

Iłona Fałat-Kilijańska

Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

PAŃSTWO JAKO INWESTOR NA RYNKU *PRIVATE EQUITY*

1. Wstęp

Jednym z najważniejszych czynników niezbędnych do rozwoju przedsiębiorczości jest dostępność kapitału. Niezależnie od etapu rozwoju przedsiębiorstwa poziom zasobów finansowych, którymi dany podmiot dysponuje, w decydujący sposób wyznacza tempo i kierunki jego rozwoju. Alternatywą dla tradycyjnych źródeł finansowania, takich jak kapitały własne przedsiębiorców, reinwestowanie zysków, kapitał pożyczkowy czy emisja akcji, są fundusze *private equity*. *Private equity* to inwestycje na niepublicznym rynku kapitałowym, czyli zakup udziałów/akcji w spółkach nienotowanych na giełdzie, służące osiągnięciu zysku przez przyrost wartości kapitału. Zwykle mają średnio- lub długoterminowy charakter, a inwestor włącza się w zarządzanie przedsiębiorstwem będącym przedmiotem inwestycji. Inwestycje *private equity* pozyskuje się w celu rozwoju nowego produktu lub technologii, zwiększenia kapitału obrotowego, poprawy bilansu lub innych większych wydatków. *Private equity* jest też pomocny przy wykupie menedżerskim, fuzjach i przejęciach.

2. Rola państwa na rynku inwestycji *private equity*

Istotny wpływ na podaż kapitału dla funduszy *private equity* ma polityka państwa. Na rozwiniętych rynkach *private equity* państwo występuje jako **aktywny** lub **pasywny** inwestor *private equity*. W pierwszym przypadku uruchamiane są różnego rodzaju rządowe programy dofinansowywania określonych dziedzin gospodarki (np. przedsiębiorstw innowacyjnych, centrów wynalazczych i badawczych) lub tworzone są instytucje wspierające rozwój innowacyjności (zakładanie parków technologicznych czy prowadzenie doradztwa innowacyjnego). W drugim przypadku państwo jako pasywny inwestor może tworzyć wiele zachęt prawnych, kierujących kapitał prywatnych funduszy *private equity* do określonych sektorów gospodarki lub we wczesne fazy życia firm czy do małych i średnich przedsiębiorstw.

2.1. Państwo jako aktywny uczestnik rynku *private equity*

Aktywne zaangażowanie środków publicznych na rynku *private equity* polega na bezpośrednim ich inwestowaniu w przedsięwzięcia o charakterze *private equity*. Dawcami kapitału mogą być różne agendy rządowe, instytucje regionalne, władze gminne, ośrodki naukowe lub organizacje ponadnarodowe. Dzięki temu wzmacnia się wybrane (strategiczne) gałęzie gospodarki, tworzy się nowe miejsca pracy czy pobudza gospodarkę regionalną. Kapitał publiczny w inwestycjach *private equity* często wykorzystywany jest w Wielkiej Brytanii. Na przykład w 1975 r. brytyjski rząd stworzył *Scottish Development Agency* (SDA), której celem było zwiększenie liczby miejsc pracy na terenach o podwyższonej stopie bezrobocia¹. Agencji przyznano 200 mln funtów, które w 40% przeznaczono na agresywne inwestycje *private equity*. Nie osiągnięto jednak wyznaczonego celu – pomimo obietnic aktywnej polityki inwestycyjnej obawa przed „złymi” inwestycjami osłabiła wyraźnie tempo działań. Dopiero po gruntownych zmianach w procesie podejmowania decyzji, jakie zaszły w 1991 r. i po przekształceniu SDA w *Scottish Enterprise*, pojawiły się pozytywne rezultaty. Obecnie działalność *Scottish Enterprise* finansowana jest nie tylko ze środków publicznych, ale również z osiągniętych przez nią zysków. Polityka inwestycyjna agencji ukierunkowana została na rozwój gospodarczy Szkocji oparty na wybranych sektorach (półprzewodniki, optoelektronika, przemysł spożywczy, biotechnologia i turystyka)². Zdarza się, że uruchomienie środków publicznych na inwestycje *private equity* może istotnie wspomóc restrukturyzację regionu. Tak było w przypadku *Bremischer Innovations – Fonds* utworzonego w 1990 r. i zarządzanego przez władze Bremy. Jego celem była zmiana charakteru branżowego regionu dotkniętego wówczas recesją w przemyśle okrętowym. Inny przykład to unijny program ETF (*European Technology Facility*) *Start-up* koordynowany przez Europejski Bank Inwestycyjny oraz Europejski Fundusz Inwestycyjny, który otrzymane z budżetu UE środki lokuje w małe lub nowo powstałe wyspecjalizowane fundusze *venture capital*. Główny kierunek inwestycji to fundusze o profilu regionalnym lub branżowym, ewentualnie finansujące wykorzystanie prac badawczo-rozwojowych oraz wspieranie małych i średnich przedsiębiorstw wywodzących się z parków technologicznych. Kolejnym przykładem bezpośredniego zaangażowania państwa w działalność *private equity* jest utworzona w 1981 r. *British Technology Group* (BTG). Powstała w wyniku połączenia Narodowej Korporacji Rozwoju Badań (*National Research Development Corporation*) i Narodowej Rady Przedsiębiorstw (*National Enterprise Board*). Pierwsza powstała w 1945 r., aby komercjalizować wyniki badań sfinansowane przez brytyjskie fundusze publiczne, druga w 1975 r., a jej celem

