby prawo popytu, lecz w konsekwencji może wywołać skutek odwrotny od spodziewanego i w połączeniu z efektem kaskady doprowadzić do kompletnego niepowodzenia oferty.

Źródło: opracowanie własne na podstawie A. Ljungqvist, *IPO underpricing*, [w:] B. E. Eckbo (red.), *Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance*, Vol. A, Chapter 7, 2006, s. 1–74; D. Suk a.c., *Pierwsze oferty publiczne na rynkach kapitałowych*, CeDeWu.pl, Warszawa 2005, s. 84–105; P. Siwek, *Praktyka pierwszych ofert publicznych w Polsce*, Wydawnictwa Fachowe CeDeWu.pl, Warszawa 2005, s. 50–58; J. R. Ritter, *Initial Public Offerings*, „Contemporary Finance Digest”, Spring 1998, Vol. 2, No. 1, s. 5–30; J. Drahó, *The IPO Decision. Why and How Companies Go Public*, Edward Elgar Publishing 2005, s. 241–248.

Z drugiej jednak strony inne badania empiryczne wskazują, iż akcje spółek portfelowych funduszy *private equity* zbywane w ramach procesu dezinwestycji realizowanego metodą pierwszej oferty publicznej charakteryzują się wyższym stopniem niedowartościowania w porównaniu z akcjami innych spółek. P. M. Lee i S. Wahal w oparciu o analizę pierwszych stóp zwrotu z akcji 6 413 debiutów giełdowych wykazali, iż niedowartościowanie akcji spółek portfelowych funduszy *private equity* było średnio wyższe o 5,0–10,3 p.p. od pozostałych spółek w przyjętym okresie badawczym²⁷. Inne prace również wskazują na większy stopień niedowartościowania w pierwszym dniu notowań akcji spółek z udziałem funduszy *private equity* w porównaniu z innymi spółkami²⁸.

Ciekawą teorię, wyjaśniającą występowanie zjawiska niedowartościowania akcji w pierwszych ofertach publicznych spółek portfelowych funduszy *private equity* zaproponował P. Gompers²⁹. Zgodnie z *grandstanding hypothesis* fundusze *private equity*, zwłaszcza te, które działają na rynku od stosunkowo krótkiego czasu, w celu wzmocnienia swojej reputacji mogą dążyć do wprowadzenia spółek portfelowych na giełdę, nawet w sytuacji, kiedy firmy te nie są jeszcze na to gotowe. Dla zminimalizowania ryzyka poniesienia fiaska debiutu, które rzutowałoby to na kolejne próby dezinwestycji poprzez giełdę oraz pozyskanie nowych kapitałów w przyszłości, fundusz świadomie godzi się na poniesienie dodatkowego kosztu w postaci niedowartościowania akcji spółki portfelowej.

Akumulacja kapitału reputacji na rynku kapitału podwyższonego ryzyka odgrywa niezwykle istotną rolę³⁰. Fundusze *private equity* są zakładane na z góry określony czas, po którym zgromadzone kapitały wraz z wypracowanym zyskiem kapitałowym zwracane są inwestorom. Do tego, aby móc zakładać kolejne fundusze i pozyskiwać dalsze środki na swoją działalność, menedżerowie funduszu muszą udowodnić, iż posiadają określone przewagi konkurencyjne względem innych uczestników rynku i są w stanie skutecznie budować wartość spółek portfelowych oraz efektywnie zarządzać powierzonymi im zasobami.

²⁷ P. M. Lee, S. Wahal, *Grandstanding, certification and the underpricing of venture capital backed IPOs*, „Journal of Financial Economics” 2004, Vol. 73, No. 2, s. 375–407.

²⁸ P. Gompers, J. Lerner, *The Venture capital Cycle*, MIT Press, Cambridge Massachusetts 2006, s. 416; S. A. Franzke, *Underpricing of Venture-Backed and Non Venture-Backed IPOs: Germany's Neuer Markt*, RICAFA Working Paper No. 003; S. B. Smart, C. J. Zutter, *Control as a Motivation for Underpricing: A Comparison of Dual- and Single-Class Ipos*, August 2000. Presented at Tuck-JFE Contemporary Corporate Governance Conference. <http://ssrn.com/abstract=236107>; S. B. Smart, C. J. Zutter, *Dual Class IPOs Are Underpriced Less Severely*, „The Financial Review” 2008, Vol. 43, s. 85–106.

²⁹ P. Gompers, *Grandstanding in the venture capital industry*, „Journal of Financial Economics” 1996, Vol. 42, s. 133–156.

³⁰ Zob. D. H. Hsu, *What Do Entrepreneurs Pay for Venture capital Affiliation?*, „The Journal of Finance”, August 2004, Vol. LIX, No. 4, s. 1805–1844; R. Nahata, *Venture capital reputation and investment performance*, „Journal of Financial Economics”, November 2008, Vol. 90, Issue 2, s. 127–151.

W konsekwencji udany debiut giełdowy spółki portfelowej wykorzystywany jest także jako ważny środek *public relation*.

P. Gompers zwraca uwagę, iż zwłaszcza nowe fundusze, funkcjonujące na rynku kapitału podwyższonego ryzyka od stosunkowo krótkiego czasu, mają skłonność do oportunistycznego wykorzystywania pierwszej oferty publicznej jako metody budowania kapitału reputacji, gdyż jest to niezwykle kosztowny środek promocji. Jedną z konsekwencji takiego działania są debiuty giełdowe względnie młodych spółek, które nie są odpowiednio przygotowane do funkcjonowania w warunkach publicznego rynku papierów wartościowych. Ponieważ akcje wprowadzane są do obrotu giełdowego na wczesnym etapie rozwoju przedsiębiorstw udziałowych, przeto nasila się problem asymetrii informacji. Wynika on z niewielkiej ilości informacji dotyczących funkcjonowania spółki, jakie zostały przekazane do publicznej wiadomości. Znaczącą konsekwencją wzrostu poziomu asymetrii informacji jest wyższy koszt niedowartościowania akcji oferowanych w ramach pierwszej oferty publicznej (zob. tab. 4.10).

Tabela 4.10

Porównanie charakterystyk pierwszych ofert publicznych „młodych” i „doświadczonych” funduszy *private equity* – wybrane dane

Charakterystyka	Fundusze funkcyj- nujące poniżej 6 lat w momencie de- biutu giełdowego spółki	Fundusze funkcyj- nujące 6 lat lub więcej w momen- cie debiutu gieł- dowego spółki	<i>p-value</i> dla testu o braku różnic
Średni czas pomiędzy pierwszą ofertą publiczną spółki a utworzeniem nowego funduszu (m-ce)	16,0 [12,0]	24,2 [24,0]	0,001 [0,002]
Średni wiek spółki portfelowej w momencie debiutu giełdowego (m-ce)	55,1 [42,0]	79,6 [64,0]	0,000 [0,000]
Średnia stopa zwrotu z akcji w pierwszym dniu notowań giełdowych	0,136 [0,067]	0,073 [0,027]	0,001 [0,000]
Średnia wielkość publicznej oferty sprzedaży akcji (mln USD)	16,1 [11,5]	21,8 [16,8]	0,013 [0,000]
Średnia liczba spółek portfelowych danego funduszu, które wcześniej zadebiutowały na giełdzie papierów wartościowych	1 [0]	6 [4]	0,000 [0,000]
Liczba podmiotów	99	240	–

* próba obejmowała pierwsze oferty publiczne 433 spółek portfelowych funduszy *venture capital* w latach 1978–1987. Wartości podane w nawiasach kwadratowych dotyczą mediany.

Źródło: P. Gompers, *Grandstanding in the venture capital industry*, „Journal of Financial Economics” 1996, Vol. 42, s. 140.

Zbyt wczesne wyjście funduszu *private equity* z inwestycji może uniemożliwić pełne wykorzystanie szans wzrostu wartości przedsiębiorstwa udziałowego. Negatywnym skutkiem będzie zatem redukcja zysku kapitałowego wypracowanego w toku całego procesu inwestycyjnego. Fundusze *private equity* posiadające ugruntowaną pozycję rynkową nie muszą wykorzystywać tego typu kosztownych narzędzi promocji dla udowodnienia swojej sprawności w budowaniu wartości przedsiębiorstw znajdujących się w ich *portfolio*.

4.2.2.2. Metodyka badań nad niedowartościowaniem akcji w pierwszym dniu notowań giełdowych spółek portfelowych funduszy *private equity*

Badania empiryczne nad kształtowaniem się rynkowych cen akcji spółek portfelowych funduszy *private equity* zostały przeprowadzone w oparciu o metodykę analizy zdarzeń. Analiza zdarzeń jest powszechnie stosowanym literaturze z zakresu finansów przedsiębiorstw sposobem badania reakcji rynku kapitałowego na zaistnienie określonych okoliczności, m. in. splitów akcji³¹, wykupów akcji własnych³², wypłat dywidend³³, emisji obligacji oraz akcji³⁴, a także fuzji i przejęć³⁵.

W pierwszym etapie badań empirycznych zostały określone kryteria, jakie powinny spełniać podmioty uwzględnione w badaniu. Do próby badawczej zakwalifikowane zostały spółki, których:

³¹ D. L. Ikenberry, G. Rankine, E. K. Stice, *What Do Stock Splits Really Signal?*, „Journal of Financial and Quantitative Analysis” 1996, Vol. 31, s. 357–375.

³² A. Pieloch, *Wpływ ogłoszenia decyzji o wykupie akcji własnych na wartość rynkową spółek notowanych na GPW w Warszawie*, [w:] E. Urbańczyk, E. Mioduchowska-Jaroszewicz (red.), *Strategie i determinanty wzrostu wartości przedsiębiorstwa*, „Zeszyty Naukowe nr 685” pt. Finanse, rynki finansowe, ubezpieczenia nr 46, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 2011, s. 569–579; G. Grullon, R. Michaely, *Dividends, Share Repurchases, and the Substitution Hypothesis*, „The Journal of Finance”, August 2002, Vol. 57, s. 1649–1684; K. Chan, D. L. Ikenberry, I. Lee, Y. Wang, *Share repurchases as a potential tool to mislead investors*, „Journal of Corporate Finance” 2010, Vol. 16, s. 137–158.

³³ R. D. Boehme, S. M. Sorescu, *The Long-run Performance Following Dividend Initiations and Resumptions: Underreaction Or Product of Chance?*, „The Journal of Finance” 2002, Vol. 57, No. 2, s. 871–900; J. How, K. Ngo, P. Verhoeven, *Dividend initiations and long-run IPO performance*, „Australian Journal of Management” 2011, Vol. 36, No. 2, s. 267–286.

³⁴ A. Brav, *Inference in Long-Horizon Event Studies: A Bayesian Approach with Application to Initial Public Offerings*, „The Journal of Finance” 2000, Vol. 55, No. 5, s. 1979–2016.

³⁵ M. Rhodes-Kropf, D. T. Robinson, S. Viswanathan, *Valuation waves and merger activity: The empirical evidence*, „Journal of Financial Economics” 2005, Vol. 77, s. 561–603; M. L. Mitchell, E. Stafford, *Managerial decisions and long-term stock price performance*, „The Journal of Business” 2000, Vol. 73, s. 287–329.

- pierwsze notowanie odbyło się w latach 2002–2010,
- nie były notowane wcześniej na *NewConnect* lub *MST-CeTo*,
- przed dopuszczeniem do publicznego obrotu przeprowadziły publiczną ofertę sprzedaży akcji i/lub publiczną subskrypcję akcji,
- posiadają główną siedzibę działalności w Polsce.

W latach 2002–2010 na warszawskim parkiecie do publicznego obrotu po raz pierwszy wprowadzono akcje łącznie 281 spółek, z czego 216 zostało zakwalifikowanych do dalszych badań (zob. schemat 4.1).

Nowe spółki giełdowe w latach 2002–2010	281
Wykluczone z powodu przeniesienia z <i>NewConnect</i> lub <i>MST-CeTo</i>	18
Wykluczone z powodu braku publicznej oferty sprzedaży akcji lub publicznej subskrypcji akcji	26
Wykluczone z powodu posiadania głównej siedziby poza Polską	21
Spółki zakwalifikowane do dalszych badań	216
w tym:	
Spółki portfelowe funduszy <i>private equity</i> :	26
Pozostałe spółki:	190

Schemat 4.1. Schemat budowy próby badawczej

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów bieżących spółek, prospektów emisyjnych oraz <http://www.gpw.pl> oraz *Ewidencji instrumentów finansowych* Komisji Nadzoru Finansowego, <http://www.knf.gov.pl>.

Kolejną czynnością wynikającą z przyjętej metodyki jest precyzyjne określenie algorytmów matematycznych, umożliwiających weryfikację postawionej hipotezy badawczej. Niedowartościowanie akcji oferowanych w ramach pierwszej oferty publicznej danej spółki wyrażone zostało prostą stopą zwrotu z akcji w pierwszym dniu notowań, czyli:

$$R_{i,t_1} = \frac{P_{i,t_1} - P_{i,e}}{P_{i,e}} = \frac{P_{i,t_1}}{P_{i,e}} - 1$$

gdzie:

- R_{i,t_1} – prosta stopa zwrotu z akcji i -tej spółki w pierwszym dniu notowań,
- P_{i,t_1} – cena zamknięcia akcji i -tej spółki po pierwszym dniu notowań,
- $P_{i,e}$ – cena emisyjna akcji i -tej spółki.

Jeżeli w procesie pierwszej oferty publicznej spółka korzystała z praw do akcji (PDA) to w badaniach kurs PDA traktowany był równoważnie z kursem

akcji. Jeżeli w dniu debiutu giełdowego notowane były oba rodzaje papierów wartościowych, uwzględniona została cena zamknięcia akcji.

W celu wnioskowania dla wydzielonych w ramach próby badawczej grup podmiotów, ustalone stopy zwrotu w pierwszym dniu notowań poszczególnych spółek zostały następnie zagregowane i podzielone przez liczbę emitentów z danej grupy. Pozwoliło to na ustalenie średniego niedowartościowania akcji, które zostało określone jako średnia prosta stopa zwrotu w pierwszym dniu giełdowych notowań na warszawskim parkiecie, a do jego obliczenia wykorzystano następującą formułę:

$$\overline{R}_{t_1} = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n R_{i,t_1} = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n \left(\frac{P_{i,t_1}}{P_{i,e}} - 1 \right)$$

gdzie:

$\overline{R}_{t_1}$ – średnia prosta stopa zwrotu z akcji w pierwszym dniu notowań,

n – liczba spółek,

pozostałe oznaczenia jak wyżej.

Niedowartościowanie wyznaczone w oparciu o powyżej wskazane formuły, poza czynnikami specyficznymi dla danej spółki lub grupy spółek uwzględnia również zmiany uwarunkowań ogólnorynkowych, jakie miały miejsce w dniu debiutu giełdowego. Dla wyeliminowania wpływu tego czynnika na otrzymane wyniki zachodzi konieczność skorygowania niedowartościowania mierzonego prostą stopą zwrotu z akcji w pierwszym dniu notowań o tzw. normalną stopę zwrotu. Powstała w ten sposób skorygowana stopa zwrotu z pierwszego dnia notowań akcji została wyznaczona w następujący sposób:

$$AR_{i,t_1} = R_{i,t_1} - E(R_{i,t_1} | X_{t_1})$$

gdzie:

AR_{i,t_1} – skorygowana stopa zwrotu z akcji i -tej spółki w pierwszym dniu notowań,

$E(R_{i,t_1} | X_{t_1})$ – normalna stopa zwrotu,

pozostałe oznaczenia jak wyżej.

W literaturze przedmiotu występuje wiele różnorodnych podejść do wyznaczania normalnej stopy zwrotu. Ogólnie podejścia te można podzielić na dwie grupy, modele statystyczne i modele ekonomiczne. W analizie zdarzeń szeroko są wykorzystywane zwłaszcza model stałej średniej stopy zwrotu (ang. *Constant*

Mean Return Model), model rynkowy (ang. *Market Model*), model wyceny aktywów kapitałowych (ang. *Capital Asset Pricing Model*) oraz model wyceny arbitrażowej (ang. *Arbitrage Pricing Theory*)³⁶.

Do analizy niedowartościowania akcji w pierwszym dniu notowań aplikacja wskazanych rozwiązań jest niemożliwa ze względu na brak informacji o cenach rynkowych akcji spółki poprzedzających zdarzenie. Ze względu na specyfikę pierwszych ofert publicznych do wyznaczenia normalnych stóp zwrotu stosuje się model indeksowy, według którego normalna stopa zwrotu z akcji określonej spółki będzie równa stopie zwrotu z portfela rynkowego. Jako jej odpowiednik najczęściej wykorzystuje się stopę zwrotu z indeksu danej giełdy, jednakże należy zaznaczyć, że możliwe są również inne rozwiązania. W realizowanych badaniach jako stopa zwrotu z portfela rynkowego wykorzystana została stopa zwrotu z WIG w dniu pierwszego notowania danej spółki. Zastosowane formuły dla poszczególnych spółek, jak i grup podmiotów przybrały zatem postać:

$$AR_{i,t_1} = \frac{P_{i,t_1}}{P_{i,e}} - \frac{WIG_{i,t_1}}{WIG_{i,t_0}}$$

$$\overline{AR}_{t_1} = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n AR_{i,t_1} = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n \left(\frac{P_{i,t_1}}{P_{i,e}} - \frac{WIG_{i,t_1}}{WIG_{i,t_0}} \right)$$

gdzie:

- $\overline{AR}_{t_1}$ – średnia skorygowana stopa zwrotu z akcji w pierwszym dniu notowań,
 - WIG_{i,t_1} – wartość indeksu WIG na zamknięciu pierwszego dnia notowań i -tej spółki,
 - WIG_{i,t_0} – wartość indeksu WIG na zamknięciu sesji poprzedzającej pierwszy dzień notowań i -tej spółki,
- pozostałe oznaczenia jak wyżej.

Przedstawione powyżej i zastosowane w badaniach rozwiązanie metodyczne wydaje się nie budzić kontrowersji w sytuacji, kiedy od momentu zakończenia zapisów potencjalnych nowych akcjonariuszy na akcje spółki do pierwszego jej notowania na giełdzie upływa stosunkowo krótki okres³⁷. Jednakże w sytuacji, kiedy okres ten wydłuża się, wydaje się zasadnym zwrócić uwagę, iż na decyzje inwestorów dotyczące ich zachowania podczas debiutu giełdowego spółki wpływ mogą mieć czynniki zaistniałe w tym czasie. Z związku z powyż-

³⁶ A. C. Mackinlay, *Event Studies in Economics and Finance*, „Journal of Economic Literature”, March 1997, Vol. XXXV, s. 17–19.

³⁷ M. Kooli, J-M. Suret, *The Underpricing of Initial Public Offerings: Further Canadian Evidence*, Scientific Series CIRANO, Montreal 2001, s. 7.

szym w badaniach wykorzystana zostanie również formuła oceny zmiany cen akcji spółki w pierwszym dniu jej notowań uwzględniająca modyfikację ogólnych warunków panujących na rynku wtórnym w okresie pomiędzy zakończeniem zapisów na akcje danej spółki a jej pierwszym notowaniem. Ponownie dla zobrazowania warunków panujących na rynku użyty został indeks WIG, a wykorzystane algorytmy obliczeniowe przyjęły następującą postać:

$$AR_{i,tz_1} = \frac{P_{i,t_1}}{P_{i,e}} - \frac{WIG_{i,t_1}}{WIG_{i,tz}}$$

$$\overline{AR}_{tz_1} = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n AR_{i,t_1} = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n \left(\frac{P_{i,t_1}}{P_{i,e}} - \frac{WIG_{i,t_1}}{WIG_{i,tz}} \right)$$

gdzie:

- AR_{i,tz_1} – stopa zwrotu z akcji i -tej spółki w pierwszym dniu notowań skorygowana o zmianę warunków rynkowych w okresie od zakończenia zapisów na akcje spółki do zamknięcia jej notowań w dniu debiutu,
- $\overline{AR}_{tz_1}$ – średnia stopa zwrotu z akcji w pierwszym dniu notowań skorygowana o zmianę warunków rynkowych w okresie od zakończenia zapisów na akcje do zamknięcia notowań w dniu debiutu,
- $WIG_{i,tz}$ – wartość indeksu WIG w dniu zakończenia zapisów na akcje i -tej spółki,

pozostałe oznaczenia jak wyżej.

Przeprowadzona została również weryfikacja istotności statystycznej obliczonych stóp zwrotu z akcji w pierwszym dniu notowań giełdowych. Sformułowane zostały dwie hipotezy statystyczne, a mianowicie:

$$H_0 : AR_t = 0$$

$$H_1 : AR_t > 0$$

Do weryfikacji postawionych powyżej hipotez wykorzystany został parametryczny test t_{stat} dla wartości średniej w populacji o jednostronnym obszarze odrzucenia, oparty na statystyce t -Studenta wyznaczonej zgodnie ze wzorem³⁸:

³⁸ H. Gurgul, *Analiza zdarzeń na rynkach akcji*, Oficyna a Wolters Kluwer Business, Warszawa 2012, s. 51.

$$t_{stat} = \frac{AR_{t_1}}{\hat{S}(\overline{AR_{t_1}})} \sqrt{n}$$

gdzie:

$\hat{S}(\overline{AR_{t_1}})$ – odchylenie standardowe skorygowanej stopy zwrotu z akcji w pierwszym dniu notowań,
pozostałe oznaczenia jak wyżej.

