

Tomasz Sosnowski^{*}

**PROCES REDUKCJI ZAANGAŻOWANIA KAPITAŁOWEGO
FUNDUSZY *PRIVATE EQUITY* W SPÓŁKI PORTFELOWE METODĄ
PIERWSZEJ OFERTY PUBLICZNEJ**

1. WSTĘP

Fundusze *private equity* są podmiotami inwestującymi zgromadzone wcześniej zasoby w przedsiębiorstwa, głównie niepubliczne i wyróżniające się znaczącym potencjałem wzrostu wartości rynkowej. Wspomagając kapitałowo rozwój tych przedsiębiorstw działają one również w interesie swoich kapitałodawców, którzy oczekują odpowiedniej stopy zwrotu z kapitału powierzonego w zarządzanie. Specyfiką działalności funduszy *private equity* jest odłożona w czasie realizacja zysku z inwestycji. Jest on realizowany dopiero w końcowej części całego cyklu inwestycyjnego tj. w fazie dezinwestycji. Jego podstawowym źródłem jest nadwyżka rynkowej wartości kapitału przedsiębiorstwa udziałowego w momencie wyjścia z inwestycji nad sumą zainwestowanego kapitału.

Podjęte wcześniejsze działania funduszu *private equity* na rzecz kreowania wartości rynkowej podmiotów znajdujących się w portfelu inwestycyjnym mogą bowiem znaleźć wymierny wyraz w postaci zysku kapitałowego.

Zasadniczym celem opracowania jest rozpoznanie dynamiki i czasu trwania procesów dezinwestycji realizowanych za pośrednictwem Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie, podejmowanych przez fundusze *private equity*, które prowadzą działalność inwestycyjną na krajowym rynku.

Dla realizacji celu opracowania sformułowana została hipoteza badawcza stwierdzająca, iż pierwsza oferta publiczna jako metoda dezinwestycji jest wykorzystywana głównie do operacjonalizacji strategii częściowego wyjścia z inwestycji, a całkowite zbycie papierów wartościowych przedsiębiorstwa udziałowego następuje zwykle w późniejszym terminie.

^{*} Mgr, asystent w Katedrze Analizy i Strategii Przedsiębiorstwa UŁ.

2. STRATEGIE DEZINWESTYCJI FUNDUSZY *PRIVATE EQUITY* I ICH UWARUNKOWANIA

Wyjście z inwestycji funduszu *private equity* jest końcowym etapem realizacji złożonego procesu inwestycyjnego. Jest jego integralną częścią¹, którą znamionuje wysoki poziom ryzyka. Procesy wyjścia z inwestycji uznawane są przez fundusze *private equity* za jeden z kluczowych czynników decydujących o wyborze spółki portfelowej już na etapie analizy przedinwestycyjnej². W analizie tej oceniane są możliwości ograniczenia ryzyka inwestycyjnego i tym samym akceptowalna stopa zwrotu z zainwestowanego kapitału.

W literaturze przedmiotu powszechnie akcentowane jest stanowisko, iż rozwój rynku kapitału podwyższonego ryzyka, a także inwestycje podejmowane przez fundusze *private equity*, uzależnione są od możliwości późniejszego efektywnego wyjścia z inwestycji³.

Proces dezinwestycji realizowany na rynku kapitału podwyższonego ryzyka określany jest często jako działania polegające na sprzedaży przez fundusz *private equity* posiadanych udziałów w spółkach portfelowych⁴. K. Sobańska, P. Sieradzan precyzują pojęcie dezinwestycji, określając je jako działanie podjęte przez inwestora, mające doprowadzić do wycofania się z inwestycji, czyli zbycia posiadanych udziałów w spółce portfelowej na rynku prywatnym lub publicznym, jednemu lub więcej podmiotom⁵.

Fundusze *private equity* wykorzystują różne metody zakończenia współpracy ze spółką portfelową⁶. Wybór odpowiedniej metody dezinwestycji dla określonej inwestycji uzależniony jest od wielu czynników i wzajemnie powiązanych uwarunkowań⁷. Do najbardziej typowych metod dezinwestycji uznać można:

¹ 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>

² M. Wrzesiński, *Kapitał podwyższonego ryzyka. Proces inwestycyjny i efektywność*, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2008, s. 226; A. Kornasiewicz, *Venture capital w krajach rozwiniętych i w Polsce*, CeDeWu, Warszawa 2004, s. 220–222.