¹ Stopa bezrobocia w regionach objętych działalnością SDA była dwa razy większa niż wskaźnik bezrobocia dla całej Wielkiej Brytanii.

² Więcej na ten temat można przeczytać w materiałach informacyjnych *Scottish Development Finance* oraz w *Scottish Enterprise* [Materiały informacyjne *Scottish Development...*; Materiały informacyjne *Scottish Enterprise...*].

było finansowanie środkami publicznymi działalności przedsiębiorstw z wybranych (obiecujących) sektorów produkcji przemysłowej. BTG została w 1992 r. sprywatyzowana dzięki przeprowadzeniu wykupu menedżerskiego połączonego z wykupem pracowniczym. Od tej pory zajmuje się inwestycjami na globalnym rynku w branży oceniane jako wysoko innowacyjne. W ostatnich latach władze brytyjskie stworzyły jeszcze jeden fundusz – *The Enterprise Fund*, w skład którego weszły *UK High Tech Venture Capital Fund* oraz *Regional Venture Capital Fund*. Podobne do brytyjskich działania podjęły w 1985 r. władze Barcelony, tworząc *Catalana d'Initiatives*, którą 5 lat później przejął sektor prywatny.

Na polskim rynku bardzo aktywne są zagraniczne podmioty publiczne. Dane opublikowane przez EVCA wskazują, że w 1996 r. aż 71% kapitału funduszy *private equity* działających w Polsce pochodziło od rządów i agencji rządowych obcych państw oraz organizacji międzynarodowych³. Począwszy od pierwszych funduszy pozyskanych na inwestycje typu *private equity*, np. Polsko-Amerykańskiego Funduszu Przedsiębiorczości w całości sfinansowanego przez rząd amerykański, poprzez również rządowy Duński Fundusz Dla Europy Centralnej i Wschodniej czy Caresbac-Polska założony przez *Care Small Business Assistance Corporation* (USA), Fundusz Współpracy, Fundację na Rzecz Rozwoju Polskiego Rolnictwa i EBOR. Wszystkie wymienione fundusze mają jednak komercyjny charakter⁴. Tworzą liczną grupę funduszy, lecz o niewielkich kapitałach. Bardzo aktywnymi uczestnikami naszego rynku *private equity* są również Europejski Bank Odbudowy i Rozwoju (EBOR) oraz Międzynarodowa Korporacja Finansowa (IFC). EBOR jest udziałowcem kilku funduszy zarządzanych przez *Enterprise Investors*, *DBG Eastern Europe* czy *Copernicus Capital Management*. Współtwórcą innego funduszu *Central&Eastern Europe* był rząd szwajcarski, fundusz *know-how* z kolei powołany został przez brytyjski rząd i przyczynił się do postania Lubelskiego i Białostockiego Funduszu Kapitałowego. I te fundusze mają komercyjny charakter i praktycznie nie inwestują w ryzykowny sektor małych i średnich przedsiębiorstw. Tak naprawdę polskie władze nie podjęły do tej pory żadnych prób kapitałowego wspierania inwestycji *private equity*. Może pojawią się one w przyszłości.