Przy założeniu rozkładu normalnego analizowanych stóp zwrotu oraz prawdziwości hipotezy statystycznej H_0 statystyka testowa t_{stat} ma rozkład t -Studenta o $n-1$ stopniach swobody. Jeżeli hipoteza zerowa zostanie odrzucona to nadzwyczajna stopa zwrotu istotnie różni się od 0, a otrzymany wynik będzie istotny statystycznie. Dla wyznaczonych stóp zwrotu przedstawiono wartość statystyki testowej t_{stat} wraz z prawdopodobieństwem krytycznym³⁹.

Ostatnim etapem badań było wykonanie obliczeń i interpretacja otrzymanych wyników.

4.2.2.3. Wyniki badań empirycznych nad niedowartościowaniem pierwszych ofert publicznych spółek portfelowych funduszy *private equity*

Analiza stóp zwrotu z akcji spółek w pierwszym dniu notowań wymaga, aby w pierwszym rzędzie przedstawić ogólną charakterystykę pierwszych ofert publicznych badanych przedsiębiorstw. W analizowanym okresie ponad 12% spółek, które zadebiutowały na GPW w Warszawie były przedsiębiorstwami, w których akcjonariuszami były fundusze *private equity*. W 2002 r. spółki portfelowe funduszy *private equity* stanowiły ponad 66% wszystkich nowych spółek giełdowych. Chociaż taki wynik może wydawać się wysokim, to należy wziąć jednak pod uwagę, że w tym roku debiut na publicznym rynku papierów wartościowych miały zaledwie 3 spółki, z czego w 2 spółkach akcjonariuszami były fundusze *private equity*. Na szczególną uwagę zasługują debiuty spółek w latach 2005–2006. W okresie tym zadebiutowało 66 spółek, a niemalże co piąta nowa spółka na warszawskim parkiecie korzystała ze wsparcia funduszy *private equity* (zob. tab. 4.11).

³⁹ W literaturze przedmiotu stosowane są również inne testy parametryczne i nieparametryczne, np. zob. A. P. Serra, *Event Study Tests. A Brief Survey*, Working Papers da FEP No. 117, May 2002, s. 4; C. J. Corrado, *Event studies: A methodology review*, „Accounting and Finance” 2011, Vol. 51, s. 207–234; K. R. Ahern, *Sample selection and event study estimation*, „Journal of Empirical Finance” 2009, Vol. 16, s. 481–482.

Tabela 4.11

Nowe spółki giełdowe w latach 2002–2010 uwzględnione w badaniach

Rok	Liczba nowych spółek ogółem	Spółki bez wsparcia funduszy <i>private equity</i>		Spółki portfelowe funduszy <i>private equity</i>	
		liczba	udział [%]	liczba	udział [%]
2002	3	1	33,33	2	66,67
2003	4	4	100,00	0	0,00
2004	31	28	90,32	3	9,68
2005	34	29	85,29	5	14,71
2006	32	24	75,00	8	25,00
2007	58	54	93,10	4	6,90
2008	24	22	91,67	2	8,33
2009	10	10	100,00	0	0,00
2010	20	18	90,00	2	10,00
Razem	216	190	87,96	26	12,04

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów bieżących spółek, prospektów emisyjnych oraz <http://www.gpw.pl>.

W analizowanym okresie łączna wartość⁴⁰ ofert sprzedaży akcji debiutujących na warszawskim parkiecie spółek portfelowych funduszy *private equity* wynosiła 1 796,8 mln zł. Ponad 30% tej sumy przypada na 2005 r. Mimo iż w kolejnym roku liczba debiutujących spółek portfelowych funduszy *private equity* wzrosła, to wartość ofert sprzedaży akcji w 2006 r. spadła o ponad 25% w porównaniu z rokiem poprzednim, z poziomu niespełna 549,8 mln zł do 411,3 mln zł (zob. wykres 4.10).

Średnia wartość oferty sprzedaży akcji przez spółki portfelowe funduszy *private equity* w latach 2002–2010 wynosiła 69,1 mln zł. Z kolei oferty ponad połowy spółek przekroczyły sumę 33,5 mln zł. W analizowanym okresie najmniejszą wartość miała oferta sprzedaży akcji *Travelplanet.pl SA* – 6 666 660 zł – spółki portfelowej funduszu *private equity* zarządzanego przez *MCI Management SA*. Natomiast najwyższą wartość, wynoszącą prawie 456 mln zł, miała oferta sprzedaży akcji spółki *Opoczno SA*. Przedsiębiorstwo to wchodziło w skład portfela funduszu zarządzanego przez *Enterprise Investors*. Debiut giełdowy obu spółek miał miejsce w 2005 r. (zob. tab. 4.12).

⁴⁰ Liczona jako iloczyn liczby akcji i ceny emisyjnej.

Wykres 4.10. Wartość ofert i liczba nowych spółek z udziałem funduszy *private equity* na GPW w Warszawie w latach 2002–2010

Źródło: opracowanie własne na podstawie www.gpw.pl oraz *Raportów Rocznych Komisji Papierów Wartościowych i Giełd* za lata 2004–2002.

Tabela 4.12

Wartości wybranych statystyk opisowych pierwszych ofert publicznych spółek portfelowych funduszy *private equity* w latach 2002–2010

Wyszczególnienie	Wartość statystyki
Średnia arytmetyczna	69 106 262,42
Mediana	33 529 612,00
Odchylenie standardowe	96 064 941,67
Kwartył dolny	21 612 622,00
Kwartył górny	74 093 925,00
Rozstęp kwartylny	52 481 303,00
Minimum	6 666 660,00
Maksimum	455 965 950,00
Liczba spółek	26

Źródło: opracowanie własne na podstawie www.gpw.pl oraz *Raportów Rocznych Komisji Papierów Wartościowych i Giełd* za lata 2004–2002.

Badania empiryczne pokazały, iż przeważająca część pierwszych ofert publicznych zrealizowanych na GPW w Warszawie charakteryzowała się niedowartościowaniem akcji w pierwszym dniu notowań. Zarówno w grupie podmiotów korzystających z finansowania typu *private equity*, jak i w przypadku pozo-

stałych spółek przeważająca liczba ofert publicznych charakteryzowała się niedowartościowaniem akcji w pierwszym dniu notowań giełdowych. W obu badanych grupach rozkład stóp zwrotu był prawostronnie ukośny. Należy zwrócić jednakże uwagę, iż udział podmiotów, które uzyskały dodatnią stopę zwrotu w pierwszym dniu notowań na warszawskim parkiecie jest niższy wśród spółek portfelowych funduszy *private equity* w stosunku do pozostałych spółek. Powyższe konstatacje są prawdziwe niezależnie od zastosowanej miary niedowartościowania akcji (zob. tab. 4.13).

Tabela 4.13

Rozkład stóp zwrotu w pierwszym dniu notowań akcji na GPW w Warszawie w latach 2002–2010

Wyszczególnienie	Spółki portfelowe funduszy <i>private equity</i>		Pozostałe spółki		Razem	
	liczba	udział [%]	liczba	udział [%]	liczba	udział [%]
Prosta stopa zwrotu						
Dodatnia stopa zwrotu	17	65,38	138	72,63	155	71,76
Ujemna stopa zwrotu	6	23,08	49	25,79	55	25,46
Zerowa stopa zwrotu	3	11,54	3	1,58	6	2,78
Razem	26	100,00	190	100,00	216	100,00
Skorygowana stopa zwrotu						
Dodatnia stopa zwrotu	19	73,08	142	74,74	161	75,54
Ujemna stopa zwrotu	7	26,92	48	25,26	55	25,46
Zerowa stopa zwrotu	0	0,00	0	0,00	0	0,00
Razem	26	100,00	190	100,00	216	100,00
Skorygowana stopa zwrotu II						
Dodatnia stopa zwrotu	18	69,23	138	72,63	156	72,22
Ujemna stopa zwrotu	8	30,77	52	27,37	60	27,78
Zerowa stopa zwrotu	0	0,00	0	0,00	0	0,00
Razem	26	100,00	190	100,00	216	100,00

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów bieżących spółek, <http://www.gpw.pl> oraz <http://www.gpwinfostrafa.pl>.

Zaprezentowane w tab. 4.14 wyniki podstawowych statystyk opisowych niedowartościowania w pierwszym dniu notowań wskazują, że prosta stopa zwrotu osiągnięta podczas pierwszego notowania przez spółki portfelowe funduszy *private equity* wynosiła średnio 12,44%. W przypadku spółek, które nie korzystały ze wsparcia funduszy *private equity* średnia prosta stopa zwrotu z akcji w dniu debiutu była wyższa i wynosiła 15,64%. W przypadku spółek portfelowych funduszy *private equity* w ponad połowie badanych przedsiębiorstw wzrosły kursy akcji w pierwszym dniu notowań o 1,78%. Z kolei podczas debiutu na warszawskim parkiecie pozostałych spółek, ponad połowa z nich

osiągnęła wzrost kursu akcji o 7,6%. Proste stopy zwrotu w pierwszym dniu giełdowych notowań spółek portfelowych funduszy *private equity* charakteryzowały się mniejszym stopniem zróżnicowania niż zmiany kursu akcji pozostałych spółek.

Tabela 4.14

Wartości statystyk opisowych niedowartościowania akcji w pierwszym dniu notowań w latach 2002–2010 na GPW w Warszawie

Wyszczególnienie	Prosta stopa zwrotu	Skorygowana stopa zwrotu	Skorygowana stopa zwrotu II
Spółki portfelowe funduszy <i>private equity</i>			
Średnia arytmetyczna	0,1244	0,1257	0,1276
Statystyka t	2,2219	2,2381	2,2739
<i>p-value</i>	0,0178	0,0172	0,0159
Odchylenie standardowe	0,2855	0,2865	0,2861
Mediana	0,0178	0,0326	0,0384
Kwartyl dolny	0,0000	−0,0130	−0,0290
Kwartyl górny	0,1375	0,1323	0,1283
Minimum	−0,0914	−0,0731	−0,0711
Maksimum	1,3125	1,3289	1,3262
Liczba spółek	26	26	26
Pozostałe spółki			
Średnia arytmetyczna	0,1564	0,1554	0,1475
Statystyka t	5,0844	5,0782	4,9110
<i>p-value</i>	0,0000	0,0000	0,0000
Odchylenie standardowe	0,4241	0,4219	0,4139
Mediana	0,0760	0,0690	0,0727
Kwartyl dolny	−0,0031	−0,0033	−0,0104
Kwartyl górny	0,1928	0,1884	0,1881
Minimum	−0,7407	−0,7261	−0,7813
Maksimum	4,8133	4,7821	4,6654
Liczba spółek	190	190	190

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów bieżących spółek, <http://www.gpw.pl> oraz <http://www.gpwinfostrefa.pl>.

Wyniki badań empirycznych z wykorzystaniem skorygowanych stóp zwrotu również potwierdzają, iż spółki portfelowe funduszy *private equity* charakteryzują się niższym poziomem niedowartościowania akcji w pierwszym dniu notowań giełdowych w porównaniu z pozostałymi spółkami. Średnia stopa zwrotu z akcji pierwszego dnia notowań skorygowana o zmianę indeksu WIG w dniu debiutu wynosiła w grupie spółek portfelowych funduszy *private equity* 12,57%, a dla pozostałych spółek ta zmienna kształtowała się na poziomie 15,54%.

Z kolei średnia stopa zwrotu, uwzględniająca zmianę warunków rynkowych pomiędzy dniem zakończenia zapisów na akcje spółek korzystających ze wsparcia funduszy *private equity* a dniem ich debiutu na warszawskim parkiecie wynosiła 12,76% i była niższa w stosunku do pozostałych spółek o niespełna 2 punkty procentowe. Do analogicznych wniosków o poziomie niedowartościowania akcji w grupie badanych podmiotów skłania wartość mediany.

W analizowanym okresie stopień niedowartościowania akcji w pierwszym dniu notowań spółek wykorzystujących fundusze *private equity* do finansowania rozwoju oraz pozostałych nowych spółek giełdowych w poszczególnych latach kształtował się na zróżnicowanym poziomie. Analizując dane zawarte w tab. 4.15 można dostrzec, iż w przeważającej mierze średnie stopy zwrotu w pierwszym dniu notowań z akcji spółek portfelowych funduszy *private equity* były niższe niż w przypadku pozostałych spółek. Wyjątek stanowią jednakże debiuty giełdowe przeprowadzone w 2005 r. oraz w 2010 r. Wówczas to średnie stopy zwrotu w pierwszym dniu notowań wykazywały bowiem większe wartości dla spółek portfelowych funduszy *private equity* niż dla pozostałych spółek. W 2003 r. oraz w 2009 r. nie są możliwe bezpośrednie porównania obu badanych zbiorowości. Należy zaznaczyć, iż do interpretacji wyników zawartych w tab. 4.15 należy podchodzić z dużą dozą ostrożności ze względu na mało liczne próby badawcze w rocznych interwałach.

Wyniki te nie mogą być nie tylko uogólniane lecz nie mogą także stanowić pełnej podstawy odniesienia do analiz międzysektorowych. Analizy takie są jednak niezbędne do pełniejszego rozpoznania strategii dezinwestycji funduszy *private equity*.

Podjęmując próbę ich przeprowadzenia należy zdać sobie przeto sprawę, iż wyniki takich analiz mogą mieć w tej sytuacji tylko charakter informacyjny.

Uzupełnieniem analizy kształtowania się niedowartościowania akcji w pierwszym dniu notowań spółek portfelowych funduszy *private equity*, a także odmienności tego zjawiska względem pozostałych spółek jest analiza międzysektorowa. Można bowiem postawić pytanie, czy istnieją różnice w zakresie oceny poszczególnych sektorów przez inwestorów, wyrażające się dyferencjacją stóp zwrotu z akcji w dniu debiutu.

Analiza międzysektorowa badanych spółek może przybrać jednakże tylko ograniczony zakres, ze względu na niewielką liczebność podmiotów w poszczególnych sektorach. Stąd wnioskowanie na podstawie obliczeń jest znacznie ograniczone⁴¹. Podział sektorowy został przyjęty za *Ewidencją instrumentów finansowych* prowadzoną przez Komisję Nadzoru Finansowego⁴².

⁴¹ Dalsze badania będą prowadzone wyłącznie w oparciu o proste stopy zwrotu, gdyż w toku dotychczasowych rozważań nie było istotnych różnic we wnioskowaniu na podstawie prostych i skorygowanych stóp zwrotu.

⁴² http://www.knf.gov.pl/dla_rynku/Rejestry_i_Ewidencje/index.html.

Tabela 4.15

Wartości podstawowych statystyk opisowych stóp zwrotu z pierwszego notowania w poszczególnych latach 2002–2010 na GPW w Warszawie

Wyszczególnienie	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Spółki portfelowo funduszy <i>private equity</i>									
Liczba spółek	2	0	3	5	8	4	2	0	2
Prosta stopa zwrotu									
Średnia arytmetyczna	-0,0457	-	0,1032	0,1026	0,2420	0,1168	-0,0249	-	0,0753
Statystyka t	1,0000	-	1,0444	1,5418	1,4497	1,3326	0,7093	-	1,0599
<i>p-value</i>	0,2500	-	0,2030	0,0990	0,0952	0,1374	0,3036	-	0,2407
Odchylenie standardowe	0,0646	-	0,1711	0,1488	0,4722	0,1753	0,0496	-	0,1005
Mediana	-0,0457	-	0,0350	0,1111	0,0178	0,0710	-0,0249	-	0,0753
Minimum	-0,0914	-	-0,0233	-0,0769	-0,0191	-0,0408	-0,0600	-	0,0043
Maksimum	0,0000	-	0,2979	0,3039	1,3125	0,3659	0,0102	-	0,1463
Skorygowana stopa zwrotu									
Średnia arytmetyczna	-0,0591	-	0,0996	0,1035	0,2512	0,1148	-0,0269	-	0,0780
Statystyka t	4,2449	-	0,9978	1,6031	1,5045	1,3749	0,5903	-	1,1977
<i>p-value</i>	0,0736	-	0,2117	0,0921	0,0881	0,1314	0,3303	-	0,2214
Odchylenie standardowe	0,0197	-	0,1728	0,1444	0,4723	0,1670	0,0644	-	0,0921
Mediana	-0,0591	-	0,0397	0,0998	0,0326	0,0725	-0,0269	-	0,0780
Minimum	-0,0731	-	-0,0354	-0,0701	-0,0204	-0,0371	-0,0724	-	0,0129
Maksimum	-0,0452	-	0,2944	0,3005	1,3289	0,3513	0,0187	-	0,1432
Skorygowana stopa zwrotu II									
Średnia arytmetyczna	-0,0483	-	0,1111	0,0898	0,2744	0,1139	-0,0488	-	0,0392
Statystyka t	7,9187	-	1,1263	1,4941	1,6826	1,2921	3,9674	-	0,5115
<i>p-value</i>	0,0400	-	0,1885	0,1047	0,0682	0,1434	0,0786	-	0,3495
Odchylenie standardowe	0,0086	-	0,1708	0,1344	0,4613	0,1763	0,0174	-	0,1083
Mediana	-0,0483	-	0,0326	0,0788	0,0647	0,0646	-0,0488	-	0,0392
Minimum	-0,0544	-	-0,0064	-0,0711	0,0156	-0,0407	-0,0611	-	-0,0374
Maksimum	-0,0422	-	0,3070	0,2812	1,3262	0,3670	-0,0365	-	0,1157

Tabela 4.15 (cd.)

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Pozostałe spółki									
Liczba spółek	1	4	28	29	24	54	22	10	18
Prosta stopa zwrotu									
Średnia arytmetyczna	0,0150	0,1943	0,1387	0,0801	0,4551	0,1824	-0,0198	0,1338	0,0582
Statystyka t	–	4,2130	2,5612	3,0798	2,2866	4,4246	0,4441	3,2737	2,5515
p-value	–	0,0122	0,0082	0,0023	0,0159	0,0000	0,3307	0,0048	0,0103
Odchylenie standardowe	–	0,0923	0,2866	0,1400	0,9751	0,3030	0,2088	0,1293	0,0968
Mediana	0,0150	0,1758	0,1073	0,0489	0,1550	0,1310	-0,0162	0,1079	0,0407
Minimum	0,0150	0,1115	-0,1373	-0,0893	-0,0167	-0,1912	-0,7407	-0,0364	-0,1144
Maksimum	0,0150	0,3143	1,4063	0,6000	4,8133	1,5991	0,3405	0,3890	0,2558
Skorygowana stopa zwrotu									
Średnia arytmetyczna	0,0164	0,1967	0,1370	0,0800	0,4539	0,1807	-0,0168	0,1304	0,0549
Statystyka t	–	4,2865	2,5380	3,0153	2,2964	4,3863	0,3854	3,0171	2,4257
p-value	–	0,0117	0,0086	0,0027	0,0155	0,0000	0,3519	0,0073	0,0133
Odchylenie standardowe	–	0,0918	0,2856	0,1428	0,9683	0,3027	0,2046	0,1367	0,0960
Mediana	0,0164	0,1747	0,1078	0,0402	0,1570	0,1248	-0,0040	0,1120	0,0384
Minimum	0,0164	0,1199	-0,1379	-0,0987	-0,0215	-0,1770	-0,7261	-0,0418	-0,1161
Maksimum	0,0164	0,3174	1,4023	0,6138	4,7821	1,6129	0,3414	0,4183	0,2456
Skorygowana stopa zwrotu II									
Średnia arytmetyczna	0,0430	0,1735	0,1263	0,0683	0,4391	0,1799	-0,0194	0,1224	0,0397
Statystyka t	–	2,9764	2,3491	2,5416	2,2729	4,4768	0,4435	2,8251	1,7679
p-value	–	0,0294	0,0132	0,0084	0,0163	0,0000	0,3310	0,0099	0,0475
Odchylenie standardowe	–	0,1166	0,2844	0,1447	0,9464	0,2953	0,2053	0,1370	0,0953
Mediana	0,0430	0,1567	0,0747	0,0253	0,1679	0,1121	0,0041	0,0764	0,0114
Minimum	0,0430	0,0609	-0,1166	-0,1029	-0,0544	-0,1730	-0,7813	-0,0370	-0,1139
Maksimum	0,0430	0,3199	1,3856	0,5864	4,6654	1,6221	0,2945	0,4094	0,2451

Źródło: jak do tab. 4.14.

Spółki portfelowe objęte procesami dezinwestycji za pośrednictwem publicznego rynku papierów wartościowych prowadziły swoją działalność w 8 sektorach gospodarki, z czego najliczniej reprezentowany był sektor informatyka (zob. wykres 4.11).

Wykres 4.11. Sektorowy rozkład pierwszych ofert publicznych spółek portfelowych funduszy *private equity* w latach 2002–2010 na GPW w Warszawie

Źródło: opracowane własne na podstawie *Ewidencji instrumentów finansowych* Komisji Nadzoru Finansowego, <http://www.knf.gov.pl>.

Na podstawie informacji przedstawionych na wykresie 4.11 można wskazać, iż poza sektorem informatyka najliczniej reprezentowanym wśród badanych przedsiębiorstw udziałowych funduszy *private equity* jest sektor przemysł inne (5 spółek). Po 4 spółki zostały zaliczone do sektorów usługi inne oraz handel natomiast sektor finanse inne reprezentowały zaledwie 2 spółki. Pozostałe trzy spółki prowadziły inną działalność, jednakże ze względu liczbę podmiotów w poszczególnych sektorach nie zostały one uwzględnione w analizie sektorowej stóp zwrotu w pierwszym dniu notowań na warszawskim parkiecie.