³ P. Gompers, J. Lerner, *The Venture Capital Cycle*, MIT Press, Cambridge Massachusetts 2006, s. 345; 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.

⁴ D. J. Cumming, S. A. Johan, *Venture Capital and Private Equity Contracting. An International Perspective*, Elsevier 2009, s. 583.

⁵ K. Sobańska, P. Sieradzan, *Inwestycje private equity/venture capital*, Key Text, Warszawa 2004, s. 112.

⁶ Zob. P. Zasępa, *Venture capital – sposoby dezinwestycji*, CeDeWu.pl Wydawnictwa Fachowe, Warszawa 2010, s. 90–91; K. Sobańska, P. Sieradzan, *op. cit.*, s. 115.

⁷ Zob. T. Sosnowski, *Uwarunkowania decyzji funduszy private equity o wyborze metody dezinwestycji*, [w:] J. Duraj (red.), *Prace z zakresu ekonomiki i zarządzania przedsiębiorstwem*, „Acta Universitatis Lodziensis” 2011, Folia Oeconomica 256, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2011, s. 77–84.

a) sprzedaż akcji spółki w drodze oferty publicznej, która polega na oferowaniu po raz pierwszy do sprzedaży przez obecnych akcjonariuszy istniejących akcji za pośrednictwem rynku publicznego⁸,

b) zbycie spółki inwestorowi branżowemu przez sprzedaż akcji bądź udziałów niepublicznej spółki portfelowej, stanowiących własność funduszu *private equity* na rzecz innego przedsiębiorstwa, nie będącego investorem finansowym⁹,

c) wykup menedżerski, w którym ma miejsce sprzedaż udziałowych papierów wartościowych spółki na rzecz osób nią zarządzających lub jej pierwotnych właścicieli,

d) zbycie praw własności na rzecz innego inwestora finansowego oraz

e) likwidacja spółki/umorzenie udziałów, która ma zastosowanie w przypadku przedsięwzięć inwestycyjnych zakończonych niepowodzeniem.

Wymienione 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 (zob. rys. 1).

	Całkowite wyjście z inwestycji	Częściowe wyjście z inwestycji
Sprzedaż akcji spółki w drodze oferty publicznej	✓ (natychmiastowe wyjście jest mało prawdopodobne)	✓
Zbycie spółki inwestorowi branżowemu	✓	✓ (zwykle jako całkowite wyjście)
Wykup menedżerski	✓	✓
Zbycie spółki rzecz innego inwestora finansowego	✓	✓
Likwidacja spółki/umorzenie udziałów	✓	✓

Rys. 1. Zakres zmniejszania zaangażowania kapitałowego funduszu *private equity* w wyniku poszczególnych metod dezinwestycji

Źródło: S. Povaly, *Private equity exits: Divestment Process Management for Leveraged Buyouts*, Springer, Berlin, Heidelberg, New York 2007, s. 119.

⁸ Por. P. Siwek, *Praktyka pierwszych ofert publicznych w Polsce*, CeDeWu.pl, Warszawa 2005, s. 12–13.

⁹ K. Sobańska, P. Sieradzian, *op. cit.*, s. 135.

W ramach poszczególnych sposobów redukcji zaangażowania kapitałowego funduszu *private equity* w spółkę portfelową określenie częściowe i całkowite wyjście z inwestycji jest odmiennie pojmowane¹⁰. 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* sprzeda wszystkie posiadane akcje spółki portfelowej w okresie nie przekraczającym 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 inwestycji¹¹.

W literaturze przedmiotu prezentowany jest pogląd, iż wyjście z inwestycji za pośrednictwem rynku giełdowego wiąże się na ogół z rozłożoną w czasie redukcją zaangażowania kapitałowego funduszu *private equity*¹². Zasadniczą przesłanką skłaniającą ku takiemu stanowisku jest występowanie znaczącej asymetrii informacji pomiędzy właścicielami spółki przed jej upublicznieniem a nabywcami akcji oferowanych na publicznym rynku papierów wartościowych, negatywnie wpływającej na wycenę rynkową spółki¹³. Fundusz *private equity* jest stroną uprzywilejowaną w stosunku do inwestorów giełdowych w zakresie dostępu do informacji i możliwości jej wykorzystania w procesach dezinwestycji. Posiada on z reguły pełniejszą wiedzę o konkurentach, klientach, trudnościach działania oraz perspektywach dalszego rozwoju.

