Pobrane z czasopisma Annales H - Oeconomia **http://oeconomia.annales.umcs.pl**
Data: 18/06/2026 00:37:25

DOI:10.17951/h.2017.51.6.507

ANNALES
UNIVERSITATIS MARIAE CURIE-SKŁODOWSKA
LUBLIN – POLONIA

VOL. LI, 6 SECTIO H 2017

Akademia im. Jana Długosza w Częstochowie. Wydział Filologiczno-Historyczny

PIOTR ZASĘPA

p.zasepa@ajd.czest.pl

Analiza niedoszacowania spółek zasilanych środkami funduszy private equity na GPW w Warszawie w latach 2007–2014

Analysis of Underestimation of Private Equity-Backed Companies on the Warsaw Stock Exchange in the Period 2007–2014

Słowa kluczowe: *private equity*; niedoszacowanie IPO

Keywords: private equity; underestimation of IPO

Kod JEL: G11; G24; G32

Wstęp

Światową gospodarkę wyróżnia dynamiczny rozwój rynków finansowych, a wraz z nim tworzące się nowe, specyficzne segmenty tego rynku. Jednym z nich jest rynek funduszy *venture capital* (VC) oraz *private equity* (PE), który bardzo dynamicznie rozwija się już od ponad 50 lat. Najszybszy okres jego rozwoju przypadł na lata 1990–2008 [NVCA]. Do 1990 r. fundusze *venture capital* oraz *private equity* były mało znaną klasą aktywów, w które angażowali się nieliczni inwestorzy instytucjonalni. Wraz z rozwojem tego rynku i pojawieniem się wysokich stóp zwrotu nastąpiło zainteresowanie tym segmentem rynku finansowego przez większe instytucje finansowe i osoby fizyczne. Fundusze typu *venture capital* oraz *private equity* stały się światowymi dostarczycielami kapitału dla innowacyjnych przedsiębiorstw oraz ważnym podsegmentem rynków finansowych. Na cały cykl inwestycyjny fundu-

Pobrane z czasopisma Annales H - Oeconomia **http://oeconomia.annales.umcs.pl**
Data: 18/06/2026 00:37:25

szu składają się trzy podstawowe fazy: akwizycja kapitałów, inwestycja wraz ze wsparciem rozwoju spółek portfelowych oraz zakończenie inwestycji nazywane dezinwestycją.

Obserwując rynek finansowy, można stwierdzić, że fundusze o wiele lepiej radzą sobie z akwizycją kapitału oraz jego inwestycją niż z wyjściem z dokonanej inwestycji. W tej mierze są one zależne od sytuacji gospodarczej, a w szczególności od trendów panujących na rynkach kapitałowych. Bardzo ważne dla prawidłowego przeprowadzenia procesu dezinwestycji są takie czynniki, jak: rozwój rynku kapitałowego; stadium trendu, w jakim się on obecnie znajduje; dostęp do kapitałów; pozostałe uwarunkowania makroekonomiczne. Wyniki, jakie osiągają fundusze z zainwestowanych środków, w dużej mierze zależą od sukcesu przedsiębiorstw znajdujących się w ich portfelu. Sposób przeprowadzenia dezinwestycji wskazuje, jak fundusze radziły sobie z zarządzaniem swoimi spółkami znajdującymi się w ich portfelach. Jest to niezwykle ważny i istotny etap w procesie inwestycyjnym. Dynamiczny rozwój funduszy oraz wielkość pozyskanych przez nie kapitałów sprawił, iż ich inwestycje osiągnęły światowy zasięg i zanotowały szybki przyrost wartości aktywów będących pod ich zarządem. W ostatnich latach była to najszybciej rozwijająca się klasa aktywów na globalnym rynku finansowym. Szybki rozwój realnej gospodarki światowej jest obecnie oparty na innowacji, a jej finansowanie to bardzo ryzykowne przedsięwzięcie.

Celem artykułu jest analiza poziomu niedoszacowania transakcji IPO na GPW w Warszawie spółek zasilanych funduszami *venture capital* oraz *private equity*.

