

Oryginalny artykuł naukowy
Original Article

Data wpływu/Received: 06.05.2014

Data recenzji/ Accepted: 16.06.2014; 14.12.2014

Data publikacji/Published: 2.03.2015

Źródła finansowania publikacji: środki własne Autora

Authors' Contribution:

- (A) Study Design (projekt badania)
- (B) Data Collection (zbieranie danych)
- (C) Statistical Analysis (analiza statystyczna)
- (D) Data Interpretation (interpretacja danych)
- (E) Manuscript Preparation (redagowanie opracowania)
- (F) Literature Search (badania literaturowe)

dr Piotr Zasepa^{BCD}

Akademia im. Jana Długosza w Częstochowie

**WPŁYW JAKOŚCI KADRY MENEDŻERSKIEJ
NA EFEKTYWNOŚĆ PROCESU PIERWOTNEJ OFERTY
PUBLICZNEJ FUNDUSZY PRIVATE EQUITY NA GPW
W WARSZAWIE**

**IMPACT OF QUALITY MANAGEMENT ON EFFECTIVENESS
OF PRIVATE EQUITY IPO PROCESS AT WARSAW
STOCK EXCHANGE**

Streszczenie: Fundusze private equity to skomplikowana klasa aktywów, co angażuje wiele aspektów ryzyka na wielu płaszczyznach ich funkcjonowania, które powinny zostać zidentyfikowane, opisane i zarządzane w odpowiedni sposób. Jednym z elementów procesu inwestycyjnego jest dezinvestycja, której sposób ma ogromny wpływ na efektywność funduszy w zakresie osiągniętych stóp zwrotu. Jednym z najbardziej pożądanym sposobów zakończenia inwestycji funduszy jest transakcja sprzedaży akcji za pośrednictwem rynku giełdowego – pierwotna oferta publiczna. Artykuł porusza tematykę efektywności procesu IPO dokonywanego przez fundusze private equity funkcjonujące w Polsce w latach 2000-2011, ze szczególnym uwzględnieniem jakości kadry zarządzającej oraz reputacji funduszu.

Na podstawie tych danych należy stwierdzić, iż fundusze PE w procesie IPO są efektywniejsze od reszty rynku średnio o 1,8 punktu procentowego w procesie wyceny spółki i ustalaniu jej ceny emisyjnej.

Słowa kluczowe: venture capital, fundusz private equity, management quality

Summary: Private equity is a complex asset class, which involves many aspects of risk in many areas of their operation, which should be identified, described and managed in the right way. One of the elements of the investment process is the divestment, the way has a huge impact on the efficiency of funds achieved returns. One of the most desirable ways to exit the investment is the sale of shares through the public stock exchange - IPO. The article discusses the topic of the effectiveness of the IPO process is carried out by private equity funds operating in Poland in the period 2000-2011 with particular emphasis on quality management team and the reputation of the fund. Based on these data it is clear that private equity funds in the IPO process is more efficient than the rest of the market by an average of 1.8 percentage points in the valuation of the company and determining the issue price.

Key words: venture capital, private equity, management quality

Wstęp

Fundusze private equity oraz venture capital działające w ostatnich kilku latach przekształciły się w ważną klasę aktywów. Podstawową przewagą funduszy nad innymi inwestorami jest posiadanie specjalistycznej wiedzy i wspomaganie spółek portfelowych w zakresie zarządzania, kreowania wartości i ich rozwoju. Fundusze private equity to skomplikowana klasa aktywów, co angażuje wiele aspektów ryzyka na wielu płaszczyznach ich funkcjonowania, które powinny zostać zidentyfikowane, opisane i odpowiednio zarządzane. Jednym z elementów procesu inwestycyjnego funduszu private equity jest dezinwestycja, której sposób przeprowadzenia ma ogromny wpływ na ich efektywność w zakresie osiągniętych stóp zwrotu. Jednym z najbardziej pożądanym sposobów zakończenia inwestycji funduszy jest transakcja sprzedaży akcji za pośrednictwem rynku giełdowego – pierwotna oferta publiczna. Niezbędny wydaje się więc fakt racjonalnego podejścia do procesu dezinwestycji. Należy również podkreślić, iż od 2000 r. dla większości analizowanych lat mediana stóp zwrotu funduszy funkcjonujących w USA i UE oscyluje w granicach 0%, co wskazuje na bardzo ważny aspekt – racjonalnego prowadzenie procesu dezinwestycyjnego przez fundusze private equity. Artykuł porusza tematykę efektywności procesu IPO dokonywanego przez fundusze private equity funkcjonujące w Polsce w latach 2000-2011, ze szczególnym uwzględnieniem jakości kadry zarządzającej oraz reputacji funduszu.