Fundusz *private equity*, pozostając akcjonariuszem spółki po jej upublicznieniu, przekazuje sygnał otoczeniu rynkowemu, iż nadal pozytywnie postrzega perspektywy rozwoju spółki i wzrostu jej wartości rynkowej, wpływając przez to na zmniejszenie negatywnych skutków luki informacyjnej¹⁴.

Na gruncie teorii sygnalizacji można wskazać drugi powód kontynuowania zaangażowania kapitałowego funduszu *private equity* w spółkę portfelową po jej debiucie giełdowym.

P. Gompers, prowadząc badania nad funkcjonowaniem funduszy *venture capital* w Stanach Zjednoczonych zauważył, że stosunkowo młode fundusze wykorzystują debiuty giełdowe spółek portfelowych do budowania kapitału reputacji (ang. *grandstanding hypothesis*)¹⁵. Fundusze te dążą do wprowadzenia akcji spółki do publicznego obrotu nawet w sytuacji, kiedy nie wszystkie moż-

¹⁰ Zob. 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. 514–516.

¹¹ *Ibidem*.

¹² Zob. P. Gompers, J. Lerner, *The Venture Capital Cycle*, MIT Press, Cambridge Massachusetts 2006, s. 423; M. Wrzesiński, *op. cit.*, s. 231.

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 Zob. W. L. Megginson, K. A. Weiss, *Venture Capitalists Certification in Initial Public Offerings*, „Journal of Finance” 1991, Vol. 46, s. 879–903.

¹⁵ Zob. P. Gompers, *Grandstanding in the Venture Capital Industry*, „Journal of Financial Economics” 1996, Vol. 42, s. 133–156.

liwości kreowania wartości rynkowej przedsiębiorstwa udziałowego zostały wykorzystane. Dzięki celowo inicjowanym działaniom promocyjnym oraz *publicity* towarzyszącemu debiutom giełdowym, rynek otrzymuje informację o zdolnościach funduszu do budowania wartości. Fundusz, pozostając nadal akcjonariuszem spółki, może być bowiem beneficjentem oczekiwanych dalszych korzyści w dłuższej perspektywie.

Na kontynuowanie zaangażowania kapitałowego funduszu w spółkę portfelową wpływ mają również warunki rynkowe. W momencie upublicznienia akcji spółki, fundusz *private equity*, tak jak pozostali inwestorzy giełdowi, może czerpać korzyści ze wzrostu rynkowych cen akcji w okresie „ryнку byka”.

3. KIERUNKI REALIZACJI STRATEGII ZMNIEJSZANIA ZAANGAŻOWANIA KAPITAŁOWEGO FUNDUSZY *PRIVATE EQUITY* NA KRAJOWYM PUBLICZNYM RYNKU PAPIERÓW WARTOŚCIOWYCH – WYNIKI BADAŃ EMPIRYCZNYCH

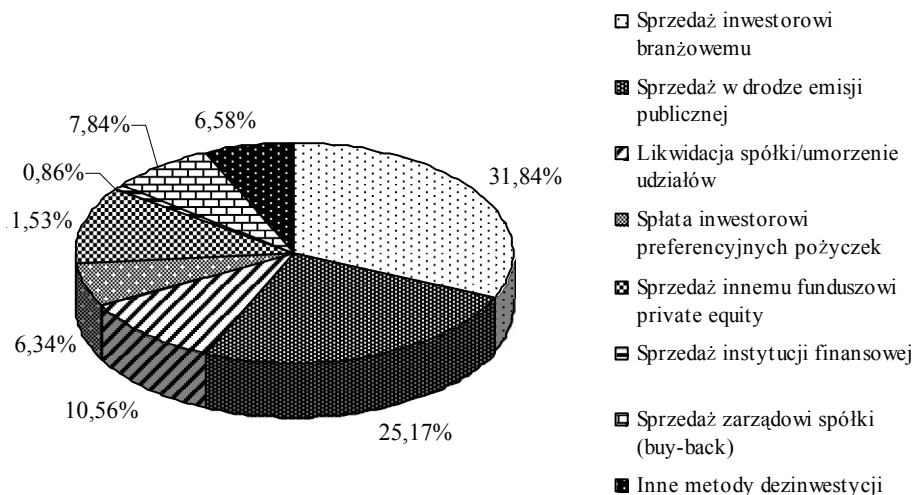
Badania empiryczne zostały przeprowadzone na grupie 26 spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, które spełniły następujące kryteria wyboru:

- 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.

