

Efektywność dezinwestycji funduszy venture capital na przykładzie rynku polskiego

Piotr Zasepa*

Streszczenie: W artykule poruszono tematykę efektywności procesu dezinwestycji dokonywanego przez fundusze venture capital funkcjonujące w Polsce. Przeanalizowano proces dezinwestycji za pomocą IPO na GPW w Warszawie w okresie 1993–2011 (z uwzględnieniem okresów hossy i bessy) oraz porównano osiągniętą efektywność tego procesu z innymi alternatywnymi sposobami zakończenia inwestycji przez fundusze wysokiego ryzyka. W artykule poruszono również problem niedoszacowania i przeszacowania transakcji IPO przeprowadzanych przez fundusze plasujące emisje na GPW w Warszawie w porównaniu z transakcjami IPO dokonywanymi przez pozostałe spółki na rynku głównym oraz rynku New Connect w latach 2003–2011.

Słowa kluczowe: venture capital, IPO

Wprowadzenie

Fundusze venture capital (VC) na przestrzeni ostatnich trzech dekad przekształciły się w istotną klasę aktywów i często stanowią bardzo ważną część portfela inwestycyjnego wielu instytucji finansowych oraz inwestorów prywatnych na całym świecie. Fundusze venture capital to skomplikowana klasa aktywów, co angażuje wiele aspektów ryzyka na wielu płaszczyznach ich funkcjonowania, które powinny zostać zidentyfikowane, opisane i zarządzane w odpowiedni sposób. W procesie dezinwestycji bardzo ważne dla funduszy venture capital jest problem osiągniętej stopy zwrotu z dokonanej inwestycji. Ich zaangażowanie jest długoterminowe, stosunkowo mało elastyczne i obciążone bardzo wysokim ryzykiem utraty zainwestowanych środków. Niezbędne wydaje się więc racjonalne podejście do procesu dezinwestycji. Należy również podkreślić, że od 2000 r. dla większości analizowanych lat mediana stóp zwrotu funduszy venture capital oscyluje w granicach 0%, co podkreśla bardzo ważny aspekt racjonalności prowadzenia procesu inwestycyjnego przez fundusze venture capital. W celu zbudowania lub wyboru dobrze funkcjonującego funduszu venture capital bardzo ważne jest zrozumienie zarządzania ryzykiem alokacji tej klasy aktywów, procedur wyboru celów inwestycyjnych, zarządzania płynnością funduszu i jego potrzebami finansowymi, jak również monitorowanie i angażowanie się w rozwój spółek portfelowych celem przeprowadzenia efektywnego procesu dezinwestycji. Zrozumienie ponoszonego ryzyka przez poszczególnych interesariuszy funduszu pozwala na lepszą analizę tej klasy aktywów oraz na ocenę, jaki wpływ na efektywność

* dr Piotr Zasepa – Akademia im. Jana Długosza w Częstochowie, Wydział Nauk Społecznych, Instytut Zarządzania i Marketingu, ul. Waszyngtona 4/8, 42-200 Częstochowa, e-mail: p.zasepa@ajd.czyst.pl

inwestycji będzie miało dynamicznie zmieniające się otoczenie. Celem artykułu jest wskazanie efektywności gospodarowania funduszy venture capital w zakresie osiąganych wyników z przeprowadzonych deiznwestycji na Gieldzie Papierów Wartościowych w Warszawie.

1. Venture capital i specyfika jego efektywności

Fundusze venture capital działają w warunkach dużej niepewności i wysokiego ryzyka. Charakterystyką działalności funduszu może być również poziom dywersyfikacji portfela oraz jej charakter. Badania wykazują, że efektywność pojawia się przy niskiej lub wysokiej dywersyfikacji portfela funduszy venture capital, podczas gdy umiarkowane poziomy nie zapewniają ponadprzeciętnych stóp zwrotu inwestycji. Jednym z czynników, który wpływa na decyzje o poziomie dywersyfikacji oraz na efektywność wyników, jest poziom niepewności w otoczeniu zewnętrznym. W takim środowisku niezbędna jest elastyczność oraz umiejętność wyboru spółek przez fundusze venture capital, które będą w stanie rozwijać się dynamiczniej niż ich otoczenie. Dywersyfikacja portfela w przypadku funduszy venture capital oznacza potrzebę zdobycia pogłębionej wiedzy z zakresu różnych branż, w jakich funkcjonują spółki portfelowe, oraz wiedzy na temat kształtowania się trendów w ich rozwoju.