1. Fundusze private equity i specyfika ich efektywności

Inwestycje private equity (PE) charakteryzują się tym, iż są wysoce niepewne co do przyszłej wypłaty z inwestycji. Poziom ryzyka ponoszonego przez fundusze dobrze opisuje ogromna dyspersja osiągniętych stóp zwrotu, która jest jedną z najwyższych wśród wielu klas aktywów. Inwestycje PE mają niskie prawdopodobieństwo wysokiej wypłaty, co związane jest z nieoczekiwanymi zmianami rynkowymi, osobą przedsiębiorcy, ryzykiem operacyjnym, ry-

zykiem płynności, ryzykiem prawnym oraz wieloma innymi rodzajami ryzyka specyficznego dla funduszy PE. Po drugie, fundusze przede wszystkim polegają na stosowaniu zasobów wiedzy ich menedżerów. Osoby kierujące funduszami PE posiadają wiedzę z zakresu wielu dziedzin funkcjonowania przedsiębiorstwa, np. techniczną, z dziedziny marketingu czy z zakresu zarządzania. Wiedza ta ma zastosowanie w ich interakcji ze spółkami portfelowymi¹. Fundusze wykorzystują swoją wiedzę w celu połączenia lub współpracy spółki portfelowej z innymi podmiotami mogącymi dostarczyć ważnych zasobów na dalszym etapie rozwoju i wspólnie z właścicielem pracować nad wzrostem wartości spółki portfelowej². Warto wskazać, iż zarządzający spółkami nie wykorzystują innych niż środki pieniężne rzeczowych składników aktywów w celu wzrostu ich wartości. Poszczególne spółki w portfelach funduszy z reguły nie dzielą pomiędzy siebie żadnych innych zasobów majątku. Należy stwierdzić, iż fundusze to spółki działające samodzielnie, ale ich struktura oraz podstawowe bodźce motywacyjne dla zarządzających nie różnią się zbyt od siebie. Kontrastuje to z innymi typami funduszy inwestycyjnych, gdzie struktury mogą być mocno zdywersyfikowane i rozbudowane, jak również charakteryzować się mniejszym poziomem złożoności.

Wydaje się, iż jakość osób zarządzających oraz pozycja funduszu mają wpływ na efektywność procesu dezinwestycji funduszu za pomocą pierwotnej oferty akcji (initial public offering – IPO) jak i dalszej efektywności spółek portfelowych. Wyższa jakość kadry zarządzającej funduszami wpływa na zmniejszenie asymetrii informacji w procesie IPO i dlatego jest im o wiele łatwiej, szybciej i taniej wprowadzić spółkę na giełdę papierów wartościowych. Fundusze dzięki lepszej kadrze mogą dokładniej wybierać perspektywiczne projekty inwestycyjne, analizować je i egzekwować ich wykonanie. Dlatego obserwowalny jest efekt lepszego funkcjonowania spółek zasilanych funduszami PE w porównaniu ze spółkami niezasilanymi środkami pochodzącymi z funduszy. Jednym ze specyficznych działań funduszy w zakresie wzrostu wartości spółek portfelowych jest budowanie zespołów menedżerów wspomagających ich rozwój. Poziom jakości osób zarządzających powinien objawiać się w efektywności we wprowadzeniu spółek na rynki publiczne, co przekłada się na wiele interakcji zarządu z rynkami finansowymi w procesie IPO. Zniwelowanie asymetrii informacji, której rezultatem jest pozycja funduszu, prowadzić powinna do zmniejszenia niedoszacowania wartości spółki w procesie IPO. Ponadto firmy wspomagane funduszami PE o wysokiej reputacji mogą wprowadzać znacznie młodsze spółki na giełdę przy stosunkowo wyższej wycenie. Poza tym inwestycją w takie spółki mogą być zainteresowane duże instytucje finansowe. Lepszej jakości kadra menedżerska prowadzi również do wyboru projektów o wyższej jakości (charakteryzujących się wyższymi poziomami wskaźników takimi jak: NPW, IRR, MIRR czy PI), jak również lepszych efektów operacyjnych spółki³. Ponadto zaangażowanie funduszu w przedsiębiorstwo teoretycznie gwarantuje wartość wewnętrzną spółki, której akcje są oferowane na rynku publicznym. W takiej sytuacji menedżerowie i ich jakość powinna zapewnić niższe koszty IPO, wyższą jakość i zakres analiz spółki, szybsze wprowadzanie zmian, generowanie większych zysków oraz wyższą wycenę spółki w procesie IPO,

¹ J. Węclawski, *Venture capital. Nowy instrument finansowania przedsiębiorstw*, Wydawnictwa Naukowe PWN, Warszawa 1997, s. 25.