2.2. Pasywne formy wspierania inwestycji *private equity*

Rola państwa jako inwestora pasywnego sprowadza się do działalności w sferze regulacyjnej. Głównym celem w tym przypadku jest oddziaływanie na kierunek inwestycji i na wielkość podaży kapitału. Najczęściej stosowane są różnego rodzaju bodźce podatkowe zachęcające inwestorów do lokowania na rynku *private equity*.

³ Na podstawie: [Yearbook 2001..., 2002].

⁴ Duński Fundusz Dla Europy Centralnej i Wschodniej miał na celu dodatkowo wspieranie inicjatyw gospodarczych polsko-duńskich (finansowanie głównie spółek *joint venture*), a Caresbac specjalizować się miał w inwestycjach w sektorze rolno-spożywczym (również spółki *joint venture*).

Przykładem zaangażowania kapitałowego pośredniego jest amerykański *Small Business Investment Act* z 1958 r., dzięki któremu fundusze uzyskały preferencyjne pożyczki oraz ulgi podatkowe. Uruchomiono wówczas program SBIC (*Small Business Investment Companies*), dzięki któremu powstały licencjonowane i regulowane przez *Small Business Administration* prywatne firmy inwestycyjne, a ich kapitał skierowany został do małych i średnich przedsiębiorstw. Każdy fundusz, który miał status SBIC, mógł uzyskać dofinansowanie ze środków federalnych na poziomie 3:1 (trzy dolary „publiczne” za każdy dolar „prywatny”). W wyjątkowych sytuacjach poziom lewarowania mógł sięgnąć relacji 4:1 (maksymalny pułap ustalono kwotowo – na 90 mln dolarów). Dofinansowanie mogło mieć charakter preferencyjnie oprocentowanej, długoterminowej (do 15 lat) pożyczki lub odbywało się poprzez kupno udziałów funduszu. Program ten cieszył się ogromną popularnością. W latach 60. XX wieku działało 695 SBIC o kapitale prywatnym w wysokości 205 mln dolarów, a już pod koniec ubiegłego wieku funkcjonowało ich jeszcze ok. 318. Dzięki temu programowi ponad 87 tysięcy małych firm otrzymało dodatkowy kapitał i powstało ok. 600 tysięcy nowych miejsc pracy⁵. Innym przykładem pośredniego zaangażowania państwa w rynek *private equity* jest brytyjski *Business Expansion Scheme* (BES) wprowadzony w 1981 r., który dawał osobom fizycznym możliwość odpisania od podstawy opodatkowania kwoty wydanej na kupno akcji spółek niebędących w obrocie giełdowym i pozagiełdowym, pod warunkiem niesprzedawania ich przez co najmniej 5 lat. Dodatkowo inwestycje takie zwolniono z podatku od zysków kapitałowych⁶. Przyjęte rozwiązanie okazało się bardzo skuteczne, w ciągu paru lat zmobilizowano w ten sposób 780 mln funtów, które trafiły do 3800 małych i średnich przedsiębiorstw⁷. W tym samym roku przyjęto *The Business Start-Up Scheme* (BSS), czyli program wspierający zakładanie firm. Zebrał on 170 mln funtów, które przeznaczone zostały dla przedsiębiorców uruchamiających nowe przedsięwzięcia. Następnymi rządowymi inicjatywami promowania rozwoju małych firm były: *The Business Expansion Scheme* (BES) – Program rozwoju biznesu, *Loan Guarantee Scheme* (LGS), czyli Program gwarancji, *Small Firms Merit Award for Research and Technology* (znana pod nazwą SMART), czyli nagroda dla małych przedsiębiorstw za badania i nowe technologie. Dodatkowym czynnikiem pobudzającym rynek *private equity* było wprowadzenie wielu zachęt mających na celu zwiększenie napływu kapitału od tzw. *business angels* (aniołów biznesu), czyli inwestorów indywidualnych⁸. Przykładem takiej rządowej inicjatywy może być wprowadzony w 1992 r. program wspomagający nawiązanie kontaktu między *business angels* a przedsię-

⁵ Więcej na ten temat znaleźć można w materiałach informacyjnych SBA.

