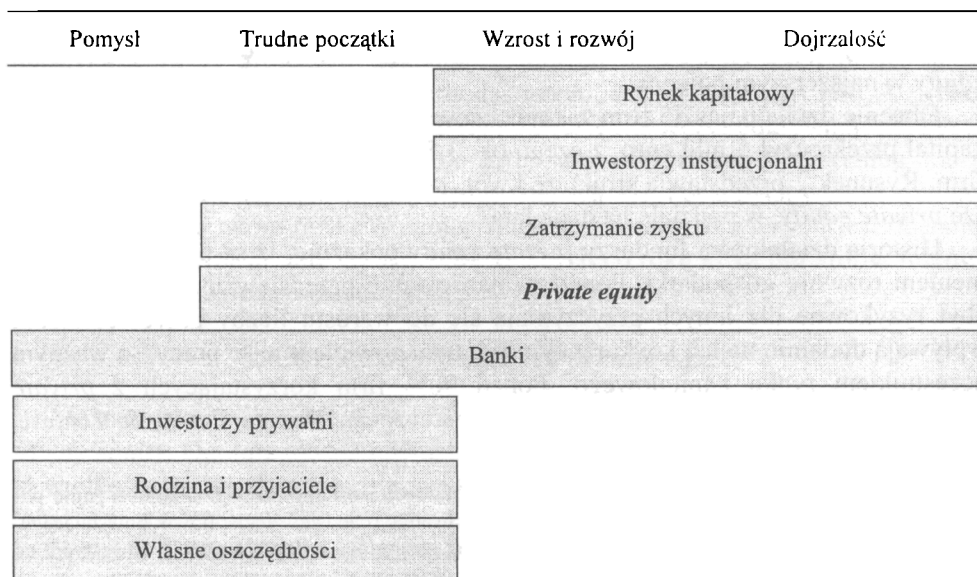


Ilona Fałat-Kilijańska

WPLYW REGULACJI PRAWNYCH NA ŹRÓDŁA KAPITAŁU FUNDUSZY *PRIVATE EQUITY*

1. Wstęp

Jednym z ważniejszych czynników ograniczających rozwój przedsiębiorczości jest dostęp do kapitału. Szczególnie istotny jest on przy zakładaniu firmy oraz w pierwszym etapie jej życia. Najczęstszą formą finansowania są wówczas oszczędności właścicieli, ewentualnie pożyczki, które udało im się uzyskać od rodziny lub znajomych. Istnieje niewielka szansa uzyskania kredytu bankowego, ze względu na



Rys. 1. Główne źródła kapitału w zależności od etapu życia przedsiębiorstwa

Źródło: opracowanie własne na podstawie [Baygan, Frendenberg 2000, s. 9].

niską lub zerową wiarygodność kredytową podmiotu. Można wprawdzie ubiegać się o dodatkowe fundusze pochodzące np. z programów pomocowych Unii Europejskiej, ale proces składania wniosków jest na tyle skomplikowany, a czas oczekiwania na przyznanie środków na tyle długi, że zniechęca wielu potrzebujących już na wstępie¹. Przedsiębiorstwa mające ugruntowaną pozycję rynkową, działające przynajmniej kilka lat, mają do wyboru co najmniej kilka rodzajów finansowania. Który wybiorą, zależy m.in. od wielkości potrzebnej kwoty, przeznaczenia czy ceny kapitału. Rysunek 1 przedstawia dostępne źródła kapitału w zależności od etapu życia przedsiębiorstwa.