Analizując poziom niedowartościowania pierwszych ofert publicznych spółek portfelowych funduszy *private equity* można zaobserwować znaczne zróżnicowanie niedowartościowania akcji w pierwszym dniu notowań giełdowych pomiędzy poszczególnymi sektorami (zob. tab. 4.16).

Wśród spółek portfelowych funduszy *private equity* najwyższymi stopami w pierwszym dniu notowań giełdowych charakteryzowały się podmioty z sektora przemysł inne, gdzie średnia wartość analizowanej zmiennej wyniosła prawie 35% (zob. tab. 4.16).

Tabela 4.16

Statystyki opisowe prostych stóp zwrotu w pierwszym dniu notowań giełdowych
w wybranych sektorach w latach 2002–2010

Wyszczególnienie	Finanse inne	Handel	Informatyka	Przemysł inne	Usługi inne
Spółki portfelowe funduszy <i>private equity</i>					
Średnia arytmetyczna	0,0505	0,0252	0,1340	0,3496	0,0272
Statystyka t	17,6667	0,4562	1,7075	1,3856	0,8508
<i>p-value</i>	0,0180	0,3396	0,0657	0,1191	0,2287
Mediana	0,0505	0,0087	0,0113	0,1463	0,0193
Odchylenie standardowe	0,0040	0,1107	0,2219	0,5641	0,0640
Minimum	0,0476	−0,0914	−0,0600	−0,0769	−0,0408
Maksimum	0,0533	0,1750	0,5500	1,3125	0,1111
Liczba spółek	2	4	8	5	4
Pozostałe spółki					
Średnia arytmetyczna	0,3560	0,0759	0,1354	0,0945	0,2352
Statystyka t	2,2342	3,3817	2,8334	3,0142	1,2489
<i>p-value</i>	0,0280	0,0014	0,0055	0,0039	0,1116
Mediana	0,2558	0,0517	0,0795	0,0664	0,0676
Odchylenie standardowe	0,4780	0,1052	0,2084	0,1331	0,9601
Minimum	−0,0954	−0,1043	−0,1336	−0,1000	−0,7407
Maksimum	1,4063	0,3761	0,6450	0,3405	4,8133
Liczba spółek	9	22	19	18	26

Źródło: jak do tab. 4.14.

Na wynik w tej grupie przedsiębiorstw w znacznym stopniu wpłynęła spółka *HTL-Strefa SA*, gdyż kurs akcji tej spółki na zamknięcie pierwszego dnia notowań wynosił 83,25 zł wobec ceny emisyjnej na poziomie 36 zł. Kolejne miejsce pod względem wysokości niedowartościowania akcji w dniu debiutu giełdowego zajmowały spółki z sektora informatyka. W większości analizowanych sektorów oferty publiczne przedsiębiorstw udziałowych funduszy *private equity* charakteryzowały się niższym poziomem niedowartościowania akcji.

4.2.2.4. Alokacja kosztu niedowartościowania akcji w pierwszych ofertach publicznych spółek portfelowych funduszy *private equity*

Poszukiwanie odpowiedzi na pytanie, jaka część kosztu powstałego w postaci niedowartościowania akcji spółek objętych procesami dezinwestycji w formie pierwszej oferty publicznej jest ponoszona przez fundusze *private equity* jest bardzo ważną częścią analizy efektywności procesów dezinwestycji.

Rozpoznany stopień niedowartościowania akcji zbywanych w ramach pierwszych ofert publicznych znajduje bowiem swoje odzwierciedlenie w postaci części utraconego zysku kapitałowego i tym samym negatywnie wpływa na wysokość stopy zwrotu z inwestycji uzyskiwanej przez fundusze *private equity*. Koszt utraconych możliwości powstały w wyniku niedowartościowania akcji zbywanych w ramach pierwszej oferty publicznej nie obciąża wyłącznie funduszu *private equity*. W ofercie publicznej z reguły sprzedawana jest tylko część akcji emitenta, a powstały koszt niedowartościowania alokowany jest głównie na akcje zbywane.

W ofertach publicznych spółek portfelowych funduszy *private equity* można wskazać trzy główne źródła pochodzenia akcji sprzedawanych, a mianowicie akcje będące własnością funduszu, akcje pierwotnych właścicieli spółki oraz akcje powstałe w wyniku nowej emisji. Obiektem powstałego w ofercie kosztu niedowartościowania akcji będą tylko akcje istniejące w okresie bezpośrednio poprzedzającym realizację pierwszej oferty publicznej. Koszt niedowartościowania związany z emisją nowych akcji będzie asygnowany na akcjonariuszy będących właścicielami akcji spółki w okresie poprzedzającym jej debiut giełdowy.

Badania empiryczne nad alokacją kosztu powstałego w wyniku niedowartościowania akcji w ofertach publicznych spółek portfelowych funduszy *private equity* zostały przeprowadzone w oparciu o metodykę zaproponowaną przez C. B. Barry'ego, który zajmował się kwestią podziału badanego kosztu pomiędzy akcjonariuszy, którzy sprzedawali akcje w ofercie publicznej oraz tych, którzy zdecydowali się nie zbywać akcji w ramach oferty⁴³. W późniejszym okresie ten sposób rozpoznania alokacji kosztu niedowartościowania był również wykorzystany przez innych badaczy problemu m. in. do analizy zależności pomiędzy niedowartościowaniem, strukturą właścicielską oraz nadzorem korporacyjnym spółek⁴⁴.

Poziom niedowartościowania akcji w ofercie publicznej na potrzeby badań został określony w postaci stopy zwrotu z akcji w dniu debiutu giełdowego skorygowanej o stopę zwrotu z portfela rynkowego w tym dniu. Jako odzwierciedlenie

⁴³ C. B. Barry, *Initial Public Offering Underpricing: The Issuer's View-A Comment*, „The Journal of Finance”, September 1989, Vol. 44, No. 4, s. 1099–1103.

⁴⁴ M. J. Brennan, J. Franks, *Underpricing, ownership and control in initial public offerings of equity securities in the UK*, „Journal of Financial Economics”, September 1997, Vol. 45, Issue 3, s. 391–413.

zmian wartości portfela rynkowego wykorzystano zmianę indeksu *WIG*. Niedowartościowanie akcji poszczególnych spółek zostało wyrażone wzorem:

$$u_i = AR_{i,t_1} = \frac{P_{i,t_1}}{P_{i,e}} - \frac{WIG_{i,t_1}}{WIG_{i,t_0}}$$

gdzie:

u_i – niedowartościowanie akcji i -tej spółki w dniu debiutu giełdowego, pozostałe oznaczenia jak wyżej.

Gdyby akcjonariusze sprzedający akcje w ofercie publicznej zdecydowali się na sprzedaż akcji nie po cenie emisyjnej, a po cenie zamknięcia z pierwszego dnia notowań, wówczas nie ponieśliby oni kosztu niedowartościowania. Ów zmaterializowany koszt *implicite* w postaci całkowitego kosztu niedowartościowania akcji w ofercie publicznej może być przedstawiony zatem postaci następującego wzoru ⁴⁵:

$$TC_u = uP_e \left(NS_{NEW} + {}^{PRE-IPO}_{SOLD} NS \right) = uP_e {}_{SOLD} NS$$

$${}_{SOLD} NS = \left(NS_{NEW} + {}^{PRE-IPO}_{SOLD} NS \right)$$

gdzie:

TC_u – łączny koszt niedowartościowania akcji spółki w ofercie publicznej,

NS_{NEW} – liczba akcji nowej emisji,

${}^{PRE-IPO}_{SOLD} NS$ – liczba starych akcji sprzedawana w ofercie publicznej,

${}_{SOLD} NS$ – liczba akcji sprzedawanych w ofercie publicznej ogółem,

pozostałe oznaczenia jak wyżej.

Koszt implikowany przez niedowartościowanie akcji w dniu debiutu dotyczy określonej części wartości przedsiębiorstwa, gdyż w pierwszej ofercie publicznej z reguły oferowana do zakupu jest tylko część akcji danej spółki, stąd też:

⁴⁵ Schemat obliczeń przedstawiony został dla pojedynczej spółki. W prezentowanych w tej części opracowania wzorach dla uzyskania lepszej czytelności zrezygnowano z indeksu dolnego i oznaczającego konkretną spółkę.

$$u_p = \frac{TC_u}{\frac{PRE-IPO}{NS} \times P_e} = u \frac{\frac{SOLD}{PRE-IPO} NS}{NS}$$

gdzie:

u_p – udział kosztu niedowartościowania w wartości ogółem spółki przed debiutem giełdowym, wycenionej według ceny emisyjnej,
 $\frac{PRE-IPO}{NS}$ – liczba akcji przed upublicznieniem spółki,
 pozostałe oznaczenia jak wyżej.

W kolejnym etapie oceny alokacji kosztu niedowartościowania akcji należy obliczyć, jaka część zidentyfikowanego kosztu niedowartościowania przypada na akcjonariuszy, którzy podjęli decyzję o wyjściu ze spółki i sprzedaży posiadanych w portfelu inwestycyjnym akcji oraz tych, którzy zdecydowali się na kontynuację zaangażowania kapitałowego w spółkę.

W sytuacji, gdy pierwsza oferta publiczna nie jest związana z emisją nowych akcji, całkowity koszt niedowartościowania akcji w dniu debiutu ponoszony jest przez inwestorów sprzedających w ofercie publicznej posiadane papiery wartościowe. Jednakże emisja nowych akcji z dyskontem wpływa na obniżenie wartości dotychczas istniejących akcji, stąd koszt niedowartościowania akcji powstały w wyniku nowej emisji przypadający na jedną dotychczasową akcję wynosi:

$$u_n = \frac{uNS_{NEW}P_e}{\frac{PRE-IPO}{NS}},$$

gdzie:

u_n – koszt niedowartościowania akcji powstały w wyniku nowej emisji przypadający na jedną dotychczasową akcję,
 pozostałe oznaczenia jak wyżej.

Koszt niedowartościowania przypadający na jedną złotówkę dotychczasowych akcji, wycenionych według ceny emisyjnej, będących własnością akcjonariuszy, którzy zdecydowali się na nie sprzedawać akcji w ofercie można wyrazić następującym równaniem:

$$u_r = \frac{uNS_{NEW}P_e}{\frac{PRE-IPO}{NS}} \times P_e^{-1} = \frac{uNS_{NEW}}{\frac{PRE-IPO}{NS}}$$

gdzie:

u_r – niedowartościowanie akcji podmiotów niesprzedających posiadanych akcji w pierwszej ofercie publicznej,
 pozostałe oznaczenia jak wyżej.

Właściwe określenie poziomu niedowartościowania dotychczasowych akcji spółki zbywanych w ramach pierwszej oferty publicznej jest zagadnieniem bardziej złożonym. Koszt ten jest bowiem implikowany w pewnej mierze emisją nowych akcji. Można przeto za M. J. Brennanem oraz J. Franksem przyjąć założenie, iż kurs akcji na zamknięciu w dniu debiutu giełdowego skorygowany o zmianę warunków rynkowych byłby wyższy w sytuacji braku emisji nowych akcji, czyli⁴⁶:

$$P_{t_1} + (uNS_{NEW}P_e / {}^{PRE-IPO}NS)$$

Względne niedowartościowanie akcji zbywanych w pierwszej ofercie publicznej przez dotychczasowych akcjonariuszy przyjmuje zatem następującą postać:

$$u_d = \frac{P_{t_1} + (uNS_{NEW}P_e / {}^{PRE-IPO}NS) - P_e}{P_e}$$

$$u_d = \frac{P_{t_1} - P_e}{P_e} + \frac{uNS_{NEW}}{{}^{PRE-IPO}NS}$$

$$u_d = u + u_r$$

gdzie:

u_d – niedowartościowania akcji zbywanych w pierwszej ofercie publicznej przez pierwotnych właścicieli spółki,
pozostałe oznaczenia jak wyżej.

Dzieląc akcjonariuszy analizowanych spółek na dwie główne grupy, a mianowicie fundusze *private equity* oraz pozostałych akcjonariuszy można wskazać, jaka część całkowitego kosztu niedowartościowania akcji przypada na wyszczególnione podmioty:

$$C_{PE} = ({}^{AFTER-IPO}NS_{PE}u_r + {}^{SOLD}NS_{PE}u_d)P_e$$

$$C_O = ({}^{AFTER-IPO}NS_{OTHER}u_r + {}^{SOLD}NS_{OTHER}u_d)P_e$$

$$TC_u = C_{PE} + C_O$$

⁴⁶ M. J. Brennan, J. Franks, *op. cit.*, s. 401.

gdzie:

- C_{PE} – koszt niedowartościowania ponoszony przez fundusz *private equity*,
 - C_O – koszt niedowartościowania ponoszony przez pozostałych akcjonariuszy,
 - $^{AFTER-IPO}NS_{PE}$ – liczba akcji pozostająca w posiadaniu funduszu *private equity* po debiucie giełdowym spółki portfelowej,
 - $SOLD NS_{PE}$ – liczba akcji zbyta przez fundusz *private equity* w pierwszej publicznej ofercie sprzedaży akcji,
 - $^{AFTER-IPO}NS_{OTHER}$ – liczba akcji pozostająca w posiadaniu pozostałych akcjonariuszy po debiucie giełdowym spółki,
 - $SOLD NS_{OTHER}$ – liczba akcji zbyta przez pozostałych akcjonariuszy w pierwszej publicznej ofercie sprzedaży akcji,
- pozostałe oznaczenia jak wyżej.

Różniczkując koszt niedowartościowania akcji oferowanych w pierwszej ofercie publicznej przez poszczególne grupy akcjonariuszy spółki względem u można wyznaczyć jego koszt krańcowy. Dla rozpatrywanych grup akcjonariuszy będzie on następujący:

$$\frac{\partial C_{PE}}{\partial u} = \left(\frac{NS_{NEW}}{^{PRE-IPO}NS} + \frac{SOLD NS_{PE}}{NS_{PE}} \right) NS_{PE} P_e$$

$$\frac{\partial C_O}{\partial u} = \left(\frac{NS_{NEW}}{^{PRE-IPO}NS} + \frac{SOLD NS_{OTHER}}{NS_{OTHER}} \right) NS_{OTHER} P_e$$

gdzie:

- NS_{PE} – liczba akcji posiadanych przez fundusz *private equity* ogółem,
 - NS_{OTHER} – liczba akcji znajdujących się w posiadaniu pozostałych akcjonariuszy ogółem,
- pozostałe oznaczenia jak wyżej.

Analizując powyższe równania można wskazać, iż krańcowy koszt niedowartościowania akcji w ofercie publicznej dla funduszu *private equity* jest tym wyższy, im większy jest stosunek liczby akcji nowej emisji w porównaniu do liczby starych akcji (wzrost rozwodnienia) oraz im większy jest stopień dezinvestycji realizowanej w ramach pierwszej oferty publicznej.

4.2.2.5. Wyniki badań empirycznych nad alokacją kosztu niedowartościowania akcji w pierwszych ofertach publicznych spółek portfelowych funduszy *private equity*

Analiza kształtowania poziomu kosztu niedowartościowania dla spółek portfelowych funduszy *private equity*, w których dezinwestycja została przeprowadzona przez warszawski rynek giełdowy wykazała, iż średnio koszt ten kształtował się on na poziomie 12,63 mln zł, co stanowiło ponad 5% wartości spółki, przy wycenie jej akcji według ceny emisyjnej (zob. tab. 4.17).

Tabela 4.17

Wartość wybranych statystyk opisowych zmiennych TC_u oraz u_p w pierwszych ofertach publicznych spółek portfelowych funduszy *private equity* w latach 2002–2010

Wyszczególnienie	TC_u [tys. zł]	u_p
Średnia arytmetyczna	12 633,15	0,0507
Odchylenie standardowe	32 774,84	0,0952
Kwartył dolny	-168,47	-0,0044
Mediana	1 977,14	0,0155
Kwartył górny	4 341,11	0,0413
Minimum	-4 244,41	-0,0597
Maksimum	129 407,09	0,3268
Liczba spółek	26	26

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów bieżących spółek, <http://www.gpw.pl> oraz <http://www.gpwinfstrefa.pl>.

Analizując miary położenia zawarte w tab. 4.17 można zauważyć, że kwartył górny w przypadku całkowitego kosztu niedowartościowania oraz udziału tego kosztu w wartości ogółem spółki wycenionej po cenie emisyjnej kształtuje się poniżej średniej. Rozkład obu badanych wielkości jest więc mocno prawoskośny. W przypadku 75% analizowanych spółek, całkowity koszt niedowartościowania kształtował się poniżej 4,3 mln zł. Najwyższy całkowity koszt niedowartościowania akcji wystąpił w przypadku pierwszej oferty publicznej spółki *HTL-Strefa SA* i wynosił on ponad 129,4 mln zł, co stanowiło ponad 32% jej wartości przy wycenie według ceny na rynku pierwotnym.

Średnie niedowartościowanie akcji w analizowanych pierwszych ofertach publicznych dla akcjonariuszy, którzy zdecydowali się nie sprzedawać posiadanych w spółce akcji wynosiło 2,58% w pierwszym dniu notowań, natomiast niedowartościowanie akcji zbywanych w ramach realizowanego procesu dezinwestycji wynosiło średnio 15,15% w analogicznym okresie (zob. tab. 4.18).

Tabela 4.18

Niedowartościowanie akcji niesprzedawanych i zbywanych w pierwszych ofertach publicznych spółek portfelowych funduszy *private equity* w latach 2002–2010

Wyszczególnienie	<i>ur</i>	<i>ud</i>
Średnia arytmetyczna	0,0258	0,1515
Odchylenie standardowe	0,0599	0,3383
Kwartył dolny	–0,0005	–0,0204
Mediana	0,0034	0,0420
Kwartył górny	0,0225	0,1376
Minimum	–0,0423	–0,1154
Maksimum	0,2114	1,5403
Liczba spółek	26	26

Źródło: jak do tab. 4.17.

Porównując dane zawarte w tab. 4.18 ze średnim poziomem niedowartościowania akcji w ofertach publicznych spółek portfelowych funduszy *private equity* (zob. tab. 4.14) można wskazać, że niedowartościowanie akcji zbywanych jest wyższe, niż wskazywały tradycyjnie stosowane miary niedowartościowania w postaci prostych oraz skorygowanych stóp zwrotu. Z kolei w analogicznej sytuacji średni poziom niedowartościowania akcji, które nie są zbywane w związku z wprowadzeniem ich do publicznego obrotu jest znacznie przeszacowywany.

Tabela 4.19

Statystyki opisowe kosztu niedowartościowania funduszy *private equity* oraz pozostałych akcjonariuszy w analizowanych ofertach

Wyszczególnienie	<i>C_{pe}</i> [tys. zł]	<i>C_o</i> [tys. zł]
Średnia arytmetyczna	7 618,39	5 014,75
Odchylenie standardowe	17 362,78	16 649,65
Kwartył dolny	–35, 40	–73,15
Mediana	1 164,13	234,31
Kwartył górny	3 529,05	674,08
Minimum	–2 137,58	–2 106,84
Maksimum	58 313,11	73 347,36
Liczba spółek	26	26

Źródło: jak do tab. 4.17.

Rozważając alokację kosztu niedowartościowania pomiędzy fundusze *private equity* i pozostałych akcjonariuszy można zauważyć, że w analizowanych ofertach publicznych średnio jego większa część obciąża fundusze *private*

equity. Realizacja dezinwestycji w formie pierwszej oferty publicznej za pośrednictwem warszawskiej giełdy w analizowanym okresie wiązała się dla funduszu *private equity* z koniecznością poniesienia kosztu niedowartościowania akcji w pierwszym dniu notowań w wysokości średnio 7,62 mln zł. Z kolei dla pozostałych akcjonariuszy koszt ten był średnio niższy o blisko 2,6 mln zł i wynosił niewiele ponad 5,01 mln zł. Kwartył dolny, mediana i kwartył górny również kształtują się na wyższym poziomie w przypadku kosztu niedowartościowania obciążającego fundusze *private equity* (zob. tab. 4.19).

Można wskazać dwie zasadnicze przyczyny zaistniałej sytuacji. Pierwszą z nich jest posiadanie przez fundusze *private equity* z reguły większościowych udziałów w spółkach przed wprowadzeniem ich akcji publicznego obrotu. Drugą zaś jest większa skłonność funduszy *private equity* niż pozostałych akcjonariuszy do sprzedawania posiadanych akcji, gdyż ich intencją jest wyjście z inwestycji i realizacja oczekiwanego zysku kapitałowego.

Zarządzający funduszami *private equity*, opracowując strategiczny plan zakończenia zaangażowania kapitałowego w spółkę portfelową, powinni uwzględnić w swoich analizach efektywności inwestycji również wartość pośrednich kosztów związanych z pierwszymi ofertami publicznymi, gdyż mogą one znacząco wpłynąć na poziom efektywności danej inwestycji.

4.3. Wyniki badań nad zmianami stóp zwrotu z pierwszych ofert publicznych spółek portfelowych funduszy *private equity*

4.3.1. PRZEWARTOŚCIOWANIE PIERWSZYCH OFERT PUBLICZNYCH W PERSPEKTYWIE ŚREDNIO- I DŁUGOTERMINOWEJ – WNIOSKI Z BADAŃ LITERATUROWYCH

Efektywność inwestycji funduszy *private equity* determinowana jest ogółem środków uzyskanych ze sprzedaży posiadanych w portfelu inwestycyjnym papierów wartościowych. Jak pokazały wcześniej przedstawione badania, w toku procesów dezinwestycji realizowanych za pośrednictwem publicznego rynku papierów wartościowych, zaledwie część akcji będących własnością funduszy zbywana jest w ramach pierwszej oferty sprzedaży. W przeważającej liczbie analizowanych transakcji fundusze *private equity* pozostawały akcjonariuszami spółek po ich debiucie giełdowym. W tym kontekście dużego znaczenia dla wdrażania skutecznych procesów wyjść z inwestycji nabiera rozpoznanie kształtowania się giełdowych kursów akcji spółek portfelowych funduszy *private equity* w perspektywie średnio- i długoterminowej.

