

Tomasz Sosnowski*

DYFERENCJACJA STRATEGII DEZINWESTYCJI FUNDUSZY *PRIVATE EQUITY* METODĄ PIERWSZEJ OFERTY PUBLICZNEJ

1. WSTĘP

Inwestycje funduszy *private equity* charakteryzują się określonym czasem trwania i zawsze podejmowane są z zamiarem odsprzedaży aktywów posiadanych w portfelu inwestycyjnym. Fundusze *private equity* akceptują ponadprzeciętne ryzyko inwestycyjne w oczekiwaniu na osiągnięcie ponadprzeciętnej stopy zwrotu z zainwestowanego kapitału w określonym horyzoncie inwestycyjnym. Zysk kapitałowy z inwestycji funduszy *private equity* wynika bezpośrednio z przyrostu wartości akcji lub udziałów spółki będącej przedmiotem inwestycji i jest głównie realizowany w momencie zakończenia inwestycji, przez co praktyka dezinvestycji nabiera szczególnego znaczenia w prowadzonej działalności inwestycyjnej, wpływając na jej efektywność. Publiczny rynek papierów wartościowych stwarza możliwości zastosowania wielu strategii dezinvestycji o różnej dynamice i zakresie.

Zasadniczym celem opracowania jest próba wskazania na zróżnicowane strategie dezinvestycji funduszy *private equity* realizowane za pośrednictwem publicznego rynku papierów wartościowych.

Dla realizacji wskazanego celu sformułowana została hipoteza badawcza stwierdzająca, iż fundusze *private equity* przez wyjście z inwestycji metodą pierwszej oferty publicznej implementują heterogeniczne strategie redukcji zaangażowania kapitałowego w spółki portfelowe.

Badania empiryczne, mające na celu weryfikację powyższej hipotezy, zostały przeprowadzone na grupie 26 spółek portfelowych funduszy *private equity*, których pierwsze notowanie na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie odbyło się w latach 2002–2010. Badane podmioty posiadały główną siedzibę działalności w Polsce, a przed dopuszczeniem do publicznego obrotu przeprowadziły publiczną ofertę sprzedaży akcji i/lub publiczną subskrypcję akcji.

* Dr, Katedra Analizy i Strategii Przedsiębiorstwa, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 90–214, ul. Rewolucji 1905 r. nr 41.

2. PIERWSZA OFERTA PUBLICZNA JAKO METODA DEZINWESTYCJI FUNDUSZY *PRIVATE EQUITY*

Kulminacyjnym punktem procesu inwestycyjnego funduszy *private equity* jest dezinvestycja. Na tym etapie dotychczas potencjalne korzyści wynikające z długotrwałego procesu budowania wartości przedsiębiorstw udziałowych znajdują wymierny wyraz w postaci zrealizowanego zysku kapitałowego. W praktyce gospodarczej fundusze *private equity* mają do dyspozycji wiele różnorodnych metod realizacji wyjścia z inwestycji. Jako podstawowe sposoby dezinvestycji stosowane przez fundusze *private equity* wymienia się głównie¹:

- pierwszą ofertę publiczną,
- sprzedaż spółki strategicznemu inwestorowi branżowemu,
- wykup menedżerski,
- zbycie udziałów na rzecz innego inwestora finansowego oraz
- umorzenie udziałów/likwidacja spółki.

Pierwsza oferta publiczna (ang. *initial public offering*) uznawana jest za klasyczną i najbardziej pożądaną formę wyjścia z inwestycji funduszy *private equity*². Nie jest to jednak metoda uniwersalna, która może być wykorzystana do realizacji zysku kapitałowego z każdej inwestycji. Znajduje ona zastosowanie tylko do takich przedsiębiorstw udziałowych, które osiągnęły znamienny sukces rynkowy i spotkały się z zainteresowaniem wymagających nabywców na publicznym rynku papierów wartościowych. Oferta publiczna to właściwa droga – jak wskazuje K. Sobańska i P. Sieradzan – dla spółek w miarę dużych, o znaczącym poziomie rentowności, rosnących zyskach, przejrzystych strukturach organizacyjnych i przepływach finansowych³.

Określenie pierwsza oferta publiczna w literaturze przedmiotu jest traktowane bardzo ogólnie i bywa różnie interpretowane⁴. Rozumiane jest jako oferowanie po raz pierwszy w sposób publiczny akcji danej spółki i utożsamiane jest z jej debiutem giełdowym⁵. Pierwszą ofertą może być:

- emisja akcji po raz pierwszy za pośrednictwem rynku publicznego (pierwsza subskrypcja) oraz

¹ Por. P. Ząsepa, *Venture capital – sposoby dezinvestycji*, CeDeWu.pl Wydawnictwa Fachowe, Warszawa 2010, s. 90–91; K. Sobańska, P. Sieradzan, *Inwestycje private equity/venture capital*, Key Text, Warszawa 2004, s. 115.

² J. Węclawski, *Venture capital: nowy instrument finansowania przedsiębiorstw*, PWN, Warszawa 1997, s. 181.

³ K. Sobańska, P. Sieradzan, *op. cit.*, s. 122.

⁴ R. Sobotnik, *Pierwsza oferta publiczna – zmieniające się trendy*, [w:] A. Szablowski (red.), *Migracja kapitału w globalnej gospodarce*, Difin, Warszawa 2009, s. 268–269.

⁵ P. Siwek, *Praktyka pierwszych ofert publicznych w Polsce*, CeDeWu.pl, Warszawa 2005, s. 12–13.

– sprzedaż przez obecnych akcjonariuszy akcji już istniejących, ale po raz pierwszy za pośrednictwem rynku publicznego (pierwsza sprzedaż)⁶.