2. *Private equity*

Kilkanaście lat temu, w 1990 r., pojawił się w Polsce nowy podmiot finansujący działalność przedsiębiorstw – fundusze *private equity*. Dzięki programowi pomocy dla Europy Środkowej, przyjętemu przez administrację prezydenta Busha, powstał wówczas Polsko-Amerykański Fundusz Przedsiębiorczości dysponujący 240 mln dolarów². Od tego momentu datujemy powstanie polskiego rynku *private equity*. Fundusze *private equity* inwestują środki pieniężne, pozyskane od różnych podmiotów, w nie notowane spółki kapitałowe. Potocznie taki rodzaj inwestycji nazywany jest *venture capital* lub kapitałem wysokiego ryzyka. *Venture capital* jest jednak specyficznym rodzajem *private equity*, gdyż polega na inwestowaniu mniejszych kwot w firmy znajdujące się we wczesnych fazach życia (powstanie lub rozwój). W tym opracowaniu autorka posługuje się będzie nazwą *private equity* w najszerszym pojęciu.

Obecnie działa u nas 35 firm zarządzających 60 funduszami *private equity*. Ich kapitał przekroczył 5 mld euro, z czego ok. 3,5 mld trafiło do ponad 600 polskich firm. Rysunek 2 przedstawia strukturę kwot, jakie zostały pozyskane przez fundusze *private equity*, w podziale na dane lata³.

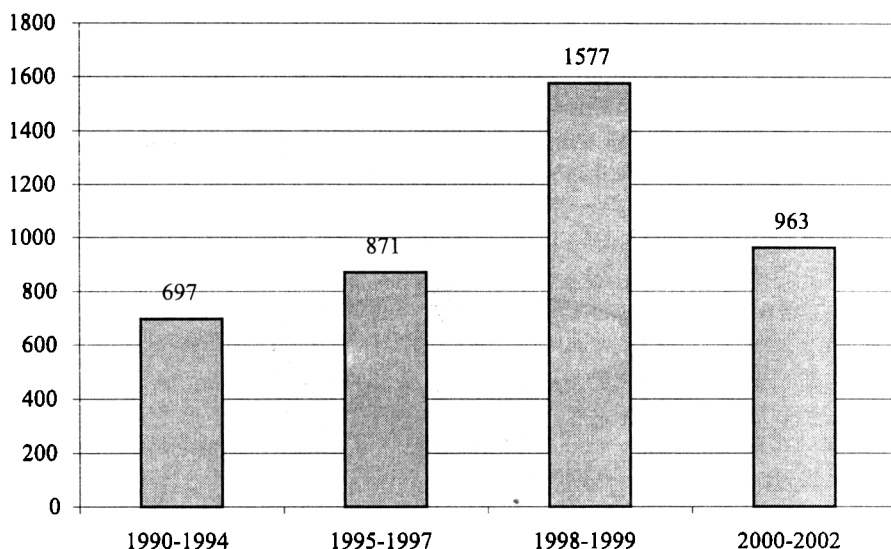
Historia działalności funduszy *private equity* pokazuje, iż są one ważnym elementem rozwoju gospodarki. Poprzez finansowanie przedsięwzięć uważanych za zbyt ryzykowne dla innych przyczyniają się do wzrostu liczby przedsiębiorstw, wpływają dodatnio na ich konkurencyjność, tworzą wiele miejsc pracy, są ważnym uczestnikiem rynku kapitałowego. Ponad 90% firm korzystających z *private equity*, w badaniu przeprowadzonym przez European Private Equity & Venture

¹ Często wymagane jest udokumentowanie przychodów za ostatni okres działalności (mile widziany jest zysk), co wyklucza możliwość dofinansowania przedsięwzięcia nowo powstającego. Innym problemem jest dofinansowanie w I etapie usług ekspertów, a dopiero później inwestycji, co zdaniem wielu przedsiębiorców, niepotrzebnie wydłuża okres inwestycji i podnosi jej koszty.

² Obecnie wraz z czterema innymi funduszami tworzy największą w Polsce firmę inwestycyjną *Enterprise Investors*, zaangażowaną kapitałowo na kwotę ponad 1 mld dolarów.

³ Suma kapitałów pozyskanych przez fundusze *private equity* na wykresie wynosi 4,1 mld euro, gdyż dane nie zawierają wyników 11 funduszy, które nie wzięły udziału w badaniu.