² D. Gladstone, *Venture Capital an Entrepreneur's Guide to Raising Venture Capital*, Prentice Hall, New Jersey 2002, s. 195.

³ T. Trojanowski, *Companies in the light of challenges of extending business into foreign markets*, [w:] *Contemporary challenges in the process of management in organization of the future*, red. B. Domańska-Szaruga i M. Wójcik-Augustyniak, Wydawnictwo STUDIO EMKA, Warszawa 2012, s. 178.

co prowadzi do wyższych stóp zwrotu z inwestycji dla funduszy PE i jego kapitałodawców⁴. Należy to rozumieć w ten sposób, iż fundusze PE mogą wypłynąć na wycenę spółki w procesie IPO w dwojaki sposób. W pierwszym wypadku bezpośrednio poprzez opinię o funduszu, oraz pośrednio poprzez jakość kadry menedżerskiej. W dalszej perspektywie jakość kadry menedżerskiej może wpływać na efektywność dalszego wzrostu wartości przedsiębiorstwa w okresie po przeprowadzeniu oferty publicznej.

2. Proces dezinwestycji funduszu private equity

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 jej zakończenia poprzez sprzedaż udziałów innemu podmiotowi na rynku. Nie są one zainteresowane pozostawianiem 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, ale realizują zyski, uzyskując środki płynne, z których spłacają swoje zobowiązania wobec kapitałodawców. Wyprzedają one także spółki, które osiągnęły 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 swoim 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 posiadanych udziałów spółki portfelowej⁵. Dezinwestycja jest ostatnim etapem współpracy spółki, w tym wypadku z funduszem private equity. Fundusz, wychodząc z jednej spółki, stara się reinwestować środki w kolejne przedsiębiorstwa.

Ważny dla funduszu staje się moment i sposób realizacji własnych zysków. Termin, jak i warunki wycofania udziałów z przedsiębiorstwa, mają istotne znaczenie zarówno dla funduszy, jak i samego przedsiębiorcy. Moment dezinwestycji powinien zostać zaplanowany oraz być przedmiotem 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 rozwoju spółki⁶.

⁴ M. Sitek, *Wpływ wybranych czynników na rozwój małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce*, [w:] *Determinanty rozwoju małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce*, red. M. Okręglińska i O. Ławinska, Wyd. P. Częst., Częstochowa 2009, s. 159.

⁵ Ministerstwo Gospodarki i Pracy, Departament Polityki Regionalnej, Krajowy Fundusz Kapitałowy, Warszawa 2005, s. 10.

⁶ D. Gladstone, *Venture Capital...*, op. cit., s. 310.

Wiele funduszy przyznaje, że rozważa sposób dezinwestycji jeszcze przed podpisaniem umowy inwestycyjnej i przygotowuje spółkę do tego od pierwszego dnia zaangażowania finansowego, co może wpływać na efektywność tego procesu. Inwestor ustala przeważnie swoje wyjście na koniec okresu dynamicznego wzrostu wartości spółki. Udział funduszu w zarządzaniu spółką portfelową, zaangażowanie w opracowywanie czy modyfikację jej strategii mają służyć planowemu rozwojowi spółki i osiągnięciu przez nią wyników umożliwiających dezinwestycję w planowanym terminie⁷.

3. Jakość kadry menedżerskiej funduszy private equity i wpływ na poziom wartości IPO spółek zasilanych ich kapitałami

Wprowadzenie spółki na giełdę nie stanowi 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 PE. Często na wszystkich rynkach działalności funduszy dążą one do wyjścia z inwestycji właśnie poprzez wprowadzenie spółki do obrotu publicznego i sprzedaż jej akcji na giełdzie. Jest to bardzo czasochłonne i często stosunkowo drogie rozwiązanie, dlatego też 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, a także 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.