Informacje niezbędne do weryfikacji postawionej na wstępie hipotezy badawczej pochodziły z prospektów emisyjnych, raportów bieżących i okresowych badanych spółek, a także innych ogólnodostępnych źródeł.

Wskazane możliwości wykorzystania przez fundusze *private equity* różnych metod zakończenia współpracy ze spółką portfelową w różnym stopniu są atrakcyjne dla realizacji zysku kapitałowego z inwestycji. Zawarte na rys. 2 zestawienie metod wyjścia z inwestycji stosowanych przez polskie firmy zarządzające funduszami *private equity* w latach 2002–2010 dowodzi, iż fundusze *private equity* najczęściej wykorzystywały sprzedaż spółki inwestorowi branżowemu jako metodę dezinwestycji. Ten sposób zakończenia współpracy miał miejsce w prawie co trzecim przypadku przeprowadzanych wyjść z inwestycji. Wielkość tego wskaźnika odnosząca się do tego rodzaju dezinwestycji na polskim rynku kapitałowym nie odbiega od średniej europejskiej¹⁶.

¹⁶ Zob. A. Schwi enbacher, *An Empirical Analysis of Venture Capital Exits in Europe and the United States* (January 2005). EFA 2002 Berlin Meetings Discussion Paper. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=302001> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.302001>; T. Sosnowski, *Comparative Analysis of Private Equity Market In Poland and Other Central and Eastern European*



Rys. 2. Metody wyjścia z inwestycji stosowane przez polskie firmy zarządzające funduszami *private equity* w latach 2002–2010

Źródło: opracowanie własne na podstawie: *European Private Equity and Venture Capital Association Yearbook 2003–2011*, *Zavantem 2003–2011*.

Publiczny rynek papierów wartościowych jest również nader ważnym miejscem w praktyce realizacji wyjść z inwestycji funduszy *private equity* w Polsce. Spośród ogółu wszystkich dezinwestycji zrealizowanych w latach 2002–2010 na krajowym rynku, aż 25,17% stanowiły transakcje sprzedaży akcji spółek portfelowych za pośrednictwem giełdy.

Sprzedaż walorów spółki innemu funduszowi *private equity*, bądź innej instytucji finansowej lub zarządowi spółki, jak i inne metody dezinwestycji były również wykorzystywane jako sposoby zakończenia inwestycji funduszu *private equity* w określone przedsiębiorstwo udziałowe. Jednakże ich udział w ogóle zrealizowanych transakcji był relatywnie mniejszy. Likwidacja spółki/umorzenie udziałów, a zatem udział wartości inwestycji zakończonych niepowodzeniem, w analizowanym okresie wynosił 10,56%. W tym miejscu należy zaznaczyć, iż wyjście z inwestycji tą metodą nie zawsze jest równoznaczne z całkowitą utratą zainwestowanych przez fundusz środków. Część poniesionych nakładów inwestycyjnych może być odzyskana ze sprzedaży majątku spółki¹⁷. Niezależnie od wysokości środków uzyskanych w wyniku działań likwidacyjnych przedsiębior-

Countries, [w:] D. Walczak-Duraj, J. Duraj (red.), *Socio-economic Aspects of Small and Medium-sized Enterprises' Activities*, „Comparative Economic Research Central and Eastern Europe” 2010, Vol. 13, No. 5, Łódź University Press, Łódź 2010, s. 104.

¹⁷ W. Przybylska-Kapuścińska, M. Mozalewski, *Kapitał wysokiego ryzyka*, PWE, Warszawa 2011, s. 163.

stwa udziałowego, w żadnym wypadku nie można mówić o spełnieniu kryterium efektywności inwestycji funduszy *private equity*.

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 wartości tego wskaźnika w badanych 26 spółkach akcyjnych.

Dane zaprezentowane w tab. 1 wskazują, iż fundusze *private equity* posiadały istotną część kapitału zakładowego spółek objętych procesami dezinwestycji metodą pierwszej oferty publicznej.

