

Wojciech Krawiec

Akademia Ekonomiczna we Wrocławiu

FUNDUSZE AKTYWÓW NIEPUBLICZNYCH – REGULOWANA FORMA FUNDUSZY *PRIVATE EQUITY/VENTURE CAPITAL*

1. Wstęp

Największą bolączką każdego przedsiębiorcy jest pozyskanie kapitału niezbędnego do rozwoju firmy bądź wdrożenia nowych, innowacyjnych projektów. Problem ten dotyczy przede wszystkim małych i średnich przedsiębiorstw we wczesnej fazie ich działalności, kiedy to badania i rozwój generują największe koszty projektu, a uzyskanie kredytu bankowego jest często niemożliwe. Nierzadko też otrzymanie kredytu w kolejnych fazach rozwoju przedsiębiorstw nie należy do najłatwiejszych zadań, przed jakimi stoją ich właściciele. Również pozyskanie kapitału na rynku finansowym w drodze emisji instrumentów finansowych jest utrudnione – chociażby ze względu na koszty pozyskania tego kapitału czy znalezienie inwestora skłonnego podjąć ryzyko zainwestowania w dany podmiot.

Znaczny problem w procesie pozyskania kapitału może stanowić forma prawna większości małych i średnich przedsiębiorstw. Są to z reguły niepubliczne spółki z ograniczoną odpowiedzialnością lub spółki akcyjno-komandytowe, których udziałów bądź akcji nie mogą nabywać fundusze emerytalne, a wśród funduszy inwestycyjnych robić to mogą wyłącznie fundusze zamknięte.

W takiej sytuacji przedsiębiorcom nie pozostaje nic innego, jak pozyskać kapitał poprzez sprzedaż części udziałów lub akcji inwestorom branżowym lub wyspecjalizowanym funduszom podwyższonego ryzyka, tzw. *private equity/venture capital* (PE/VC). W literaturze przedmiotu przez fundusz *venture capital* rozumie się „kapitał udziałowy wnoszony na ograniczony okres przez inwestorów zewnętrznych do

małych i średnich przedsiębiorstw dysponujących innowacyjnym produktem, metodą produkcji bądź usługą, które nie zostały jeszcze zweryfikowane przez rynek, a więc stwarzają wysokie ryzyko niepowodzenia inwestycji, ale jednocześnie w przypadku sukcesu przedsięwzięcia, wspomaganego w zarządzaniu przez inwestorów, zapewniają znaczny przyrost wartości zainwestowanego kapitału, który jest realizowany przez sprzedaż udziałów” [12, s. 17].

W Polsce rynek funduszy PE/VC zaczął tworzyć się na początku lat 90., jednakże w dalszym ciągu znajduje się w stadium rozwoju. Jego głównym problemem – do 2004 r. – był brak przepisów prawnych regulujących funkcjonowanie tego typu funduszy, a tym samym brak konstrukcji prawnej, w jakiej mogłyby być tworzone owe fundusze. Zarówno istniejące uwarunkowania prawne, jak i niekorzystne i często zmieniające się przepisy prawa spowodowały, że większość podmiotów PE/VC została zarejestrowana poza granicami Polski.

Pozytywne zmiany dla tego rynku przyniósł rok 2004, kiedy to weszły w życie przepisy ustawy o funduszach inwestycyjnych, ustanawiające nowy rodzaj funduszu inwestycyjnego – tzw. fundusz aktywów niepublicznych. Celem niniejszego opracowania jest właśnie przedstawienie konstrukcji funduszu aktywów niepublicznych jako pierwszej, regulowanej formy funduszy podwyższonego ryzyka na przykładzie obowiązujących przepisów Ustawy z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych. Przedmiotem opracowania są zaś fundusze aktywów niepublicznych funkcjonujące na podstawie zapisów art. 196-199 niniejszej ustawy.

2. Fundusz aktywów niepublicznych w świetle obowiązujących przepisów prawa

Podstawy prawne powoływania do życia funduszy aktywów niepublicznych dała Ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych. Do czasu wejścia w życie przepisów tejże ustawy, czyli do dnia 1 lipca 2004 r., żaden akt prawny nie regulował funkcjonowania funduszy *private equity/venture capital*, co w dużej mierze oprócz tego, że przyniosło korzyści podatkowe, przyczyniło się do rejestracji większości funduszy podwyższonego ryzyka za granicą. Brak prawnej konstrukcji, a co się z tym wiąże – także brak ochrony potencjalnych inwestorów spowodowały, że fundusze PE/VC nie miały zbyt dużej możliwości sięgania po kapitał będący w posiadaniu polskich inwestorów – zarówno instytucjonalnych, jak i indywidualnych. Fundusze te nie mogły np. pozyskiwać kapitału od mających ogromny potencjał otwartych funduszy emerytalnych.