Na wielu giełdach papierów wartościowych obserwowane jest występowanie ujemnych nadzwyczajnych stóp zwrotu z inwestycji w akcje spółek realizujących pierwsze oferty publiczne w porównaniu do całego rynku⁴⁷. Obszerne badania empiryczne w tym zakresie dla polskiego rynku giełdowego przeprowadził P. Siwek⁴⁸. Na podstawie analizy kształtowania się kursów giełdowych 130 spółek, które zakończyły pierwsze oferty publiczne w latach 1995–2003 wykazał on, iż stopy zwrotu z akcji tych spółek zachowywały się gorzej niż rynek (mierzony stopami zwrotu z indeksu WIG).

W literaturze przedmiotu można wskazać cztery główne teorie objaśniające występowanie tego zjawiska. Są to:

- teoria różnorodności opinii (hipoteza rozbieżnych opinii na temat wartości spółki, ang. *the divergence of opinion hypothesis*) – nabywców akcji sprzedawanych w pierwszych ofertach publicznych cechuje duży optymizm w zakresie wyceny spółki i perspektyw jej rozwoju, w odróżnieniu do pesymistycznych inwestorów niepartycypujących w ofercie. Wraz z upływem czasu, w wyniku pojawiania się nowych informacji o spółce, rozbieżności w ocenach obu grup inwestorów niwelują się, co w konsekwencji skutkuje obniżeniem rynkowych cen akcji.

- teoria „promotora” (hipoteza nakręconych emisji, ang. *the impresario hypothesis*) – w tym podejściu zwraca się uwagę, iż rynek debiutów giełdowych podlega pewnym modom. W celu zapewnienia odpowiedniego popytu na akcje w pierwszej ofercie publicznej, zbywane walory są celowo niedoszacowywane. W efekcie takiego działania pierwsze stopy zwrotu są ponadprzeciętnie wysokie, jednakże z upływem czasu w wyniku wyceny rynkowej, zmiany kursu akcji takich spółek są coraz mniejsze.

- teoria rozgrzanego rynku (teoria okazji czasowej, ang. *the windows of opportunity hypothesis*) – teoria ta opiera się na spostrzeżeniu, iż na rynkach kapitałowych występują tzw. okresy rozgrzanego rynku (ang. *hot-issue market*). W okresach tych panuje dobra koniunktura, a inwestorów cechuje ponadprzeciętny optymizm. Spółki starają się wykorzystać sprzyjające okoliczności i zrealizować publiczne oferty sprzedaży akcji właśnie wtedy, uzyskując wówczas większe wpływy ze sprzedaży akcji. W okresach „rynku niedźwiedzia” akcje tych spółek podlegają względnie silniejszej przecenie, a stopy zwrotu z akcji w długim terminie są dla tych emisji najniższe.

⁴⁷ Zob. J. A. Schuster, *IPOs: Insights from Seven European Countries*, Discussion Paper 461, Financial Markets Group, London School of Economics and Political Science, London 2003, s. 1–39; P. Siwek, *Praktyka pierwszych ofert publicznych w Polsce*, Wydawnictwa Fachowe CeDeWu.pl, Warszawa 2005, s. 59; A. Brav, C. Geczy, P. A. Gompers, *Is the abnormal return following equity issuances anomalous?*, „Journal of Financial Economics” 2000, Vol. 56, s. 209–249; S. X. Zheng, *Are IPOs really overpriced?*, „Journal of Empirical Finance” 2007, Vol. 14, s. 287–309.

⁴⁸ P. Siwek, *op. cit.*, s. 151–163.

– teoria negatywnego wpływu kosztów emisji (ang. *IPO issuer costs*) – spółki wprowadzające po raz pierwszy akcje do publicznego obrotu obciążane są znaczącymi kosztami przeprowadzenia i organizacji pierwszej oferty publicznej. Ich wysokość negatywnie wpływa na długoterminową wycenę rynkową spółki⁴⁹.

Warto zwrócić uwagę również na badania nad porównaniem długoterminowych stóp zwrotu z akcji spółek giełdowych emitujących nowe akcje i spółek nieprzeprowadzających nowych emisji. Zostały one zapoczątkowane przez J. R. Rittera we wczesnych latach dziewięćdziesiątych XX w.⁵⁰ Autor ten udowodnił, iż w trzyletniej perspektywie inwestycyjnej zwrot z akcji spółek przeprowadzających pierwsze oferty publiczne jest niższy w porównaniu do inwestycji w akcje spółek podobnych do nich pod względem kapitalizacji oraz branży, jednakże znajdujących się już w publicznym obrocie. Inne badania również potwierdziły, iż kupno akcji spółek przeprowadzających emisje nowych akcji w długim okresie przynosi gorsze wyniki inwestycyjne w stosunku do alternatywnej inwestycji w papiery wartościowe spółek giełdowych o zbliżonej kapitalizacji, jednakże nieprzeprowadzających emisji nowych⁵¹.

Ponieważ wyniki powyższych badań są w opozycji do hipotezy efektywnego rynku kapitałowego⁵² spotkały się one z dużym zainteresowaniem środowiska naukowego i były przyczynkiem do podjęcia licznych badań w zakresie kształtowania się stóp zwrotu z inwestycji w akcje spółek realizujących publiczne oferty sprzedaży akcji. Liczne analizy prowadzone w późniejszym okresie wykazały, iż przy zastosowaniu innych kryteriów doboru spółek do próby porównawczej, zjawisko przeszacowania cen w akcji spółek realizujących pierwsze oferty publiczne w porównaniu za spółkami nieprzeprowadzającymi nowych emisji akcji nie występuje⁵³, a nawet przy zastosowaniu specyficznych kryteriów doboru można zaobserwować zjawisko długoterminowego niedowartościowania takich walorów⁵⁴.

⁴⁹ D. J. Cumming, S. A. Johan, *Venture capital and Private equity Contracting. An International Perspective*, Elsevier 2009, s. 587–588; P. Siwek, *op. cit.*, s. 60–61; D. Sukacz, *op. cit.*, s. 108.

⁵⁰ J. R. Ritter, *The Long-Run Performance of Initial Public Offerings*, „Journal of Finance”, March 1991, Vol. XLVI, No. 1, s. 3–27.

⁵¹ T. Loughran, J. R. Ritter, *The new issues puzzle*, „The Journal of Finance” 1995, Vol. L, No. 1, s. 23–51.

⁵² E. F. Fama, *Efficient Capital Markets: II*, „The Journal of Finance”, December 1991, Vol. 46, No. 5, s. 1575–1617.

⁵³ A. Brav, P. Gompers, *Myth or reality? The long-run underperformance of initial public offerings: Evidence from venture and nonventure capital-backed companies*, „The Journal of Finance” 1997, Vol. 52, s. 1791–1821; A. Brav, C. Geczy, P. A. Gompers, *op. cit.*, s. 209–249; E. B. Eckbo, Ø. Norli, *Liquidity risk, leverage and long-run IPO returns*, „Journal of Corporate Finance” 2005, Vol. 11, s. 1–35; S. X. Zheng, *op. cit.*, s. 287–309.

⁵⁴ S. X. Zheng, *op. cit.*, s. 287–309.

W badaniach nad kształtowaniem się stóp zwrotu z akcji spółek przeprowadzających pierwsze oferty publiczne A. Brav, P. Gompers postawili pytanie o wpływ obecności funduszy *private equity* w strukturze akcjonariatu debiutujących spółek na kształtowanie się ich kursów giełdowych w perspektywie długoterminowej⁵⁵. Po przeprowadzonej analizie 934 pierwszych ofert publicznych spółek z udziałem funduszy *private equity* oraz 3407 debiutów giełdowych z lat 1972–1992 badacze ci zauważyli, iż stopy zwrotu z akcji spółek portfelowych funduszy *private equity* kształtowały się odmiennie w porównaniu z pozostałymi emitentami. Chociaż w obu grupach spółek po upływie 5 lat odnotowane zostały ujemne stopy zwrotu w porównaniu ze zwrotem rynkowym, to strata na akcjach spółek z udziałem funduszy *private equity* była mniejsza.

Do podobnych wniosków o pozytywnym wpływie funduszy *private equity* na realizowane w długoterminowej perspektywie stopy zwrotu z inwestycji w akcje spółek przeprowadzających pierwsze oferty publiczne doszli W. Bessler oraz M. Seim po analizie ponad 500 debiutów na europejskich giełdach papierów wartościowych⁵⁶. Wyniki tych badań wskazują, iż spółki wprowadzane do publicznego obrotu z udziałem funduszy *private equity* przynoszą większy zysk swoim inwestorom w porównaniu z pozostałymi debiutantami, a ich akcje są w długoterminowej perspektywie znacznie mniej przeszacowane. Co więcej, w początkowym okresie notowań (około pierwszych 16 miesięcy) stopy zwrotu będące wynikiem implementacji strategii *buy&hold* dla tych spółek przewyższają ogólny zwrot rynkowy.

Przedstawione powyżej wyniki badań A. Brava, P. Gompersa oraz W. Besslera i M. Seima nad kształtowaniem się giełdowych stóp zwrotu z inwestycji w akcje spółek portfelowych funduszy *private equity*, zdają się potwierdzać formułowaną przez W. L. Megginsona, K. A. Weissa hipotezę o kluczowej roli kapitału reputacji w procesach dezinwestycji realizowanych za pośrednictwem publicznego rynku papierów wartościowych⁵⁷.

Fundusze *private equity* dbają o to, aby na rynek giełdowy trafiały akcje najlepszych spółek, a w przygotowanie ich debiutów giełdowych angażowane są podmioty o najlepszej opinii rynkowej oraz renomowane fundusze inwestycyjne. Ponadto nowi właściciele partycypują we wzroście wartości tych spółek wynikającym z unikatowej zdolności funduszy *private equity* do budowania trwałych przewag konkurencyjnych przedsiębiorstw udziałowych. Wszystkie te działania mają na celu aprecjację kapitału reputacji, dzięki któremu możliwe będzie efektywne przeprowadzenie kolejnych wyjść z inwestycji za pośrednictwem rynku kapitałowego.

⁵⁵ A. Brav, P. Gompers, *op. cit.*, s. 1791–1821.

⁵⁶ W. Bessler, M. Seim, *The performance of venture-backed IPOs in Europe*, „Venture capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance” 2012, s. 1–25, DOI:10.1080/13691066.2012.702447

⁵⁷ W. L. Megginson, K. A. Weiss, *op. cit.*, s. 879–903.

4.3.2. PRZYJĘTE W BADANIACH EMPIRYCZNYCH ROZWIĄZANIA METODYCZNE

Badanie kształtowania się stóp zwrotu z akcji w średnim- i długim terminie, podobnie jak badanie niedowartościowania akcji w pierwszym dniu notowań giełdowych, zostało przeprowadzone w oparciu o metodykę analizy zdarzeń. Analogicznie jako zdarzenie została przyjęta pierwsza publiczna oferta spółki, a proces selekcji podmiotów wchodzących do próby badawczej był tożsamy z podejściem wskazanym na schemacie 4.1.

Informacje dotyczące poziomu dziennych stóp zwrotu z akcji poszczególnych spółek oraz stóp zwrotu opisujących zmiany indeksu WIG na poszczególnych sesjach giełdowych wykorzystane w badaniu pochodziły z internetowego portalu informacyjnego <http://www.gpwinfo.treasury.pl>, prowadzonego przez Polską Agencję Prasową we współpracy z GPW w Warszawie. Ostatnia sesja giełdowa uwzględniona w badaniach odbyła się 30 marca 2012 r. W badaniach notowanie praw do akcji (PDA) było traktowane równorzędnie z notowaniem akcji, aczkolwiek jeżeli oba rodzaje papierów wartościowych były notowane jednocześnie, do obliczeń wykorzystana została stopa zwrotu z akcji.

Badania nad kształtowaniem się stóp zwrotu z akcji analizowanych spółek w perspektywie średnio- i długoterminowej objęły trzy wymiary analityczne w postaci skumulowanych anormalnych stóp zwrotu, stóp zwrotu będących efektem realizacji strategii *kup i trzymaj* oraz wskaźnika względnego bogactwa.

W pierwszej kolejności do oceny średnio- i długoterminowych efektów pierwszych ofert publicznych wykorzystane zostały skumulowane anormalne stopy zwrotu (CAR). Punktem wyjścia powyższej analizy było wyznaczenie stóp zwrotu z akcji poszczególnych spółek na kolejnych sesjach, rozpoczynając od drugiego dnia notowań giełdowych, a następnie wyznaczenia wartości średnich dla poszczególnych grup analizowanych spółek, korygując uzyskane wyniki o stopę zwrotu z portfela porównawczego. Podobnie jak w badaniach nad niedowartościowaniem akcji w pierwszym dniu notowań jako *benchmark* przyjęty został indeks WIG. Powyższe działania można wyrazić następującym zapisem:

$$AR_{i,t} = \frac{P_{i,t}}{P_{i,t-1}} - \frac{WIG_{i,t}}{WIG_{i,t-1}}$$

$$\overline{AR}_t = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n AR_{i,t} = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n \left(\frac{P_{i,t}}{P_{i,t-1}} - \frac{WIG_{i,t}}{WIG_{i,t-1}} \right)$$

Dla pokazania średnio- i długoterminowych tendencji w zakresie kształtowania się stóp zwrotu w analizowanych przekrojach klasyfikacyjnych przepro-

wadzona została agregacja otrzymanych wyników, co pozwoliło na pokazanie stóp zwrotu w sposób narastający. Otrzymana w ten sposób skumulowana nadzwyczajna stopa zwrotu wyznaczona została zgodnie ze wzorem:

$$\overline{CAR}_{\langle 2,T \rangle} = \sum_{t=2}^T \overline{AR}_t$$

gdzie:

$\overline{CAR}_{\langle 2,T \rangle}$ – przeciętna skumulowana stopa zwrotu w okresie od 2 dnia notowań,

pozostałe oznaczenia jak wyżej.

Ponadto sformułowana powyżej hipoteza badawcza zweryfikowana została z wykorzystaniem stóp zwrotu wynikających z realizacji tzw. strategii *kup i trzymaj* (ang. *buy&hold return*, *BHR*). W badaniach empirycznych założono strategię inwestycyjną polegającą na zakupie akcji spółek przeprowadzających pierwszą ofertę publiczną po cenie zamknięcia z pierwszego dnia notowań i przyjęciu długoterminowego horyzontu inwestycyjnego. Stopa zwrotu wynikająca z tej strategii wyznaczona została według następującej formuły:

$$BHR_T^{IPO,i} = \prod_{t=2}^T (1 + R_{i,t}) - 1$$

Do wyznaczenia średniej stopy zwrotu wynikającej z realizacji przyjętej strategii inwestycyjnej dla poszczególnych grup spółek zastosowany został wzór:

$$\overline{BHR}_T^{IPO} = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n BHR_T^{IPO,i}$$

Normalne stopy zwrotu dla rozpatrywanej strategii zostały wyznaczone w oparciu o indeks *WIG*:

$$BHR_T^{WIG,i} = \prod_{t=2}^T (1 + R_{WIG,t}) - 1$$

W celu pomiaru efektu cenowego w przyjętym oknie zdarzenia wynikającego z implementacji strategii *buy&hold* dla poszczególnych spółek, $BHR_T^{IPO,i}$ stopa została skorygowana o stopę zwrotu z portfela odzwierciedlającego zmianę warunków ogólnorynkowych $BHR_T^{WIG,i}$, czyli:

$$\begin{aligned}
BHAR_T^{IPO,i} &= BHR_T^{IPO,i} - BHR_T^{WIG,i} \\
BHAR_T^{IPO,i} &= \prod_{t=2}^T (1 + R_{i,t}) - \prod_{t=2}^T (1 + R_{WIG,t}) \\
\overline{BHAR_T^{IPO}} &= \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n BHAR_T^{IPO,i}
\end{aligned}$$

W ramach badań podjęta została próba weryfikacji istotności statystycznej uzyskanych wyników zakresie stóp zwrotu wynikających z implementacji strategii *kup i trzymaj*⁵⁸. Sformułowane zostały dwie hipotezy statystyczne:

$$H_0 : B A H R_t = 0$$

$$H_1 : B A H R_t < 0$$

Do weryfikacji postawionych powyżej hipotez wykorzystany został parametryczny test t_{stat} o jednostronnym obszarze odrzucenia, którego statystyka wyznaczona została zgodnie ze wzorem:

$$t_{stat} = \frac{B A H R_t}{\hat{S}(\overline{B A H R_t})} \sqrt{n}$$

gdzie:

$\hat{S}(\overline{B A H R_t})$ – odchylenie standardowe stopy zwrotu $B A H R$,

pozostałe oznaczenia jak wyżej.

Zakładając rozkład normalny stóp zwrotu uzyskanych na wdrożeniu strategii *buy&hold* oraz prawdziwość hipotezy statystycznej H_0 statystyka testowa t_{stat} ma rozkład t -Studenta o $n-1$ stopniach swobody. Odrzucenie hipotezy H_0 oznacza, iż nadzwyczajna stopa zwrotu $B A H R$ wyznaczona dla poszczególnych grup spółek istotnie różni się od 0, a otrzymany wynik będzie istotny statystycznie.

⁵⁸ Zastosowana procedura testowania istotności statystycznej została zaczerpnięta z A. P. S e r r a, *op. cit.*, s. 4. W literaturze przedmiotu stosowane są również inne testy parametryczne i nieparametryczne, np. zob. C. J. C o r r a d o, *op. cit.*, s. 207–234, K. R. A h e r n, *op. cit.*, s. 481–482.

W literaturze przedmiotu z zakresu badań nad kształtowaniem się stóp zwrotu z akcji w średnim i długim okresie wykorzystywany jest również zaproponowany przez J. R. Rittera wskaźnik względnego bogactwa (ang. *wealth relative*)⁵⁹. Wskaźnik ten pokazuje sposób, w jaki kształtowała się efektywność inwestycji w formie *kup i trzymaj* w określonej klasę aktywów w porównaniu do inwestycji w portfel będący *benchmarkiem*.

$$WR_T = \frac{1 + \overline{BHR}_T^{IPO}}{1 + \overline{BHR}_T^{WIG}} = \frac{\frac{1}{n} \sum_{i=1}^n \left(\prod_{t=2}^T (1 + R_{i,t}) \right)}{\frac{1}{n} \sum_{i=1}^n \left(\prod_{t=2}^T (1 + R_{WIG,t}) \right)}$$

W zależności od wartości tego wskaźnika dla rozpatrywanej grupy spółek można formułować następujące wnioski:

- $WR_T > 1$ – zwrot z inwestycji w akcje analizowanych spółek przewyższa zwrot z inwestycji w akcje spółek z portfela porównawczego,
- $WR_T = 1$ – stopy zwrotu w oba porównywane portfele inwestycyjne są sobie równe,
- $WR_T < 1$ – stopa zwrotu z inwestycji w akcje analizowanych spółek jest niższa w odniesieniu do stopy zwrotu z inwestycji w akcje wchodzące w skład portfela porównawczego.

Ostatnim etapem badań było przeprowadzenie procedur obliczeniowych zgodnie z zaprezentowanymi powyżej formułami oraz interpretacja otrzymanych wyników.

4.3.3. WYNIKI BADAŃ EMPIRYCZNYCH NAD ZMIANAMI STÓP ZWROTU Z PIERWSZYCH OFERT PUBLICZNYCH SPÓŁEK PORTFELOWYCH FUNDUSZY *PRIVATE EQUITY*

Rozpoznanie rynkowych efektów realizowanych procesów dezinwestycji za pośrednictwem publicznego rynku kapitałowego przy użyciu skumulowanych anormalnych stóp zwrotu wskazuje, iż kurs akcji spółek portfelowych funduszy *private equity* w okresie następującym po debiucie giełdowym charakteryzuje się tendencją spadkową (zob. wykres 4.12).

⁵⁹ J. R. Ritter, *The Long-Run Performance...*, op. cit., s. 3–27.

Wykres 4.12. Skumulowane anomalne stopy zwrotu z akcji spółek portfelowych funduszy *private equity* dla pierwszych ofert publicznych w latach 2002–2010

Źródło: opracowanie własne na podstawie <http://www.gpwinfstrefa.pl>.

Analizując informacje zawarte na wykresie 4.12 można zauważyć, iż skumulowana nadzwyczajna stopa zwrotu z akcji spółek portfelowych funduszy *private equity* w okresie do 145 dnia notowań charakteryzowała się zarówno wyraźnymi falami spadkowymi, jak i wzrostowymi, jednakże odznaczała się przeważnie wartościami ujemnymi. W kolejnych sesjach giełdowych można zaobserwować wyraźny trend spadkowy, który osiągnął swoje minimum na poziomie $-20,06\%$ w 321 dniu notowań. Następnie można zaobserwować odwrócenie tendencji spadkowej i długotrwały trend wzrostowy skumulowanej anomalnej stopy zwrotu trwający aż do 950 dnia notowań na warszawskiej giełdzie. Jednakże zaznaczyć należy, że trwałe przekroczenie analizowanej miary powyżej poziomu zerowego nastąpiło dopiero po 762 sesji giełdowej, co w przeliczeniu na czas kalendarzowy daje około 3 lata. Na końcu badanego okresu, tzn. 1000 dzień notowań giełdowych stopa *CAR* kształtowała się na poziomie $4,81\%$.