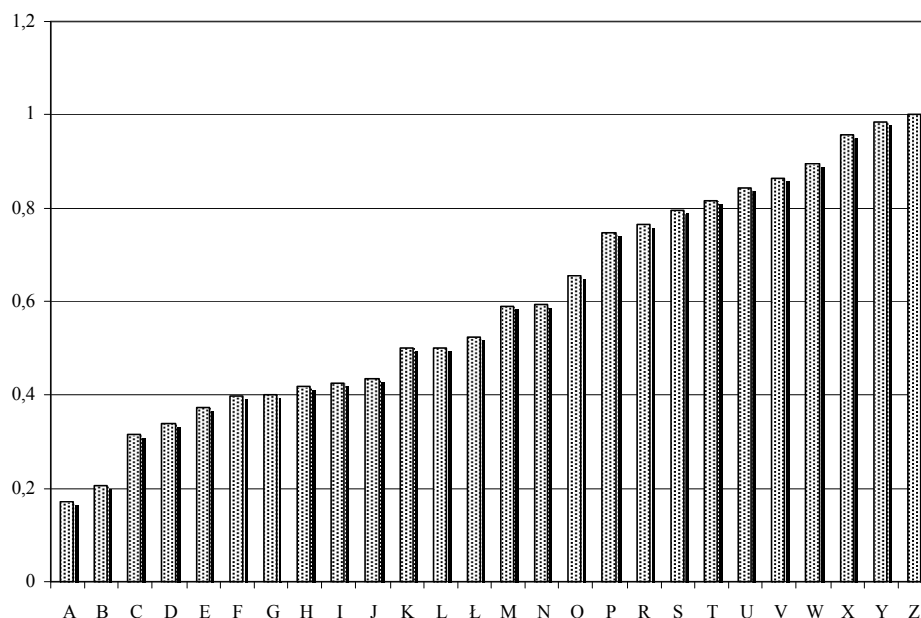
Tabela 1

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

Wyszczególnienie	Wartość [w %]
Średnia arytmetyczna	59,69
Kwartył pierwszy	40,53
Mediana	55,77
Kwartył trzeci	81,05
Odchylenie standardowe	24,71
Minimum	17,03
Maksimum	100,00
Liczba spółek	26

Źródło: opracowanie własne na podstawie prospektów emisyjnych analizowanych spółek.

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 55,77%, natomiast zaledwie w jednej czwartej spółek udział ten był mniejszy niż 40,53%. 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 (zob. rys. 3).

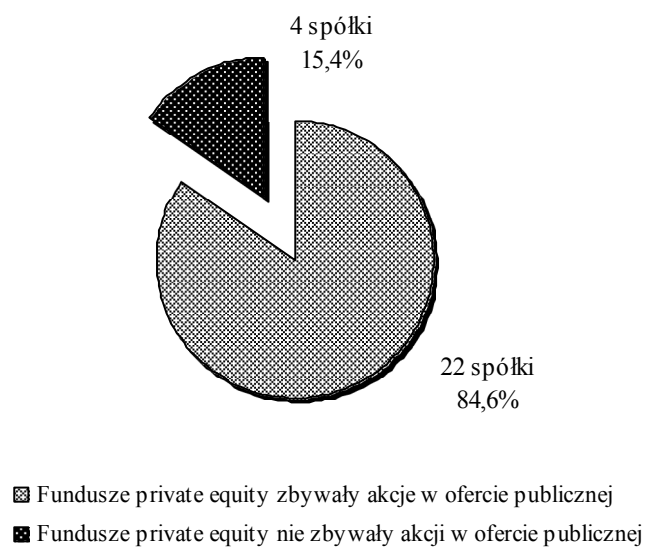


Rys. 3. Udział funduszu *private equity* w kapitale zakładowym analizowanych spółek bezpośrednio przed wprowadzeniem na Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie
 Źródło: opracowanie własne na podstawie prospektów emisyjnych analizowanych spółek.