I choć ramy prawne funkcjonowania funduszy aktywów niepublicznych jako regulowanej formy funduszy podwyższonego ryzyka dała wymieniona ustawa, to należy podkreślić, że już wcześniej próbowano wykorzystać konstrukcję funduszu inwestycyjnego do tworzenia podmiotów inwestujących w aktywa niepu-

bliczne. Pierwsze takie próby miały miejsce w 2000 r. podczas nowelizacji Ustawy z dnia 28 sierpnia 1997 r. o funduszach inwestycyjnych. Nowelizacja ta wprowadziła w życie nowy rodzaj funduszu inwestycyjnego, a mianowicie specjalistyczny fundusz inwestycyjny zamknięty (SFIZ). W zamyśle ustawodawcy fundusz ten miał przypominać fundusze typu *venture capital*, na co pozwalały mu przepisy odnośnie do jego polityki inwestycyjnej i możliwość emitowania certyfikatów inwestycyjnych niepodlegających obowiązkowi wprowadzenia do publicznego obrotu. Fundusz taki mógł nabywać te same lokaty co ówczesny fundusz inwestycyjny zamknięty, a ponadto jako jedyny mógł lokować swoje aktywa w nieruchomości. Charakteryzował się największym zakresem lokat i najmniej rygorystycznymi limitami inwestycyjnymi odnośnie do alokacji aktywów [2, s. 139-140].

Niestety, konstrukcja SFIZ niezbyt przyjęła się na rynku funduszy inwestycyjnych. Najczęściej wykorzystywana była do tworzenia funduszy inwestujących w nieruchomości, natomiast w ogóle nie była wykorzystywana jako „wehikuł” do powoływania funduszy aktywów niepublicznych, mogących stanowić regulowaną formę funduszy PE/VC. Wreszcie ustawą o funduszach inwestycyjnych z 2004 r. konstrukcję SFIZ całkowicie zlikwidowano. Zastąpiono ją konstrukcją funduszu zamkniętego poprzez nadanie mu uprawnień zarezerwowanych dotychczas dla specjalistycznych funduszy inwestycyjnych zamkniętych i funduszy mieszanych¹.

Zgodnie z obowiązującymi przepisami ustawy o funduszach inwestycyjnych za fundusz aktywów niepublicznych uważa się fundusz inwestycyjny zamknięty (FIZ) lub specjalistyczny fundusz inwestycyjny otwarty (SFIO) stosujący zasady i ograniczenia inwestycyjne funduszu zamkniętego, lokujący co najmniej 80% swoich aktywów w aktywa inne niż:

- 1) papiery wartościowe będące przedmiotem publicznej oferty lub papiery wartościowe dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym, chyba że papiery wartościowe stały się przedmiotem publicznej oferty lub zostały dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym po ich nabyciu przez fundusz;

- 2) instrumenty rynku pieniężnego, chyba że zostały wyemitowane przez spółki niepubliczne, których akcje lub udziały wchodziły w skład portfela inwestycyjnego funduszu [10, art. 196].

W praktyce funkcjonujące na polskim rynku fundusze aktywów niepublicznych najczęściej nabywają udziały w spółkach z ograniczoną odpowiedzialnością oraz papiery wartościowe niedopuszczone do obrotu na rynku regulowanym, niebędące przedmiotem publicznej oferty. Nierzadko fundusze te wybierają spółki z jednego sektora gospodarki, np. fundusze aktywów niepublicznych zorientowane na nowe

¹ Według Ustawy o funduszach inwestycyjnych z dnia 27 maja 2004 r. specjalistyczne fundusze zamknięte oraz fundusze mieszane miały obowiązek przekształcenia się do 1 lipca 2005 r. w fundusze inwestycyjne zamknięte.

technologie czy na rynek nieruchomości².

Interesującym rozwiązaniem jest wprowadzenie do ustawy zapisu umożliwiającego tworzenie funduszy aktywów niepublicznych w formie specjalistycznego funduszu inwestycyjnego otwartego stosującego zasady i ograniczenia inwestycyjne funduszu zamkniętego. Poza przyjęciem zasad i polityki inwestycyjnej funduszu zamkniętego tak zorganizowany SFIO nadal dystrybuuje jednostki uczestnictwa – nie zaś certyfikaty inwestycyjne – i w pozostałych kwestiach regulowany jest przepisami odnoszącymi się do SFIO, a pośrednio także do funduszu inwestycyjnego otwartego [10, art. 112].