Kwota (mln euro)

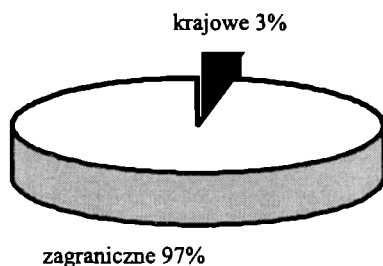
Rys. 2. Kwoty pozyskane przez fundusze *private equity* działające w PolsceŹródło: materiały Polskiego Stowarzyszenia Inwestorów Kapitałowych, www.ppea.org.pl.

Capital Association (EVCA), stwierdziło, że bez dofinansowania przez fundusze *private equity* albo dzisiaj już by nie istniały, albo ich rozwój byłby dużo wolniejszy. Aż 72 % projektów dokapitalizowanych w początkowych fazach *seed* i *start – up* nigdy nie ujrzałyby światła dziennego. Liczby te (raport EVCA z roku 2002) dowodzą, jak ważną rolę w rozwoju przedsiębiorczości odgrywają fundusze. Dzięki strategii inwestycyjnej, często opartej na dywersyfikacji firm według branż i faz życia, zwrot z kapitału na przykład w Stanach Zjednoczonych wynosi średnio 35%, a w Polsce około 60%. W samej Wielkiej Brytanii aktywnych jest obecnie około 100 funduszy *private equity*, inwestujących co roku kilka miliardów funtów głównie w brytyjskie przedsiębiorstwa.

3. Udziałowcy funduszy *private equity*

Można wymienić wiele czynników, które wpływają na poziom inwestycji *private equity*. Ogólnie można powiedzieć, że rozmiary rynku *private equity* zależą od wielkości podaży kapitału dla inwestycji *private equity* oraz od popytu na nie. Popyt jest uzależniony od poziomu przedsiębiorczości, a podaż jest związana z dostępnością kapitału. Poziom przedsiębiorczości powiązany jest z innowacyjnością i konkurencyjnością danej gospodarki, a przez to wyznacza liczbę i jakość potencjalnych projektów inwestycyjnych dla funduszy *private equity*. Dostępność kapitału przekłada się w prosty sposób na źródła i wielkość podaży środków tworzących rynek *private equity*. Ogromne znaczenie mają również (a może przede

wszystkim) regulacje prawne, które mają związek zarówno z poziomem przedsiębiorczości (np. regulacje dotyczące powstawania podmiotów gospodarczych i ich funkcjonowania), jak i z dostępnością kapitału (np. rozwiązania podatkowe, funkcjonowanie rynków finansowych, udział państwa w rynku *private equity*). Polskie podmioty praktycznie nie są zainteresowane takim rodzajem inwestycji na naszym rynku. Zaledwie 3% całości kapitału funduszy *private equity* obecnych w Polsce pochodzi od krajowych podmiotów (rys. 3).

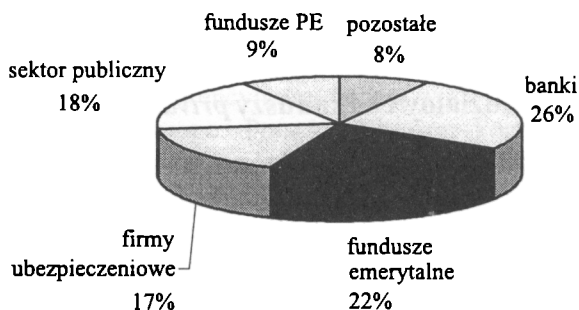


Rys. 3. Pochodzenie kapitału polskich funduszy *private equity* (według danych z 2003 r.)

Źródło: opracowanie własne.