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 wartościowych⁷. Natomiast przez pierwszą ofertę publiczną rozumie się dokonywaną po raz pierwszy ofertę publiczną dotyczącą określonych papierów wartościowych⁸.

Procedura mająca na celu wprowadzenie 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 formalnoprawnych⁹. W realizację tego procesu zaangażowanych jest wiele podmiotów na poszczególnych etapach (zob. tab. 1). 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 publicznym¹⁰.

W procesie przygotowania pierwszej oferty publicznej dokonuje się wyboru i nawiązania współpracy z podmiotami świadczącymi usługi chociażby w zakresie doradztwa finansowego, prawnego, podatkowego, audytu finansowego, a także innymi jednostkami, które mogą okazać się użyteczne. Na przedstawiony w tab. 1 podział należy patrzeć w sposób przedmiotowy, to znaczy poszczególne usługi wchodzące w zakres doradztwa mogą być świadczone przez jeden podmiot¹¹. Zasadnicze zadania tego typu podmiotów w procesie dezinwestycji koncentrują się na przygotowaniu niezbędnych analiz, biznes planów i dokumentacji, organizacji procesów *due diligence*, wycenie wartości rynkowej zbywanej spółki oraz opracowaniu wstępnej struktury transakcji. Informacje generowane w ramach tych aktywności są cennym źródłem wiedzy dla osób realizujących daną dezinwestycję, kadry zarządzającej danym przedsiębiorstwem udziałowym, a także dla potencjalnych nabywców. Zdarza się, iż uczestnictwo niektórych

⁶ *Ibidem*, s. 13.

⁷ 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.

⁸ Art. 4, pkt. 5, *Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r...*, *op. cit.*

⁹ *Droga na giełdę. Jak przygotować spółkę do emisji publicznej*, praca zbiorowa ekspertów BDO, Difin, Warszawa 2008, s. 175–429; P. Siwek, *op. cit.*, s. 68–80.

¹⁰ *Droga na giełdę...*, *op. cit.*, s. 154.

¹¹ M. Poślad, S. Thiel, T. Zwoliński, *Akcje i obligacje korporacyjne – oferta publiczna i rynek regulowany*, Komisja Papierów Wartościowych i Giełd, Warszawa 2006, s. 67.

podmiotów wspomagających realizację danej transakcji wyjścia z inwestycji jest obligatoryjne i wynika wprost z przepisów obowiązującego prawa.

Tabela 1

Podmioty wspomagające realizację publicznej oferty sprzedaży akcji

Podmiot	Funkcja
Dom maklerski	<ul style="list-style-type: none"> – sporządzenie prospektu emisyjnego bądź jego części, – zarządzanie całym projektem oferty publicznej, – zapewnienie bezpieczeństwa przy opłacaniu zapisów i obejmowaniu akcji przez inwestorów, – prowadzenie rejestru nabywców papierów wartościowych, – przygotowanie dokumentacji na potrzeby dematerializacji akcji w KDPW,
Biegły rewident	<ul style="list-style-type: none"> – badanie sprawozdań finansowych spółki i dokonanie takich ich przekształceń, aby sprawozdania za kolejne lata były ze sobą porównywalne, – wydanie odpowiedniego oświadczenia audytorskiego, – sprawowanie kontroli nad aspektami finansowymi i księgowymi analizy <i>due diligence</i>,
Doradca finansowy	<ul style="list-style-type: none"> – uczestnictwo w przygotowaniu strategii finansowej rozwoju spółki i w ewentualnych przekształceniach kapitałowych, – przygotowanie wybranych części prospektu emisyjnego,
Doradca prawny	<ul style="list-style-type: none"> – dbanie o zachowanie zgodności wszelkich wykonywanych czynności i sporządzanych dokumentów z obowiązującymi przepisami prawa, – udzielanie bieżących porad w zakresie prawnych aspektów procesu emisyjnego,
Agencja <i>public relations</i>	<ul style="list-style-type: none"> – przygotowanie i prowadzenie kampanii marketingowej.

Źródło: opracowanie własne na podstawie M. Mikołajek-Gocjena, *IPO jako źródło finansowania rozwoju spółki*, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2008, s. 43–45.

W praktyce realizacji wyjść z inwestycji funduszy *private equity* pierwsza oferta publiczna akcji spółki pojmowana w powyżej przedstawionym ujęciu ustawowym jest z reguły zaledwie jednym z etapów realizacji zysku kapitałowego funduszu *private equity*. Dezinwestycja za pośrednictwem publicznego rynku papierów wartościowych wiąże się zasadniczo z rozłożoną w czasie redukcją zaangażowania kapitałowego funduszu *private equity*¹². W ramach pierwszej sprzedaży akcji zbywana jest zazwyczaj tylko część akcji spółki z portfela inwestycyjnego funduszu. Właściwe wycofanie się funduszu ze spółki portfelowej osiągane jest przez późniejszą sprzedaż na rynku wtórnym wprowadzonych uprzednio do publicznego obrotu akcji.

¹² Zob. P. Gompers, J. Lerner, *The Venture Capital Cycle*, MIT Press, Cambridge Massachusetts 2006, s. 423; M. Wrzesiński, *Kapitał podwyższonego ryzyka. Proces inwestycyjny i efektywność*, SGH w Warszawie, Warszawa 2006, s. 231.