Jednakże aby SFIO mógł stosować politykę inwestycyjną funduszu zamkniętego, jego statut musi przewidywać, że uczestnikami tego funduszu będą wyłącznie:

- 1) osoby prawne;
- 2) jednostki organizacyjne nieposiadające osobowości prawnej;
- 3) osoby fizyczne, które dokonają jednorazowej wpłaty do funduszu w wysokości nie mniejszej niż równowartość w złotych 40 000 euro, ustaloną przy zastosowaniu średniego kursu walut obcych ogłaszanego przez Narodowy Bank Polski [10, art. 113 ust. 3].

Możliwość tworzenia funduszy aktywów niepublicznych w formie SFIO powinno przyczynić się do wzrostu zainteresowania inwestycjami w fundusze PE/VC inwestorów indywidualnych do tej pory niemających sposobności inwestycji w fundusze podwyższonego ryzyka. Powinno się to także przyczynić do wzrostu zainteresowania tego typu inwestycjami ze strony funduszy emerytalnych czy pracowniczych programów emerytalnych. Tym bardziej że statuty SFIO mogą zezwalać na dokonywanie wpłat zdematerializowanymi papierami wartościowymi, które uczestnicy nabyli na zasadach preferencyjnych lub nieodpłatnie, zgodnie z odrębnymi przepisami, o czym stanowi art. 116 ustawy o funduszach inwestycyjnych.

Z drugiej strony – ustalanie jednorazowej wpłaty do funduszu przez osoby fizyczne w wysokości nie mniejszej niż równowartość w złotych 40 000 euro ma za

² Należałoby odróżnić „tradycyjny” fundusz inwestycyjny nieruchomości tworzony w formie funduszu zamkniętego od funduszu aktywów niepublicznych sektora nieruchomości. Pierwszy z nich najczęściej nabywa prawa do nieruchomości bądź gruntów poprzez zakładane przez siebie tzw. spółki celowe, ewentualnie jest funduszem inwestującym w tytuły uczestnictwa innych funduszy nieruchomości, w tym w funduszy aktywów niepublicznych sektora nieruchomości, ale udział lokat innych niż wymienione w art. 196 ustawy o funduszach inwestycyjnych nie stanowi co najmniej 80% wartości aktywów tego funduszu. Drugi najczęściej nabywa udziały bądź akcje podmiotów niepublicznych, których głównym składnikiem są nieruchomości, ewentualnie nabywa nieruchomości także poprzez utworzone przez siebie spółki celowe, z tym że udział lokat innych niż wymienione w art. 196 ustawy o funduszach inwestycyjnych stanowi co najmniej 80% wartości aktywów tego funduszu.

Oczywiście oba rodzaje funduszy czerpią korzyści z dobrej koniunktury w sektorze nieruchomości i oba określa się mianem funduszy nieruchomości bądź funduszy sektora nieruchomości, jednakże dodatkowe miano funduszu aktywów niepublicznych może nosić wyłącznie fundusz spełniający wymogi art. 196 ustawy o funduszach inwestycyjnych.

zadanie odstraszyć małych – i w domyśle – mniej świadomych – inwestorów od inwestycji w łączące się z wyższym ryzykiem przedsięwzięcia [9].

Regulacje odnoszące się do funduszy inwestycyjnych zamkniętych również przewidują dokonywanie wpłat na certyfikaty inwestycyjne papierami wartościowymi lub udziałami w spółkach z ograniczoną odpowiedzialnością. Takie rozwiązanie stwarza m.in. możliwość tworzenia prywatnych funduszy inwestycyjnych o statusie funduszy aktywów niepublicznych np. przez osoby fizyczne będące posiadaczami dużych pakietów akcji bądź udziałów. Zwłaszcza, że posiadanie własnego funduszu inwestycyjnego to przede wszystkim korzyści podatkowe. Albowiem inwestując w certyfikaty inwestycyjne, inwestor nie musi odprowadzać podatku od zysków corocznie, a jedynie tylko w momencie sprzedaży lub umorzenia certyfikatów inwestycyjnych. W lutym 2007 r. z takiego rozwiązania skorzystała rodzina Dudów, właściciele giełdowej spółki PKM Duda, która założyła prywatne Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych Opoka TFI i jednocześnie zarejestrowała prywatny fundusz inwestycyjny aktywów niepublicznych – Opoka FIZ [5].