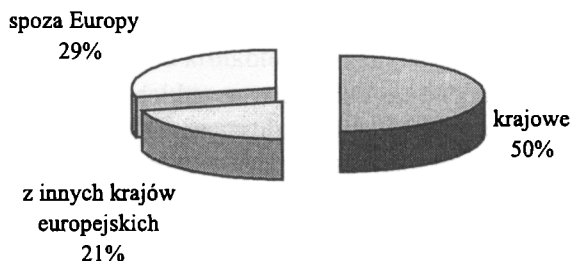
Dotychczasowe badania wskazują, że działające na terenie Polski fundusze *private equity* dysponują głównie kapitałem zagranicznym pochodzącym od banków, amerykańskich funduszy emerytalnych, zachodnich firm ubezpieczeniowych oraz międzynarodowych instytucji.

Struktura podaży kapitałów w Polsce nie przejawia tendencji obserwowanych w zachodnich funduszach, np. w Wielkiej Brytanii większość środków tam pozyskiwanych to kapitał rodzimych instytucji. Analiza przeprowadzona w 2003 r. przez EVC pokazała, że w Europie 50% środków pochodziło ze źródeł krajowych, 21% z innych źródeł europejskich, a 29% spoza Europy (por. rys. 4 i 5).



Rys. 4. Źródła kapitału funduszy *private equity* działających na terenie Polski. według finansujących je podmiotów (dane z 2003 r.)

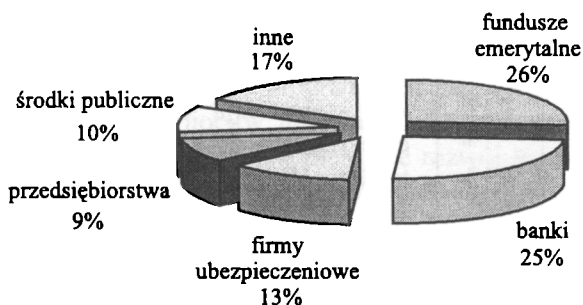
Źródło: opracowanie własne na podstawie raportu PSIK „Rocznik 2003”, s. 29.



Rys. 5. Pochodzenie kapitału europejskich funduszy *private equity* (według danych z 2003 r.)

Źródła: opracowanie własne na podstawie [2002 EVCA... 2003].

Głównymi dostarczycielami kapitału dla funduszy działających na terenie Europy są fundusze emerytalne, banki i firmy ubezpieczeniowe. Ważnymi podmiotami są również przedsiębiorstwa oraz agendy rządowe i samorządów terytorialnych. Do pozostałych źródeł kapitału zalicza się między innymi inwestorów indywidualnych oraz instytucje naukowe (rys. 6).



Rys. 6. Struktura kapitału europejskich funduszy *private equity* według finansujących je podmiotów (dane z 2003 r.)

Źródło: opracowanie własne na podstawie [2002 EVCA... 2003].

Inną jeszcze strukturę finansowania ma rynek *private equity* w Stanach Zjednoczonych. Dużo większy udział mają tam fundusze emerytalne – ok. 50%, następnie przedsiębiorstwa, inwestorzy indywidualni, środki publiczne oraz firmy ubezpieczeniowe o udziałach około 11% każdy [Baygan, Freudenberg 2000, s. 45].

Na podstawie powyższych danych widać, że struktura kapitału, jakim dysponują fundusze działające na terenie Polski, zbliżona jest do funduszy europejskich.

4. Znaczenie funduszy emerytalnych

Ważnym dostarczycielem kapitału dla wszystkich funduszy *private equity* są fundusze emerytalne. Niestety polskie fundusze emerytalne (OFE) nie biorą udziału w inwestycjach *private equity*. Szereg ograniczeń inwestycyjnych, którymi są obwarowane nasze fundusze emerytalne, praktycznie uniemożliwia lokowanie w akcje lub udziały spółek nie notowanych na giełdzie. Nie mogą one zatem uczestniczyć w tworzeniu funduszy *private equity*, nie będących spółkami publicznymi. Istnieje oczywiście możliwość wejścia danej spółki zarządzającej funduszami *private equity* na giełdę papierów wartościowych i w ten sposób mogłaby ona trafić do portfela inwestycyjnego funduszu emerytalnego, lecz nie jest to popularny sposób pozyskiwania kapitału *private equity*⁴. Dodatkowo na fundusze emerytalne nałożono wymóg kwartalnego raportowania o uzyskanej przez nie stopie zwrotu z inwestycji⁵. Jest to zbyt krótki horyzont czasowy, aby potencjalna inwestycja w *private equity* przyniosła odpowiedni dla OFE poziom zysku. Polskie fundusze emerytalne są zatem zmuszone do lokowania środków w instrumenty gwarantujące im stabilny zysk w krótkim czasie. Spójrzmy, jak przedstawia się struktura aktywów OFE według grup instrumentów.