1. Globalny rynek funduszy *venture capital* oraz *private equity* w latach 2004–2014

W ciągu ostatnich 50 lat niezliczona ilość amerykańskich, szybko rozwijających się firm, przeważnie związanych z nowoczesnymi technologiami, uzyskała finansowanie przez *venture capital*. Wśród nich znalazły się: Amazon.com, Amgen, Apple Computer, Cisco Systems czy Yahoo. Te i wiele innych firm wspartych przez *venture capital* przyczyniło się do powstania całkowicie nowych branż przemysłu, takich jak: biotechnologie, półprzewodniki, oprogramowanie baz danych, Internet, minikomputery, stacje robocze oraz łączność cyfrowa. W ten sposób *venture capital* stał się ważną częścią amerykańskiego narodowego systemu innowacji.

Tab. 1. Dynamika wartości akwizycji funduszy VC w USA, UE oraz Polsce w latach 2004–2014

Rok	USA (w %)	UE (w %)	Polska (w %)
2004	12,8	1,9	1100,0
2005	2,7	161,1	-80,3
2006	15,9	56,0	1486,4
2007	15,6	-29,5	-39,1
2008	-1,3	2,9	30,0
2009	-44,3	-80,3	-83,0

Pobrane z czasopisma Annales H - Oeconomia **http://oeconomia.annales.umcs.pl**
Data: 18/06/2026 00:37:25

Rok	USA (w %)	UE (w %)	Polska (w %)
2010	-19,8	35,6	-9,5
2011	41,0	91,7	287,7
2012	5,3	-43,3	0,9
2013	-10,8	127,1	-41,7
2014	75,2	-16,8	-61,5

Źródło: [NVCA, EVCA, PSIK].

Analizując dane dotyczące wielkości dynamiki pozyskiwanych środków na inwestycje (tab. 1), należy stwierdzić, iż rynek USA, UE oraz Polski charakteryzuje się pewnymi trendami, ale dynamika w poszczególnych latach jest dość stabilna w porównaniu z rynkiem polskim. Na tym rynku wzrosty pozyskiwanych kapitałów przekraczają w 2004 i 2006 r. ponad 1000%. Takie wzrosty pozyskiwanych kapitałów nie występują na rozwiniętych rynkach kapitałowych. Należy również zauważyć, że dynamika pozyskanych funduszy w latach 2012–2014 znacznie spadła na rynku polskim. Ogólnie poziom akwizycji kapitałów w USA wzrósł w okresie 2003–2014 z 19,6 mld USD do 31 mld USD. W Europie w 2003 r. pozyskano 27 mld EUR, by w 2014 r. zgromadzić ponad 44 mld EUR.

Tab. 2. Dynamika poziomu inwestycji *venture capital* oraz *private equity* w USA, Europie oraz Polsce w latach 1991–2012

Rok	USA (w %)	UE (w %)	Polska (w %)
2004	27,6	26,8	-2,3
2005	10,4	27,4	17,7
2006	-2,2	51,1	91,5
2007	17,8	2,5	94,9
2008	-7,2	-25,8	26,8
2009	-29,8	-56,7	-33,1
2010	12,6	85,0	4,1
2011	26,2	8,5	37,3
2012	-9,5	-20,6	-21,4
2013	13,9	2,1	-35,7
2014	67,8	8,9	-5,7

Źródło: [NVCA, EVCA, PSIK].

Dynamika poziomu inwestycji w okresie 2003–2014 na rynku amerykańskim wyniosła 59%. W 2003 r. fundusze amerykańskie zainwestowały 19,6 mld USD, by w 2014 r. dokonać inwestycji na poziomie 50,8 mld USD. Na rynku europejskim wzrost w analizowanym okresie wyniósł 42%. W 2003 r. fundusze działające na rynku europejskim zainwestowały 29,1 mld EUR, by w 2014 r. wspomóc przedsiębiorstwa środkami na poziomie 41,5 mld EUR. Analizując dane zawarte w tab. 2, można stwierdzić, iż dynamika inwestycji nie jest tak zmienna, jak poziomy odnoszące się do kategorii pozyskiwanych środków przez fundusze *venture capital* oraz *private equity*. Rynek polski nie charakteryzuje się już najwyższą dynamiką w badanym okresie, gdyż inwestycje na rynku USA poprzedzające tzw. *dotcom bu-*

Pobrane z czasopisma Annales H - Oeconomia **http://oeconomia.annales.umcs.pl**
Data: 18/06/2026 00:37:25

ble notowały 150-procentowe przyrosty. Rynek polski charakteryzowały poziomy dynamiki zbliżające się do 100% w 2006 i 2007 r., kiedy polski rynek giełdowy notował najwyższe poziomy indeksów.