Wskazana praktyka dezinwestycji realizowanych przez publiczny rynek papierów wartościowych związana jest z występowaniem znaczącej asymetrii informacji pomiędzy właścicielami spółki przed jej upublicznieniem a nabywcami akcji oferowanych na publicznym rynku papierów wartościowych¹³. Obecna w procesie pierwszej oferty publicznej asymetria informacji negatywnie wpływa na wycenę rynkową spółki portfelowej poddanej procesowi dezinwestycji. D. J. Cumming, J. G. MacIntosh podkreślają, iż konsekwencją nierównego dostępu do informacji może być skłonność potencjalnego nabywcy do niższej wyceny akcji sprzedawanego przedsiębiorstwa¹⁴. Asymetria informacji może bowiem wpływać na wzrost poziomu stopy dyskontowej używanej podczas szacowania wartości przyszłych przepływów pieniężnych oraz poziom ryzyka inwestycyjnego postrzeganego przez potencjalnego inwestora. Nie zawsze cena przedsiębiorstwa jest równoznaczna z jego wartością¹⁵, a rozmiar luki informacyjnej bez wątpienia ma wpływ na dyferencję tych kategorii ekonomicznych.

3. CZYNNIKI RÓŻNICUJĄCE STRATEGIĘ REDUKCJI ZAANGAŻOWANIA KAPITAŁOWEGO FUNDUSZY *PRIVATE EQUITY* ZA POŚREDNICTWEM PUBLICZNEGO RYNKU PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH

Unikatowość relacji łączących poszczególne spółki portfelowe z funduszami *private equity* sprawia, iż procesy dezinwestycji są problemami niezwykle złożonymi. Ponadto nie można wskazać na jeden uniwersalny sposób ich realizacji.

W procesie wychodzenia z inwestycji, fundusze *private equity* koncentrują się na tym, aby w porozumieniu z kadrą zarządzającą oraz pozostałymi właścicielami przedsiębiorstwa udziałowego określić rozmiar, czas i formułę redukcji zaangażowania kapitałowego funduszu w daną spółkę. Realizowana strategia dezinwestycji uzależniona jest od wielu czynników wynikających m. in. z regulacji zawartych w umowie inwestycyjnej, przepisach prawa, warunków ogólnogospodarczych, zgłaszanego zainteresowania inwestorów zewnętrznych daną spółką oraz perspektyw dalszego wzrostu wartości rynkowej danego przedsiębiorstwa udziałowego.

Dla identyfikacji strategii dezinwestycji stosowanych przez fundusze *private equity* na krajowym publicznym rynku papierów wartościowych wybrane zostały trzy zmienne, na które bezpośredni wpływ ma fundusz, a mianowicie:

– stopień dezinwestycji realizowany w ramach pierwszej publicznej oferty sprzedaży akcji,

¹³ Zob. D. Cumming, S. Johan, *Information asymmetries, agency costs and venture capital exit outcomes*, „Venture capital” 2008, Vol. 10, No. 3, s. 198.

¹⁴ D. J. Cumming, J. G. MacIntosh, *Venture-capital exits in Canada and United States*, „University of Toronto Law Journal” 2003, s. 103–104.

¹⁵ R. Borowiecki, A. Jaki, K. Misiołek, T. Rojek, *Nadzór korporacyjny w procesie kreowania wartości i rozwoju przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo ABRYS, Kraków 2005, s. 81.

- cena, po której oferowane są akcje do nabycia na rynku pierwotnym oraz
- czas potrzebny do zbycia wszystkich posiadanych w portfelu inwestycyjnym akcji spółki publicznej.

Wybór powyższych czynników różnicujących stosowane strategie dezinwestycji podyktowany był faktem, iż właśnie te trzy zmienne mogą być w największym stopniu kontrolowane przez fundusze *private equity*. Inne czynniki mające wpływ na kształt oraz przebieg procesu wyjścia z inwestycji stanowią pewnego rodzaju uwarunkowania zewnętrzne i w niewielkim stopniu są zależne od indywidualnych aktywności podejmowanych przez fundusze *private equity*.

W ofertach publicznych można wskazać na dwa zasadnicze źródła akcji oferowanych do nabycia inwestorom giełdowym. Są to akcje nowej emisji oferowane przez spółkę oraz akcje zbywane przez dotychczasowych akcjonariuszy spółki. W procesie przygotowywania dezinwestycji metodą pierwszej oferty publicznej fundusz *private equity* musi określić, jaką część posiadanego udziału w danej spółce portfelowej zamierza zbyć w ramach publicznej oferty sprzedaży. Z jednej strony fundusz może dążyć do szybkiego zakończenia inwestycji i starać się zredukować w jak największym stopniu swoje zaangażowanie kapitałowe w daną spółkę w związku z jej debiutem giełdowym. Z punktu widzenia inwestora *private equity*, realizacja zysku kapitałowego umożliwi szybką reinwestycję uzyskanych zasobów finansowych w nowe, rokujące uzyskanie ponadprzeciętnej stopy zwrotu projekty inwestycyjne. Z drugiej jednakże strony, intencją funduszu może być kontynuacja zaangażowania w spółkę publiczną, w nadziei na wzrost jej wartości rynkowej i korzystne zakończenie inwestycji w przyszłości.

Dla oceny stopnia dezinwestycji realizowanej przez fundusz *private equity* w ramach pierwszej oferty publicznej wykorzystana została formuła wskaźnika udziału akcji zbywanych przez fundusz w drodze publicznej oferty sprzedaży w ogólnej liczbie akcji będących własnością funduszu *private equity* w następującej postaci:

$$d = \frac{SOLD NS_{PE}}{NS_{PE}}$$

gdzie:

- d – stopień dezinwestycji funduszu *private equity*,
- $SOLD NS_{PE}$ – liczba akcji sprzedawana przez fundusz *private equity* w ramach pierwszej oferty publicznej,
- NS_{PE} – liczba akcji spółki będąca własnością funduszu *private equity*.

Drugim czynnikiem określającym przyjętą przez fundusz *private equity* strategię dezinwestycji jest cena realizacji transakcji. Fundusz może ograniczyć swoje oczekiwania względem ceny rynkowej akcji i dążyć do szybkiej realizacji

zysku kapitałowego. Obniżenie ceny może spowodować wzrost popytu na akcje spółki, jednakże kosztem wysokości zrealizowanej przez fundusz stopy zwrotu z inwestycji. Z drugiej strony, fundusz może wysoko wycenić oferowane do nabycia akcje spółki i dążyć do maksymalizacji zysku kapitałowego – nawet kosztem wydłużonego okresu zaangażowania kapitałowego w dany podmiot.