Tabela 1. Struktura aktywów OFE
(stan z grudnia 2003 r.)

Akcje spółek	31,2%
Papiery skarbowe	62,1%
Akcje zagraniczne	0,4%
Akcje NFI	1%
Aktywa płynne	5,1%
Pozostałe	0,1%

Źródło: opracowanie własne na podstawie wiadomości opublikowanych na stronie www.money.pl z 22.01.2004 r.

Otwarte fundusze emerytalne zainwestowały prawie dwie trzecie wartości swoich aktywów w bony i obligacje skarbowe, a tylko jedną trzecią w akcje spółek notowanych na warszawskiej giełdzie. Obecnie trwają ożywione prace nad zmianami prawa, które mają umożliwić polskim funduszom emerytalnym dostęp do rynku *private equity* i w ten sposób istotnie zwiększyć na nim podaż krajowego kapitału. Jest o co walczyć, gdyż wartość kapitału, którym aktualnie dysponują OFE, to około 30 mld zł, a w 2010 r. może ona osiągnąć poziom 200 mld zł. Wprawdzie fundusze emerytalne mogą już inwestować posiadany kapitał w specjalne fundusze inwestycyjne, mające, zgodnie z projektem ustawy o funduszach inwestycyjnych, wiele cech korzystnych dla *private equity*, ale i tutaj napotykają na surowe ograniczenia. Zaangażowanie funduszy emerytalnych na rynku kapitału o podwyższonym ryzyku nie może przekroczyć 5% całości posiadanych przez nie aktywów, a inwestycja może sięgać jedynie 10% kapitału posiadanego przez fundusz *private equity*. Aby zatem zachęcić OFE do lokowania w *private equity*, trzeba by, po

⁴ Przykładem firmy zarządzającej funduszami *private equity* będącej spółką giełdową jest polski MCI Management, wyspecjalizowany w inwestycje IT, o niewielkim znaczeniu na rynku *private equity*.

⁵ Kwartalnie wyliczana jest minimalna stopa zwrotu. Fundusz uzyskujący niższą stopę, jest zobowiązany dopłacić różnicę z kapitału własnego.

pierwsze, wzorując się na regulacjach europejskich, podwyższyć limity inwestycyjne oraz, po drugie, odejść od krótkoterminowej oceny ich wyników.

Warto zwrócić również uwagę na zagrożenie pojawiające się w projekcie nowelizacji ustawy o funduszach emerytalnych, które uniemożliwi pozyskanie środków funduszom *private equity* inwestującymi także poza granicami Polski. Artykuł 141 ust. 3 wspomnianej nowelizacji mówi, że „otwarty fundusz nie może dokonywać lokat za granicą ani lokować swoich aktywów w certyfikaty inwestycyjne emitowane przez fundusze inwestycyjne, o których mowa w ust. 1 pkt 7 [dotyczy funduszy inwestycyjnych zamkniętych], lokujące swoje aktywa za granicą lub dopuszczające takie lokaty w swojej działalności inwestycyjnej”. Niewątpliwie intencją ustawodawcy jest zmuszenie funduszy emerytalnych do inwestycji w kraju, ale może to też istotnie zniechęcić fundusze do jakichkolwiek inwestycji w *private equity*, tym bardziej że mają obecnie do wyboru bezpieczne instrumenty finansowe o relatywnie wysokich stopach zwrotu⁶. Jednakże spadek rentowności instrumentów dłużnych może w przyszłości skłonić fundusze emerytalne do większego zaangażowania się na rynku *private equity*⁷.