Inwestycje venture capital charakteryzują się tym, że są wysoce niepewne, co do przyszłej wypłaty z inwestycji. Ponadto fundusze przede wszystkim polegają na stosowaniu zasobów wiedzy ich menedżerów. Osoby kierujące funduszami VC dysponują wiedzą z zakresu wielu dziedzin funkcjonowania przedsiębiorstwa, np. wiedzą techniczną, z zakresu marketingu czy zarządzania, które mają zastosowanie do ich interakcji ze spółkami portfelowymi. Fundusze wykorzystują swoją wiedzę w celu połączenia spółki portfelowej z innymi podmiotami mogącymi dostarczyć ważnych zasobów na dalszym etapie rozwoju i wspólnie pracować nad wzrostem wartości spółki portfelowej. Warto wskazać, że zarządzający spółkami nie wykorzystują innych niż środki pieniężne rzeczowych składników aktywów w celu wzrostu ich wartości, co jest całkowicie wystarczające. Poszczególne spółki w portfelach funduszy z reguły nie dzielą pomiędzy siebie żadnych innych zasobów majątku. Należy stwierdzić, że fundusze to spółki działające samodzielnie, ale ich struktura oraz podstawowe bodźce motywacyjne dla zarządzających nie różnią się zbytnio od siebie. Kontrastuje to z innymi typami funduszy, w których struktury mogą być mocno zdywersyfikowane i rozbudowane, jak również charakteryzować się mniejszym poziomem złożoności.

Fundusze VC inwestują pozyskany kapitał inwestorów w spółki, które są wyselekcjonowane zgodnie z przyjętymi kryteriami, rozwijają je, a następnie sprzedają ich udziały lub akcje. Najważniejszymi sposobami zakończenia inwestycji jest pierwotna oferta akcji lub sprzedaż udziałów inwestorowi strategicznemu. Branże, poziom rozwoju i specyfika spółek, w które inwestują fundusze VC, charakteryzują się dużą innowacyjnością i co za tym idzie – niepewnością, dlatego niezbędne jest zastosowanie wiedzy do zarządzania tego rodzaju organizacjami. Fundusze VC zapewniają szeroką wiedzę spółkom portfelowym, w które inwestują, a transfer tej wiedzy jest najważniejszym czynnikiem wzrostu ich wartości. Specjalizacja zasobów wiedzy pozwalają na bardziej efektywne przetwarzanie informacji w ograniczonym obszarze. Może to przynieść korzyści w zakresie elastyczności i zdolności adaptacyjnych do zmieniającego się środowiska spółkom, które funkcjonują w ramach zaawansowanych technologii.

Rozwój specjalistycznych funduszy, a ograniczenie funduszy zdywersyfikowanych minimalizuje koszty koordynacji i pozwala na najbardziej efektywne przetwarzanie informacji