Ważnym aspektem dla funkcjonowania funduszy *private equity/venture capital*, opartego na przepisach ustawy o funduszach inwestycyjnych, jest także stworzenie podstaw prawnych do nabywania certyfikatów inwestycyjnych funduszy inwestycyjnych zamkniętych przez fundusze emerytalne. Takie rozwiązanie przewiduje bowiem Ustawa z dnia 28 sierpnia 1997 r. o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych [11, art. 141. ust. 1 pkt 8]. W tej sytuacji nic nie stoi na przeszkodzie, aby fundusze emerytalne stały się pośrednim „dawcą” kapitału dla funduszy PE/VC.

Odmienne jednak wygląda sprawa nabywania jednostek uczestnictwa funduszy aktywów niepublicznych działających w formie SFIO przez fundusze emerytalne. Tutaj ustawodawca określa, że fundusz emerytalny może nabywać jednostki uczestnictwa SFIO pod warunkiem, że polityka inwestycyjna tych funduszy inwestycyjnych, wynikająca z ich statutów i okresowo podawana do publicznej wiadomości, zgodnie z odrębnymi przepisami, polega na lokowaniu aktywów wyłącznie w kategorii lokat wymienione w art. 141 ust. 1 ustawy o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych. Katalog lokat wymienionych właśnie dla funduszy emerytalnych nie pokrywa się z zakresem polityki inwestycyjnej funduszy aktywów niepublicznych. Dlatego też można uznać, że jedynym sposobem lokowania aktywów funduszy emerytalnych w tytuły uczestnictwa funduszy aktywów niepublicznych będzie nabywanie certyfikatów inwestycyjnych w funduszach zamkniętych, ewentualnie nabywanie tytułów uczestnictwa funduszy inwestujących w fundusze aktywów niepublicznych. Jak na razie, problem ten nie ma większego znaczenia ze względu na to, że większość funduszy aktywów niepublicznych i tak funkcjonuje w formie funduszy zamkniętych.

Stosowanie przez fundusze aktywów niepublicznych zasad i ograniczeń inwestycyjnych funduszy zamkniętych pozwala tym funduszom na bardziej elastyczne

dopasowanie swojej oferty i portfela lokat do rosnących wymagań konkretnych klientów. Ponadto fundusze aktywów niepublicznych, emitujące certyfikaty inwestycyjne, mogą przeprowadzać zarówno publiczne, jak i niepubliczne emisje certyfikatów inwestycyjnych, co jest następstwem regulacji prawnych odnoszących się do funkcjonowania funduszy zamkniętych [10, art. 117]. Z tego też powodu, a także ze względu na specyfikę swojej działalności, fundusze aktywów niepublicznych stanowią odpowiednią konstrukcję prawną do tworzenia tzw. funduszy dedykowanych, czyli funduszy konstruowanych z myślą o określonym inwestorze i dla niego przeznaczonych.

Z charakterem inwestycji dokonywanych przez fundusze aktywów niepublicznych wiąże się także możliwość wypłacania uczestnikom funduszu przychodów ze zbycia lokat, pomniejszonych o koszty działania funduszu związane bezpośrednio ze zbyciem lokatami oraz o część kosztów działania funduszu przypadającą na takie lokaty, proporcjonalnie do ich wartości w stosunku do wartości portfela inwestycyjnego funduszu [10, art. 198 ust. 1]. Warunki, tryb dokonywania wypłat, kategorie podlegających wypłacie przychodów i ponoszonych kosztów powinien określać statut danego funduszu, jeśli przewiduje on wypłacanie na rzecz uczestników przychodów ze zbycia lokat [10, art. 198 ust. 2].

Należy jednak podkreślić, iż w przypadku zbycia określonych lokat i związanej z tym wypłaty przychodów swoim uczestnikom fundusz zobowiązany jest do dostosowania w terminie 12 miesięcy od dnia wypłaty przychodów stanu swoich aktywów do wymogów określonych w ustawie oraz statucie funduszu, z należytym uwzględnieniem interesu uczestników funduszu. Z obowiązku tego wyłączone są jedynie te fundusze, dla których termin likwidacji określony w statucie rozpocznie się za mniej niż 36 miesięcy [10, art. 198 ust. 3-4].

3. Fundusze aktywów niepublicznych w Polsce

Mimo iż omawiana konstrukcja funduszu aktywów niepublicznych funkcjonuje w polskim prawodawstwie od 1 lipca 2004 r., to pierwszy taki fundusz został zarejestrowany dopiero w lutym 2006 r. Był to Fundusz Inwestycyjny Zamknięty Sektora Nieruchomości 1 – zarządzany przez Copernicus Capital TFI SA. Pierwsza techniczna emisja certyfikatów inwestycyjnych umożliwiającą rejestrację funduszu została przeprowadzona 25 lutego 2006 r. Przydzielono wtedy 8 certyfikatów inwestycyjnych serii A o wartości nominalnej 250 000 zł każdy. Certyfikaty te objęła spółka JWK-INVEST SA z siedzibą w Gdańsku. Natomiast podczas kolejnej emisji 556 certyfikatów serii B nabyła spółka prawa cypryjskiego Chobbam Limited z siedzibą Limassol na Cyprze.