5. Rola państwa

Polityka państwa w istotny sposób może wpływać na podaż kapitału dla funduszy *private equity*. Na rozwiniętych rynkach *private equity* państwo występuje jako **aktywny** lub **pasywny** inwestor *private equity*. W pierwszym wypadku uruchamiane są różnego rodzaju rządowe programy dofinansowania określonych dziedzin gospodarki (np. przedsiębiorstw innowacyjnych, centr wynalazczych i badawczych) lub tworzone są instytucje wspierające rozwój innowacyjności (zakładanie parków technologicznych czy prowadzenie doradztwa innowacyjnego). Państwo w ten sposób udziela kapitałowego wsparcia bezpośredniego lub pośredniego. Jako pasywny inwestor zaś państwo może tworzyć szereg zachęt prawnych, kierujących kapitał prywatnych funduszy *private equity* do określonych sektorów gospodarki lub we wczesne fazy życia firm czy do tzw. małych i średnich przedsiębiorstw.

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 fun-

⁶ W ostatnim okresie mamy do czynienia z wysokimi stopami zwrotu z papierów skarbowych oraz zapowiedziami podniesienia stóp procentowych.

⁷ Projekt zmiany ustawy o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych oraz niektórych innych ustaw. www.sejm.gov.pl.

dusz, który uzyskał 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 sześćdziesiątych działało 695 SBIC o kapitale prywatnym w wysokości 205 mln dolarów, a pod koniec ubiegłego wieku funkcjonowało jeszcze około 318. Dzięki niemu ponad 87 tys. małych firm otrzymało dodatkowy kapitał i powstało około 600 tys. nowych miejsc pracy⁸.

Również w Europie powstało wiele publicznych programów mających wspierać inwestycje *private equity*. Jednym z przykładów jest holenderski program PPM (Garantieregeling Particuliere Participatiemaatschappijen) wprowadzony przez rząd w 1981 r. Umożliwił on refundację ze środków budżetowych do 50% strat poniesionych na inwestycjach przez fundusze *private equity*. 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 roku 1995. 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 roku 1996 skorzystały z niego 23 firmy zarządzające, które zainwestowały 35 mln euro w 285 nowych przedsiębiorstwach [Analiza rynku... 2001]. Program ten został zastąpiony później przez inne unijne programy dla małych i średnich przedsiębiorstw, np. Seed Capital CREA czy I-TEC. W ramach takich programów Komisja Europejska przyznaje wsparcie finansowe funduszom lokującym we wczesne fazy życia małych firm, polegające na pokryciu części kosztów operacyjnych (do 50%). 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.

Istnieją także nieliczne polskie próby stworzenia programów pomocowych. Nie dotyczą one jednak wprost dofinansowania działalności funduszy *private equity*, lecz wybranych źródeł finansowania przedsiębiorstw. W 2003 r. Polska Agencja Rozwoju Przedsiębiorczości uruchomiła pilotażową wersję programu Dotacja na Pozyskanie Finansowania, który jest kontynuacją wcześniejszego programu Dotacja na Przygotowanie do Uczestnictwa w Rynku Kapitałowym. Dzięki nim firma może uzyskać dofinansowanie rzędu do 60% kosztów usług doradczych zwią-

⁸ Więcej na ten temat znaleźć można w materiałach informacyjnych SBA.

zanych z poszukiwaniem nowych źródeł kapitału. Programy te mają na celu zaktywizowanie samych przedsiębiorstw do skorzystania z bardziej skomplikowanych instrumentów finansowych. Dodatkowo, poprzez obniżenie kosztów pierwszego etapu inwestycji, fundusze mogą zainteresować się również mniejszymi projektami. Czy spełnią się oczekiwania, że programy te będą cieszyły się zainteresowaniem? Dane opublikowane w październiku 2003 r. przez „Puls Biznesu” nie wyglądają zbyt dobrze: z Dotacji na Przygotowanie do Uczestnictwa w Rynku Kapitałowym do tej pory nikt nie skorzystał. Na wyniki drugiego musimy jeszcze trochę poczekać.