Uwzględnienie ceny jako zmiennej w badaniach empirycznych jest jednakże kwestią problematyczną. Cena akcji, rozumiana jako suma jednostek pieniężnych uzyskanych za jedną akcję, nie niesie ze sobą adekwatnej do rozważanego problemu wartości informacyjnej. Nie pozwala ona bowiem porównywać ze sobą stosowanych przez fundusze *private equity* względem analizowanych spółek strategii dezinwestycji.

Z analizą parametru ceny w procesie dezinwestycji za pośrednictwem publicznego rynku papierów wartościowych związane jest zjawisko niedowartościowania pierwszych ofert publicznych, polegające na tym, iż w pierwszym dniu notowań giełdowych w licznych przypadkach kurs akcji debiutujących spółek w znaczny sposób wzrasta w porównaniu do ceny emisyjnej¹⁶. Liczne badania naukowe potwierdzają, iż w statystycznie znaczący sposób inwestorzy są w stanie uzyskiwać ponadprzeciętne stopy zwrotu nabywając akcje w ofertach publicznych, a zjawisko to obserwowane jest na wielu rynkach i w długich okresach¹⁷. Akcjonariusze spółek wprowadzanych na rynek giełdowy, mając świadomość systematycznego niedowartościowania akcji oferowanych w ramach pierwszych ofert publicznych, godzą się na transfer własnego bogactwa do nowych inwestorów w postaci tzw. *money left on the table*¹⁸. Intencjonalne działania tego typu mogą stanowić element strategii cenowej w procesie dezinwestycji funduszy *private equity*.

Dla określenia niedowartościowania akcji oferowanych w ramach pierwszych ofert publicznych spółek portfelowych funduszy *private equity* wykorzystana została formuła mierząca zmianę cen akcji danej spółki w pierwszym dniu jej notowań uwzględniająca modyfikację ogólnych warunków panujących na rynku wtórnym w dniu debitu na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Jako wskaźnik odzwierciedlający zmianę warunków panujących na rynku w trakcie danej sesji wykorzystano zmianę Warszawskiego Indeksu Giełdowego. Przyjęte w badaniach formuły obliczeniowe przybrały zatem następującą postać:

¹⁶ 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.

¹⁷ D. Sukacz, *Pierwsze oferty publiczne na rynkach kapitałowych*, CeDeWu.pl, Warszawa 2005, s. 82

¹⁸ J. R. Ritter, I. Welch, *A Review of IPO Activity, Pricing and Allocations*, „The Journal of Finance” 2002, Vol. LVII, No. 4, s. 1795–1828.

$$AR_{t_1} = \frac{P_{t_1}}{P_{t_0}} - \frac{WIG_{t_1}}{WIG_{t_0}}$$

gdzie:

- AR_{t_1} – skorygowana stopa zwrotu z akcji w pierwszym dniu notowań,
 P_{t_1} – cena zamknięcia akcji spółki po pierwszym dniu notowań,
 WIG_{t_1} – wartość indeksu WIG na zamknięciu pierwszego dnia notowań spółki,
 WIG_{t_0} – wartość indeksu WIG na zamknięciu sesji poprzedzającej pierwszy dzień notowań spółki,
 pozostałe oznaczenia jak wyżej.

Debiut giełdowy spółki i związana z nim pierwsza publiczna oferta sprzedaży akcji stanowią, jak wskazano we wcześniejszej części opracowania, zazwyczaj jeden z etapów procesu, mającego na celu całkowitą redukcję zaangażowania kapitałowego funduszu *private equity* w spółkę i realizację oczekiwanego zysku kapitałowego z tej inwestycji. Kształtując strategię dezynwestycji fundusz musi zdecydować, kiedy definitywnie zakończy daną inwestycję przez sprzedaż wszystkich posiadanych w portfelu inwestycyjnym akcji.

Późniejsze wyjście z inwestycji pozwala na redukcję kosztów asymetrii informacji, wzmacnia pozytywną opinię otoczenia giełdowego o spółce, a w konsekwencji sprzyjać może sprzedaży spółki portfelowej po cenie zbliżonej do jej wartości godziwej¹⁹. Z drugiej strony działanie takie związane jest z koniecznością ponoszenia znaczących kosztów utraconych korzyści, wynikających z braku możliwości reinwestowania kapitału ulokowanego w niezakończoną inwestycję²⁰. Optymalna strategia dezynwestycji, umożliwiająca maksymalizację stopy zwrotu z inwestycji, wymaga znalezienia równowagi między malejącymi w czasie kosztami asymetrii informacji a rosnącymi kosztami utraconych możliwości.

Dla realizacji celu opracowania 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 prawa²¹.

¹⁹ W. L. Megginson, K. A. Weiss, *Venture capitalists certification in initial public offerings*, „Journal of Finance” 1991, No. 46, s. 879–903.