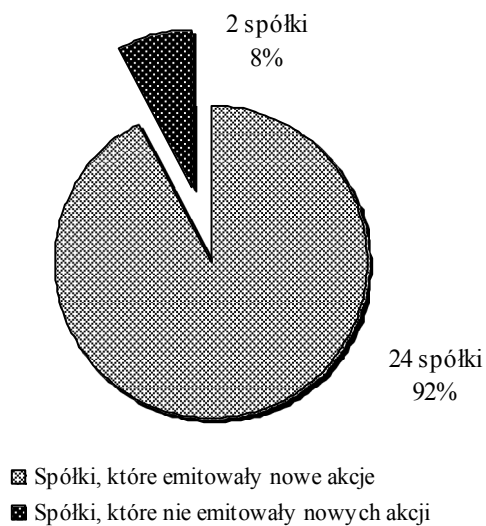
W praktyce dezinwestycji realizowanych poprzez warszawską giełdę, wprowadzenie do publicznego obrotu akcji spółki portfelowej nie zawsze związane jest z publiczną ofertą sprzedaży akcji będących własnością funduszu *private equity* (zob. rys. 4). W przypadku 4 spółek fundusze *private equity* rozpoczęły zbywanie określonej liczby posiadanych akcji w późniejszym okresie.

Poza licznymi korzyściami, jakie niesie za sobą posiadanie przez przedsiębiorstwo statusu spółki publicznej¹⁸, debiut giełdowy jest również doskonałą 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 Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie związane było z emisją nowych akcji (zob. rys. 5).

¹⁸ Zob. M. Mikołajek-Gocjeną, *IPO jako źródło finansowania rozwoju spółki*, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2008, s. 79–82.



Rys. 4. Struktura debiutów giełdowych spółek portfelowych funduszy *private equity* według kryterium zbywania akcji spółki portfelowej przez fundusz *private equity* w ofercie publicznej
Źródło: jak do rys. 3.



Rys. 5. Struktura debiutów giełdowych spółek portfelowych funduszy *private equity* według kryterium powiązania z emisją nowych akcji.
Źródło: jak do rys. 3.

Obniżenie 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 dezinwestycji w ramach publicznej oferty sprzedaży akcji, zbywały akcje stanowiące znaczną część kapitału zakładowego spółek portfelowych (zob. tab. 2).

Tabela 2

Udział akcji zbywanych 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	0,2255	0,1867	0,2665	0,2207
Mediana	0,1969	0,1351	0,2462	0,1723
Odchylenie standardowe	0,1719	0,1530	0,1540	0,1414
Minimum	0,0000	0,0000	0,0432	0,0373
Maksimum	0,5742	0,4948	0,5742	0,4948
Liczba spółek	26	26	22	22

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

Z analizy danych liczbowych dla 26 podmiotów wynika, iż akcje zbywane przez fundusz *private equity* w ramach publicznej oferty sprzedaży stanowiły średnio 22,55% kapitału zakładowego spółki przed jego podwyższeniem oraz 18,67% po jego podwyższeniu w wyniku emisji nowych akcji (zob. tab. 2). W poszczególnych przypadkach wielkości te były mocno zróżnicowane, na co wskazuje wartość 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 debiut giełdowy nie był związany z jednoczesną sprzedażą papierów wartościowych znajdujących się w portfelu inwestycyjnym funduszu (zob. rys. 4). Przeprowadzając bowiem analogiczne badania na „oczyszczonej” próbie liczącej 22 spółki, okazało się, że w tej grupie przedsiębiorstw średni udział akcji sprzedawanych przez fundusz w ramach publicznej oferty w kapitale zakładowym wzrósł do poziomu 26,65% przed powiększeniem go o emisję nowych akcji oraz odpowiednio do 22,07% po jego zwiększeniu.

W rezultacie zrealizowanych transakcji na akcjach spółek portfelowych związanych z ich wprowadzeniem do publicznego obrotu nastąpiła zmiana struktury właścicielskiej tychże przedsiębiorstw. Dane zawarte w tab. 3 wskazują na znaczące zmniejszenie udziału funduszu *private equity* w kapitale zakładowym analizowanych spółek akcyjnych po wprowadzeniu na GPW w Warszawie (zob. tab. 3).

Tabela 3

Udział funduszu *private equity* w kapitale zakładowym spółki po wprowadzeniu na Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie SA

Wyszczególnienie	Wartość [%]	Zmiana w stosunku do okresu przed debiutem [punkty procentowe]
Średnia arytmetyczna	33,85	-25,84
Kwartyl pierwszy	13,92	-26,61
Mediana	33,19	-22,58
Kwartyl trzeci	49,55	-31,50
Odchylenie standardowe	24,00	-
Minimum	0,00	-17,03
Maksimum	76,02	-23,98
Liczba spółek	26	-

Źródło: jak do tab. 2.