⁶ Możliwość taką uzyskiwały inwestycje o wartości minimalnej 500 GBP i maksymalnej 40 000 GBP rocznie.

⁷ Na podstawie [Harison, Mason 1989, s. 147-157].

⁸ *Business angels* to osoby prywatne inwestujące kwoty od 10 000 do 100 000 funtów. Mogą łączyć się i finansować większe projekty. Dla porównania w Polsce są to kwoty od 50 000 do 500 000 złotych.

biorcami poszukującymi dodatkowego finansowania rozwoju swoich firm. Założone zadania realizowano poprzez uruchomienie 5 projektów prowadzonych przez 5 ośrodków szkoleniowych *Training and Enterprise Councils*, które prowadziły aktywną działalność informacyjną i promocyjną wśród brytyjskich przedsiębiorców [Abbot, Hay 1995, s. 187]. *The Business Expansion Scheme* zastąpił w 1983 r. *The Business Start-Up Scheme*. Tym razem program skierowano do działających już małych przedsiębiorstw. Celem było zwiększenie dopływu środków finansowych przez wprowadzenie ulg podatkowych w wypadku inwestycji do 40 000 funtów rocznie dla płatników najwyższej stawki podatkowej, pod warunkiem wcześniejszego za-inwestowania w przedsiębiorstwa nienotowane na giełdzie. Ulga ta miała zmniejszać ryzyko inwestycji w przedsięwzięcia wysokiego ryzyka. Program ten okazał się olbrzymim sukcesem – tylko w ciągu dwóch lat (1983 i 1984) 4000 podmiotów otrzymało ponad 750 mln funtów. *The Finance Act* z 1988 r. wprowadził w BES kilka zmian ocenianych jako pozytywne. Dwie najważniejsze to zwiększenie limitu kwoty, którą mogła otrzymać firma objęta tym programem, do 500 000 funtów rocznie (w 1990 r. zwiększono ją jeszcze raz do 750 000 funtów) oraz zezwolenie na inwestowanie w firmy deweloperskie budujące budynki mieszkalne na wynajem. Od tej pory większość środków trafiała do kilku branż: dystrybucji, sprzedaży hurtowej oraz budowy ośrodków rekreacji (głównie w południowo-wschodniej części Anglii). Wynikiem zmian było postrzeganie programu jako sposobu na sfinansowanie projektów mieszkaniowych, a nie jako źródła finansowania nowoczesnych, zaawansowanych technologicznie dziedzin gospodarki. Kwota inwestycji w ramach tego programu była jednak całkiem spora – do końca 1990 r. było to 1,4 mld funtów. BES zakończono w 1993 r., a na jego miejsce wprowadzono *Enterprise Investment Scheme* (EIS), czyli Program przedsięwzięć inwestycyjnych, który w swoich założeniach jest poprawioną wersją swego poprzednika. Wykluczone zostały ulgi na budownictwo mieszkaniowe przeznaczone do wynajmu. W 1981 r. wprowadzono jeszcze jeden ważny program rządowy – *The Loan Guarantee Scheme*. Skierowany był on przede wszystkim do małych przedsiębiorstw, które nie były w stanie otrzymać tradycyjnego kredytu bankowego ze względu na brak wymaganych zabezpieczeń czy odpowiedniej historii kredytowej. Polegał na utworzeniu *joint venture* pomiędzy Ministerstwem Handlu i Przemysłu (*Department of Trade and Industry*) a bankami, 3i, oraz innymi kredytodawcami. Na podstawie programu udzielano gwarancji rządowych na kredyty w kwotach od 5 000 do 100 000 funtów dla firm rozpoczynających swą działalność gospodarczą oraz do 250 000 funtów dla przedsiębiorstw działających przez co najmniej kilka lat. Gwarancją obejmowano do 70% wartości przedsięwzięcia. Do tej pory z programu skorzystało 33 000 małych firm na kwotę ponad 1 miliarda funtów. Jeszcze inny brytyjski program *SMART Awards* miał trochę odmienny charakter. Finansowe wsparcie było udzielane w formie nagrody przyznawanej przez Ministerstwo Handlu i Przemysłu przedsiębiorstwu zatrudniającemu mniej niż 50 pracowników i zajmującemu się wprowadzaniem na rynek nowoczesnych technologii. Nagroda przyznawana była w dwóch etapach: sfinanso-