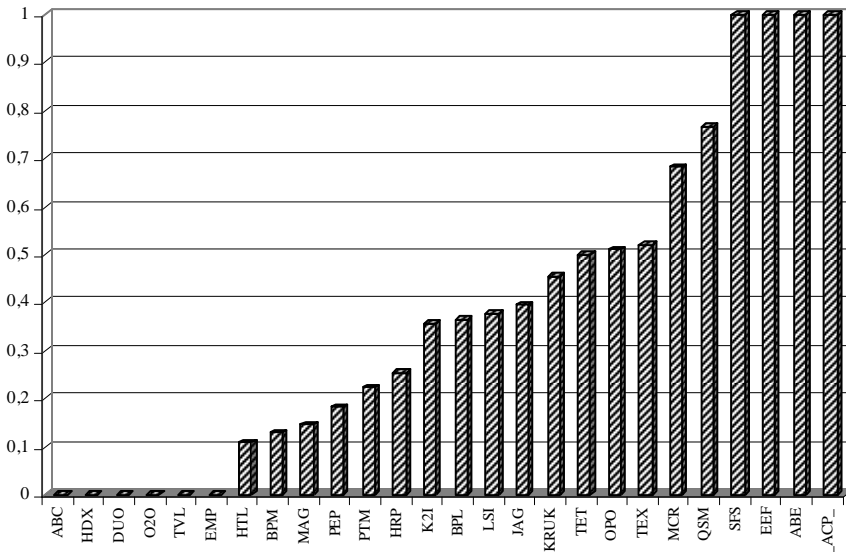
²⁰ W. Neus, U. Walz, *Exit timing of venture capitalists in the course of an initial public offering*, „Journal of Financial Intermediation” 2005, Vol. 14, s. 254.

²¹ 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.

Jako zmienną charakteryzującą strategię dezinwestycji funduszy *private equity* w badaniach empirycznych wykorzystano liczbę miesięcy w okresie pomiędzy debiutem giełdowym danej spółki a wycofaniem się funduszu *private equity* z jej akcjonariatu.

4. EMPIRYCZNA CHARAKTERYSTYKA CZYNNIKÓW RÓŻNICUJĄCYCH STRATEGIE DEZINWESTYCJI FUNDUSZY *PRIVATE EQUITY* REALIZOWANE NA GIEŁDZIE PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH W WARSZAWIE

Analizując stosowane przez fundusze *private equity* strategię dezinwestycji na polskim publicznym rynku papierów wartościowych zauważono, iż w 26 spółkach objętych badaniami stopień dezinwestycji 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 (zob. rys. 1).



Rys. 1. Stopień dezinwestycji realizowanej przez fundusze *private equity* w drodze pierwszej oferty publicznej w analizowanych spółkach

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

Dane przedstawione na rys. 1 wskazują, iż w większości analizowanych przedsiębiorstw wprowadzenie akcji spółki do publicznego obrotu związane było z rozpoczęciem procesu zbywania posiadanych w portfelu inwestycyjnym papierów wartościowych. W rezultacie realizowanych wówczas transakcji publicznej oferty sprzedaży fundusze *private equity* zbywały średnio 38,36% akcji spółek będących ich własnością, redukując w ten sposób znacznie swój udział w strukturze akcjonariatu tych podmiotów (zob. tab. 2).

Tabela 2

Stopień dezinwestycji realizowanej przez fundusze *private equity* w pierwszej publicznej sprzedaży akcji w badanych podmiotach – wybrane statystyki opisowe

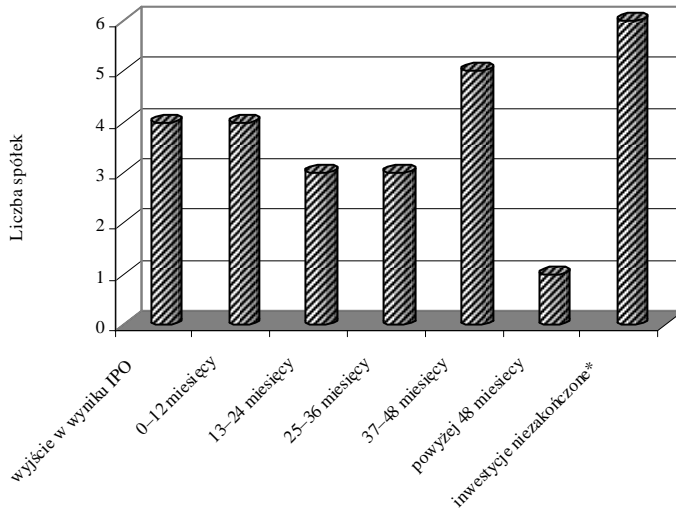
Wyszczególnienie	Wartość
Średnia arytmetyczna	0,3836
Mediana	0,3606
Odchylenie standardowe	0,3449
Minimum	0,0000
Maksimum	1,0000
Liczba spółek	26

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

Wyjście z inwestycji za pośrednictwem rynku giełdowego wiąże się na ogół z rozłożoną w czasie redukcją zaangażowania kapitałowego funduszu *private equity*²². W przeważającej części analizowanych procesów dezinwestycji funduszy *private equity* przyjęta strategia przybierała formułę częściowego wyjścia z inwestycji w ramach pierwszej oferty publicznej²³, co oznacza, że sprzedaż wszystkich posiadanych przez fundusz akcji danej spółki następowała po upływie przynajmniej jednego roku od debiutu spółki na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie (zob. rys. 2).

²² Zob. P. Gompers, J. Lerner, *op. cit.*, s. 423; M. Wrzesiński, *Kapitał podwyższonego ryzyka. Proces inwestycyjny i efektywność*, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2008, s. 231; 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. 511–548.

²³ Zob. D. J. Cumming, J. G. MacIntosh, *A cross-country comparison...*, *op. cit.*, s. 514–516.



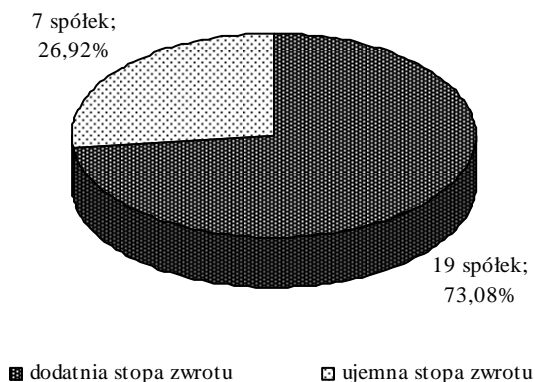
* okres kontynuacji zaangażowania kapitałowego funduszu *private equity* w spółkę po jej debiucie giełdowym wynosi od 21 do 54 miesięcy na dzień 30.03.2012 r.