W literaturze istnieje wiele dowodów, iż jakość kadry może stworzyć wartość dodatnią w procesie IPO. Jedną ze składowych jest umiejętność zdobycia przez fundusz kadry menedżerskiej, która będzie kierowała spółką i wykazywała się wyższymi efektami operacyjnymi. Fundusz może również potwierdzać wewnętrzną wartość spółki i jej perspektywy dalszego rozwoju po dokonaniu IPO. Taka sytuacja może mieć miejsce, gdyż fundusze często wprowadzają na giełdę dużą liczbę spółek i swoją reputacją potwierdzają jakość oferowanej spółki w procesie IPO. Oprócz tego fundusze PE mogą być utożsamiane z niskimi kosztami, jakie ponosi spółka w procesie IPO, w szczególności w okresach hossy na rynkach finansowych. Jakość funduszu wpłynie również na kwotę, jaką otrzymuje firma za sprzedaż swoich akcji, oraz może mieć wpływ na poziom niedoszacowania, które przy wsparciu funduszu powinno być niższe od firm niezasilanych funduszami PE. Może to mieć znaczenie w przypadku wysokiej jakości projektów, które są finansowane przez fundusze.

⁷ K. Sobańska, P. Sieradzan, *Inwestycje private equity*, Key Text, Warszawa 2004, s. 113.

4. Badania empiryczne efektywności transakcji IPO przeprowadzonych przez fundusze private equity na GPW w Warszawie w latach 2000-2011

W celu określenia wpływu jakości kadry menedżerskiej oraz reputacji funduszu PE przeprowadzono analizę transakcji IPO z uwzględnieniem tych dokonanych przez fundusze. W latach 2000-2011 fundusze PE wprowadziły na rynek główny GPW w Warszawie 36 spółek. Wszystkie badane inwestycje funduszy PE uzyskały w procesie IPO wysokie stopy zwrotu i zanotowały średnie mnożniki inwestycji cash-on-cash na poziomie 3,8. W latach 2000-2003 fundusze PE wprowadziły jedynie cztery spółki na GPW w Warszawie, ale i sam okres nie charakteryzował się wysoką aktywnością w zakresie IPO i GPW zanotowała w tym czasie jedynie 33 debiuty giełdowe. Mimo dość niskiej aktywności udział funduszy PE w transakcjach IPO wyniósł ponad 10%. Lata 2004-2011 charakteryzowały się wyższą aktywnością GPW w Warszawie oraz funduszy PE. Przeprowadziły one w tym okresie 32 transakcje IPO, co liczbowo stanowiło 10,5% ogólnej liczby transakcji.

Badania empiryczne niedoszacowania lub przeszacowania spółek dokonujących IPO były mierzone w oparciu o następującą formułę dla pierwszego dnia notowań spółek przeprowadzających IPO:

$$U = \frac{EP-OP}{OP} = \frac{EP}{OP} - 1 \approx \ln \left(\frac{EP}{OP} \right).$$

gdzie:

EP – cena akcji na koniec pierwszego dnia notowań,

OP – cena emisyjna akcji.

Próba empiryczna miała liczebność 330 spółek, które debiutowały w latach 2000-2011 na rynku głównym GPW w Warszawie. Wśród nich polskie fundusze PE przeprowadziły 36 transakcji IPO, których główne transakcje miały miejsce w latach 2004-2007, kiedy to fundusze wprowadziły na rynek publiczny 27 spółek. Średnia wartość niedoszacowania dla całej próby wyniosła 13,1%, a mediana 4,8%. Pierwszy i trzeci kwartyl wyniosły odpowiednio 0% oraz 16%. Dla spółek zasilanych kapitałem PE średnia wartość niedoszacowania wyniosła 11,4%, a mediana 4,7%. Na podstawie tych danych należy stwierdzić, iż fundusze PE w procesie IPO funkcjonują odpowiednio, gdyż są efektywniejsze od reszty rynku średnio o 1,8 punktu procentowego w procesie wyceny spółki i ustalania jej ceny emisyjnej. W przypadku dużych emisji jest to znaczna kwota, która pozostaje do dyspozycji funduszu i zwiększa jego stopę zwrotu z przeprowadzonej dezinwestycji. Analizując dokładniej dane o IPO spółek portfelowych funduszy PE, należy stwierdzić, iż odchylenie stóp zwrotu z pierwszego dnia notowań jest również niższe niż pozostałych spółek. W przypadku funduszy PE odchylenie stóp zwrotu transakcji IPO wyniosło 0,1967, a dla całego rynku był to poziom 0,3944. Świadczy to o niskiej zmienności stóp zwrotu funduszy PE, co również przekłada się na stabilność wielkości niedoszacowania, która w badanej próbie była zdecydowanie niższa dla funduszy. Wyższe momenty rozkładu próby składającej się ze stóp zwrotu spółek w procesie IPO również świadczą o dużo lepszym przygotowaniu funduszy PE do tego procesu. Poziom skośności stóp zwrotu mimo dużej próby dla całego rynku wyniósł 7,2, gdy dla funduszy PE wartość ta zanotowała poziom 2,17. Po raz kolejny świad-