Tab. 3. Dynamika poziomu wartości dezinwestycji funduszy w USA, Europie oraz Polsce w latach 2004–2014

Rok	USA (w %)	UE (w %)	Polska (w %)
2004	248,8	44,4	-23,5
2005	-31,8	52,3	30,7
2006	24,1	11,4	21,7
2007	26,9	-18,4	-32,1
2008	-47,2	-51,5	-27,4
2009	-24,1	-15,3	-55,1
2010	108,9	76,6	90,3
2011	34,2	59,2	127,1
2012	27,5	-30,1	-3,0
2013	-36,4	57,3	84,6
2014	125,0	10,2	125,0

Źródło: [NVCA, EVCA, PSIK].

Analizując dane zawarte w tab. 3, dotyczące poziomu dynamiki, należy stwierdzić, iż jest on najwyższy na rynku USA. Wiąże się to z tym, że rynek kapitałowy oraz rynek IPO jest tam mocno rozwinięty, a fundusze VC oraz PE stanowią ważne źródło podmiotów wprowadzających spółki na giełdę papierów wartościowych. Polski rynek jest mocno zróżnicowany pod względem dynamiki poziomu dezinwestycji.

2. Charakterystyka polskiego rynku funduszy *venture capital* oraz *private equity*

Polski rynek VC/PE jest stosunkowo niewielki, zwłaszcza w porównaniu z krajami zachodnioeuropejskimi, jednak mimo to jego fundamenty i otoczenie biznesowe są uważane za silne i atrakcyjne zarówno w skali Europy Środkowo-Wschodniej (CEE), jak i poza regionem. Poziom inwestycji funduszy VC/PE na rynku regionu CEE w latach 2010–2014 przekroczył 2 mld EUR. Oczekuje się również dalszego wzrostu wartości rynku wraz ze wzrostem szerszego sektora *private equity*. Wartość polskiego rynku VC stanowiła 0,002% PKB według danych Europejskiego Stowarzyszenia Venture Capital (EVCA) za 2014 r. [EVCA, 2015]. Ten wynik stawia Polskę daleko za krajami Europy Zachodniej, jednocześnie czyniąc nasz kraj największym rynkiem *venture capital* w regionie Europy Środkowo-Wschodniej. Polska jest najlepszym miejscem do inwestowania w ramach *venture capital* ze wszystkich państw Europy Środkowo-Wschodniej. W skali świata zajmuje 28. miejsce spośród 118 państw zanalizowanych w raporcie atrakcyjności dla VC/PE za 2013 r., opracowanym przez Uniwersytet Nawarry i Ernst and Young [Raport MSP]. Pozycja Polski w rankingu stabilnie rośnie z roku na rok – od 2009 r. Polska przeskoczyła pięć

Pobrane z czasopisma Annales H - Oeconomia **http://oeconomia.annales.umcs.pl**
Data: 18/06/2026 00:37:25

miejsc. Najlepiej została oceniona w rankingu kategoria „IPO i aktywność emisji publicznych" (13. miejsce na świecie), z kolei system podatkowy został uznany za najlepiej działający czynnik pobudzający rynek, porównywalny do amerykańskiego systemu. Równie wysoko oceniono dzienniki i artykuły naukowe (19. miejsce na świecie) oraz wielkość gospodarki (23. miejsce na świecie).

Tab. 4. Poziom aktywności funduszy VC oraz PE w Polsce w latach 1998–2014 w mln EUR

Rok	Akwizycja	Inwestycja	Dezinwestycja
1998	320,0	102,0	50,0
1999	250,0	183,0	149,0
2000	360,0	201,0	42,0
2001	176,0	150,0	41,0
2002	118,0	117,0	79,0
2003	25,0	133,0	115,0
2004	300,0	130,0	88,0
2005	59,0	153,0	115,0
2006	936,0	293,0	140,0
2007	570,0	571,0	95,0
2008	741,0	724,0	69,0
2009	126,0	484,0	31,0
2010	114,0	504,0	59,0
2011	442,0	692,0	134,0
2012	446,0	544,0	130,0
2013	260,0	350,0	240,0
2014	100,0	330,0	540,0

Źródło: [NVCA, EVCA, PSIK].