Porównując kształtowanie się skumulowanych anomalnych stóp zwrotu z akcji spółek portfelowych funduszy *private equity* ze skumulowanymi stopami zwrotu z akcji pozostałych spółek można zauważyć występowanie odmiennych tendencji w tym zakresie (zob. wykres 4.13).

Na podstawie danych przedstawionych na wykresie 4.13 można wskazać, iż skumulowane anomalne stopy zwrotu z akcji pozostałych spółek, w większości analizowanych dni notowań giełdowych kształtowały się na dodatnim poziomie. Zakres wahań analizowanej zmiennej dla tej grupy spółek jest znacznie mniejszy niż w przypadku spółek portfelowych funduszy *private equity*. Z kolei porównując ze sobą obie grupy spółek wyraźnie widać, że skumulowane anomalne stopy zwrotu z akcji spółek portfelowych funduszy *private equity* aż do 661 sesji gieł-

dowej stale kształtują się poniżej stopy $\overline{CAR}$ wyznaczonej dla pozostałych podmiotów. Po upływie około 2 lat i 8 miesięcy od debiutu giełdowego poziom skumulowanej anormalnej stopy zwrotu z akcji spółek portfelowych funduszy *private equity* wzrósł powyżej poziomu odnotowanego dla innych emitentów.

Wykres 4.13. Skumulowane anormalne stopy zwrotu spółek giełdowych debiutujących na GPW w Warszawie w latach 2002–2010

Źródło: jak do wykresu 4.12.

Porównanie efektów zastosowania wskazanej wcześniej długoterminowej strategii inwestycyjnej typu *kup i trzymaj* dla spółek portfelowych funduszy *private equity* również nie wypada korzystnie, gdyż średnie realizowane stopy zwrotu z inwestycji w akcje innych emitentów w przypadku zamknięcia pozycji we wskazanym w tab. 4.20 dniu kształtowały się na wyższym poziomie.

W okresie pierwszych trzech lat notowań giełdowych inwestycje w akcje spółek portfelowych funduszy *private equity* przynosiły wyraźnie mniejsze korzyści dla inwestorów. Największą różnicę można zaobserwować w przypadku zamknięcia przyjętej pozycji po upływie około 2 lat (500 dzień). Stopa zwrotu z inwestycji w spółki portfelowe funduszy *private equity* kształtowałaby się wówczas na poziomie $-0,96\%$, wobec $36,81\%$ zwrotu z portfela alternatywnego. Na tak wysoki wynik inwestycji w pozostałe spółki wpłynął nadzwyczaj korzystnie kształtujący się kurs akcji spółki *PC Guard SA* w tym okresie. Po wyeliminowaniu tej spółki z próby badawczej, zanotowana stopa zwrotu z tego portfela wynosiłaby $13,47\%$, co oznacza i tak poziom znacznie przewyższający efektywność przyjętej strategii inwestycyjnej w akcje spółek portfelowych funduszy *private equity*. Po upływie około 4 lat od debiutu giełdowego analizowane stopy zwrotu z inwestycji w obie grupy spółek są ujemne, a różnica pomiędzy nimi wyraźnie się zmniejszyła.

Tabela 4.20

Średnie anormalne stopy zwrotu z akcji dla strategii *buy&hold* dla spółek realizujących pierwsze oferty publiczne w latach 2002–2010

Wyszczególnienie	Spółki portfelowe funduszy <i>private equity</i>				Pozostałe spółki			
	liczba spółek	$BHAR_T^{IPO}$	statystyka t	<i>p-value</i>	liczba spółek	$BHAR_T^{IPO}$	statystyka t	<i>p-value</i>
25	26	−0,0797	3,6200	0,0007	190	−0,0304	2,7426	0,0033
75	26	−0,0540	1,6733	0,0534	190	0,0153	0,7003	0,2423
150	26	−0,0384	0,6323	0,2665	190	0,0116	0,3639	0,3582
250	26	−0,0759	0,9766	0,1691	190	0,0265	0,5325	0,2975
500	24	−0,0096	0,0587	0,4768	172	0,3681	1,3999	0,0817
750	22	−0,0554	0,3549	0,3631	158	0,0198	0,2076	0,4179
1000	18	−0,0618	0,3034	0,3826	138	−0,0504	0,5134	0,3043

Źródło: opracowanie własne na podstawie <http://www.gpwinfostrefa.pl>.

Tabela 4.21

Wybrane statystyki opisowe stóp *BAHR* dla spółek, które zrealizowały oferty publiczne sprzedaży akcji w latach 2002–2010

Wyszczególnienie	Spółki portfelowe funduszy <i>private equity</i>						
	25	75	150	250	500	750	1000
Średnia arytmetyczna	−0,0797	−0,0540	−0,0384	−0,0759	−0,0096	−0,0554	−0,0618
Statystyka t	3,6200	1,6733	0,6323	0,9766	0,0587	0,3549	0,3034
<i>p-value</i>	0,0007	0,0534	0,2665	0,1691	0,4768	0,3631	0,3826
Mediana	−0,0562	−0,0759	−0,0104	−0,0602	−0,1001	−0,0705	−0,3443
Odchylenie standardowe	0,1123	0,1644	0,3098	0,3964	0,8019	0,7324	0,8644
Minimum	−0,3204	−0,3851	−0,7546	−0,7863	−1,3319	−1,3642	−0,8032
Maksimum	0,1265	0,3337	0,7017	0,6884	2,2314	2,1495	2,8140
Liczba spółek	26	26	26	26	24	22	18
Wyszczególnienie	Pozostałe spółki						
	25	75	150	250	500	750	1000
Średnia arytmetyczna	−0,0304	0,0153	0,0116	0,0265	0,3681	0,0198	−0,0504
Statystyka t	2,7476	0,7003	0,3639	0,5325	1,3999	0,2076	0,5134
<i>p-value</i>	0,0033	0,2423	0,3582	0,2975	0,0817	0,4179	0,3043
Mediana	−0,0478	−0,0243	−0,0677	−0,0701	−0,1801	−0,2436	−0,3207
Odchylenie standardowe	0,1525	0,3012	0,4392	0,6854	3,4483	1,2001	1,1542
Minimum	−0,5618	−0,5718	−0,8883	−1,0842	−1,5405	−1,9839	−2,4298
Maksimum	0,9919	1,7389	2,7185	5,6055	40,2755	7,7736	6,0533
Liczba spółek	190	190	190	190	172	158	138

Źródło: jak do tab. 4.20.

Kontynuując analizę kształtowania się stóp zwrotu typu *kup i trzymaj* można zauważyć, iż wartości tej zmiennej dla spółek portfelowych funduszy *private equity* są w mniejszym stopniu zróżnicowane w porównaniu do pozostałych emitentów (zob. tab. 4.21).

W przypadku stóp *BAHR* wyznaczonych dla pozostałych spółek we wszystkich okresach mediana przyjmuje wartość ujemną, co oznacza że rozpatrywana długoterminowa strategia inwestycyjna w przypadku ponad połowy przedsiębiorstw generuje straty. Co więcej, dla tego portfela inwestycyjnego w przypadku zamknięcia pozycji inwestycyjnej po okresie 2 i 3 lat od daty debiutu giełdowego mediana kształtuje się na poziomie znacznie niższym niż w przypadku spółek portfelowych funduszy *private equity*.

Dla rozpoznania permanencji uzyskiwanych ze strategii *kup i trzymaj* stóp zwrotu zastosowany został przekrój analityczny względem roku debiutu giełdowego spółki. Otrzymane wyniki wskazują, iż osiągnięte stopy zwrotu z inwestycji nie są stabilne względem czasu wprowadzenia akcji do publicznego obrotu (zob. tab. 4.22).

Wnioskowanie dla poszczególnych lat ze względu na liczbę debiutów giełdowych może być dokonywane w ograniczonym zakresie. Jednakże biorąc pod uwagę okresy, w których odnotowano najwięcej obserwacji, czyli 2004–2008 można zauważyć występowanie wahań anormalnych stóp zwrotu uzyskiwanych z realizacji strategii *kup i trzymaj* w zależności od roku debiutu.

W związku z poszukiwaniem czynników mogących różnicować uzyskiwane efekty z inwestycji w akcje spółek przeprowadzających pierwsze oferty publiczne przeprowadzona została międzysektorowa analiza średnich stóp *BAHR*. Ze względu na ograniczoną liczbę spółek reprezentujących poszczególne sektory gospodarki jej zakres ograniczony został do spółek prowadzących działalność w 4 najliczniej reprezentowanych w grupie spółek portfelowych funduszy *private equity* sektorach (zob. tab. 4.23).

Można wskazać, iż w sektorach handel i przemysł inne generalnie lepsze długoterminowe wyniki inwestycyjne mierzone stopą *BAHR* można było osiągnąć lokując kapitał w akcje spółek portfelowych funduszy *private equity* niż w walory pozostałych spółek (wyjątek stanowią wyniki dla 250 dnia notowań w sektorze handel). Spostrzeżenie to potwierdza zarówno wartość średniej arytmetycznej, jak i mediany. Natomiast w sektorach informatyka oraz usługi inne dla spółek z udziałem funduszy *private equity* w porównaniu do pozostałych spółek zaobserwowane zostały w przeważającej części niższe wartości statystyk opisowych dla analizowanej zmiennej (zob. tab. 4.23).

Wykorzystując wskaźnik bogactwa do oceny rynkowych efektów pierwszych ofert publicznych spółek portfelowych funduszy *private equity* w perspektywie średnio- i długoterminowej można zauważyć, iż efektywność inwestycji w akcje spółek portfelowych funduszy *private equity* wyrażona tą miarą jest niższa w porównaniu z papierami wartościowymi emitowanymi przez pozostałe spółki (zob. wykres 4.14).

Tabela 4.22

Wybrane statystyki opisowe stóp *BAHR* dla spółek, które zrealizowały pierwsze oferty publiczne sprzedaży akcji w latach 2002–2010 według roku debiutu giełdowego

Dzień	Rok	Średnia arytmetyczna	Statystyka t	p-value	Mediana	Odchylenie standardowe	Minimum	Maksimum	Liczba spółek
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Spółki portfelowe funduszy <i>private equity</i>									
250	2002	-0,2743	1,0211	0,2467	-0,2743	0,3799	-0,5430	-0,0057	2
	2003	–	–	–	–	–	–	–	0
	2004	-0,3424	12,4034	0,0032	-0,3410	0,0478	-0,3910	-0,2953	3
	2005	-0,0117	0,0545	0,4796	0,2282	0,4780	-0,7667	0,4083	5
	2006	0,0332	0,1690	0,4353	0,0861	0,5553	-0,7863	0,6884	8
	2007	-0,1145	2,0096	0,0690	-0,1239	0,1140	-0,2332	0,0230	4
	2008	0,0745	0,6664	0,3129	0,0745	0,1581	-0,0373	0,1862	2
	2009	–	–	–	–	–	–	–	0
	2010	-0,1482	0,5022	0,3518	-0,1482	0,4173	-0,4432	0,1469	2
500	2002	-0,2650	0,3136	0,4033	-0,2650	1,1949	-1,1099	0,5800	2
	2003	–	–	–	–	–	–	–	0
	2004	-0,3250	0,6440	0,2928	0,1204	0,8740	-1,3319	0,2367	3
	2005	0,5885	0,9632	0,1950	0,6333	1,3663	-1,3180	2,2314	5
	2006	-0,0282	0,1615	0,4381	-0,1096	0,4943	-0,6776	0,8130	8
	2007	-0,2054	2,5551	0,0418	-0,1932	0,1608	-0,3867	-0,0484	4
	2008	-0,3106	2,7640	0,1105	-0,3106	0,1589	-0,4229	-0,1982	2
	2009	–	–	–	–	–	–	–	0
	2010	–	–	–	–	–	–	–	0
750	2002	-0,2551	0,2406	0,4248	-0,2551	1,4995	-1,3154	0,8052	2
	2003	–	–	–	–	–	–	–	0
	2004	-0,6875	1,0161	0,2475	-0,6875	0,9570	-1,3642	-0,0109	2
	2005	0,7241	1,4636	0,1198	0,4356	0,9895	-0,1244	2,1495	4
	2006	-0,0808	0,5926	0,2860	-0,1407	0,3856	-0,5115	0,5515	8
	2007	-0,2667	1,7742	0,0871	-0,3588	0,3007	-0,5085	0,1591	4
	2008	-0,2584	0,6946	0,3068	-0,2584	0,5262	-0,6305	0,1136	2
	2009	–	–	–	–	–	–	–	0
	2010	–	–	–	–	–	–	–	0
1000	2002	-0,5708	2,4566	0,1231	-0,5708	0,3286	-0,8032	-0,3384	2
	2003	–	–	–	–	–	–	–	0
	2004	-0,7057	–	–	-0,7057	–	-0,7057	-0,7057	1
	2005	0,5765	0,7645	0,2501	-0,0790	1,5081	-0,3501	2,8140	4
	2006	0,0303	0,1077	0,4592	-0,3213	0,6897	-0,5673	0,9956	6
	2007	-0,2890	1,8683	0,0793	-0,4047	0,3094	-0,5037	0,1568	4
	2008	-0,5970	–	–	-0,5970	–	-0,5970	-0,5970	1
	2009	–	–	–	–	–	–	–	0
	2010	–	–	–	–	–	–	–	0

Tabela 4.22 (cd.)

1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Pozostałe spółki									
250	2002	1,4416	–	–	1,4416	–	1,4416	1,4416	1
	2003	–0,5277	3,0736	0,0272	–0,5291	0,3434	–0,8296	–0,2232	4
	2004	–0,1718	1,5662	0,0645	–0,2853	0,5803	–0,8522	1,5356	28
	2005	0,2704	1,5526	0,0659	0,1351	0,9378	–0,7531	3,5965	29
	2006	0,1074	1,0533	0,1516	0,0170	0,4994	–0,6728	1,1886	24
	2007	–0,0413	1,0583	0,1474	–0,0590	0,2868	–0,4104	1,3206	54
	2008	0,3250	1,2435	0,1137	0,0309	1,2259	–0,7144	5,6055	22
	2009	–0,2136	1,2218	0,1264	–0,1573	0,5530	–1,0842	0,8955	10
	2010	–0,1496	3,0109	0,0039	–0,2228	0,2108	–0,4015	0,3040	18
500	2002	4,4045	–	–	4,4045	–	4,4045	4,4045	1
	2003	–1,1070	7,2741	0,0027	–1,2004	0,3044	–1,3533	–0,6741	4
	2004	0,2697	0,9814	0,1675	–0,2280	1,4539	–1,3897	3,2684	28
	2005	2,2473	1,5135	0,0707	0,3364	7,9961	–1,5405	40,2755	29
	2006	–0,2187	2,7605	0,0056	–0,2420	0,3881	–0,7360	0,9924	24
	2007	–0,0752	1,2995	0,0998	–0,1766	0,4210	–0,5086	2,3647	53
	2008	0,1753	0,9000	0,1892	–0,0270	0,9136	–1,2958	2,7871	22
	2009	–0,3455	2,1062	0,0322	–0,4217	0,5187	–1,0211	0,5263	10
	2010	–0,5581	–	–	–0,5581	–	–0,5581	–0,5581	1
750	2002	2,4336	–	–	2,4336	–	2,4336	2,4336	1
	2003	–1,5192	6,5059	0,0037	–1,5851	0,4670	–1,9839	–0,9228	4
	2004	0,4578	1,0694	0,1473	–0,1453	2,2242	–1,7524	7,7736	27
	2005	0,2122	1,0437	0,1533	0,0859	1,0367	–1,5278	2,0649	26
	2006	–0,2782	4,2508	0,0002	–0,3614	0,3206	–0,7448	0,7122	24
	2007	–0,0406	0,4123	0,3409	–0,2145	0,7167	–0,6952	4,2050	53
	2008	–0,0301	0,1556	0,4389	–0,2476	0,8852	–1,1023	2,6614	21
	2009	–0,8217	2721,8	0,0001	–0,8217	0,0004	–0,8220	–0,8214	2
	2010	–	–	–	–	–	–	–	0
1000	2002	3,5939	–	–	3,5939	–	3,5939	3,5939	1
	2003	–1,8236	5,3006	0,0066	–2,0030	0,6881	–2,4298	–0,8586	4
	2004	0,4190	1,2041	0,1199	–0,0278	1,7743	–1,6391	5,4644	26
	2005	0,0372	0,2857	0,3887	–0,0186	0,6641	–0,9309	1,9834	26
	2006	–0,3663	4,4393	0,0001	–0,4087	0,4042	–0,8564	1,1389	24
	2007	–0,1163	0,8488	0,2000	–0,3108	0,9787	–0,7634	6,0533	51
	2008	–0,0662	0,1576	0,4405	–0,4401	1,0291	–0,7100	2,0037	6
	2009	–	–	–	–	–	–	–	0
	2010	–	–	–	–	–	–	–	0

Źródło: jak do tab. 4.20.

Tabela 4.23

Wybrane statystyki opisowe stóp *BAHR* dla spółek, które zrealizowały pierwsze publiczne oferty sprzedaży akcji w latach 2002–2010 – ujęcie sektorowe

Dzień notowań	Miara	Spółki portfe- lowe fundu- szy <i>private</i> <i>equity</i>	Pozostałe spółki	Spółki portfe- lowe fundu- szy <i>private</i> <i>equity</i>	Pozostałe spółki
		Handel		Informatyka	
250	Średnia arytmetyczna	–0,0489	0,0342	–0,1213	0,0297
	<i>p</i> -value	0,4218	0,3692	0,1871	0,3788
	Mediana	–0,0998	0,1200	–0,0439	–0,0130
	Liczba spółek	4	22	8	19
500	Średnia arytmetyczna	0,0706	–0,1867	–0,1872	2,4086
	<i>p</i> -value	0,4366	0,0606	0,2463	0,1630
	Mediana	0,3795	–0,1834	–0,1062	–0,1767
	Liczba spółek	4	21	7	17
750	Średnia arytmetyczna	–0,0052	–0,2317	–0,2932	0,0374
	<i>p</i> -value	0,4958	0,1418	0,1601	0,4530
	Mediana	0,2447	–0,4124	–0,2744	–0,3536
	Liczba spółek	4	21	6	17
1000	Średnia arytmetyczna	–0,0454	–0,0558	–0,1801	–0,1341
	<i>p</i> -value	0,4520	0,4271	0,2905	0,2465
	Mediana	–0,0979	–0,4643	–0,4193	–0,2604
	Liczba spółek	4	19	5	16
		Przemysł inne		Usługi inne	
250	Średnia arytmetyczna	–0,0855	–0,1316	0,1828	0,1854
	<i>p</i> -value	0,3555	0,0222	0,2366	0,2162
	Mediana	0,0230	–0,1540	0,1691	–0,0441
	Liczba spółek	5	18	4	26
500	Średnia arytmetyczna	0,3930	–0,2252	0,2092	0,1444
	<i>p</i> -value	0,2851	0,0804	0,3287	0,2537
	Mediana	–0,1035	–0,1604	–0,1093	–0,1728
	Liczba spółek	4	17	4	23
750	Średnia arytmetyczna	0,3986	–0,1449	–0,0845	0,0642
	<i>p</i> -value	0,2728	0,2180	0,3680	0,4096
	Mediana	–0,1407	–0,2835	–0,2135	–0,1580
	Liczba spółek	4	14	4	22
1000	Średnia arytmetyczna	0,6992	–0,3268	–0,3948	0,1037
	<i>p</i> -value	0,2887	0,0117	0,0223	0,4089
	Mediana	–0,2233	–0,3562	–0,3163	–0,2455
	Liczba spółek	3	13	3	16

Źródło: jak do tab. 4.20.

Wykres 4.14. Wskaźnik bogactwa WR_T dla spółek giełdowych debiutujących na GPW w Warszawie w latach 2002–2010

Źródło: jak do wykresu 4.12.

Na wykresie 4.14 widać wyraźnie, iż niemalże od samego początku notowań giełdowych wartość wskaźnika bogactwa dla spółek portfelowych funduszy *private equity* kształtuje się poniżej 1. Oznacza to, iż lokowanie kapitału w akcje tych podmiotów dla graczy giełdowych nie okazałoby się korzystną strategią inwestycyjną. Na zdecydowanie wyższym poziomie analizowany wskaźnik kształtował się w przypadku pozostałych spółek. Dopiero po upływie ponad 3 lat od debiutu giełdowego ewidentne różnice pomiędzy dwoma analizowanymi grupami przedsiębiorstw zostały zniwelowane.

Względna niższa efektywność strategii inwestycyjnej polegającej na zakupie akcji spółek portfelowych funduszy *private equity* na zamknięciu w pierwszym dniu notowań giełdowych związana może być z negatywnie odbieraną przez inwestorów potencjalną podażą akcji ze strony funduszu. Przedsiębiorstwa objęte procesami dezinwestycji za pośrednictwem warszawskiej giełdy nie tworzą homogenicznej grupy pod względem możliwej podaży akcji. Wyniki badań empirycznych nad realizowanymi strategiami wskazują, iż w przypadku części spółek fundusze realizują całkowite wyjście z inwestycji, niwelując to ryzyko związane z pojawieniem się dodatkowej ilości akcji spółki na rynku. Badania empiryczne przeprowadzone z wykorzystaniem stóp *BAHR* wskazują na występowanie różnic w kształtowaniu się stóp zwrotu z inwestycji w akcje spółek w zależności od przyjętej przez fundusz *private equity* strategii dezinwestycji (zob. tab. 4.24).