czy to o stabilności osiągniętych stóp zwrotu w procesie IPO i o niepozostawianiu możliwości osiągnięcia wysokich stóp zwrotu przez inwestorów w pierwszym dniu notowań danej spółki. Wyniki te potwierdza również kurtoza w badanej próbie, która dla szerokiego rynku wyniosła 80,5, a dla stóp zwrotu z transakcji IPO funduszy PE zanotowała poziom 5,45. Na korzyść efektywnego procesu IPO dokonywanego przez fundusze świadczy również poziom granicy trzeciego kwartylu, który w ich przypadku miał poziom 12,9%, a dla szerokiego rynku wyniósł 16%. Po raz kolejny świadczy to o efektywnym przeprowadzeniu procesu wejścia na rynek publiczny przez fundusze, które potrafią wykorzystać nadarżające się okazje i wysoko wycenić swoje spółki portfelowe, nie pozostawiając możliwości inwestorom na osiągnięcie wyższych niż przeciętne stopy zwrotu z inwestycji w procesie IPO.

Tabela 1. Charakterystyka prostych stóp zwrotu dla transakcji IPO z udziałem funduszy private equity oraz rynku głównego GPW w Warszawie w latach 2000-2011

Table 1. Characteristics of simple returns for private equity IPOs at Warsaw Stock Exchange in the period 2000-2011

2000-2011	IPO Ogółem	Private Equity IPO
Średnia	0,13117	0,11425
Mediana	0,04895	0,04762
I kwartył	-0,00091	0,00391
IV kwartył	0,16048	0,12942
Odchylenie standardowe	0,39844	0,19679
Kurtoza	80,51074	5,45465
Skośność	7,20049	2,17333

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych GPW w Warszawie.

Badając próbę złożoną ze spółek przeprowadzających transakcję IPO na GPW w Warszawie, należy również stwierdzić, iż fundusze przeprowadzają średnio stosunkowo duże transakcje i koncentrują się na kilku specyficznych dla nich branżach, takich jak branża IT czy firmy oferujące swoje usługi w branży samochodowej. Ogólną tendencją inwestycji funduszy PE, które wprowadzają spółki na GPW w Warszawie, jest wykorzystanie nowatorskich rozwiązań i stosunkowo nowego podejścia do świadczenia określonych usług. W taki sposób przy doborze odpowiednich menedżerów są one w stanie osiągnąć niższy poziom niedoszacowania w procesie IPO, co w dalszym okresie pozwala funduszowi pozyskać większy kapitał od inwestorów.

Niniejsza praca wciąż pozostawia otwarte pytanie odnoszące się do podstawowych czynników i procesów zarządzania, które stanowią podstawę różnic w wynikach pomiędzy IPO przeprowadzonymi przez fundusze PE i pozostałymi transakcjami. Szczegółowa analiza struktur ładu korporacyjnego, charakter zaangażowania kapitałodawców PE i ich przyjętych strategii operacyjnych mogą wskazać na inne czynniki niż tylko odpowiednia kadra zarządzająca oraz reputacja funduszu PE. W tym kontekście na pewno bardzo ważny jest szczególnie aspekt, czyli ich stałe zaangażowanie w spółkę portfelową, konsolidacja danej branży, odpowiednia strategia rozwoju spółki, które mogą być szczególnie ważne i mieć swój wkład w długoterminową wydajność operacyjną, co przekłada się na niższe niedo-

szacowanie spółek w procesie IPO. Kolejnym punktem rozwijającym rozważania na temat efektywności funduszy PE oraz ich kadry zarządzającej jest badanie wyników w dalszych okresach notowań wskazanych spółek np. w rok, trzy czy pięć lat po momencie przeprowadzenia IPO. Można wtedy również porównać wskaźniki operacyjne określonych spółek ze średnimi ich poziomami dla branży, w której funkcjonują.