Analizując poziom aktywności funduszy w Polsce, należy stwierdzić, że w latach 2004–2014 nastąpił dynamiczny wzrost poziomu inwestycji oraz wartości dezinwestycji, które w 2014 r. osiągnęły najwyższy poziom (540 mln EUR) w okresie objętym analizą. Średnia wartość akwizycji kapitałów w badanym okresie wyniosła 314 mln EUR, średnia wartość inwestycji to poziom 333 mln EUR, a średnia wartość dezinwestycji kształtowała się na poziomie 124 mln EUR.

Pierwotna oferta publiczna polega na wprowadzeniu po raz pierwszy walorów spółki do obrotu giełdowego, na skutek czego zmienia się struktura właścicielska jednostki. Transakcja ta jest niezwykle ważna w procesie rozwoju przedsiębiorstw oraz kształtowania się i rozwoju rynku kapitałowego. Daje ona szansę przedsiębiorcy na pozyskanie kapitału na rozwój, obiektywną wycenę oraz umocnienie wizerunku firmy. Tendencje na rynkach światowych w zakresie transakcji IPO miały swoje ważne punkty. Lata 2000–2007 na rynkach finansowych to powolne odbudowywanie pozycji transakcji IPO na giełdach papierów wartościowych po załamaniu się notowań indeksów giełdowych związanym z pęknięciem tzw. bańki internetowej. Pierwsze miesiące kryzysu rynków finansowych w latach 2008–2010 odbiły się w sposób znaczący na wycenach spółek notowanych na giełdach, co spowodowało

Pobrane z czasopisma Annales H - Oeconomia **http://oeconomia.annales.umcs.pl**
Data: 18/06/2026 00:37:25

praktycznie brak pierwotnych ofert publicznych na głównych rynkach giełdowych świata. Równolegle z pogarszającą się koniunkturą i możliwościami przeprowadzenia transakcji IPO fundusze *venture capital* ograniczyły swoje wyjścia z inwestycji do niezbędnego minimum. Zostały do tego zmuszone bardzo niską płynnością na rynkach giełdowych oraz niedostatecznym rozwojem swoich spółek portfelowych. Analiza rynku IPO przez fundusze odbija się na poziomach realizacji transakcji dezinwestycji, wśród których pierwotna oferta publiczna ma duży udział. Trendy, jakie można zaobserwować w transakcjach IPO, są ściśle powiązane z możliwościami gospodarek narodowych oraz poziomami notowań indeksów i wyceną spółek notowanych na giełdach papierów wartościowych.

3. Poziom niedoszacowania pierwszych ofert publicznych spółek zasilanych funduszami *venture capital* oraz *private equity* na GPW w Warszawie w latach 2007–2014

Rynek kapitałowy jest miejscem zarówno pozyskiwania, jak i inwestowania kapitału, a jego dwa podstawowe segmenty stanowią rynek pierwotny i wtórny. Podstawowym instrumentem pozyskiwania kapitału przez spółki akcyjne są akcje. Na rynku pierwotnym emitenci oferują inwestorom akcje po cenie emisyjnej. IPO występuje wtedy, jeśli spółka oferuje po raz pierwszy akcje publiczności, a żadne inne akcje tej spółki nie są przedmiotem obrotu giełdowego i dopiero po emisji rozpocznie się notowanie tych akcji na giełdzie. Problematyka niedoszacowania może być rozpatrywana z dwóch punktów widzenia, tj. odpowiednio emitenta lub inwestora. W pierwszym przypadku mamy do czynienia z rezygnacją emitenta z pewnej części dochodu z emisji, w drugim natomiast inwestor otrzymuje często znaczący zysk subskrypcyjny. Emitenci powinni oczywiście być zainteresowani uzyskiwaniem wysokich dochodów, a inwestorzy – maksymalnych zysków. Te zyski subskrypcyjne są nagłaśniane przez media, a emisje są określane jako wielki sukces. Powstaje jednak pytanie, czy sytuacja ta ma charakter przypadkowy czy powtarza się w dłuższym okresie i jest niejako zamierzona. W pierwszym przypadku można to sprowadzić do niskiej efektywności informacyjnej rynku, w drugim – długotrwałe i duże zyski subskrypcyjne inwestora oznaczają trwałą rezygnację emitenta z pewnej części dochodu z emisji, gdyż cena emisyjna mogłaby być ustalona na znacznie wyższym poziomie. Niedoszacowanie ceny emisyjnej akcji podczas pierwszej oferty publicznej można określić w różny sposób. Najczęściej stosuje się następujące trzy koncepcje wskazujące na poziom niedoszacowania IPO.