w domenie wiedzy poszczególnego funduszu. Koszt transferu i integracji wiedzy są odwrotnie proporcjonalne do poziomu specjalizacji w zakresie zasobów wiedzy firmy. Firmy są w stanie najskuteczniej korzystać z zasobów wiedzy o podobnym charakterze. Koszty koordynacji są zminimalizowane wraz z rosnącą specjalizacją zasobów wiedzy, którą można bardziej efektywnie wykorzystać. Fundusz VC może budować swoje zapasy wiedzy specyficznej dla danej branży, inwestując w spółki portfelowe w tej branży. Specjalistyczna wiedza jest wykorzystywana do tworzenia sądów na temat zasadności konkretnego planu biznesowego, relacji brokerskich, kontaktów w sieci VC i zdolności identyfikacji potencjalnych pracowników lub przyszłych klientów. Takie wyspecjalizowane zasoby wiedzy uzyskują wydajność w zakresie oceny i rozwijania pomysłów związanych z tymi inwestycjami i pomagają spółkom portfelowym, które funkcjonują w tym obszarze. W zdywersyfikowanym funduszu VC zapasy wiedzy stają się coraz bardziej zróżnicowane, co prowadzi do zdobycia przez fundusz VC mniej specjalistycznej wiedzy do oceny specyfiki. W rezultacie zdolność funduszu VC do skutecznej oceny i zarządzania portfelem spółek portfelowych powinna spadać, ponieważ jego wiedza staje się coraz bardziej zróżnicowana. Istnieje związek między dywersyfikacją a spadającą efektywnością VC, który oddala się od swojej podstawowej dziedziny wiedzy. Różne zasoby wiedzy zarządzających funduszami mogą przyczynić się do adaptacji i elastyczności na co najmniej dwa sposoby. Przyczyniają się do różnicowania zdolności do rozwiązywania skomplikowanych problemów i generowania nowych alternatywnych rozwiązań. Zdywersyfikowana wiedza zapewnia większe możliwości wyboru dla rozwiązywania problemów oraz może stanowić podstawę do większej zdolności do kreowania wzrostu wartości spółki portfelowej. Dostęp do różnorodnej wiedzy tworzy podatny grunt do poszukiwania rozwiązań w obliczu nowych wyzwań i problemów, które są szczególnie powszechne w rozwijaniu spółek funkcjonujących w branżach silnie innowacyjnych. Zdywersyfikowany poziom wiedzy sprzyja również większej liczbie elementów wejściowych, więc rośnie liczba potencjalnych nowych kombinacji działań sprzyjających wzrostowi wartości spółek portfelowych funduszu.

Jeśli spółka portfelowa jest związana z funduszem VC, który specjalizuje się w danej specyficznej branży, oraz projekt technologiczny rozwija się zgodnie z planem, to może być to bardzo owocna współpraca. W tym scenariuszu specjalizacja funduszu może przełożyć się na specyficzny trening związany z rozwojem rynku zaawansowanych technologii, jak również zapewnienie kontaktów z ważnymi potencjalnymi klientami, partnerami i pracownikami oraz przyszłymi interesariuszami lub inwestorami. Ta specjalistyczna wiedza może być bardzo korzystna dla rozwoju technologicznego oraz pożądanego wzrostu wartości spółki portfelowej. Związek między dywersyfikacją i wydajnością funduszy VC jest funkcją korzyści związanych z niskimi kosztami koordynacji i szczegółowej oraz wysoko wyspecjalizowanej wiedzy a możliwościami adaptacyjnymi i elastycznością działania w określonych branżach. Korzyści związane z niskimi kosztami koordynacji oraz pogłębionej wiedzy są szczególnie wysokie i zauważalne na niskim poziomie dywersyfikacji, wysoki poziom specjalizacji (niska dywersyfikacja) są kluczowe dla efektywności funduszy. W przypadku funduszy VC ich efektywność i osiągane stopy zwrotu spadają, gdy specjalizacja maleje. W tym samym czasie adaptacja i elastyczność funduszu jest ograniczona w celu dostosowania przemysłu na niskim poziomie dywersyfikacji. Należy również stwierdzić, że większość funduszy VC to małe organizacje, które wymagają specjalizacji inwestycyjnej, więc dywersyfikacja występuje w ograniczonym zakresie (Sitek 2009: 159).

2. Wyniki dezinwestycji funduszy venture capital w Polsce w latach 1993–2011

Dla funduszy krytycznym momentem procesu inwestycyjnego jest moment dezinwestycji, który wpływa na poziom osiągniętej stopy zwrotu funduszu oraz jego możliwości pozyskania środków na dalsze inwestycje. Fundusze, ograniczając horyzont czasowy inwestycji, planują moment i sposób zakończenia inwestycji poprzez sprzedaż udziałów innemu podmiotowi na rynku. Nie są one zainteresowane pozostawaniem w przedsiębiorstwach o znormalizowanych stopach zwrotu ani realizacją zysków z bieżących przychodów firmy, lecz zwracają uwagę na szybko rozwijające się innowacyjne spółki pozwalające dynamicznie zwiększać wartość zaangażowanego w nich kapitału. Fundusze poprzez sprzedaż udziałów nie tylko dokonują restrukturyzacji swego portfela, lecz także realizują zyski, uzyskując środki płynne, z których spłacają zobowiązania wobec kapitałodawców. Wyprzedają także spółki osiągające pewien etap rozwoju, po którym ich tempo wzrostu nie jest już satysfakcjonujące dla funduszu. Fundusze za pozyskane z dezinwestycji środki będą poszukiwały kolejnych celów inwestycyjnych o ponadprzeciętnym wzroście wartości lub przekażą środki kredytodawcom.