Ze względu na specyfikę działalności funduszu jego aktywa podzielono na dwa portfele: Podstawowy Portfel Inwestycyjny (PPI) oraz Portfel Aktywów Płynnych (PAP). Celem inwestycyjnym funduszu jest osiągnięcie w długoterminowym hory-

zonce czasowym wzrostu wartości aktywów funduszu w wyniku wzrostu wartości lokat Podstawowego Portfela Inwestycyjnego, który będzie stanowił 80% wartości aktywów. Portfel ten powinien składać się z:

- 1) papierów wartościowych niedopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym oraz niebędących przedmiotem publicznej oferty emitowanych przez podmioty, których podstawowym składnikiem majątku są nieruchomości lub akcje (udziały) w spółkach, których podstawowym składnikiem majątku są nieruchomości;

- 2) udziałów w spółkach, których podstawowym składnikiem majątku są nieruchomości;

- 3) instrumentów rynku pieniężnego lub papierów dłużnych inkorporujących wierzytelności pieniężne wyemitowane przez spółki, których akcje lub udziały wchodziły w skład Podstawowego Portfela Inwestycyjnego;

- 4) wierzytelności wobec podmiotów wchodzących w skład PPI i docelowo powinien być skonstruowany w ciągu 36 miesięcy od daty rozpoczęcia działalności funduszu.

W ramach Portfela Aktywów Płynnych przedmiotem lokat będą:

- 1) instrumenty rynku pieniężnego;

- 2) dłużne papiery wartościowe inkorporujące wierzytelności pieniężne, których emitentem, gwarantem lub poręczycielem jest Skarb Państwa Rzeczypospolitej Polskiej, państwa należące do OECD, ich banki centralne, IFC, EBI oraz EBOR;

- 3) waluty oraz

- 4) depozyty w walucie polskiej i wymiennalnych walutach innych państw w bankach krajowych, pod warunkiem że aktywa wymienione powyżej aktywa są zbywalne [5].

FIZ Sektora Nieruchomości 1 jest niepublicznym funduszem sektorowym, dedykowanym określonym imiennie zaproszonym inwestorom. Na dzień 31 grudnia 2006 r. wartość aktywów netto (WAN) FIZ Sektora Nieruchomości 1 wynosiła 155 810 815,02 zł, a wartość aktywów netto na certyfikat inwestycyjny (WANCI) – 276 260,31 zł.

Identycznie funkcjonującym funduszem jest drugi polski fundusz aktywów niepublicznych, także zarządzany przez Copernicus Capital TFI SA – Fundusz Inwestycyjny Zamknięty Sektora Nieruchomości 2. Fundusz ten został wpisany do rejestru funduszy inwestycyjnych 23 czerwca 2006 r. Polityka inwestycyjna FIZ Sektora Nieruchomości 2, jak również skład oraz udział poszczególnych portfeli aktywów są identyczne jak w przypadku FIZ Sektora Nieruchomości 1. Do końca 2006 r. fundusz wyemitował zaledwie 70 niepublicznych certyfikatów inwestycyjnych, dzięki czemu pozyskał z rynku ponad 17 mln zł.

Trzecim funduszem aktywów niepublicznych jest City Living Fundusz Inwestycyjny Zamknięty Aktywów Niepublicznych. Fundusz ten utworzony został przez Skarbiec TFI SA, a jego oferta nabycia certyfikatów inwestycyjnych została

skierowana do zagranicznej instytucji zbiorowego inwestowania pod nazwą *Poland Geared Growth*, której tytuły uczestnictwa notowane są na *Channel Islands Stock Exchange* („CISX”). Celem działania tego funduszu będzie nabywanie za pośrednictwem spółek celowych mieszkań oraz ich wynajem. Zysk funduszu będzie realizowany dzięki wzrostowi wartości nabytych mieszkań w najbliższych latach oraz dzięki kwotom pochodzącym od najemców [10]. Podczas dwóch emisji niepublicznych certyfikatów inwestycyjnych fundusz pozyskał ponad 33 mln zł. Natomiast w przeprowadzonej w styczniu trzeciej emisji certyfikatów, której wyniki nie są jeszcze znane, fundusz zaoferował nie mniej niż 600 000 i nie więcej niż 100 000 000 certyfikatów inwestycyjnych.