Pierwsza koncepcja określa poziom niedoszacowania IPO jako absolutną różnicę między kursem giełdowym akcji w pierwszym dniu notowań a pierwszą ceną emisyjną według następującego wzoru:

Pobrane z czasopisma Annales H - Oeconomia **http://oeconomia.annales.umcs.pl**
Data: 18/06/2026 00:37:25

$$UD_i = P_i - E_i$$

gdzie:
UD_i – niedoszacowanie kursu *i*-tej akcji
P_i – kurs giełdowy *i*-tej akcji na pierwszym dniu notowań
E_i – cena emisyjna *i*-tej akcji

Druga koncepcja to względna różnica między kursem giełdowym *i*-tej akcji w pierwszym dniu notowań a ceną emisyjną tej akcji, określona mianem pierwotnej stopy zwrotu (*initial return*) według następującej formuły:

$$IR = \frac{P_i - E_i}{E_i}$$

gdzie:
IR – pierwotna stopa zwrotu
E_i – cena emisyjna *i*-tej akcji

Trzecia postać to pierwotna stopa zwrotu skorygowana o względną zmianę indeksu giełdowego w okresie między dniem zamknięcia subskrypcji a dniem debiutu giełdowego (stopa zwrotu z indeksu), obliczana według wzoru:

$$AIR = \frac{P_i - E_i}{E_i} - \frac{I_t - I_0}{I_0}$$

gdzie:
AIR – skorygowane niedoszacowanie pierwotnej oferty publicznej
I_t – wartość portfela rynkowego na zamknięciu pierwszego dnia notowań
I_0 – wartość portfela rynkowego na otwarciu pierwszego dnia notowań (np. WIG20)

Tak określone niedoszacowanie ma wyrazić fakt, że między zakończeniem subskrypcji akcji a jej pierwszym notowaniem giełdowym upływa pewien okres, w którym inwestor ma możliwość dokonania alternatywnej inwestycji. Sama pozytywna różnica, niezależnie od sposobu jej wyrażenia (absolutna, względna), nie pozwala postawić tezy, że cena emisyjna akcji jest niedoszacowana. Tylko wtedy, gdy alternatywna inwestycja przyniesie w tym samym czasie niższą stopę zwrotu niż nabyta akcja, można mówić o niedoszacowaniu. Z tego powodu pierwotną stopę zwrotu koryguje się o zrealizowaną stopę zwrotu z portfela rynkowego – gdy jest ona wyższa, inwestor może osiągnąć ponadprzeciętną (nadwyżkową) stopę zwrotu (*abnormal internal return* – AIR).

W niniejszym badaniu została zastosowana formuła określająca przeciętne niedoszacowanie portfela akcji zasilanych funduszami VC oraz PE w stosunku do szerokiego rynku. Formuła ta przybrała następującą postać:

Pobrane z czasopisma Annales H - Oeconomia **http://oeconomia.annales.umcs.pl**
Data: 18/06/2026 00:37:25

$$\overline{IR} = \frac{1}{N}\sum_{i=1}^{N} IR$$

gdzie:
$\overline{IR}$ – średnia pierwotna stopa zwrotu

Oprócz średniej arytmetycznej portfela akcji w ocenie niedoszacowania można stosować również inne miary statystyczne (medianę, wartość maksymalną, wartość minimalną, odchylenie standardowe) oraz ważoną wartością emisji przeciętną stopę niedoszacowania IPO.

Na podstawie zgromadzonych danych dotyczących pierwszej oferty publicznej można przeanalizować następujące hipotezy:

H1: spółki zasilane funduszami VC/PE mają średnio niższy poziom niedoszacowania (*initial return*).

H2: spółki zasilane funduszami VC/PE mają średnio wyższy poziom niedoszacowania (*initial return*).