Zakończenie

Dowody niskich zwrotów w pierwszym dniu notowań mogą wskazywać na dobrze przemyślane decyzje zarządzających co do momentu przeprowadzenia transakcji IPO. Wielu badaczy twierdzi, iż inwestorzy, którzy kupują akcje w transakcji IPO, to ci, którzy są najbardziej optymistycznie nastawieni do perspektyw wzrostu wartości spółek w przyszłości. Dlatego niskie stopy zwrotu w pierwszym dniu notowań spółek PE nie są niczym negatywnym i ich wartość w przyszłości będzie szybciej wzrastać dzięki odpowiednim sposobom zarządzania. Dowody na lepsze zachowanie się spółek zasilanych funduszami PE po przeprowadzeniu IPO znajdują się w literaturze i te transakcje są bardziej opłacalne i wydajne w porównaniu do innych ofert publicznych. Tak więc można stwierdzić, że inwestorzy oczekują od kierownictwa spółek i funduszy znacznej redukcji zadłużenia i dobrych wyników operacyjnych w zakresie marży i obrotu w ciągu kolejnych okresów po dokonaniu IPO. Często zdarza się, iż inwestorzy instytucjonalni, a w szczególności indywidualni, nie mają możliwości inwestycji w fundusze PE. Chcąc uczestniczyć we wzroście wartości spółek portfelowych, nabywają ich akcje właśnie w procesie IPO, kiedy to otrzymują możliwość pośredniej partycypacji w procesie zarządzania spółką w charakterystyczny dla funduszy sposób.

Bibliografia

- Achleitner A.K., Lichtner K., Diller Ch., *Value Creation in Private Equity*, CEFS 2009.
- Amtam M., Kulatilaka N., *Real Options. Managing Strategic Investment in an Uncertain World*, "Harvard Business Review" 1999, Vol. 77, Issue 1.
- Austin M., *Performance attribution in private equity*, Austin TX 2008.
- Bailey J., Richards T., Tirenay D., *Benchmark portfolios and manager plan sponsor relationship*, Harper Collins, New York 1990.
- Das S., 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.
- Davis G., *Estimating volatility and dividend yield when valuing real options to invest and abandon*, "The Quarterly Journal of Economics and Finance" 1998, Vol. 38, Issue 4.
- Diller Ch., Herger I., *Risk management in private equity, liquidity risk management*, PEI media, Londyn 2010.
- EVCA, Reporting Guidelines, czerwiec 2006.
- Gladston D., *Venture Capital an Entrepreneur's Guide to Raising Venture Capital*, Prentice Hall, New Jersey 2002, s. 195.
- Ick M.M., *Performance Measurement and Appraisal of Private Equity Investments relative to Public Equity Markets*, April 2005.
- Investor reporting, PWC, September 2003.

Reporting Guidelines, EVCA, Performance Measurements Principles EVCA.

Robinson D.T., Snesoy B.A., *Cyclicalit, performance measurement, and cash flow liquidity in private equity*, Fisher Collage of Business, Ohio, September 2010.

Sitek M., *Wpływ wybranych czynników na rozwój małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce*, [w:] *Determinanty rozwoju małych i średnich przedsiębiorstw w Polsce*, red. M. Okręglička i O. Ławinska, Wyd. P. Częst. Częstochowa 2009.

Trojanowski T., *Companies in the light of challenges of extending business into foreign markets*, [w:] *Contemporary challenges in the process of management in organization of the future*, red. B. Domańska-Szaruga i M. Wójcik-Augustyniak, Wydawnictwo STUDIO EMKA, Warszawa 2012.

Węławski J., *Venture capital. Nowy instrument finansowania przedsiębiorstw*, Wydawnictwa Naukowe PWN, Warszawa 1997.

Nota o Autorze:

dr Piotr Zasepa – adiunkt w Akademii im. Jana Długosza w Częstochowie, Wydział Nauk Społecznych, Instytut Zarządzania i Marketingu

Information about the author:

Piotr Zasepa, Ph.D., Assistant Professor at the Institute of Marketing and Management at the Faculty of Social Sciences, Academy of them. Jan Dlugosz in Czestochowa

Kontakt/Contact:

Dr Piotr Zasepa

Akademia im. Jana Długosza w Częstochowie

Wydział Nauk Społecznych

Instytut Zarządzania i Marketingu

Ul. Zbierskiego 2/4

42-200 Częstochowa

e-mail: pzasepa@ajd.czyst.pl