Wydarzeniem bez precedensu na polskim rynku funduszy inwestycyjnych było utworzenie w listopadzie 2006 r. pierwszego polskiego funduszu *private equity* dla inwestorów indywidualnych (funkcjonujące do tej pory fundusze inwestycyjne o charakterze PE/VC przeznaczone były wyłącznie dla inwestorów instytucjonalnych). SECUS Pierwszy Fundusz Inwestycyjny Zamknięty Aktywów Niepublicznych (SECUS I FIZAN), bo o ten fundusz chodzi, został utworzony przez Copernicus Capital TFI SA, jednak aktywami tego funduszu zarządza firma Secus Asset Management, która dotychczas jako dom maklerski zarządzała aktywami w formie portfeli inwestycyjnych.

Tabela 1. Fundusze aktywów niepublicznych w Polsce (stan na 31.01.2007 r.)

Fundusz	Data rejestracji	Zarządzający	Nazwa certyfikatu	Cena emisyjna	Kurs	Fundusz dedykowany
Fundusz Inwestycyjny Zamknięty Sektora Nieruchomości 1	2006.02.27	Copernicus Capital TFI SA	niepubliczny	256 765,00 (pierwsza wycena)	276 260,31	Seria A – JWK INVEST SA Seria B – Chobham Limited
Fundusz Inwestycyjny Zamknięty Sektora Nieruchomości 2	2006.06.23	Copernicus Capital TFI SA	niepubliczny	244 640,00 (pierwsza wycena)	318 389,81	dedykowany – bd
City Living Polska Fundusz Inwestycyjny Zamknięty Aktywów Niepublicznych	2006.09.12	Skarbiec TFI SA	niepubliczny	1,17 (pierwsza wycena)	1,35	Poland Geared Growth
SECUS Pierwszy Fundusz Inwestycyjny Zamknięty Aktywów Niepublicznych	2006.11.29	Copernicus Capital TFI SA	SECUSIFIZ	1000,00	996,78	

St. Paul's Investments Fundusz Inwestycyjny Zamknięty	2006.12.19	Copernicus Capital TFI SA	niepubliczny	1,00	1,00	
MERITUM Fundusz Inwestycyjny Zamknięty	2006.12.07	Hexagon TFI SA	bd	bd	bd	dedykowany – bd
Armada Investments Fundusz Inwestycyjny Zamknięty	niezarejestrowany	Copernicus Capital TFI SA	bd	bd	bd	bd
CC1 Fundusz Inwestycyjny Zamknięty	niezarejestrowany	Copernicus Capital TFI SA	bd	bd	bd	bd
Opoka Fundusz Inwestycyjny Zamknięty	niezarejestrowany	Opoka TFI SA	niepubliczny	bd	bd	dedykowany – rodzina Dudów

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych poszczególnych TFI oraz Komisji Nadzoru Finansowego.

Wspomniany fundusz zarejestrowany został 15 września 2006 r., natomiast pierwsza subskrypcja certyfikatów inwestycyjnych funduszu odbyła się 13 listopada 2006 r. Podczas tej subskrypcji fundusz zaoferował 4000 publicznych certyfikatów inwestycyjnych w cenie emisyjnej 1000 zł. Inwestorzy złożyli łącznie zapisy na 6263 certyfikatów inwestycyjnych. Certyfikaty przydzielono 96 inwestorom [8, s. 76-77]. Secus – spółka zarządzająca funduszem – planuje przeprowadzić do końca 2009 r. 11 kolejnych emisji o wartości od 2 do 20 mln zł każda. 30 stycznia 2007 r. spółka ta złożyła do Komisji Nadzoru Finansowego prospekt drugiej emisji certyfikatów inwestycyjnych tego funduszu [4]. Warto wspomnieć, że wyemitowane certyfikaty to certyfikaty publiczne i są przedmiotem obrotu na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie.

Podobnie jak w przypadku innych funduszy aktywów niepublicznych aktywa SECUS I FIZAN podzielone są na dwa portfele – Docelowy Portfel Inwestycyjny (DPI) oraz Portfel Aktywów Płynnych (PAP). Celem inwestycyjnym w ramach Docelowego Portfela Inwestycyjnego jest osiągnięcie w długoterminowym horyzoncie czasowym wzrostu wartości aktywów funduszu w wyniku wzrostu wartości lokat Docelowego Portfela Inwestycyjnego. Przedmiotem tego portfela będą głównie małe i średnie przedsiębiorstwa poszukujące kapitału na dalszy dynamiczny rozwój, które nie są jeszcze notowane na rynkach regulowanych, oraz wierzytelno-

ści, w tym wobec osób fizycznych. W procesie doboru spółek do portfela zarządzający nie będą stosować żadnych szczególnych kryteriów branżowych, będą za to raczej skupiać się na aspekcie wartościowym, rynkowych możliwościach, a także na potencjale rozwoju tych spółek. Osiągnięcie założonego celu ma być realizowane poprzez sprzedaż udziałów bądź akcji tych spółek, m.in. na rynku regulowanym, po cenie wyższej niż cena nabycia udziałów lub akcji.