Dane do badania pochodzą z GPW w Warszawie oraz Polskiego Stowarzyszenia Inwestorów Kapitałowych. W okresie 2007–2014 na GPW w Warszawie debiutowało 259 spółek, z czego 16 to spółki zasilane funduszami VC/PE. W naszym badaniu uwzględniliśmy jednak tylko 238 spółek, ponieważ część z nich przeniosła miejsce notowań swoich walorów na rynek podstawowy, nie dokonując pełnego procesu IPO. Ponadto trzy spółki osiągały bardzo wysokie poziomy stopy zwrotu (powyżej 100%) i zostały wykluczone jako obserwacje zniekształcające całą próbę. Tab. 5 przedstawia liczbę debiutów na GPW w badanym okresie.

Tab. 5. Liczba IPO spółek zasilanych funduszami VC/PE na tle Rynku Głównego GPW w Warszawie

Rok	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	RAZEM
IPO	84	30	13	32	35	18	16	10	238
VC/PE IPO	6	2	0	2	2	1	1	2	16

Źródło: dane GPW w Warszawie oraz PSIK.

Udział IPO spółek zasilanych funduszami wysokiego ryzyka w badanym okresie spadł w porównaniu z wcześniejszymi latami (1994–2011), gdzie udział ich wynosił ponad 10%, a w naszym badaniu liczba debiutów stanowi jedynie 6,5% w badanej próbie. Analizując stopy zwrotu 16 spółek zasilanych funduszami VC oraz 238 spółek nieposiadających wsparcia funduszy wysokiego ryzyka w okresie 2007–2014, należy stwierdzić, iż spółki tradycyjne osiągnęły niższy poziom niedoszacowania. Dla spółek szerokiego rynku poziom niedoszacowania pierwszej oferty publicznej wyniósł 7,3%, a dla spółek z kapitałem IPO – już 8,24%. Porównując te wyniki z badaniami przeprowadzonymi przez Sieradzkiego i Zasępę dla okresu 2004–2011, należy zauważyć, że sytuacja w badanym okresie zmieniła się diametralnie [Sieradzki, Zasępa, 2016]. Średnia dla spółek niezasilanych funduszami wyniosła dla tego

Pobrane z czasopisma Annales H - Oeconomia **http://oeconomia.annales.umcs.pl**
Data: 18/06/2026 00:37:25

okresu 14,5%, a dla spółek zasilanych funduszami VC/PE – 11,5% z odchyleniem standardowym 5%. Trzeba wskazać, iż dla okresu 2007–2014 hipoteza H1 nie znajduje potwierdzenia. Analizując dane, należy jednak potwierdzić prawdziwość hipotezy H2. Podstawowe statystki rozkładu stóp zwrotu prezentuje tab. 6.

Tab. 6. Statystyki spółek dokonujących IPO na GPW w Warszawie w latach 2007–2014

Niedoszacowanie IPO	7,30%
Nieodszacowanie VC/PE IPO	8,24%
Skośność IPO	0,97
Skośność VC/PE IPO	1,43
Kurtoza IPO	5,28
Kurtoza VC/PE IPO	1,44
Mediana IPO	2,87%
Mediana VC/PE IPO	4,76%
Odchylenie standarowe IPO	18,51%
Odchylenie standardowe VC/PE IPO	12,24%

Źródło: obliczenia własne.

Analizując statystyki stóp zwrotu w pierwszym dniu notowań po dokonaniu IPO, należy stwierdzić, iż w badanym okresie poziom niedoszacowania IPO był stosunkowo niski, gdyż wynosił 7,3%. W przeprowadzonych dotąd badaniach obejmujących GPW w Warszawie poziom niedoszacowania był znacznie wyższy. Dla okresu 2003–2011 Sieradzki stwierdził, iż wynosił on 14,2% [Sieradzki, 2013]. Dla okresu 1991–2005 Sukacz potwierdziła niedoszacowanie na poziomie 26% [Sukacz, 2005]. Podkreślenia wymaga fakt, iż spółki zasilane funduszami VC/PE osiągnęły wyższy poziom niedoszacowania IPO, który w badanym okresie ukształtował się na poziomie 8,24%. Dodatkowo można zauważyć, że przy niższym poziomie niedoszacowania spółki niezasilane funduszami typu VC/PE mają dużo wyższą kurtozę oraz odchylenie standardowe w porównaniu ze spółkami wspomaganymi przez te fundusze. Kierunkiem dla dalszego badania powinna być analiza długookresowego poziomu niedoszacowania IPO w takich okresach, jak: 3 miesiące, 6 miesięcy, 12 miesięcy i 1 rok. Możliwym dalszym kierunkiem badań jest analiza poziomu niedoszacowania transakcji IPO w krajach regionu CEE oraz porównanie trendów na tym rynku z tendencjami na rozwiniętych rynkach giełdowych, takich jak USA czy Wielka Brytania.