Rys. 2. Okres kontynuacji zaangażowania kapitałowego funduszu *private equity* spółkę portfelową po jej debiucie giełdowym

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów bieżących spółek.

Analizując dane przedstawione na rys. 2 można wskazać, iż fundusze *private equity* zastosowały strategię całkowitego wyjścia z inwestycji wobec 8 z 26 badanych spółek portfelowych. W niemalże 70% analizowanych procesów wyjścia z inwestycji okres zaangażowania funduszu w spółkę portfelową licząc od dnia debiutu na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie przekraczał 12 miesięcy. Wobec tych podmiotów wykorzystana została strategia częściowego wyjścia z inwestycji, a okres kontynuacji zaangażowania kapitałowego funduszu *private equity* w rozważane spółki po wprowadzeniu ich akcji do publicznego obrotu był zróżnicowany. W znaczącej części analizowanych przedsiębiorstw czas potrzebny do sprzedaży publicznie notowanych akcji z portfela inwestycyjnego funduszu przekraczał 3 lata.

Analiza trzeciego parametru określającego stosowaną przez fundusz *private equity* strategię dezinvestycji – niedowartościowania akcji w pierwszej ofercie publicznej – wskazuje na znaczne zróżnicowanie w tym zakresie. Można jednakże zauważyć, iż przeważająca liczba pierwszych ofert publicznych analizowanych przedsiębiorstw udziałowych charakteryzowała się niedowartościowaniem akcji w pierwszym dniu notowań giełdowych (zob. rys. 3).



Rys. 3. Rozkład dodatnich i ujemnych stóp zwrotu w pierwszym dniu notowań giełdowych badanych spółek

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów bieżących spółek, <http://www.gpw.pl> oraz <http://www.gpwinfostrafa.pl>.

Analizując niedowartościowanie akcji oferowanych w pierwszych ofertach publicznych spółek portfelowych funduszy *private equity* z wykorzystaniem wybranych miar statystyki opisowej można wskazać, iż skorygowana stopa zwrotu zaobserwowana w pierwszym dniu notowań nadanych spółek na warszawskim parkiecie wynosiła średnio 12,57% (zob. tab. 3).

Tabela 3

Niedowartościowanie akcji oferowanych w ramach pierwszej oferty publicznej badanych spółek portfelowych funduszy *private equity* – wybrane statystyki opisowe

Wyszczególnienie	Skorygowana stopa zwrotu
Średnia arytmetyczna	0,1257
Odchylenie standardowe	0,2865
Mediana	0,0326
Kwartył dolny	-0,0130
Kwartył górny	0,1323
Minimum	-0,0731
Maksimum	1,3289
Liczba spółek	26

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów bieżących spółek, <http://www.gpw.pl> oraz <http://www.gpwinfostrafa.pl>.

Zaobserwowane w dniu debiutu giełdowego stopy zwrotu z akcji spółek portfelowych funduszy *private equity* były zróżnicowane. Wartość mediany badanej zmiennej była niższa od wartości średniej arytmetycznej i wynosiła 3,26%. Najwyższą stopę zwrotu w pierwszym dniu notowań giełdowych w grupie analizowanych przedsiębiorstw udziałowych funduszy *private equity* na poziomie 132,9% osiągnęły akcje spółki *HTL Strefa SA*. Z kolei akcje grupy kapitałowej *W. KRUK* zanotowały największy spadek w dniu debiutu giełdowego ze wszystkich analizowanych podmiotów. Kurs walorów tej spółki na zamknięciu pierwszego dnia notowań był niższy o 7,31% w porównaniu do ceny emisyjnej.

5. ROZPOZNANIE STRATEGII REDUKCJI ZAANGAŻOWANIA KAPITAŁOWEGO FUNDUSZY *PRIVATE EQUITY* ZA POŚREDNICTWEM POLSKIEGO PUBLICZNEGO RYNKU PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH

Dążąc do realizacji założonego celu opracowania podjęta została próba wyodrębnienia strategii dezinvestycji stosowanych przez fundusze *private equity* na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. W dalszych badaniach uwzględniono informacje dotyczące wyłącznie zakończonych procesów dezinvestycji. Określenie parametru czasu niezbędnego do całkowitej redukcji zaangażowania kapitałowego funduszu w daną spółkę portfelową było niemożliwe dla niezakończonych procesów wyjść z inwestycji. Dalsza analiza dotyczy zatem 20 spółek.

Do identyfikacji stosowanych strategii wyjść z inwestycji funduszy *private equity* wykorzystana została analiza skupień, umożliwiająca grupowanie obiektów we względnie jednorodne klasy. Analiza ta została poprzedzona badaniem korelacji pomiędzy rozpatrywanymi zmiennymi (zob. tab. 4).