Dezinwestycja oznacza działania podjęte przez inwestora, mające doprowadzić do wycofania się z inwestycji, czyli zbycia na rynku prywatnym lub publicznym jednemu lub więcej podmiotom udziałów spółki portfelowej (Ministerstwo Gospodarki i Pracy 2005: 10). Dezinwestycja jest ostatnim etapem współpracy spółki w tym wypadku z funduszem venture capital. Inwestorzy finansują szybko rozwijające się przedsiębiorstwa, aby po kilku latach sprzedać swoje udziały. Fundusz, wychodząc z jednej spółki, stara się inwestować w kolejne przedsiębiorstwa.

Ważny dla funduszu staje się moment i sposób realizacji własnych zysków. Termin i warunki wycofania udziałów z przedsiębiorstwa mają istotne znaczenie zarówno dla funduszy, jak i samego przedsiębiorcy. Moment dezinwestycji powinien zostać zaplanowany oraz stanowić przedmiot negocjacji poprzedzających inwestycję. Termin zakończenia zaangażowania finansowego może być z góry określony lub być wynikiem osiągnięcia przez spółkę wyznaczonych efektów ekonomicznych. Jest to ważne w momencie finansowania wczesnych faz rozwoju przedsiębiorstwa, kiedy trudno określić, w którym momencie i jak wzrośnie wartość przedsiębiorstwa. Wtedy o momencie i sposobie dezinwestycji decyduje stopień realizacji celów stanowiących podstawę finansowania. Sposób dezinwestycji powinien rzutować na strategię spółki (Gladstone 2002: 310).

Wiele funduszy przyznaje, że rozważa sposób dezinwestycji jeszcze przed podpisaniem umowy inwestycyjnej i przygotowuje spółkę do tego od pierwszego dnia zaangażowania finansowego. Inwestor ustala przeważnie swoje wyjście na koniec okresu dynamicznego wzrostu wartości spółki. Udział funduszu w zarządzaniu spółką portfelową, zaangażowanie w opracowywanie lub modyfikację jej strategii mają służyć planowemu rozwojowi spółki i osiągnięciu przez nią wyników umożliwiających dezinwestycję w planowanym terminie (Sobańska, Sieradzan 2004: 113).

3. IPO jako najefektywniejszy sposób dezinwestycji funduszy

Wprowadzenie spółki na giełdę (*initial public offering* – IPO) nie stanowi tylko i wyłącznie sposobu wyjścia z inwestycji, lecz jest pierwszym etapem dezinwestycji. Właściwe wycofanie się funduszu następuje dopiero poprzez sprzedaż akcji na giełdzie. Jest to najbardziej pożądanym i wzorcowym sposobem przeprowadzenia dezinwestycji przedsiębiorstwa finansowanego przez fundusz VC. Często na wszystkich rynkach działalności funduszy dążą one do wyjścia z inwestycji poprzez wprowadzenie spółki do obrotu publicznego i sprzedaż jej akcji na giełdzie. To bardzo czasochłonne i często stosunkowo drogie rozwiązanie, dlatego przeprowadzenie tej operacji przez przedsiębiorstwo udziałowe wymaga dość daleko idącej pomocy ze strony funduszu. Korzyści z wejścia na giełdę, jakie może osiągnąć dobrze rozwijająca się firma, bywają niewspółmiernie większe od kosztów związanych z przygotowaniem spółki do tego przedsięwzięcia. Często dzieje się tak w okresach dekonjunktury giełdowej. Upublicznienie spółki może wiązać się z bardzo wysokimi zyskami, jednak jest to sposób zarezerwowany wyłącznie dla spółek dużych, o wysokim poziomie rentowności, przejrzystych strukturach organizacyjnych i określonych przepływach finansowych. Duże znaczenie w przypadku wprowadzania spółki na giełdę mają takie czynniki, jak kompetencje kadry menedżerskiej, jakość zarządzania i skład akcjonariuszy oraz samego doradcy IPO.