Podsumowanie

Poprawne przeprowadzenie transakcji IPO dla spółki zasilanej funduszami VC/PE jest niezbędną fazą w cyklu inwestycyjnym, wspomagającą zakończenie zaangażowania się funduszu w spółkę portfelową. Badania nad poziomem niedoszacowania IPO tych spółek przeprowadzane na rynku polskim są dość rzadkie. Niniejszy artykuł

Pobrane z czasopisma Annales H - Oeconomia **http://oeconomia.annales.umcs.pl**
Data: 18/06/2026 00:37:25

wypełnia tę lukę badawczą. Po przenalizowaniu danych giełdowych dotyczących IPO należy stwierdzić, iż w badanym okresie niedoszacowanie osiągnięte przez spółki zasilane funduszami VC/PE jest wyższe niż pozostałych spółek, co wpisuje się w trendy funkcjonujące na innych globalnych rynkach kapitałowych.

Bibliografia

EVCA, Yearbook 2015, EVCA Zaventem.

NVCA, *Industry overview*, nvca.org.

Raport MSP, *Rynek Venture Capital w Polsce – niska baza z dużym potencjałem*, www.msp.gov.pl/pl/przeksztalcenia/serwis-gospodarczy/wiadomosci-gospodarcze/26270,Rynek-Venture-Capital-w-Polsce-niska-baza-z-duzym-potencjalem.print [01.05.2016].

Sieradzki R., *Does It Pay to Invest in IPOs? Evidence from the Warsaw Stock Exchange*, NBP, Warszawa 2013.

Sieradzki R., Zasępa P., *Underpricing of Private Equity/VentureCapital backed IPOs. Do they differ from other offers?*, "Argumenta Oeconomica" 2016, No. 1.

Sukacz D., *Pierwsze oferty publiczne na rynkach kapitałowych*, CeDeWu, Warszawa 2005.

Analysis of Underestimation of Private Equity-Backed Companies on the Warsaw Stock Exchange in the Period 2007–2014

The global economy is distinguished by the dynamic development of financial markets and with it creating a new specific segments of the market. One of them is the market for venture capital and private equity funds, which has been developing very dynamically for more than 50 years. This article aims to analyze the level of underestimation of the IPO on the Warsaw Stock Exchange companies supplied by venture capital and private equity funds. Analyzing the rate of return of 16 companies backed by VC funds and 238 companies which do not have the support of venture capital funds in the 2007–2014 period, it should be stated that the traditional companies reached the lower level of underestimation. For the companies of a broad market, the underestimation level of the IPO was 7.3% and for companies with VC/PE support – 8.24%.

Analiza niedoszacowania spółek zasilanych środkami funduszy *private equity* na GPW w Warszawie w latach 2007–2014

Światową gospodarkę wyróżnia dynamiczny rozwój rynków finansowych, a wraz z nim tworzące się nowe, specyficzne segmenty tego rynku. Jednym z nich jest rynek funduszy *venture capital* oraz *private equity*, który bardzo dynamicznie rozwija się już od ponad 50 lat. Celem artykułu jest analiza poziomu niedoszacowania transakcji IPO na GPW w Warszawie spółek zasilanych funduszami *venture capital* oraz *private equity*. Analizując stopy zwrotu 16 spółek zasilanych funduszami VC oraz 238 spółek nieposiadających wsparcia funduszy wysokiego ryzyka w okresie 2007–2014, należy stwierdzić, że spółki tradycyjne osiągnęły niższy poziom niedoszacowania. Dla spółek szerokiego rynku poziom niedoszacowania pierwszej oferty publicznej wyniósł 7,3%, a dla spółek z kapitałem IPO już 8,24%.