Tabela 4

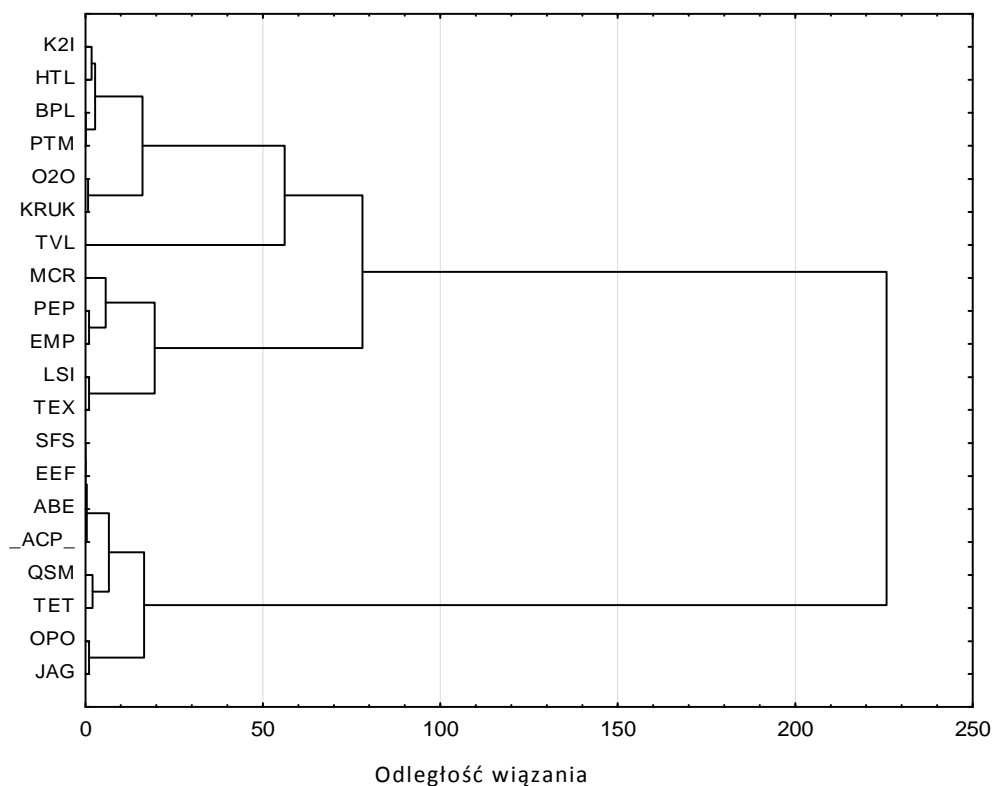
Macierz korelacji pomiędzy wyróżnionymi czynnikami różnicującymi strategię dezinvestycji – współczynniki korelacji rang Spearmana

Wyszczególnienie	Stopień dezinvestycji	Czas	Niedowartościowanie
Stopień dezinvestycji	1,0000	-0,7601	0,0030
Czas	-0,7601	1,0000	-0,0317
Niedowartościowanie	0,0030	-0,0317	1,0000

Źródło: jak do tab. 3.

Analizując dane zawarte w tab. 4 można zauważyć, iż występuje znacząca korelacja pomiędzy stopniem dezinvestycji realizowanym w ramach pierwszej publicznej oferty sprzedaży akcji a czasem potrzebnym do zbycia przez fundusz *private equity* wszystkich posiadanych w portfelu inwestycyjnym akcji spółki publicznej. Z uwagi na cel podjętych badań oraz wcześniejsze rozważania w dalszej procedurze postanowiono jednak uwzględnić obie badane zmienne.

Dla wstępnego rozpoznania strategii dezinvestycji realizowanych przez fundusze *private equity* za pośrednictwem publicznego rynku papierów wartościowych do grupowania badanych podmiotów w pierwszej kolejności wykorzystano metodę Warda, gdzie podobieństwo pomiędzy badanymi jednostkami wyrażone zostało za pomocą miary odległości euklidesowej (zob. rys. 4).



Rys. 4. Diagram drzewa połączeń badanych spółek

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów bieżących spółek, prospektów emisyjnych, <http://www.gpw.pl> oraz <http://www.gpwinfostrefa.pl>.

Analizując dane zawarte na rys. 4 można zauważyć, iż istnieje możliwość wyróżnienia wielu podziałów badanych spółek. Ze względu na liczebność próby

badawczej (20 spółek) nadmierny podział może prowadzić do błędnych wniosków. Wstępna analiza pozwala stwierdzić, iż strategia dezinvestycji zastosowana wobec spółki *Travelplanet.pl* (TVL) odróżnia się od innych przypadków. Pozostałe spółki można zgrupować w trzy, względnie odmienne skupienia. Dla pełniejszej identyfikacji badanych spółek wykorzystano optymalizacyjną metodę *k*-średnich, w której liczbę grup ustalono na poziomie 4. Otrzymane wyniki w zakresie przyporządkowywania badanych spółek do poszczególnych grup w obu metodach były zbieżne (zob. tab. 5), a zidentyfikowane strategie dezinvestycji funduszy *private equity* przedstawia również rys. 5.

Do skupienia I zakwalifikowanych zostało 5 podmiotów. W tej grupie analizowanych przedsiębiorstw całkowita redukcja zaangażowania kapitałowego funduszu *private equity* nastąpiła po upływie średnio 22,8 miesięcy od momentu debiutu giełdowego. W ramach pierwszej oferty publicznej fundusze zbywały średnio 35,29% posiadanych w spółce portfelowej udziałów. Należy zwrócić uwagę, że w tej grupie spółek niedowartościowania akcji było najniższe. Strategię tę można określić jako zrównoważoną.