Ryzyko wiążące się z wyjściem funduszu poprzez giełdę istnieje zwłaszcza podczas dekonjunktury na rynku. Fundusz nie zawsze ma możliwość sprzedaży wszystkich akcji tuż po wprowadzeniu przedsiębiorstwa na giełdę, jest to regulowane obowiązującymi przepisami. Forma wyjścia funduszu – przez wprowadzenie spółki portfelowej na giełdę – w dużym stopniu zależy od koniunktury giełdowej. W okresie dobrej koniunktury transakcja może okazać się bardzo zyskowna, natomiast w czasie dekonjunktury może skończyć się niepowodzeniem. Wyjście przez giełdę umożliwia zakończenie inwestycji bez jednoczesnego zmniejszenia stanu posiadania pozostałych akcjonariuszy spółki. Ten sposób wyjścia jest preferowany przez fundusze *venture capital* i ich menedżerów. To konsekwencja sytuacji, gdy cena, jaką można uzyskać za pośrednictwem giełdy, może osiągnąć poziom o kilkadziesiąt procent wyższy od sprzedaży bezpośredniej przedsiębiorstwa inwestorowi strategicznemu.

Dane empiryczne funduszy *venture capital* działających w Polsce wskazują na stosunkowo wysokie stopy zwrotu z przeprowadzonych dezinwestycji. W okresie 2000–2011 średnia stopa zwrotu funduszy kształtowała się na poziomie 15,6%, a dla okresu 1990–2011 jej poziom wyniósł 8,6%. Górny kwartył dla okresu 2000–2011 notował poziom 32,4% rocznie, co daje ponad dwukrotnie wyższy wynik niż stopa zwrotu rynków publicznych. Fundusze *venture capital* w Polsce wyprzedzają również te działające w krajach Europy Środkowo-Wschodniej (13,9%) oraz inne regiony tzw. krajów wschodzących w Azji (7,8%) oraz Ameryce Łacińskiej (2%) (Klonowski 2011: 305). W przypadku rynku polskiego najefektywniejszym sposobem wyjścia wydaje się IPO, które jest efektywniejsze dla funduszy niż transakcja sprzedaży udziałów inwestorowi strategicznemu. Średnio IPO daje funduszom w Polsce wskaźnik *cash-on-cash* na poziomie 3,5, podczas gdy sprzedaż inwestorowi strategicznemu przynosi średnio funduszom dwuipółkrotność zainwestowanej kwoty. Taki stan rzeczy był możliwy dzięki dość dynamicznemu rozwojowi polskiej giełdy, która przez okres dwóch dekad rozwijała się średnio na poziomie 16,9 % rocznie. Z takiej sytuacji korzystały również fundusze VC, których IPO były oczekiwane przez wielu inwestorów instytucjonalnych, jak również indywidualnych. Z drugiej strony inwestorzy strategiczni nie byli skłonni dokonywać transakcji po zawyżonych cenach spowodowanych koniunkturą giełdową.