Celem inwestycyjnym Portfela Aktywów Płynnych będzie natomiast ochrona realnej wartości aktywów do czasu inwestycji aktywów w lokaty Docelowego Portfela Inwestycyjnego bądź do momentu ich wypłaty z funduszu.

Oferta SECUS I FIZAN skierowana jest przede wszystkim do inwestorów indywidualnych, zainteresowanych ponadprzeciętnymi stopami zwrotu w dłuższym okresie (3-6 lat) i akceptującymi ryzyko związane z inwestycjami na rynku niepublicznym [4].

Kolejny fundusz aktywów niepublicznych to St. Paul's Investments Fundusz Inwestycyjny Zamknięty także zarządzany przez Copernicus Capital TFI SA. W przeciwieństwie do SECUS I FIZAN jest to fundusz emitujący niepubliczne certyfikaty inwestycyjne. Głównym przedmiotem lokat funduszu mają być udziały w spółkach z o.o. oraz papiery wartościowe nie dopuszczone do publicznego obrotu na rynku regulowanym, nie będące przedmiotem publicznej oferty.

Ostatni z funduszy typu PE/VC – zarejestrowany 12 grudnia 2006 r. – to MERITUM Fundusz Inwestycyjny Zamknięty zarządzany przez Hexagon TFI SA. MERITUM FIZ jest funduszem inwestycyjnym przeznaczonym dla wyrafinowanych inwestorów poszukujących wysokich stóp zwrotu z zainwestowanego kapitału o niskiej korelacji z koniunkturą na rynkach publicznych. Jest to fundusz parasolowy, a celem każdego z jego subfunduszy jest wzrost wartości aktywów w wyniku wzrostu wartości lokat subfunduszu oraz osiąganie przychodów z lokat netto subfunduszu tak, aby uzyskać stopę zwrotu z zainwestowanego kapitału na poziomie istotnie przewyższającym poziom inflacji [4].

Poszczególne subfundusze będą lokować środki długoterminowo w instrumenty, których wzrost wartości jest najbardziej prawdopodobny z punktu widzenia kryteriów analizy fundamentalnej, co praktycznie wyklucza inwestycje o charakterze spekulacyjnym. Przede wszystkim inwestować będą w akcje spółek, które odzwierciedlają „ideę kreowania wartości dla akcjonariusza”, to jest spółek, które prowadząc rzetelną politykę informacyjną, mogą osiągnąć ponadprzeciętny zwrot z kapitału poprzez koncentrowanie się na najbardziej zyskowych przedsięwzięciach. Ale przedmiotem lokat subfunduszy mogą być także wierzytelności oraz obligacje i inne papiery wartościowe, niedopuszczone do publicznego obrotu [4].

MERITUM FIZ przeznaczony będzie dla polskich i zagranicznych klientów instytucjonalnych, takich jak: otwarte fundusze emerytalne, firmy ubezpieczeniowe, specjalistyczne fundusze inwestycyjne oraz banki. Pierwsza emisja certyfikatów MERITUM FIZ odbyła się w listopadzie, a jej wartość nie przekroczyła 10 mln zł.

Właściwa emisja planowana jest na pierwszy kwartał 2007 r., wtedy to Hexagon będzie chciał pozyskać do funduszu około 100 mln zł.

Poza funduszami zarejestrowanymi, które już przeprowadziły pierwsze emisje certyfikatów inwestycyjnych o charakterze organizacyjno-rejestracyjnym, kolejne 3 fundusze posiadają zgodę Komisji Nadzoru Finansowego i oczekują na rejestrację. Są to dwa fundusze Copernicus Capital TFI SA oraz Opoka FIZ utworzony przez Opoka TFI SA należące do właścicieli giełdowej spółki PKM Duda. Poza gotówką pozyskaną ze sprzedaży akcji, do Opoka FIZ trafią także wszystkie aktywa finansowe rodziny Dudów. Obiektem zainteresowań funduszu mają być spółki niepubliczne, które fundusz będzie chciał wprowadzić na giełdę.