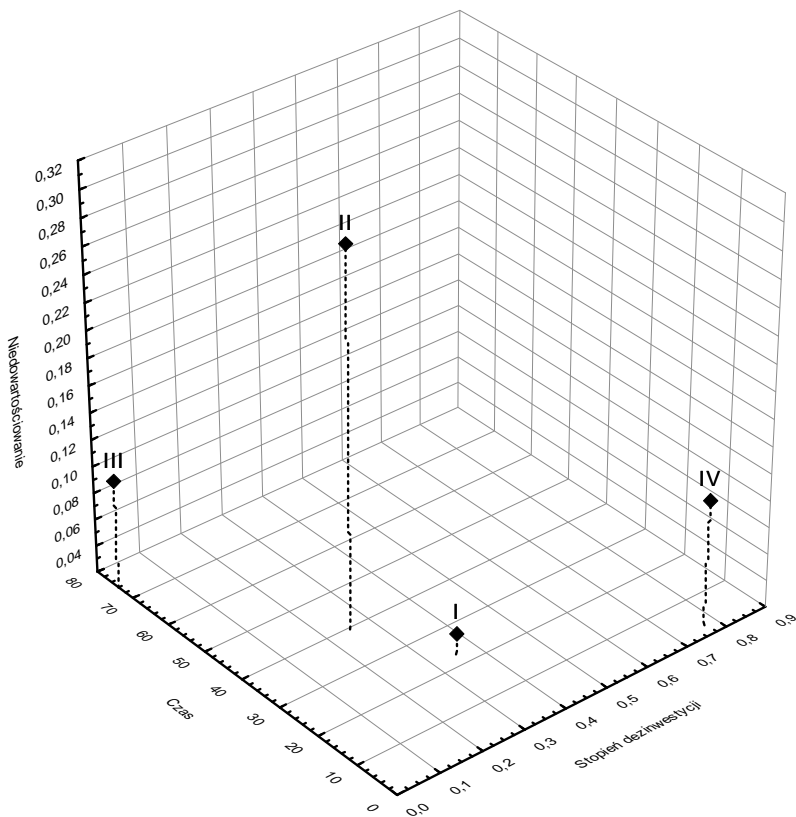
Drugie skupienie tworzyły spółki, gdzie procesy dezinvestycji za pośrednictwem publicznego rynku papierów wartościowych były stosunkowo czasochłonne. Do pełnego wyjścia z inwestycji fundusze *private equity* potrzebowały średnio aż 39,5 miesięcy, a w ramach pierwszej oferty publicznej zredukowały one swoje zaangażowanie kapitałowe w spółki portfelowe średnio o 25,14%. Można też określić, iż strategia ta miała kosztochłonny charakter, gdyż zaobserwowane niedowartościowanie było najwyższe spośród wszystkich analizowanych grup podmiotów i wynosiło 29,94%.

Tabela 5

Skład skupień oraz średnia wartość stopnia dezinvestycji, czasu oraz niedowartościowania w poszczególnych skupieniach

Wyszczególnienie	Skład skupienia	Stopień dezinvestycji	Czas	Niedowartościowanie
Skupienie I	MCR, PEP, EMP, LSI, TEX	0,3529	22,8	0,0360
Skupienie II	K2I, HTL, BPL, PTM, O2O, KRUK	0,2514	39,5	0,2994
Skupienie III	TVL	0,0000	74,0	0,0998
Skupienie IV	SFS, EEF, ABE, _ACP_, QSM, TET, OPO, JAG	0,7715	2,6	0,1137

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów bieżących spółek, prospektów emisyjnych, <http://www.gpw.pl> oraz <http://www.gpwinfostrefa.pl>.



Rys. 5. Średnie wartości stopnia dez inwestycji, czasu oraz niedowartościowania w poszczególnych skupieniach

Źródło: jak do rys. 4.

Odrębną i nietypową obserwacją stanowiła strategia dez inwestycji zastosowana wobec spółki *Travelplanet.pl SA*.

Czwartą rozpoznaną grupę tworzyło 8 spółek, a strategię dez inwestycji zastosowaną przez fundusze *private equity* wobec tych podmiotów można określić jako dynamiczną. W ramach pierwszej publicznej sprzedaży akcji fundusze zbywały znaczącą większość posiadanych w spółkach udziałów (średnio 77,15%), a do całkowitej redukcji zaangażowania kapitałowego funduszu dochodziło średnio przed upływem 3 miesięcy od debiutu spółki portfelowej na warszawskim parkiecie. Zauważyć można, iż średnie niedowartościowane akcji w tej grupie było wyższe o 7,77 punktów procentowych w porównaniu z wartością tej zmiennej w skupieniu I.

6. ZAKOŃCZENIE

Publiczny rynek papierów wartościowych stanowi ważne miejsce realizacji procesów dezinwestycji funduszy *private equity*. Z racji na złożoność i wielowymiarowość zjawisk na nim zachodzących stwarza on liczne szanse, ale i zagrożenia efektywnej realizacji zysku kapitałowego z inwestycji funduszy *private equity*.

Badania nad procesami dezinwestycji realizowanymi metodą pierwszej oferty publicznej wykazały, iż w warunkach polskiego publicznego rynku papierów wartościowych nie wykazują one homogenicznych strategii redukcji zaangażowania kapitałowego funduszy *private equity* w spółki portfelowe. Wyjście z inwestycji funduszu *private equity* osiągane przez wprowadzenie akcji spółki portfelowej do obrotu giełdowego, a następnie ich sprzedaż za pośrednictwem publicznego rynku papierów wartościowych przybiera zróżnicowany zakres, dynamikę i efekty realizacji.

Tomasz Sosnowski

THE DIFFERENTIATION OF DIVESTMENT STRATEGY THROUGH INITIAL PUBLIC OFFERING IMPLEMENTED BY THE PRIVATE EQUITY FUNDS

The main aim of this paper is an attempt to identify the different strategies of private equity funds divestments carried out through stock exchange. The purpose of this study has been achieved by empirical verification of hypothesis which stipulates that the private equity funds implement heterogeneous strategies of divestment by the initial public offering.

The research on disinvestment of private equity funds through initial public offering has shown that this method of exit from investment may take a wide range, different dynamics and bring various effects.

The empirical studies have been carried out on a group of 26 private equity backed companies in which the divestment process had been carried out by the initial public offering and the first listing on the Warsaw Stock Exchange had taken place between 2002 and 2010.

Key words: private equity funds, divestment strategy, initial public offering.