Bardzo dobrze funkcjonująca Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie przyczyniła się do tego, że fundusze VC w okresie 1993–2011 zrealizowały 50 wyjść, co daje ponad 10% udziału w liczbie IPO. W pierwszych latach funkcjonowania GPW w Warszawie oraz rozwoju i kształtowania się rynku VC w Polsce fundusze nie były przygotowane do przeprowadzania IPO. W okresie 1993–2004 przeprowadzały jedynie od jednego do trzech wyjść przy wykorzystaniu IPO. Lata 2004–2011 charakteryzowały się większą aktywnością funduszy w zakresie transakcji IPO na rynku. Kapitalizacja firm zasilanych funduszami i znajdujących się na giełdzie dla okresu 1994–2011 wyniosła 4,2 mld dolarów (3,1% łącznej kapitalizacji giełdy dla 2011 r.), co daje średnią na poziomie około 90 mln dolarów dla pojedynczej spółki. Średnia wartość pierwotnej oferty publicznej wyniosła 27,4 mln dolarów (najwyższa wartość zanotowała 139,6 mln dolarów, a najniższa oferta miała wartość 2,1 mln dolarów). Ważnym faktem potwierdzającym wysoką efektywność procesu IPO przeprowadzanego przez fundusze jest niski poziom niedoszacowania ofert, a w wielu przypadkach przeszacowania. W okresie 2003–2011 średnie niedoszacowanie transakcji IPO na rynku głównym GPW w Warszawie wyniosło 16,3%, podczas gdy średnie niedoszacowanie IPO spółek zasilanych funduszami VC wyniosło 11,4% (Sieradzki 2013: 20). Należy stwierdzić, że aż 40% tych spółek miało ujemną stopę zwrotu zawartą między 0;–10, oraz 16% ofert zanotowało zwrot na poziomie niższym niż 10% w pierwszym dniu notowań. Dla głębszego porównania można wskazać, że niedoszacowanie spółek notowanych na rynku New Connect w okresie 2007–2012 wyniosło średnio aż 56,4% dla spółek, których cena emisyjna wyniosła 1 zł i 23,6% dla akcji o cenie emisyjnej powyżej 1 zł (Wołoszyn 2013: 623). Świadczy to o dużej efektywności funduszy w przeprowadzaniu ofert IPO na GPW. Podkreślenia wymaga fakt, że transakcje IPO są przeprowadzone przez kilka wyspecjalizowanych funduszy, wśród których dominuje Enterprice Investors. Fundusze średnio przeprowadzały 2–3 transakcje IPO rocznie, choć – jak już zostało to podkreślone – szukają one optymalnych momentów do przeprowadzenia deiznwetsycji na giełdzie. Dlatego aktywność funduszy w zakresie przeprowadzenia transakcji IPO była skoncentrowana głównie w okresach hossy na rynku, podczas której wykorzystywały one wysokie wyceny i anomalie rynkowe. Szczególnie ważnym okresem dla funduszy i transakcji wyjścia okazał się okres 2005–2007, kiedy przeprowadziły one aż 22 transakcje IPO, wykorzystując bardzo dobrą koniunkturę giełdową i związane z nią wysokie wyceny przedsiębiorstw. Należy stwierdzić, że mnożniki efektywności inwestycji notowały również dla wymienionego okresu na stosunkowo wysokie poziomy.

Tabela 1

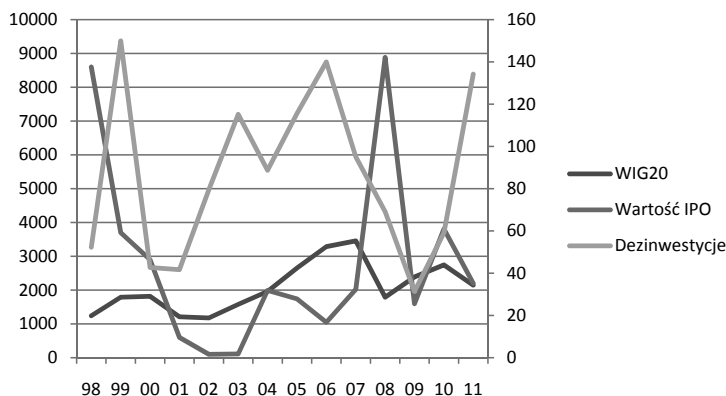
Stopy zwrotu funduszy venture capital w Polsce

1990–2000		2000–2011	
15,6	32,4	8,6	27,5
Średnia	Górny kwartył	Średnia	Górny kwartył

Źródło: EVCA, PSIK informacje funduszy venture capital.

Efektywność funduszy, które sprzedawały swoje udziały inwestorom strategicznym zarówno krajowym, jak i zagranicznym, nie była już tak wysoka, choć cały czas przynosiła funduszom dobre poziomy stopy zwrotu. Średnia wartość wskaźnika cash-on-cash była niższa dla transakcji sprzedaży inwestorowi strategicznemu w porównaniu z IPO funduszy. Do najlepszych transakcji sprzedaży udziałów inwestorowi strategicznemu należy zaliczyć

sprzedaż Polcardu (mnożnik cash-on-cash na poziomie 3,1), Lukas Banku (mnożnik cash-on-cash na poziomie 5,6), Town&City (mnożnik cash-on-cash na poziomie 2,6). Dla porównania najwyższe mnożnikami cash-on-cash wśród transakcji IPO notowały następujące spółki: One 2 One (10,2) – mimo najwyższych kosztów pozyskania kapitałów za pomocą IPO; Comp Rzeszów (7,9); Zetkama (6,9). Dla okresu 1993–2011 średni poziom mnożnika dla IPO wyniósł 3,5. Dla okresu 1993–2004 wyniósł on 3,15, a dla okresu 2005–2011 – 3,8. Oznacza to, że fundusze w transakcji IPO potrafiły swoje inwestycje, wykorzystując przy tym określoną koniunkturę giełdową i dokonując IPO w okresach wzmożonej aktywności GPW w Warszawie. Wskazuje na to zachowanie się funduszy VC, które podczas dekonjunktury ograniczają dynamicznie poziom wartości i liczbę dezinwestycji. Na takie kształtowanie się trendów wskazano na rysunku 1.