4. Podsumowanie

Niewątpliwie wejście w życie przepisów umożliwiających tworzenie funduszy aktywów niepublicznych powinno przyczynić się do bardziej dynamicznego sięgania przez fundusze *private equity/venture capital* po kapitał polskich inwestorów. Dotychczasowy brak konstrukcji prawnej znacznie spowolnił tempo rozwoju tego rynku i stanowił główną barierę w procesie pozyskiwania kapitałów od rodzimych uczestników rynku finansowego. W tej sytuacji zarządzający funduszami PE/VC chętniej sięgali po kapitał na rynkach zagranicznych. Co prawda, na polskim rynku kapitałowym istniały i nadal istnieją podmioty zajmujące się finansowaniem rozwoju małych i średnich przedsiębiorstw – mowa tu o Narodowych Funduszach Inwestycyjnych czy innych spółkach o charakterze funduszy *venture capital* notowanych na rynku regulowanym – jednakże ich funkcjonowanie nie opiera się na żadnych przepisach regulujących działanie typowych funduszy PE/VC.

Jak na razie, z obowiązującej konstrukcji funduszu aktywów niepublicznych skorzystały zaledwie 4 towarzystwa, które powołały do życia 8 – regulowanych ustawą o funduszach inwestycyjnych – funduszy o charakterze *private equity/venture capital*. Faktem godnym podkreślenia jest to, iż dwa z tych towarzystw – Copernicus Capital TFI SA oraz Hexagon TFI SA – to podmioty posiadające doświadczenie właśnie w zarządzaniu projektami typu PE/VC. Podmioty te najpierw aktywnie działały na rynku PE/VC, a dopiero później uruchomiły towarzystwa funduszy inwestycyjnych. Ważnymi wydarzeniami na rynku PE/VC były także: uruchomienie pierwszego prywatnego funduszu aktywów niepublicznych oraz pierwszego publicznego funduszu aktywów niepublicznych dla indywidualnych inwestorów. Sukces tych podmiotów może zachęcić kolejne instytucje finansowe i osoby fizyczne do uruchomienia kolejnych funduszy aktywów niepublicznych.

Reasumując – można mieć nadzieję, że dzięki obowiązującym rozwiązaniom rynek PE/VC coraz częściej będzie korzystał z kapitału polskich inwestorów, a fundusze PE/VC wreszcie będą mogły skorzystać z potencjału otwartych funduszy emerytalnych oraz funduszy inwestycyjnych. Oczywiście dalsze sukcesy i powo-

dzenie tych funduszy w dużym stopniu zależne będą także od ich wyników inwestycyjnych, na co szczególnie wyczuleni są inwestorzy indywidualni.

Literatura

- [1] Dobrzyniewska M., Latos M., *Fundusze venture capital w Polsce – uwarunkowania rozwoju*, [w:] *Nowe usługi finansowe*, red. K. Gabryelczyk, CeDeWu, Warszawa 2006.
- [2] Gabryelczyk K., *Fundusze inwestycyjne. Rodzaje, zasady funkcjonowania, efektywność*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2006.
- [3] <http://www.copernicus-tfi.pl/>.
- [4] <http://www.hexagontfi.com/>.
- [5] <http://www.money.pl/gielda/wiadomosci/artykul/duda;ma;wlasne:tfi,225,0,225505.html>.
- [6] <http://www.secus-fiz.pl>.
- [7] <http://www.skarbiec.pl>.
- [8] Miziołek T., *Fundusze parasolowe zdobywają rynek*, „Nasz Rynek Kapitałowy” 2007 nr 1(193).
- [9] Pokojńska M., *Rynek bierze sprawy w swoje ręce*, „CFO Magazyn Finansistów” 2004 nr 3.
- [10] Ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych (DzU 2004 nr 146, poz. 1546; DzU 2005 nr 83, poz. 719; DzU nr 183, poz. 1537 i 1538; DzU nr 184, poz. 1539; DzU 2006 nr 157, poz. 1119).
- [11] Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych (DzU 2004 nr 159, poz. 1667; DzU 2005 nr 143, poz. 1202; DU nr 183, poz. 1538; DzU 2006 nr 104, poz. 708 i 711; DzU nr 157, poz. 1119).
- [12] Węclawski J., *Venture capital. Nowy instrument finansowania przedsiębiorstw*, PWN, Warszawa 1997.

PRIVATE EQUITY FUNDS – REGULATED FORM OF PRIVATE EQUITY/VENTURE CAPITAL

Summary

The aim of this article is to present the private equity funds (colloquially called non-public assets funds) construction as a first Polish regulated form of venture capital e.g. Polish legislation in force. The subjects are non-public assets funds functioning based on art. 196-199 of the Act of Investment Funds dated May 27th 2004.

In this article the author describes the evaluation of Polish national acts referring to private equity funds, characterizes the investment policies of these entities and also presents existing private equity funds – based on the Act of Investment Funds.