Udział funduszu *private equity* w kapitale zakładowym spółki portfelowej po jej debiucie giełdowym wynosił średnio 33,85% i zmniejszył się przeciętnie o 25,84 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). Rozkład badanej zmiennej jest lewostronnie asymetryczny.

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 zależnych. Zakładając rozkład normalny badanych zmiennych sformułowano hipotezę zerową H_0 mówiącą o równości średnich:

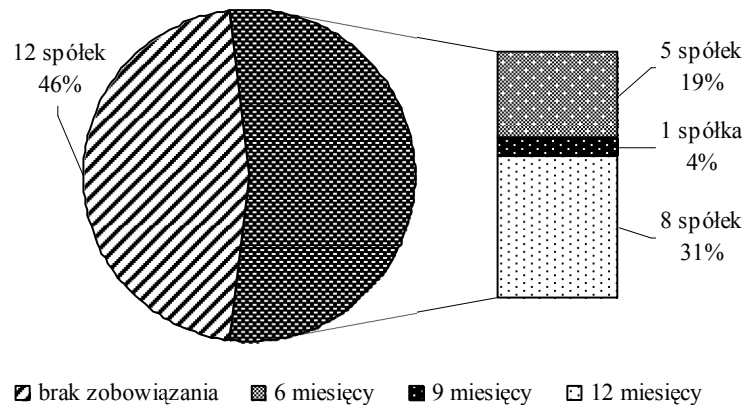
$$H_0 : \mu_{n-1} = \mu_{n+1}$$

wobec hipotezy alternatywnej H_1 :

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

Dla $\alpha=0,05$ 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 (zob. rys. 6).



Rys. 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 zaplanowany czas nie będą sprzedawały posiadanych w portfelu inwestycyjnym akcji, natomiast w pozostałych podmiotach tego typu 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 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 prawa¹⁹. W oparciu o analizę zgromadzonych danych należy stwierdzić, iż w przeważającej części przedsiębiorstw pierwsza oferta publiczna była stosowana jako częściowe wyjście z inwestycji (zob. tab. 4).

Tabela 4

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

Okres kontynuacji zaangażowania kapitałowego funduszu <i>private equity</i> w spółkę po debiucie giełdowym	Liczba podmiotów	Udział [%]
Dezinvestycja 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.

¹⁹ 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. 4 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 Gieldzie Papierów Wartościowych w Warszawie przekraczał 12 miesięcy. W znaczącej części analizowanych przedsiębiorstw czas potrzebny do sprzedaży publicznie notowanych akcji z portfela inwestycyjnego funduszu przekraczał 3 lata.

4. ZAKOŃCZENIE

Wyjście z inwestycji poprzez sprzedaż akcji spółki portfelowej w drodze publicznej oferty stanowi jedną z metod dezinwestycji przeprowadzanych przez fundusze *private equity* działające w Polsce. Redukcja zaangażowania kapitałowego funduszu w przedsiębiorstwo udziałowe tą metodą przybiera zróżnicowany zakres.

Przedstawione w pracy wyniki badań empirycznych nad dynamiką przebiegu wyjścia z inwestycji pokazują, iż w większości analizowanych transakcji fundusz *private equity* pozostawał nadal akcjonariuszem spółki po upływie 1 roku od debiutu giełdowego spółki. Wydłużający się okres pomiędzy debiutem giełdowym a całkowitym wycofaniem zainwestowanego kapitału funduszu ze spółki portfelowej świadczyć może o występowaniu ograniczeń w swobodnej sprzedaży posiadanych akcji za pośrednictwem krajowego publicznego rynku papierów wartościowych.

Tomasz Sosnowski

THE REDUCTION OF PRIVATE EQUITY FUNDS' HOLDINGS IN PORTFOLIO COMPANIES BY THE INITIAL PUBLIC OFFERINGS

The main objective of this paper is to recognize the dynamics and duration of disinvestment processes undertaken by the private equity funds through the Warsaw Stock Exchange.

To achieve the goal of the research, it has been formulated the hypothesis affirming that the initial public offering as a method of divestment is mainly used to make a partial exit from an investment and the total sale of securities of companies usually occurs at a later date. Presented in the paper results of empirical research on the dynamics of an exit from the investment show that private equity fund remained as a shareholder after 1 year of the IPO in majority of the portfolio companies.

Key words: private equity, exit vehicles, initial public offerings, full exit, partial exit.