Legenda: poziom indeksu WIG20 lewa skala, wartość IPO oraz wartość dezinwestycji prawa skala.

Rysunek 1. Wartość dezinwestycji przeprowadzonych przez fundusze VC oraz PE na tle wartości IPO na GPW w Warszawie oraz notowań indeksu WIG20 w latach 1998–2011

Źródło: GPW SA w Warszawie, EVCA.

Analizując ogólną liczbę i wartość dezinwestycji przeprowadzonych przez fundusze VC z liczbą IPO dokonaną na rynku warszawskim, należy stwierdzić, że mają one ujemną korelację. Spadek liczby transakcji IPO na giełdzie w Warszawie nie powodował spadku liczby transakcji dezinwestycji. Same transakcje IPO wykazują jednak wysoką korelację z poziomem indeksu WIG oraz liczbą transakcji pierwotnych ofert publicznych na rynku.

Podsumowanie

Od ponad dwudziestu lat w Polsce działa kilkadziesiąt instytucji oferujących przedsiębiorstwom kapitał podwyższonego ryzyka. Ich portfele inwestycyjne miały już udziały lub akcje kilkuset przedsiębiorstw, a uzyskany tą drogą kapitał okazał się niezbędny do osiągnięcia sukcesu. Kapitał wysokiego ryzyka ma jednak swoją cenę i inwestorzy muszą szczególnie zwracać uwagę na pojawiające się zmiany w sytuacji makroekonomicznej czy trendy na

rynkach finansowych. Należy stwierdzić, że pozyskanie kapitału oraz inwestycje funduszy wykazują pozytywną korelację z notowaniami indeksu WIG20 oraz liczbą i kwotami transakcji IPO na GPW w Warszawie. Dzieje się tak dlatego, że fundusze wybierają dogodnie dla nich terminy wyjścia z inwestycji, które są uzależnione od rozwoju spółek portfelowych oraz powiązane z bieżącą sytuacją rynkową. Najważniejszym faktem jest sytuacja, która wskazuje na dużo niższe niedoszacowanie transakcji IPO spółek zasilanych funduszami venture capital przeprowadzanych na GPW w Warszawie.

Literatura

- Gladstone D. (2002), *Venture Capital an Entrepreneur's Guide to Raising Venture Capital*, Prentice Hall, New Jersey.
- Klonowski D. (2011), *Private equity in Poland after two decades of development*, „Venture Capital” vol. 13, iss. 4.
- Sieradzki R. (2013), *Does it pay to invest in IPOs? The evidence from WSE*, NBP Working Paper 139, Warszawa.
- Sitek M. (2009), *Wpływ wybranych czynników na rozwój małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce*, w: *Determinanty rozwoju małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce*, red. M. Okręglika i O. Ławinska, Wydawnictwo Politechniki Częstochowskiej, Częstochowa .
- Sobańska K., Sieradzan P. (2004), *Inwestycje private equity*, Wydawnictwo Key Text, Warszawa.
- Wołoszyn A. (2013), *Wpływ ceny nominalnej akcji na natychmiastową stopę zwrotu i IPO*, w: *Zarządzanie finansami. Mierzenie wyników przedsiębiorstw i ocena efektywności inwestycji*, red. D. Zarzecki, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin.

EFFECTIVENESS OF VENTURE CAPITAL BACKED IPOs BASED ON POLISH MARKET

Abstract: The article discusses the topic of the effectiveness of the divestment process carried out by venture capital funds operating in Poland. This process is analyzed with an IPO on the Warsaw Stock Exchange in the period 1993–2011 and its detailed analysis and comparing the achieved efficiency of the process to the alternative ways of exits managed by venture capital funds. The article discusses the problem of underpricing and overpricing of venture capital backed IPOs on the Warsaw Stock Exchange compared to non-venture capital backed IPOs in the period of 2003–2011.

Keywords: venture capital, IPO

Translated by Piotr Zasepa