wania części *feasibility study* przedsięwzięcia (do 70% wartości projektu – 45 000 funtów), a następnie (najczęściej w okresie do 12 miesięcy) przekazania kolejnej kwoty na stworzenie prototypu projektu (do 50% wartości projektu – 60 000 funtów). Zadaniem programu SMART była pomoc w powstawaniu projektów bardzo innowacyjnych, promowanie zakładania firm bazujących na nowych rozwiązaniach technologicznych (NTBFs – *New Technology Based Firms*) oraz wspieranie działających już przedsiębiorstw w uzyskaniu stabilnej rynkowej pozycji, pozwalającej im na otrzymanie kapitału z tradycyjnych źródeł. Najnowsze regulacje prawne wprowadzone w 1995 r. i obowiązujące do dnia dzisiejszego – *The Venture Capital Trust Regulation 1995*, są skierowane do osób fizycznych, które zostały dostrzeżone jako istotne źródło finansowania funduszy *private equity*. Już w 1990 r. *Advisory Council on Science Technology* – ASCOT (Rada Doradców do Spraw Nauki i Technologii) opublikowała raport, w którym za główną barierę powstania i rozwoju przedsięwzięć dotyczących nowych technologii uznano brak alternatywnych źródeł ich finansowania. Stwierdzono, że należy „stworzyć” nowy rodzaj inwestora, który będzie zdolny zainwestować swój kapitał w długoterminowym horyzoncie w wysoce ryzykowne projekty, będące we wczesnych fazach życia. Dodatkową cechą inwestora, oprócz kapitału, powinna być pomoc w prowadzeniu nowego przedsięwzięcia. Dostarczycielami dodatkowego kapitału mają być właśnie osoby fizyczne i do nich kieruje się stworzone w 1995 r. zachęty podatkowe (np. ulgi podatkowe dla inwestujących na rynku *private equity* czy ulgi podatkowe skierowane do powstających i szybko rozwijających się przedsiębiorstw).

Innym rozwiązaniem mającym na celu wzmocnienie inwestycji *private equity* jest zagwarantowanie „przejrzystości” podatkowej samym funduszom⁹. Przykładem jest znów brytyjski rządowy program *Venture Capital Trust Scheme* z 1995 r., dzięki któremu powstały *Venture Capital Trust* (VCT). Są to notowane trusty inwestycyjne, które swoim akcjonariuszom zapewniają zwolnienie z podatku od zysków kapitałowych, jeżeli inwestycja trwa minimum 5 lat. Ocenia się, że rozwiązanie to istotnie przyczyniło się do rozwoju *private equity* w Wielkiej Brytanii (do końca 2000 r. VCT zgromadziły 969,6 mln funtów, z czego 490 mln funtów zainwestowano w 517 przedsiębiorstw) [Bank of England 2001, s. 61].

Pewną nadzieją dla rozwoju polskiego rynku *private equity* jest znowelizowana 27 maja 2004 r. ustawa o funduszach inwestycyjnych [Ustawa... 2004]. Na jej podstawie można tworzyć zamknięte fundusze inwestycyjne, które mogą lokować zgromadzone z emisji certyfikatów inwestycyjnych środki pieniężne m.in. w udziały spółek z ograniczoną odpowiedzialnością, wierzytelności czy nieruchomości. Dodatkowym atutem zamkniętych funduszy inwestycyjnych jest to, iż ich certyfikaty nie muszą być wprowadzane do publicznego obrotu. Wydaje się zatem, że tego typu forma organizacyjna jest stworzona właśnie dla funduszy *private equity*, ale do tej pory nie jest często wykorzystywana do prowadzenia tego typu działalności. Oka-

⁹ Opodatkowani są wówczas tylko inwestorzy, a nie same fundusze.

zuje się bowiem, iż obowiązek publikowania nawet bardzo uproszczonych raportów z działalności funduszu, jaki nakłada wspomniana ustawa, skutecznie zniechęca do zakładania na jej mocy podmiotów zajmujących się inwestycjami *private equity*.