Średnie stopy zwrotu wynikające z implementacji strategii inwestycyjnej typu *kup i trzymaj* w grupie spółek, gdzie zrealizowane zostało całkowite wyjście z inwestycji w większości rozpatrywanych momentów są dodatnie (zob. tab. 4.24). Inwestorzy giełdowi sprzedając akcje właśnie w tym dniu notowań zreali-

zowaliby zysk. Spostrzeżenie to potwierdza wartość średniej arytmetycznej oraz mediany. Całkowicie odmiennie sytuacja ta wygląda wśród spółek, gdzie dezinvestycja przyjęła postać częściowej redukcji zaangażowania kapitałowego. W większości wybranych do analizy dniach notowań giełdowych średnia arytmetyczna stopa BAHR kształtuje się poniżej 0. Co więcej mediana we wszystkich wskazanych momentach ma wartość ujemną.

Tabela 4.24

Wybrane statystyki opisowe stóp $BAHR_T$ dla spółek portfelowych funduszy *private equity*, które zrealizowały pierwsze oferty publiczne sprzedaży akcji w latach 2002–2010 w zależności od przyjętej strategii dezinvestycji

Wyszczególnienie	Dzień notowań						
	25	75	150	250	500	750	1000
Całkowite wyjście z inwestycji							
Średnia arytmetyczna	–0,0955	0,0098	0,0513	0,1111	–0,0367	0,0393	0,1358
Mediana	–0,0958	0,0024	0,0249	0,2442	0,0665	0,0134	–0,0403
Odchylenie standardowe	0,1296	0,2477	0,4281	0,5005	0,6759	0,3717	0,6424
Minimum	–0,3204	–0,3851	–0,7546	–0,7667	–1,3180	–0,4161	–0,5673
Maksimum	0,1265	0,3337	0,7017	0,6884	0,8130	0,5515	0,9956
Statystyka t	2,0839	0,1118	0,3389	0,6276	0,1535	0,2587	0,5179
p-value	0,0378	0,4571	0,3723	0,2751	0,4412	0,4031	0,3133
Liczba spółek	8	8	8	8	8	6	6
Częściowe wyjście z inwestycji							
Średnia arytmetyczna	–0,0727	–0,0823	–0,0783	–0,1590	0,0039	–0,0909	–0,1606
Mediana	–0,0434	–0,0777	–0,0691	–0,0952	–0,1096	–0,1451	–0,4201
Odchylenie standardowe	0,1070	0,1084	0,2453	0,3228	0,8788	0,8367	0,9671
Minimum	–0,3012	–0,2689	–0,3832	–0,7863	–1,3319	–1,3642	–0,8032
Maksimum	0,0974	0,1369	0,6557	0,4083	2,2314	2,1495	2,8140
Statystyka t	2,8822	3,2210	1,3541	2,0902	0,0179	0,4346	0,5753
p-value	0,0052	0,0025	0,0967	0,0260	0,4930	0,3350	0,2883
Liczba spółek	18	18	18	18	16	16	12

Źródło: jak do tab. 4.20.

Do rozpoznania odmiennego kształtowania się kursów akcji spółek portfelowych funduszy *private equity* w zależności od tego, czy realizacja zysku funduszu przyjęła postać częściowego czy całkowitego wyjścia z inwestycji wykorzystany został również wskaźnik względnego bogactwa. Wyznaczenie tej miary efektywności inwestycji w akcje analizowanych spółek publicznych w kolejnych dniach notowań pozwoliło zauważyć wyraźne zróżnicowanie efektywności inwestycji w akcje spółek portfelowych funduszy *private equity* w zależności od stopnia realizowanego wyjścia z inwestycji w okresie od około 40 do 450 notowania giełdowego (zob. wykres 4.15).

Wykres 4.15. Wskaźnik bogactwa WR_T dla spółek portfelowych funduszy *private equity* debiutujących na GPW w Warszawie w latach 2002–2010 w zależności od zakresu zrealizowanej dezinvestycji

Źródło: jak do wykresu 4.12.

Przedstawione na wykresie 4.15 wyniki wskazują, że inwestycja w akcje spółek portfelowych, w których fundusze zrealizowały strategię częściowego wyjścia z inwestycji w ramach pierwszej oferty publicznej cechuje się wartościami wskaźnika względnego bogactwa na poziomie poniżej 1 niemalże w całym analizowanym okresie. Dla inwestorów, którzy obraliby przyjętą w badaniach strategię *buy&hold* wobec tych spółek oznaczałoby to konieczność zanotowania strat na danym portfelu inwestycyjnym. Zdecydowanie korzystniejszą strategią inwestycyjną okazałaby się inwestycja w akcje spółek wobec których fundusze *private equity* zrealizowały całkowite wyjście z inwestycji w ciągu roku od debiutu giełdowego. Pomimo że w tym przypadku można również wskazać okresy, kiedy taka inwestycja przyniosłaby stratę to w przeważającej części wskaźnik względnego bogactwa dla tej grupy spółek znajduje się na poziomie przewyższającym wartość wyznaczoną dla przedsiębiorstw udziałowych, w których podjęto decyzję o częściowym wyjściu z inwestycji funduszu *private equity*.

ZAKOŃCZENIE

Dezinwestycja jest ostatnim etapem procesu inwestycyjnego funduszy *private equity*, które aktywnie działając na rynku kapitału podwyższonego ryzyka chcą osiągnąć nadzwyczajne stopy zwrotu z zainwestowanego w spółki portfelowe kapitału finansowego i menedżerskiego. Dezinwestycja stanowi niezwykle ważny moment w całym cyklu życia dotychczasowego przedsiębiorstwa udziałowego. Z jednej strony oznacza dla spółki zakończenie współpracy z inwestorem strategicznym, który wcześniej udostępniał niezbędny kapitał pieniężny oraz wsparcie kapitałem menedżerskim, z drugiej zaś otwiera nowy okres i warunki działania przedsiębiorstwa portfelowego jako w pełni samodzielnej jednostki. Dezinwestycja jest zwieńczeniem wcześniejszych wysiłków wszystkich podmiotów zaangażowanych w proces pomnażania wartości rynkowej spółek portfelowych. Przebiega ona z różnym natężeniem i realizowana jest w różnych formach. Jednym ze sposobów realizacji dezinwestycji funduszy *private equity* jest metoda pierwszej oferty publicznej.

Analiza działalności funduszy *private equity* wskazuje na ich wzrastającą rolę na polskim rynku kapitałowym oraz na istotne znaczenie GPW w Warszawie w procesie dezinwestycji. Wprowadzenie spółki portfelowej na giełdę, a następnie sprzedaż posiadanych przez fundusz akcji za jej pośrednictwem traktowane jest przez polskie firmy zarządzające funduszami *private equity* jako jedna z podstawowych i ważnych metod wyjścia z inwestycji. Między działalnością funduszy *private equity* a funkcjonowaniem GPW w Warszawie występują korzystne relacje. Mający miejsce rozwój rynku kapitałowego wspiera ekspansję działalności funduszy *private equity*, zapewniając im atrakcyjną ścieżkę wyjścia z inwestycji. Z drugiej strony, fundusze dążąc do wprowadzenia akcji spółek portfelowych do publicznego obrotu wspierają rozwój tego rynku.

W latach 2002–2010 wśród nowych spółek, które pojawiły się na GPW w Warszawie w wyniku realizacji pierwszej oferty publicznej ponad 12% stanowiły przedsiębiorstwa, które do sfinansowania rozwoju na wcześniejszych etapach wykorzystwały środki pochodzące z funduszy *private equity*. Mając na uwadze rozmiary oraz relatywnie skromne doświadczenia polskiego rynku kapitału podwyższonego ryzyka wynik ten należy uznać za ważny, a fundusze *priva-*

te equity określić jako jednostki wspierające w sposób istotny rozwój polskiego rynku kapitałowego.

Badania nad procesami dezinwestycji realizowanymi metodą pierwszej oferty publicznej wykazały, iż w warunkach polskiego publicznego rynku papierów wartościowych fundusze *private equity* nie stosują homogenicznych strategii redukcji zaangażowania kapitałowego w spółki portfelowe.

Redukcja zaangażowania kapitałowego funduszu *private equity* w przedsiębiorstwo udziałowe osiągnięta przez wprowadzenie akcji spółki do obrotu giełdowego, a następnie ich sprzedaż za pośrednictwem publicznego rynku papierów wartościowych przybiera zróżnicowany zakres. Pierwsza oferta publiczna jako metoda dezinwestycji jest wykorzystywana głównie do implementacji strategii częściowego wyjścia z inwestycji funduszu *private equity*. Całkowite zbycie papierów wartościowych przedsiębiorstwa udziałowego zwykle następuje w terminie późniejszym. Znacząca część analizowanych inwestycji funduszy *private equity* nie została zakończona. Wydłużający się okres pomiędzy debiutem giełdowym a całkowitą redukcją zaangażowania kapitałowego funduszu *private equity* w spółkę portfelową świadczy o występowaniu ograniczeń w swobodnej sprzedaży posiadanych akcji za pośrednictwem krajowego publicznego rynku papierów wartościowych.

Badania empiryczne przeprowadzone na grupie przedsiębiorstw objętych procesami dezinwestycji w drodze publicznej sprzedaży akcji poprzez GPW w Warszawie wskazują na występowanie zróżnicowanych efektów tych przedsięwzięć.

W spółkach portfelowych funduszy *private equity* poddanych dezinwestycji metodą pierwszej oferty publicznej po debiucie giełdowym zaobserwowane zostało okresowe zmniejszenie rentowności kapitału własnego. Przyczyną zmian tej rentowności było zmniejszenie sprawności operacyjnej oraz zmiana struktury finansowania tych jednostek gospodarczych. Zaobserwowany spadek rentowności kapitału własnego miał trwały charakter, a uzyskane wyniki były istotne statystycznie.

Analiza kosztów przeprowadzenia pierwszych ofert publicznych badanych spółek portfelowych funduszy *private equity* uwiarydla, iż przeciętny bezpośredni koszt oferty wynosił przeszło 2 mln zł, a prawie połowa tej kwoty przeznaczana była na wydatki związane z przygotowaniem i przeprowadzeniem oferty. Udział kosztów bezpośrednich w wartości oferty zmniejszał się wraz z jej wzrostem.

Badania empiryczne pierwszych ofert publicznych zrealizowanych w latach 2002–2010 na GPW w Warszawie potwierdziły, iż stopa zwrotu z akcji spółek portfelowych funduszy *private equity* w pierwszym dniu notowań giełdowych jest niższa od stóp zwrotu z akcji pozostałych spółek w dniu ich debiutu giełdowego. Na efektywność podejmowanych przez fundusze *private equity* działań inwestycyjnych wpływ ma koszt *implicite* będący wynikiem zaobserwowanego

niedowartościowania akcji oferowanych do nabycia w ramach pierwszej oferty publicznej. Dla analizowanych przedsiębiorstw koszt ten wyniósł średnio ponad 5% wartości spółki, przy wycenie jej akcji według ceny emisyjnej. Wyniki badań empirycznych wskazują, że koszt niedowartościowania akcji zbywanych w ramach pierwszej oferty publicznej przedsiębiorstwa udziałowego alokowany jest głównie na fundusz *private equity*.

Wyniki badań empirycznych nad kształtowaniem się kursów akcji spółek portfelowych funduszy *private equity* w średnim i długim okresie wskazują, iż stopy zwrotu z akcji tych podmiotów kształtują się średnio poniżej stóp zwrotu z akcji pozostałych spółek. Sytuacja ta utrzymuje się w okresie około trzech lat od pierwszego notowania na giełdzie papierów wartościowych. Przyczyną występowania odmiennego kształtowania się kursów akcji spółek wprowadzonych do publicznego obrotu w celu realizacji procesów dezinwestycji może być ryzyko związane z dodatkową podażą akcji z portfela inwestycyjnego funduszu *private equity*. Ryzyko to występuje w sytuacji, kiedy redukcja zaangażowania kapitałowego funduszu *private equity* w spółkę portfelową nie została zakończona. W praktyce dezinwestycji występuje znaczne zróżnicowanie poziomu stóp zwrotu z akcji spółek portfelowych poddanych pełnemu i częściowemu wyjściu z inwestycji funduszu *private equity*. Zwłaszcza w okresie dwóch początkowych lat notowań giełdowych w spółkach, wobec których zastosowana została strategia pełnego wyjścia z inwestycji funduszu *private equity*, obserwowane są wyższe długoterminowe stopy zwrotu z akcji w porównaniu ze spółkami portfelowymi funduszy *private equity*, w których zrealizowana została formuła częściowego wyjścia z inwestycji.

Przedstawiona synteza wyników analizy literatury przedmiotu oraz badań empirycznych może być uznana za ważną podstawą odniesienia dla przyszłych badań kierunków, efektów, determinant i sposobów realizacji procesów dezinwestycji funduszy *private equity*.

BIBLIOGRAFIA

- Adamczyk J., *Spółeczna odpowiedzialność przedsiębiorstw*, PWE, Warszawa 2009.
- Ahern K. R., *Sample selection and event study estimation*, „Journal of Empirical Finance” 2009, Vol. 16.
- Akerlof A., *The Market for 'Lemons': Quality Uncertainty and the Market Mechanism*, „The Quarterly Journal of Economics” 1970, Vol. 84, No. 3.
- Ang J. S., Brau J. C., *Firm Transparency And The Costs Of Going Public*, „The Journal of Financial Research”, Spring 2002, Vol. XXV, No. 1.
- Anson M. J. P., *The Handbook of Alternative Assets*, John Wiley&Sons, 2002.
- Balicki A., *Analiza przeżycia i tablice wymieralności*, PWE, Warszawa 2006.
- Ball E., Chiu H-H., Smith R., *Exit Choices of Venture-Backed Firms: IPO v. Acquisition*, 2008, <http://ssrn.com/abstract=1301288>.
- Barnes E., McCarthy Y., *Grandstanding in the UK Venture capital Industry*, EFMA 2002 London Meetings.
- Barry B., *Initial Public Offering Underpricing: The Issuer's View-A Comment*, „The Journal of Finance”, September 1989, Vol. 44, No. 4.
- Barry B., Muscarella C., Peavy J. W., Vetsuypens M. R., *The Role of Venture capital in the Creation of Public Companies: Evidence from the Going-Public Process*, „Journal of Financial Economics” 1990, Vol. 27, Issue 2.
- Bascha A., Walz U., *Convertible securities and optimal exit decisions in venture capital finance*, „Journal of Corporate Finance” 2001, Vol. 7.
- Bayar O., Chemmanur T. J., *IPOs versus Acquisitions and the Valuation Premium Puzzle: A Theory of Exit Choice by Entrepreneurs and Venture capitalists*, „Journal of Financial and Quantitative Analysis”, August 2010.
- Bednarski L., Borowiecki R., Duraj J., Kurtys E., Waśniewski T., Wersty B., *Analiza ekonomiczna przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego we Wrocławiu, Wrocław 1996.
- Berle A. A., Means G. C., *The modern corporation and private property*, Macmillan, New York, 1932.
- Bessler W., Seim M., *The performance of venture-backed IPOs in Europe*, „Venture capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance” 2012.
- Bielski I., *Innowacje w kreowaniu zdolności konkurencyjnej przedsiębiorstwa*, Wydawnictwa Uczelniane Uniwersytetu Technologiczno-Przyrodniczego, Bydgoszcz 2007.
- Bienz C., Leite T. E., *A Pecking Order of Venture capital Exits*, April 2008.
- Bienz C., Walz U., *Venture capital Exit Rights*, CFS Working Paper No. 05, 2009.
- Black B. S., Gilson R. J., *Venture capital and the structure of capital markets: Banks versus stock markets*, „Journal of Financial Economics” 1998, Vol. 47.
- Bloomfield S., *Venture capital Funding. A Practical Guide to Raising Finance*, Kogan Page Limited 2005.

- Boehme R. D., Sorescu S. M., *The Long-run Performance Following Dividend Initiations and Resumptions: Underreaction Or Product of Chance?*, „The Journal of Finance” 2002, Vol. 57, No. 2.
- Borowiecki R. (red.), *Pomiar i ocena procesów kreowania wartości w badaniu efektywności przedsiębiorstwa*, Fundacja Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, Kraków 2009.
- Borowiecki R., Jaki A., Misiołek K., Rojek T., *Nadzór korporacyjny w procesie kreowania wartości i rozwoju przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo ABRYS, Kraków 2005.
- Bottazzi L., Da Rin M., Hellmann T., *Who are the active investors? Evidence from venture capital*, „Journal of Financial Economics” 2008, Vol. 89.
- Boulton J., Smart S. B., Zutter C. J., *IPO underpricing and international corporate governance*, „Journal of International Business Studies” 2010, Vol. 41.
- Brander J. A., Amit R., Antweiler W., *Venture-Capital Syndication: Improved Venture Selection vs. the Value-Added Hypothesis*, „Journal of Economics&Management Strategy” 2002, Vol. 11, No. 3.
- Brau C., Francis B., Kohers N., *The Choice of IPO versus Takeover: Empirical Evidence*, „Journal of Business” 2003, Vol. 76, No. 4.
- Brav A., Geczy C., Gompers P. A., *Is the abnormal return following equity issuances anomalous?*, „Journal of Financial Economics” 2000, Vol. 56.
- Brav A., Gompers P. A., *Myth or reality? The long-run underperformance of initial public offerings: Evidence from venture and nonventure capital-backed companies*, „The Journal of Finance” 1997, Vol. 52.
- Brav A., *Inference in Long-Horizon Event Studies: A Bayesian Approach with Application to Initial Public Offerings*, „The Journal Of Finance” 2000, Vol. 55, No. 5.
- Brennan M. J., Franks J., *Underpricing, ownership and control in initial public offerings of equity securities in the UK*, „Journal of Financial Economics”, September 1997, Vol. 45, Issue 3.
- Brzozowska K., *Business Angels na rynku kapitałowym. Motywacje, inwestowanie, efekty*, CeDeWu, Warszawa 2008.
- Cai J., Wei, C. J., *The investment and operating performance of Japanese initial public offerings*, „Pacific-Basin Finance Journal” 1997, Vol. 5.
- Central and Eastern Europe Statistics 2009–2011, An EVCA Special Paper.*
- Chan K., Ikenberry D. L., Lee I., Wang Y., *Share repurchases as a potential tool to mislead investors*, „Journal of Corporate Finance” 2010, Vol. 16.
- Ciejpa-Znamirowski K., *Ekonomiczne ograniczenia rozwoju rynku kapitałowego w Polsce*, Wydawnictwo KUL, Lublin 2004.
- Cleifie Ch. C., *Venture capital in Europe*, [w:] J. M. Gibb, *Venture capital Markets for Regeneration of Industry*, Amsterdam 1984.
- Coakley J., Hadass L., Wood A., *Post-ipo operating performance, venture capitalists and market timing*, Discussion Paper No.04–16, University of Essex, 2004.
- Cochrane J. H., *The risk and return of venture capital*, „Journal of Financial Economics” 2005, Vol. 75.
- Corrado J., *Event studies: A methodology review*, „Accounting and Finance” 2011, Vol. 51.
- Cumming D. (red.), *The Oxford Handbook of Entrepreneurial Finance*, Oxford University Press, New York 2012.
- Cumming D. J., Johan S. A., *Information asymmetries, agency costs and venture capital exit outcomes*, „Venture capital” 2008, Vol. 10, No. 3.
- Cumming D. J., Fleming G., Schwienbacher A., *Liquidity Risk and Venture capital Finance*, „Financial Management” 2005, Vol. 34, Issue 4.
- Cumming D. J., Fleming G., Schwienbacher A., *Legality and venture capital exits*, „Journal of Corporate Finance” 2006, Vol. 12.
- Cumming D. J., Fleming G., Suchard J-A., *Venture Capitalist Value-added Activities, Fundraising and Drawdowns*, „Journal of Banking&Finance” 2005, Vol. 29.