Kolejnym przykładem europejskich publicznych programów mających wspierać inwestycje *private equity* jest holenderski program *PPM (Garantieregeling Particuliere Participatiemaatschappijen)* wprowadzony przez rząd w 1981 r. Umożliwił on refundację ze środków budżetowych do 50% strat poniesionych przez fundusze *private equity* na ich inwestycjach. Zwrot mógł nastąpić, gdy ubiegający się o niego fundusz spełnił określone warunki, np. miał odpowiedni poziom kapitałów własnych, a przedsiębiorstwa, w które zainwestował, mogły zatrudniać nie więcej niż 100 osób i nie mogły zajmować się pośrednictwem finansowym czy inwestycyjnym. Program ten funkcjonował do 1995 r. Innym rozwiązaniem jest uruchomiony przez Unię Europejską w 1988 r. program *Seed Capital*, który z kolei zakładał refinansowanie do 50% operacyjnych kosztów działania firmy zarządzającej funduszami, inwestującej w małe przedsięwzięcia. Miało to zmniejszyć koszty jednostkowe poszczególnych projektów inwestycyjnych. Do końca 1996 r. skorzystały z niego 23 firmy zarządzające, które zainwestowały 35 mln euro w 285 przedsiębiorstwa [*Analiza rynku...* 2001]. Program ten został później zastąpiony przez inne unijne programy dla małych i średnich przedsiębiorstw, np. *Seed Capital CREA*, czy *I-TEC*. W ramach tych programów Komisja Europejska przyznaje wsparcie finansowe funduszom lokującym we wczesne fazy życia małych firm, polegające na pokryciu części kosztów operacyjnych (do 50% i nie więcej niż 500 tys. euro w ciągu 3 lat). Dodatkowo program *I-TEC* ukierunkowany jest na oddziaływanie na politykę inwestycyjną funduszy, ponieważ jednym z dodatkowych warunków otrzymania dotacji jest inwestycja w innowacyjne lub technologicznie zaawansowane małe lub średnie przedsiębiorstwo.

3. Podsumowanie

Oprócz przyjętych rozwiązań prawnych ważne są również stałość i przewidywalność systemu podatkowego. Inwestorzy muszą mieć pewność, że otoczenie w którym funkcjonują, jest stabilne lub można przewidzieć, przynajmniej w perspektywie średniookresowej, w którym kierunku będzie się zmieniać. Polski system prawodawstwa korporacyjnego można uznać za w miarę stabilny, lecz cały system podatkowy nie nadąża za rozwojem rynku kapitałowego.

Literatura

- Abbot S., Hay M., *Investing for the Future. New Firm Funding in Germany, Japan, the UK and the USA*, Pitman Publishing Ltd, London 1995.
- Analiza rynku venture capital w Polsce*, raport opracowany przez Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową, Gdańsk 2001.

Bank of England, *Finance for Small Firms – An Eighth Report*, March 2001.

Harison R.T., Mason C.M., *The Role of Business Expansion Scheme in the United Kingdom*, „Omega” 1989 vol. 17, no. 2.

Materiały informacyjne *Scottish Development Finance*, www.scottishdevelopmentfinance.co.uk.

Materiały informacyjne *Scottish Enterprise*, www.scottish-enterprise.com.

Ustawa z dnia 27 maja 2004 o funduszach inwestycyjnych (DzU 2004 nr 146, poz. 1546).

Yearbook 2001, European Private Equity and Venture Capital Association, Brussels 2002.

THE GOVERNMENT AS A PRIVATE EQUITY INVESTOR

Summary

Governments can affect the supply of private equity in several ways. They can stimulate private investment through a range of policies and framework conditions, including through the rules on which types of investors may carry out private equity investments, the development of an active second-tier market and fiscal policies. Governments can also take a more active role and invest directly in private equity funds. In the article, readers can find many interesting examples how governments can affect the supply of private equity funds and stimulate private equity investment directions (to new high-tech firms, particularly at the seed stage). The author also presents how the law regulations (for example tax relief and special government or local schemes) can affect the private equity market growth, activate domestic capital (especially from pension funds) and direct to small- and medium-sized firms.