- Cumming D. J., Johan S. A., *Venture capital and Private equity Contracting. An International Perspective*, Elsevier 2009.
- Cumming D. J., MacIntosh J. G., *A cross-country comparison of full and partial venture capital exits*, „Journal of Banking & Finance” 2003, Vol. 27.
- Cumming D. J., MacIntosh J. G., *Venture capital investment duration in Canada and the United States*, „Journal of Multinational Financial Management” 2001, Vol. 11.
- Cumming D. J., MacIntosh J. G., *Venture-capital exits in Canada and United States*, „University of Toronto Law Journal” 2003.
- Da Silva Rosa R., Lee P., Skott M., Walter T., *Competition in the Market for Takeover Advisers*, „Australian Journal of Management” 2004, Vol. 29.
- Das S. R., Jagannathan M., Sarin A., *Private equity returns: An empirical examination of the exit of venture-backed companies*, „Journal of Investment Management” 2003, Vol. 1, No. 1.
- De Clercq D., Dimov D., *Internal Knowledge Development and External Knowledge Access in Venture Capital Investment Performance*, „Journal of Management Studies”, May 2008, Vol. 45.
- De Clercq D., Manigart S., *The venture capital post-investment phase: Opening the black box of involvement*, [w:] H. Landström (red.), *Handbook of research on Venture capital*, Edward Elgar, 2007.
- Draho J., *The IPO Decision. Why and How Companies Go Public*, Edward Elgar Publishing, 2005.
- Droga na giełdę*, PricewaterhouseCoopers, 2011, <http://www.pwc.pl>.
- Droga na giełdę. Jak przygotować spółkę do emisji publicznej*, praca zbiorowa ekspertów BDO, Difin, Warszawa 2008.
- Duraj J., Papiernik-Wojdera M., *Przedsiębiorczość i innowacyjność*, Difin, Warszawa 2010.
- Duraj J., *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym*, PWE, Warszawa 1996.
- Duraj J., Sajnog A., *Rentowność kapitału własnego giełdowych spółek przemysłowych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2011.
- Eckbo B., Norli Ø., *Liquidity risk, leverage and long-run IPO returns*, „Journal of Corporate Finance” 2005, Vol. 11.
- Eckermann M., *Venture capitalists' Exit Strategies under Information Asymmetry. Evidence from the U.S. Venture capital Market*, Deutscher Universität-Verlag, Wiesbaden 2006.
- Eisenhardt M., *Agency theory. An assessment and review*, „The Academy of Management Review” 1989, Vol. 14, No. 1.
- EVCA Yearbook 2003–2011*, European Private Equity & Venture Capital Association, Zaventem, Belgium.
- Fama E. F., *Efficient Capital Markets: II*, „The Journal of Finance”, December 1991, Vol. 46, No. 5.
- Fama E. F., Jensen M. C., *Separation of ownership and control*, „Journal of Law and Economics” 1983, Vol. 26, No. 2.
- Fenn G. W., Liang N., Prowse S., *The Economics of the Private equity Market*, „Federal Reserve Bulletin”, January 1996.
- Field L. C., Sheehan D. P., *IPO underpricing and outside blockholdings*, „Journal of Corporate Finance” 2004, Vol. 10.
- Franzke A., *Underpricing of Venture-Backed and Non Venture-Backed IPOs: Germany's Neuer Markt*, RICA Working Paper No. 003.
- Fraser-Sampson G., *Private equity as an Asset Class*, WilleyFinance, 2007.
- Frąckowiak W. (red.), *Fuzje i przejęcia*, PWE, Warszawa 2009.
- Gifford S., *The allocation of limited entrepreneurial attention*, Kulwer Academic Publisher, 1998.

- Giot P., Schwienbacher A., *IPOs, trade sales and liquidations: Modeling venture capital exits using survival analysis*, „Journal of Banking and Finance” 2007, Vol. 31.
- Gladstone D., Gladstone L., *Venture capital Handbook: An Entrepreneur's Guide to Raising Venture capital*, Financial Times Prentice Hall, Londyn–New York 2001.
- Gompers P. A., *Grandstanding in the venture capital industry*, „Journal of Financial Economics” 1996, Vol. 42.
- Gompers P. A., *Optimal Investment, Monitoring, and the Staging of Venture capital*, „Journal of Finance” 1995, Vol. 50, Issue 5.
- Gompers P. A., Lerner J., *The Determinants of Corporate Venture capital Success: Organizational Structure, Incentives, and Complementarities*, NBER Working Paper No. 6725, <http://www.nber.org/papers/w6725.pdf>.
- Gompers P. A., Lerner J., *The Venture Capital Cycle*, MIT Press, Cambridge Massachusetts 2006.
- Gompers P. A., Lerner J., *The Venture Capital Revolution*, „The Journal of Economic Perspectives” 2001, Vol. 15, No. 2.
- Gorman M., Sahlman W., *What do venture capitalists do?*, „Journal of Business Venturing”, July 1989, Vol. 4, No. 4.
- Gorynia M., *Przedsiębiorstwo w nowej ekonomii instytucjonalnej*, „Ekonomista” 1999, nr 6.
- Groh, A. P., von Liechtenstein H., *How Attractive is Central Eastern Europe for Risk Capital Investors?*, „Journal of International Money and Finance” 2009, Vol. 28, No. 4.
- Grullon G., Michaely R., *Dividends, Share Repurchases, and the Substitution Hypothesis*, „The Journal of Finance”, August 2002, Vol. 57, No. 4.
- Grzywacz J., Okońska A., *Venture capital a potrzeby kapitałowe małych i średnich przedsiębiorstw*, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2005.
- Guler I., *Throwing Good Money after Bad? Political and Institutional Influences on Sequential Decision Making in the Venture Capital Industry*, „Administrative Science Quarterly” 2007, Vol. 52.
- Gurgul H., *Analiza zdarzeń na rynkach akcji*, Oficyna a Wolters Kluwer business, Warszawa 2012.
- Hanouna P. E., Sarin A., Shapiro A. C., *Value of Corporate Control: Some International Evidence*, USC Finance&Business Econ. Working Paper No. 01-4, 2001.
- Hellmann T., *A theory of strategic venture investing*, „Journal of Financial Economics” 2002, Vol. 64.
- Hochberg Y. V., Ljungqvist A., Lu Y., *Venture Capital Networks and Investment Performance*, „The Journal of Finance” 2007, Vol. 62, No. 1.
- How J., Ngo K., Verhoeven P., *Dividend initiations and long-run IPO performance*, „Australian Journal of Management” 2011, Vol. 36, No. 2.
- Hsu H., *What Do Entrepreneurs Pay for Venture capital Affiliation?*, „The Journal of Finance”, August 2004, Vol. LIX, No. 4.
- Ibbotson G., *Price Performance of Common Stock New Issues*, „Journal of Financial Economics”, September 1975, Vol. 2, Issue 3.
- Ikenberry D. L., Rankine G., Stice E. K., *What Do Stock Splits Really Signal?*, „Journal of Financial and Quantitative Analysis” 1996, Vol. 31.
- IPO Watch Europe – Review of the year 2008*, PricewaterhouseCoopers, 2009.
- IPO Watch Europe – Review of the year 2010*, PricewaterhouseCoopers, 2011.
- Jain B., Kini O., *The post-issue operating performance of IPO firms*, „Journal of Finance” 1994, Vol. 49.
- Janicka M., *Liberalizacja przepływów kapitałowych w gospodarce światowej. Przypadek Polski*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2010.
- Janicka M., *Wpływ procesów prywatyzacyjnych na rozwój rynku kapitałowego w Polsce*, „Acta Universitatis Lodzensis”, Folia Oeconomica 151, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2000.

- Jensen M. C., Meckling W. H., *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, „Journal of Financial Economics”, October 1976, Vol. 3, No. 4.
- Jeżak J. (red.), *Struktury i formy sprawowania władzy w spółkach kapitałowych*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2005.
- Jeżak J., *Ład korporacyjny. Doświadczenia oraz kierunki rozwoju*, Wydawnictwo C. H. Beck, Warszawa 2010.
- Jobman D. R., *The Handbook of Alternative Investment*, John Wiley&Sons, Inc., New York 2002.
- Jóźwiak J., Podgórski J., *Statystyka od podstaw*, PWE, Warszawa 2000.
- Kanatas G., Stefanadis Ch., *Venture capital, IPO underpricing, and going-public decisions*, Working Paper, Jones School of Management, 2005.
- Kaplan S. N., Strömberg P., *Characteristics, Contracts, and Actions: Evidence from Venture capitalist Analyses*, „The Journal of Finance” 2004, Vol. LIX, No. 5.
- Kaplan S., Strömberg P., *Financial Contracting Theory Meets the Real World: An Empirical Analysis of Venture capital Contracts*, „Review of Economic Studies” 2002.
- Kierunek – Giełda: przebieg procesu wchodzenia spółek na Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie w latach 2004–2006*, Raport KPMG/GPW, Warszawa 2006.
- Kim W., Weisbach M. S., *Do firms go public to raise capital?*, NBER Working Paper Series, Working Paper 11197, <http://www.nber.org/papers/w11197>.
- Kochalski C., *Koszty w przedsiębiorstwie zarządzanym przez wartość. Ujęcie modelowe*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2006.
- Kooli M., Suret J.-M., *The Underpricing of Initial Public Offerings: Further Canadian Evidence*, Scientific Series CIRANO, Montreal 2001.
- Kornasiewicz A., *Venture capital w krajach rozwiniętych i w Polsce*, CeDeWu, Warszawa 2004.
- Koźmiński A. K., Piotrowski W. (red.), *Zarządzanie, Teoria i Praktyka*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2004.
- Kraft V., *Erfolgreiches Managment von Private equity-Investitionen in Turnarounds und Restrukturierungen*, Universität St. Gallen Working Paper, 2001.
- Kutsuna, K., Okamura H., Cowling M., *Ownership structure pre- and post-IPOS and the operating performance of JASDAQ companies*, „Pacific-Basin Finance Journal” 2002, Vol. 10.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R., *Investor protection and corporate governance*, „Journal of Financial Economics” 2000, Vol. 58.
- Landström H., *Handbook of Research on Venture capital*, Edward Elger, 2007.
- Landström H., *Venture capital Investment Process in a Decision Theory Framework*, [w:] J. M. Vecina, *SME's Internalization, Networks and Strategy*, Avebury 1995.
- Lee P. M., Wahal S., *Grandstanding, certification and the underpricing of venture capital backed IPOs*, „Journal of Financial Economics” 2004, Vol. 73, No. 2.
- Lewandowska L., *Finansowanie w kontekście pozycji konkurencyjnej firmy*, [w:] J. Duraj (red.), *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2008.
- Lewandowska L., *Niekonwencjonalne formy finansowania przedsiębiorczości*, ODIDK Sp. z o.o., Gdańsk 2000.
- Ljungqvist A., *IPO underpricing*, [w:] B.E. Eckbo (red.), *Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance*, Vol. A, Chapter 7, 2006.
- Loughran T., Ritter J. R., Rydqvist K., *Initial public offerings: International insights*, „Pacific-Basin Finance Journal” 1994, Vol. 2.
- Loughran T., Ritter J. R., *The new issues puzzle*, „The Journal of Finance” 1995, Vol. L, No. 1.
- Machała R., *Przejęcia i fuzje. Wpływ na wartość firm*, Oficyna Wydawnicza „UNIMEX”, Wrocław 2007.

- Mackinlay C., *Event Studies in Economics and Finance*, „Journal of Economic Literature”, March 1997, Vol. XXXV.
- Maier B., Walker D. A., *The role of venture capital in financing small business*, „Journal of Business Venturing” 1987, Vol. 2, Issue 3.
- Marcinkowska M., *Ocena działalności instytucji finansowych*, Difin, Warszawa 2007.
- Marcinkowska M., *Wpływ władztwa korporacyjnego na tworzenie wartości przedsiębiorstwa*, [w:] S. Rudolf (red.), *Rola nadzoru korporacyjnego w kreowaniu wartości przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2008.
- Mayera C., Schoorsb K., Yafeh Y., *Sources of funds and investment activities of venture capital funds: Evidence from Germany, Israel, Japan and the United Kingdom*, „Journal of Corporate Finance” 2005, Vol. 11.
- Meggison W. L., Weiss K. A., *Venture capitalists certification in initial public offerings*, „Journal of Finance” 1991, No. 46.
- Meuleman M., Wright M., Manigart S., Lockett A., *Private equity Syndication: Agency Costs, Reputation and Collaboration*, „Journal of Business Finance&Accounting”, June/July 2009, Vol. 36(5)&(6).
- Meyer T., Mathonet P.-Y., *Beyond the J-curve. Managing a Portfolio of Venture capital and Private equity Funds*, John Wiley&Sons, 2005.
- Mikkelsen W., Partch M., Shah K., *Ownership and operating performance of companies that go public*, „Journal of Financial Economics” 1997, Vol. 44.
- Mikołajczyk B., Krawczyk M., *Aniołowie Biznesu w sektorze MSP*, Difin, Warszawa 2007.
- Mikołajek-Gocjena M., *IPO jako źródło finansowania rozwoju spółki*, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2008.
- Mitchell M. L., Stafford E., *Managerial decisions and long-term stock price performance*, „The Journal of Business” 2000, Vol. 73.
- Müller R., Turner J. R., *The impact of principal-agent relationship and contract type on communication between project owner and manager*, „International Journal of Project Management” 2003, Vol. 23.
- Nahata R., *Venture capital reputation and investment performance*, „Journal of Financial Economics”, November 2008, Vol. 90, Issue 2.
- Nermend K., Kuciński A., *Pozycja Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie na tle europejskich parkietów*, „Studia i Materiały Polskiego Stowarzyszenia Zarządzania Wiedzą” 2011, nr 56.
- Neus W., Walz U., *Exit timing of venture capitalists in the course of an initial public offering*, „Journal of Financial Intermediation” 2005, Vol. 14.
- Ortgiese J., *Value Added by Venture Capital Firms*, JOSEF EUL VERLAG, Lohmar-Köln 2007.
- Pagano M., Panetta F., Zingales L., *Why Do Companies Go Public? A Empirical Analysis*, „The Journal of Finance” 1998, Vol. LIII, No. 1.
- Panfil M., *Fundusze private equity. Wpływ na wartość spółki*, Difin, Warszawa 2005.
- Panfil M., *Globalizacja inwestycji venture capital*, [w:] A. Szablewski (red.), *Migracja kapitału w globalnej gospodarce*, Difin, Warszawa 2009.
- Panfil M., *Mezzanine jako źródło finansowania dla przedsiębiorstwa*, CEO Magazyn Top Menedżerów, czerwiec 2008.
- Pastusiak R., *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym. Operacje giełdowe rynku publicznego i niepublicznego*, Wydawnictwa Fachowe CeDeWu.pl, Warszawa 2010.
- Penc J., *Zarządzanie innowacyjne. Sterowanie zmianami w procesie integracji europejskiej*, Wyższa Szkoła Studiów Międzynarodowych w Łodzi, Łódź 2007.
- Peters B., *Early exits: Exit strategies for entrepreneurs and angel investors (but maybe not venture capitalists)*, Canada 2009.

- Pieloch A., *Wpływ ogłoszenia decyzji o wykupie akcji własnych na wartość rynkową spółek notowanych na GPW w Warszawie*, [w:] E. Urbańczyk, E. Mioduchowska-Jaroszewicz (red.), *Strategie i determinanty wzrostu wartości przedsiębiorstwa*, „Zeszyty Naukowe nr 685” pt. Finanse, rynki finansowe, ubezpieczenia nr 46, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 2011.
- Pietraszewski M., *Proces inwestycyjny realizowany przez fundusze private equity*, Wyższa Szkoła Humanistyczno-Ekonomiczna we Włocławku, Włocławek 2007.
- Poślad M., Thiel S., Zwoliński T., *Akcje i obligacje korporacyjne – oferta publiczna i rynek regulowany*, Komisja Papierów Wartościowych i Giełd, Warszawa 2006.
- Povaly S., *Private equity exits: Divestment process management for leveraged buyouts*, Springer, Berlin Heidelberg 2007.
- Pratt S. E., *Guide to Venture capital Sources*, Wydanie 5, Capital Publishing, Wellesley (MA), 1981.
- Przybylska-Kapuścińska W., Mozalewski M., *Kapitał wysokiego ryzyka*, PWE, Warszawa 2011.
- Rau P. R., *Investment bank market share, contingent fee payments, and the performance of acquiring firms*, „Journal of Financial Economics” 2000, Vol. 56.
- Regulamin Giełdy*, www.gpw.pl.
- Regulamin Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych*, www.kdwp.pl.
- Retka M., *Opcje lepsze niż premia*, „Rzeczpospolita”, 26 sierpnia 2011.
- Rhodes-Kropf M., Robinson D. T., Viswanathan S., *Valuation waves and merger activity: The empirical evidence*, „Journal of Financial Economics” 2005, Vol. 77.
- Ritter J. R., *Initial Public Offerings*, „Contemporary Finance Digest”, Spring 1998, Vol. 2, No. 1.
- Ritter J. R., *The Costs of Going Public*, „Journal of Financial Economics”, North-Holland 1987, Vol. 19.
- Ritter J. R., *The Long-Run Performance of Initial Public Offerings*, „Journal of Finance”, March 1991, Vol. XLVI, No. 1.
- Ritter J. R., Welch I., *A Review of IPO Activity, Pricing and Allocations*, „The Journal of Finance” 2002, Vol. LVII, No. 4.
- Ross S. A., *The economic theory of agency. The principal's problem*, „American Economic Review” 1973, Vol. 63, No. 2.
- Rozporządzenie Komisji (WE) Nr 809/2004 z dnia 29 kwietnia 2004 r. wykonujące dyrektywę 2003/71/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie informacji zawartych w prospektach emisyjnych oraz formy, włączenia przez odniesienie i publikacji takich prospektów emisyjnych oraz rozpowszechniania reklam*, DzUrz UE 2004, L 149/1.
- Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 16 marca 2010 r. w sprawie opłat wnoszonych na rzecz Komisji Nadzoru Finansowego przez podmioty nadzorowane prowadzące działalność na rynku kapitałowym*, DzU 2010, nr 57, poz. 364.
- Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 19 lutego 2009 r. w sprawie informacji bieżących i okresowych przekazywanych przez emitentów papierów wartościowych oraz warunków uznawania za równoważne informacji wymaganych przepisami prawa państwa niebędącego państwem członkowskim*, DzU 2009, nr 33, poz. 259.
- Rynek fuzji i przejęć. Polska na tle Europy Środkowej. Edycja 2010, Badanie KPMG i DealWatch.*
- Rynek fuzji i przejęć. Polska na tle Europy Środkowo-Wschodniej. I półrocze 2010, Badanie KPMG i DealWatch.*
- Sahlman W. A., *Structure of venture-capital organizations*, „Journal of Financial Economics” 1990, Vol. 27.
- Sajnog A., *Operacyjny i strategiczny wymiar ocen różnicowania rentowności kapitału własnego spółek przemysłowych*, [w:] J. Duraj (red.), *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2010.

- Samborski A., *Finansowanie przedsiębiorstw poprzez emisje papierów wartościowych – diagnoza uwarunkowań i zależności*, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Katowicach, Katowice 2007.
- Samborski A., *Governance w przedsiębiorstwie w kontekście społecznej odpowiedzialności*, „Przegląd organizacji” 2012, nr 1.
- Schertler A., *European venture capital markets: Fund providers and investment characteristics*, „Applied Financial Economics” 2005, Vol. 15.
- Schuster A., *IPOs: Insights from Seven European Countries*, Discussion Paper 461, Financial Markets Group, London School of Economics and Political Science, London 2003.
- Schwienbacher A., *An empirical analysis of venture capital exits in Europe and United States*, EFA 2002 Berlin Meetings Discussion Paper, 2005.
- Schwienbacher A., *Innovation and venture capital exits*, „The Economic Journal” 2008, Vol. 118, Royal Economic Society.
- Serra P., *Event Study Tests. A Brief Survey*, Working Papers da FEP No. 117, May 2002.
- Siwek P., *Praktyka pierwszych ofert publicznych w Polsce*, CeDeWu.pl, Warszawa 2005.
- Smart B., Zutter C. J., *Control as a Motivation for Underpricing: A Comparison of Dual- and Single-Class Ipos*, August 2000. Presented at Tuck-JFE Contemporary Corporate Governance Conference.
- Smart B., Zutter C. J., *Dual Class IPOs Are Underpriced Less Severely*, „The Financial Review” 2008, Vol. 43.
- Sobańska K., Sieradzan P., *Inwestycje private equity/venture capital*, Key Text, Warszawa 2004.
- Sobotnik R., *Pierwsza oferta publiczna – zmieniające się trendy*, [w:] A. Szablewski (red.), *Migracja kapitału w globalnej gospodarce*, Difin, Warszawa 2009.
- Sokołowska E., *Alternatywne formy inwestowania na rynku papierów wartościowych*, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Mikołaja Kopernika, Toruń 2010.
- Stradomski M., *Finansowanie obce firm rodzinnych na rynku niedoskonałym*, PWE, Warszawa 2010.
- Sukacz D., *Pierwsze oferty publiczne na rynkach kapitałowych*, Wydawnictwa Fachowe CeDeWu.pl, Warszawa 2005.
- Survey of the Economic and Social Impact of Management Buyouts&Buyins in Europe*, Research Paper EVCA, Zaventem, Belgium 2001.
- Survey of the Economic and Social Impact of Venture capital in Europe*, Research Paper EVCA, Zaventem, Belgium 2002.
- Swedroe L. E., Kizer J., *The only guide to alternative investments you'll ever need*, Bloomberg Press, New York 2008.
- Szerszenowicz L., Kaczyńska J., *Trend: Ile kosztuje władza nad spółką*, Harvard Business Review Polska, <http://www.hbrp.pl>.
- Szymański M., Nogalski B., *Obrona przed wrogim przejęciem*, Wolters Kluwer, Warszawa 2011.
- Świdarska J., *Quasi-fundusze venture capital. Publiczne wsparcie innowacyjnych MSP*, Difin, Warszawa 2008.
- Tamowicz P., *Venture capital – kapitał na start*, Polska Agencja Rozwoju Przedsiębiorczości, Gdańsk 2004.
- Teoh S., Welch I., Wong T., *Earnings management and the long-run market performance of initial public offerings*, „Journal of Finance” 1998, Vol. 53.
- Ustawa z dnia 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych*, DzU 2000, nr 94, poz. 1037 z późn. zm.
- Ustawa z dnia 25 marca 2011 r. o zmianie niektórych ustaw związanych z funkcjonowaniem systemu ubezpieczeń społecznych*, DzU 2011, nr 75, poz. 398.

- Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych*, DzU 2005, nr 184, poz. 1539.
- Ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości*, DzU 1994, nr 12, poz. 591 z późn. zm.
- Ustawa z dnia 4 marca 2005 r. o Krajowym Funduszu Kapitałowym*, DzU 2005, nr 57, poz. 491.
- Venture Impact – The Economic Importance of Venture capital Backed Companies to the U.S. Economy*, National Venture capital Association, 2009.
- Wall J., Smith J., *Better exits*, Price Waterhouse Corporate Finance for EVCA, 1997.
- Waszczyk B., *Fundusze agresywne cały czas w odstawce*, Open Finance, http://www.open.pl/news/fundusze_agresywne_caly_czas_w_odstawce.html.
- Węclawski J., *Venture capital. Nowy instrument finansowania przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1997.
- Wonglimpiyarat J., *The influence of capital market laws and initial public offering (IPO) process on venture capital*, „European Journal of Operational Research” 2009, Vol. 192, Issue 1.
- Wójcik-Mazur A., *Analiza rozwoju systemu finansowego w Polsce na tle państw europy środkowo-wschodniej w latach 2006–2009*, „Zeszyty Naukowe Politechniki Śląskiej, Organizacja i Zarządzanie nr 59” 2011.
- Wrońska E. M., *Asymetria informacyjna. Potrzeba i znaczenie budowania relacji z inwestorami w procesie tworzenia wartości dla akcjonariuszy*, [w:] J. Duraj (red.), *Wartość i kapitał spółek akcyjnych*, „Acta Universitatis Lodzensis”, Folia Oeconomica 262, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2012.
- Wrzesiński M., *Fuzje i przejęcia. Wykup lewarowany (LBO) i menedżerski (MBO). Uwarunkowania rozwoju w Polsce*, Wydawnictwo K. E. LIBER, Warszawa 2000.
- Wrzesiński M., *Kapitał podwyższonego ryzyka. Proces inwestycyjny i efektywność*, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2008.
- Zasępa P., *Venture capital – sposoby dezinvestycji*, CeDeWu.pl Wydawnictwa Fachowe, Warszawa 2010.
- Zheng S. X., *Are IPOs really overpriced?*, „Journal of Empirical Finance” 2007, Vol. 14.
- Ziółkowska B., *Proces tworzenia jednolitego rynku finansowego w UE*, [w:] J. Duraj (red.), *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2008.
- Żwirbła A., *Metody badawcze analizy ekonomicznej. Studium metodologiczne*, Wyższa Szkoła Humanistyczno-Ekonomiczna, Włocławek 2001.

Strony internetowe:

- Blog MCI Investments SA: <http://mci.biznes.net>.
- European Private Equity and Venture Capital Association: <http://www.evca.eu>.
- Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie SA: <http://www.gpw.pl>.
- GPWInfoStrefa: <http://www.gpwinfostrefa.pl>.
- Komisja Nadzoru Finansowego: <http://www.knf.gov.pl>.
- Krajowy Fundusz Kapitałowy: <http://www.kfk.org.pl>.
- Polskie Stowarzyszenie Inwestorów Kapitałowych: <http://www.ppea.org.pl>.
- Portal finansowy IPO.pl: <http://www.ipo.pl>.
- PricewaterhouseCoopers: <http://www.pwc.pl>.
- Serwis wykupów menedżerskich AVALLON Sp. z o.o.: <http://www.mbo.pl>.

SPIS TABEL

1.1.	Fazy inwestycji <i>private equity</i>	15
1.2.	Stadia rozwoju przedsiębiorstw pozyskujących finansowanie <i>private equity</i>	29
1.3.	Charakterystyka głównych odbiorców kapitału z funduszy <i>private equity</i>	31
1.4.	Formy wpływu funduszy <i>private equity</i> na rozwój spółek portfelowych	36
1.5.	Wybrane wskaźniki przedstawiające efekty zaangażowania inwestorów <i>private equity</i> w spółki portfelowe	36
1.6.	Kluczowe ograniczenia w zakresie inwestowania kapitału przez fundusze <i>private equity</i> w przedsiębiorstwa udziałowe	43
1.7.	Inwestycje <i>private equity</i> w polskie przedsiębiorstwa w latach 2007–2010 według poszczególnych segmentów	49
2.1.	Klauzule stosowane w umowach inwestycyjnych przez fundusze <i>private equity</i> związane z procesem dezinwestycji	55
2.2.	Wady i zalety pierwszej oferty publicznej jako metody wyjścia z inwestycji funduszy <i>private equity</i>	62
2.3.	Wady i zalety dezinwestycji realizowanych na rynku fuzji i przejęć	68
2.4.	Główne rodzaje wykupów stosowane jako formy dezinwestycji funduszy <i>private equity</i>	71
2.5.	Liczba i wartość transakcji zrealizowanych na rynku fuzji i przejęć w okresie od 2008 r. do pierwszej połowy 2010 r.	75
2.6.	Przeciętne wartości mnożników transakcyjnych w okresie od 2008 r. do pierwszej połowy 2010 r.	76
2.7.	Największe transakcje na rynku fuzji i przejęć w Polsce ogłoszone w okresie od 1 stycznia 2009 r. do 30 czerwca 2010 r.	77
2.8.	Podstawowe informacje charakteryzujące rozwój GPW w Warszawie w latach 1991–2011	79
2.9.	Liczba i wartość pierwszych ofert publicznych na poszczególnych giełdach w krajach Unii Europejskiej w latach 2007–2010	85
2.10.	Ujęcie sektorowe pierwszych publicznych ofert sprzedaży akcji na rynkach kapitałowych Unii Europejskiej w latach 2007–2010 [w %]	86
2.11.	Struktura dezinwestycji funduszy <i>private equity</i> w Polsce w latach 2007–2010 – ujęcie <i>market</i>	92

2.12.	Struktura dezinvestycji funduszy <i>private equity</i> w segmencie <i>venture capital</i> w Polsce w latach 2007–2010 – ujęcie <i>market</i>	93
2.13.	Struktura dezinvestycji funduszy <i>private equity</i> w segmencie <i>buyout&growth</i> w Polsce w latach 2007–2010 – ujęcie <i>market</i>	94
2.14.	Struktura dezinvestycji funduszy <i>private equity</i> w Europie Środkowo-Wschodniej w latach 2007–2010 – ujęcie <i>market</i>	97
3.1.	Kluczowe determinanty wyboru momentu wyjścia z inwestycji	113
3.2.	Czas trwania procesu inwestycyjnego funduszy <i>private equity</i> w zależności od metody dezinvestycji (w latach)	114
3.3.	Podmioty zakwalifikowane do badań empirycznych (skład próby badawczej)	127
3.4.	Wartość podstawowych statystyk opisowych udziału funduszu <i>private equity</i> w kapitale zakładowym spółki portfelowej bezpośrednio przed wprowadzeniem na GPW w Warszawie	129
3.5.	Udział akcji zbywanych przez fundusze <i>private equity</i> bezpośrednio w publicznej ofercie sprzedaży w kapitale zakładowym analizowanych podmiotów	132
3.6.	Udział funduszu <i>private equity</i> w kapitale zakładowym spółki po wprowadzeniu na GPW w Warszawie	132
3.7.	Okres kontynuacji zaangażowania kapitałowego funduszu <i>private equity</i> w spółkę portfelową po jej debiucie giełdowym	134
3.8.	Stopień dezinvestycji realizowanej przez fundusze <i>private equity</i> w drodze pierwszej oferty publicznej – wybrane statystyki opisowe	137
3.9.	Stosunek liczby akcji nowej emisji do liczby akcji istniejących przed pierwszą ofertą publiczną – statystyki opisowe	138
3.10.	Struktura pierwszej oferty publicznej spółek portfelowych według źródła pochodzenia sprzedawanych akcji – statystyki opisowe	140
3.11.	Oferta rynkowa spółki <i>Travelplanet.pl SA</i> w 2005 r.	142
3.12.	Operacje na akcjach spółki <i>Travelplanet.pl SA</i> dokonywane przez fundusze zarządzane przez <i>MCI Management SA</i> po debiucie giełdowym spółki	146
3.13.	Zaktualizowany harmonogram pierwszej oferty publicznej <i>Opoczno SA</i>	154
3.14.	Usługi oferowane przez spółkę <i>K2 Internet SA</i> na różnych etapach cyklu sprzedażowo-marketingowego	161
3.15.	Operacje na akcjach spółki <i>K2 Internet SA</i> dokonywane przez <i>bmp AG</i> po debiucie giełdowym	164
4.1.	Liczba i struktura spółek portfelowych funduszy <i>private equity</i> według osiąganego wyniku finansowego netto	172
4.2.	Wartości wybranych statystyk opisowych współczynników rentowności kapitału własnego analizowanych przedsiębiorstw	174
4.3.	Wyniki testu <i>t</i> -Studenta z dwiema próbami zależnymi dla średnich	175

4.4. Odchylenia łączne współczynnika rentowności kapitału własnego badanych spółek	177
4.5. Odchylenia cząstkowe czynników determinujących rentowność kapitału własnego badanych spółek	178
4.6. Wysokość opłat na rzecz GPW w Warszawie, Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych oraz Komisji Nadzoru Finansowego w związku z realizacją publicznej oferty sprzedaży akcji	183
4.7. Wartość wybranych statystyk opisowych kosztów pierwszych ofert publicznych spółek portfelowych funduszy <i>private equity</i> w latach 2002–2010	184
4.8. Wartość wybranych statystyk opisowych poszczególnych rodzajów kosztów pierwszych ofert publicznych spółek portfelowych funduszy <i>private equity</i> w latach 2002–2010	187
4.9. Wybrane teorie tłumaczące niedowartościowanie akcji oferowanych w ramach pierwszych ofert publicznych	190
4.10. Porównanie charakterystyk pierwszych ofert publicznych „młodych” i „doświadczonych” funduszy <i>private equity</i> – wybrane dane	195
4.11. Nowe spółki giełdowe w latach 2002–2010 uwzględnione w badaniach	202
4.12. Wartości wybranych statystyk opisowych pierwszych ofert publicznych spółek portfelowych funduszy <i>private equity</i> w latach 2002–2010	203
4.13. Rozkład stóp zwrotu w pierwszym dniu notowań akcji na GPW w Warszawie w latach 2002–2010	204
4.14. Wartości statystyk opisowych niedowartościowania akcji w pierwszym dniu notowań w latach 2002–2010 na GPW w Warszawie	205
4.15. Wartości podstawowych statystyk opisowych stóp zwrotu z pierwszego notowania w poszczególnych latach 2002–2010 na GPW w Warszawie	207
4.16. Statystyki opisowe prostych stóp zwrotu w pierwszym dniu notowań giełdowych w wybranych sektorach w latach 2002–2010	210
4.17. Wartość wybranych statystyk opisowych zmiennych TC_u oraz u_p w pierwszych ofertach publicznych spółek portfelowych funduszy <i>private equity</i> w latach 2002–2010	216
4.18. Niedowartościowanie akcji niesprzedawanych i zbywanych w pierwszych ofertach publicznych spółek portfelowych funduszy <i>private equity</i> w latach 2002–2010	217
4.19. Statystyki opisowe kosztu niedowartościowania funduszy <i>private equity</i> oraz pozostałych akcjonariuszy w analizowanych ofertach	217
4.20. Średnie anormalne stopy zwrotu z akcji dla strategii <i>buy&hold</i> dla spółek realizujących pierwsze oferty publiczne w latach 2002–2010	228
4.21. Wybrane statystyki opisowe stóp <i>BAHR</i> dla spółek, które zrealizowały pierwsze oferty publiczne sprzedaży akcji w latach 2002–2010	228

4.22. Wybrane statystyki opisowe stóp <i>BAHR</i> dla spółek, które zrealizowały pierwsze oferty publiczne sprzedaży akcji w latach 2002–2010 według roku debiutu giełdowego	230
4.23. Wybrane statystyki opisowe stóp <i>BAHR</i> dla spółek, które zrealizowały pierwsze publiczne oferty sprzedaży akcji w latach 2002–2010 – ujęcie sektorowe	232
4.24. Wybrane statystyki opisowe stóp <i>BAHR_T</i> dla spółek portfelowych funduszy <i>private equity</i> , które zrealizowały pierwsze oferty publiczne sprzedaży akcji w latach 2002–2010 w zależności od przyjętej strategii dezinwestycji	234

SPIS SCHEMATÓW

1.1.	Struktura rynku kapitału podwyższonego ryzyka	20
1.2.	Segmenty rynku <i>private equity</i>	22
1.3.	Inwestycje <i>private equity</i> w poszczególnych fazach rozwoju przedsiębiorstw	28
1.4.	Finansowanie <i>private equity</i> na różnym etapie rozwoju przedsiębiorstwa	30
1.5.	Unifikacja wybranych ujęć cyklu inwestycyjnego funduszy <i>private equity</i>	38
1.6.	Etapy procesu inwestowania przez fundusze <i>private equity</i> zgromadzonych środków w spółki portfelowe	42
2.1.	Konwersja kapitału w procesie inwestycyjnym funduszu <i>private equity</i>	52
2.2.	Sekwencja działań w procesie pierwszej oferty publicznej	58
2.3.	Przesłanki skłaniające nabywców do fuzji i przejęć	67
2.4.	Schemat realizacji transakcji wykupu menedżerskiego	72
3.1.	Relacje agencji w inwestycjach funduszy <i>private equity</i>	103
3.2.	Asymetria informacji w procesie dezinwestycji	107
3.3.	Metody dezinwestycji a asymetria informacji	108
3.4.	Klasyfikacja czynników wpływających na wybór metody dezinwestycji funduszy <i>private equity</i>	117
4.1.	Schemat budowy próby badawczej	197

SPIS WYKRESÓW

1.1.	Znaczenie funduszy <i>venture capital</i> oraz finansowania typu <i>buyout capital</i> w rozwoju przedsiębiorstw udziałowych	35
1.2.	Napływ nowego kapitału do funduszy <i>private equity</i> w Europie Środkowo-Wschodniej w latach 2004–2010 (w mln EURO)	40
1.3.	Przekrój geograficzny źródeł kapitału funduszy <i>private equity</i> w Polsce w latach 2004–2010	41
1.4.	Źródła kapitału funduszy <i>private equity</i> według typów kapitałodawców w Polsce w latach 2004–2010	41
1.5.	Wartość kapitału zainwestowanego przez fundusze <i>private equity</i> w Europie Środkowo-Wschodniej w latach 2004–2008 (w mln EURO)	46
1.6.	Stosunek inwestycji <i>private equity</i> do PKB w wybranych krajach europejskich, Europie oraz Europie Środkowo-Wschodniej w 2010 r. (w %)	47
1.7.	Inwestycje <i>private equity</i> w Polsce w latach 2007–2010 według segmentów	48
1.8.	Sektorowe ujęcie inwestycji <i>private equity</i> w Polsce w latach 2007–2010	49
2.1.	Motywy debiutów giełdowych	61
2.2.	Ujęcie sektorowe polskiego rynku fuzji i przejęć w okresie od 2009 r. do pierwszej połowy 2010 r.	78
2.3.	Udział poszczególnych grup inwestorów w obrotach na GPW w Warszawie w latach 2006–2011	80
2.4.	Udział poszczególnych grup inwestorów w obrotach na GPW w Warszawie w latach 2006–2011 w półrocznych interwałach (w %)	81
2.5.	Udział poszczególnych rodzajów krajowych inwestorów instytucjonalnych w obrotach na GPW w Warszawie w latach 2006–2011 w półrocznych interwałach (w %)	82
2.6.	Liczba debiutów i wartość indeksu WIG na GPW w Warszawie w latach 1991–2011	82
2.7.	Liczba i wartość pierwszych ofert publicznych na giełdach w krajach Unii Europejskiej w latach 2007–2010 w interwałach kwartalnych	83
2.8.	Wyjścia z inwestycji funduszy mających siedzibę w Polsce w latach 2002–2010 ...	87

2.9.	Udział poszczególnych metod dezinwestycji w łącznej wartości wyjść z inwestycji funduszy <i>private equity</i> mających siedzibę w Polsce w latach 2002–2010	88
2.10.	Zastosowanie poszczególnych metod dezinwestycji w procesach wyjść z inwestycji funduszy <i>private equity</i> mających siedzibę w Polsce według liczby przedsiębiorstw w latach 2002–2010	89
2.11.	Metody dezinwestycji stosowane przez fundusze <i>private equity</i> mające siedzibę w Polsce w latach 2002–2010	90
2.12.	Kwota dezinwestycji według segmentu rynku kapitału podwyższonego ryzyka w latach 2007–2010	91
2.13.	Średnia wartość dezinwestycji przypadająca na jedno przedsiębiorstwo w latach 2007–2010	95
2.14.	Wartość dezinwestycji funduszy <i>private equity</i> w Europie w latach 2008–2010	96
3.1.	Wybór momentu wyjścia z inwestycji według ogólnej teorii dezinwestycji	111
3.2.	Funkcja prawdopodobieństwa wyjścia z inwestycji metodą pierwszej oferty publicznej (IPO), sprzedaży przedsiębiorstwa inwestorowi strategicznemu (TS) oraz likwidacji (Liquidation) inwestycji w zależności od branży, w której spółka portfelowa prowadzi działalność	115
3.3.	Udział funduszu <i>private equity</i> w kapitale zakładowym analizowanych spółek bezpośrednio przed wprowadzeniem na GPW w Warszawie	129
3.4.	Struktura debiutów giełdowych spółek portfelowych funduszy <i>private equity</i> według kryterium zbywania akcji spółki portfelowej przez fundusz <i>private equity</i> w ofercie publicznej	130
3.5.	Struktura debiutów giełdowych spółek portfelowych funduszy <i>private equity</i> według kryterium powiązania z emisją nowych akcji	131
3.6.	Długość okresu <i>lock-up</i> dla funduszy <i>private equity</i> w analizowanych spółkach	133
3.7.	Stopień dezinwestycji realizowanej przez fundusze <i>private equity</i> w drodze pierwszej oferty publicznej w poszczególnych spółkach $\left(\frac{SOLD\ NS_{PE}}{PRE-IPO\ NS_{PE}} \right)$	136
3.8.	Stosunek liczby akcji nowej emisji do liczby akcji istniejących przed pierwszą ofertą publiczną w poszczególnych spółkach $\left(\frac{NS_{NEW}}{PRE-IPO\ TNS} \right)$	137
3.9.	Struktura pierwszych ofert publicznych spółek portfelowych według źródła pochodzenia sprzedawanych akcji	139
3.10.	Struktura oferty w poszczególnych spółkach	139
3.11.	Struktura akcjonariatu <i>Travelplanet.pl SA</i>	144
3.12.	Struktura pierwszej publicznej oferty sprzedaży akcji spółki <i>Opoczno SA</i>	153
3.13.	Udział grup produktowych w przychodach ze sprzedaży Grupy Kapitałowej W. KRUK w 2001 r.	157
3.14.	Struktura akcjonariatu Grupy Kapitałowej W. KRUK	159
3.15.	Struktura akcjonariatu spółki <i>K2 Internet SA</i> przed debiutem giełdowym	163

4.1.	Przeciętne wartości współczynnika rentowności kapitału własnego analizowanych przedsiębiorstw	173
4.2.	Struktura analizowanych spółek portfelowych funduszy <i>private equity</i> według kierunku zmian współczynnika rentowności kapitału własnego w roku n_{+1} w porównaniu do roku n_{-1}	174
4.3.	Średnie wartości współczynników rentowności kapitału własnego, aktywów oraz sprzedaży badanych spółek portfelowych funduszy <i>private equity</i>	176
4.4.	Średnie wartości mnożników kapitałowych analizowanych przedsiębiorstw	177
4.5.	Wpływ zmian rentowności sprzedaży, produktywności aktywów oraz mnożnika kapitałów na rentowność kapitału własnego analizowanych spółek	179
4.6.	Średni koszt oferty spółek krajowych na rynku głównym GPW w Warszawie w stosunku do wartości oferty w latach 2003–2010 (bez kosztów subemisji)	182
4.7.	Stosunek kosztów pierwszej oferty publicznej do jej wartości w spółkach portfelowych funduszy <i>private equity</i> w latach 2002–2010	185
4.8.	Rozkład linii dopasowania względnego kosztu pierwszych ofert publicznych spółek portfelowych funduszy <i>private equity</i> na GPW w Warszawie w latach 2002–2010 do wartości oferty	186
4.9.	Struktura kosztów pierwszych ofert publicznych spółek portfelowych funduszy <i>private equity</i> w latach 2002–2010	186
4.10.	Wartość ofert i liczba nowych spółek z udziałem funduszy <i>private equity</i> na GPW w Warszawie w latach 2002–2010	203
4.11.	Sektorowy rozkład pierwszych ofert publicznych spółek portfelowych funduszy <i>private equity</i> w latach 2002–2010 na GPW w Warszawie	209
4.12.	Skumulowane anormalne stopy zwrotu z akcji spółek portfelowych funduszy <i>private equity</i> dla pierwszych ofert publicznych w latach 2002–2010	226
4.13.	Skumulowane anormalne stopy zwrotu spółek giełdowych debiutujących na GPW w Warszawie w latach 2002–2010	227
4.14.	Wskaźnik bogactwa WR_T dla spółek giełdowych debiutujących na GPW w Warszawie w latach 2002–2010	233
4.15.	Wskaźnik bogactwa WR_T dla spółek portfelowych funduszy <i>private equity</i> debiutujących na GPW w Warszawie w latach 2002–2010 w zależności od zakresu zrealizowanej dezinwestycji	235