Drugi sposób aktywnego zaangażowania 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 się gospodarkę regionalną. Wiele przykładów wykorzystania kapitału publicznego znaleźć można w Wielkiej Brytanii. Na przykład w 1975 r. rząd brytyjski stworzył Scottish Development Agency (SDA), która przyczynić się miała do zwiększenia liczby miejsc pracy. (Problemem Szkocji była wówczas stopa bezrobocia dwukrotnie większa niż średnia krajowa). 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 rezultaty. Obecnie działalność Scottish Enterprise jest finansowana nie tylko ze środków publicznych, ale również z osiąganych z niej zysków. Polityka inwestycyjna agencji została ukierunkowana na rozwój gospodarczy Szkocji, oparty na wybranych sektorach (półprzewodniki, optoelektronika, przemysł spożywczy, biotechnologia i turystyka)⁹. Zdarza się, że uruchomienie środków publicznych na inwestycje *private equity* może istotnie wspomóc restrukturyzację regionu. Tak było w przypadku Bremisher Innovations – Fonds, utworzonego w 1990 r. i zarządzanego przez władze Bremy. Jego celem była zmiana charakteru branżowego regionu, dotkniętego wówczas skutkami recesji w przemyśle okrętowym. Powstał również unijny program ETF Start-up (European Technology Facility – ETF) koordynowany przez Europejski Bank Inwestycyjny oraz Europejski Fundusz Inwestycyjny (EFI). W ramach tego programu EFI lokuje środki otrzymane z budżetu UE 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

⁹ Więcej na ten temat patrz w materiałach informacyjnych Scottish Development Finance oraz w Scottish Enterprise.

oraz wspieranie małych i średnich przedsiębiorstw wywodzących się z parków technologicznych.

Na polskim rynku bardzo aktywne są zagraniczne podmioty publiczne, począwszy od pierwszych funduszy pozyskanych na inwestycje typu *private equity* (Polsko-Amerykański Fundusz Przedsiębiorczości w całości sfinansowany był 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. Mają one jednak komercyjny charakter¹⁰. Tworzą liczną grupę funduszy, lecz o niewielkich kapitałach. 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 międzynarodowych¹¹. Bardzo aktywnymi uczestnikami naszego rynku *private equity* są EBOR (Europejski Bank Odbudowy i Rozwoju) oraz IFC (Międzynarodowa Korporacja Finansowa). Na przykład EBOR jest udziałowcem kilku funduszy zarządzanych przez Enterprise Investors, DBG Eastern Europe czy Copernicus Capital Management. Współtwórcą funduszu Central & Eastern Europe był rząd szwajcarski, fundusz Know-How, powołany przez rząd brytyjski, przyczynił się do powstania Lubelskiego i Białostockiego Funduszu Kapitałowego. Wszystkie jednak mają komercyjny charakter i praktycznie nie inwestują w ryzykowny sektor małych i średnich przedsiębiorstw. Polskie władze nie podjęły do tej pory żadnych prób kapitałowego wspierania inwestycji *private equity*. Może pojawią się w przyszłości.

Rola państwa jako inwestora pasywnego sprowadza się do działalności w sferze regulacyjnej. Najczęściej stosowane są różnego rodzaju bodźce podatkowe, zachęcające inwestorów do lokowania na rynku *private equity*. Najlepszym przykładem takiego działania jest wprowadzony w 1981 r. brytyjski Business Expansion Scheme (BES), który dawał osobom fizycznym możliwość odpisania od podstawy opodatkowania kwoty wydanej na kupno akcji spółek nie będących w obrocie giełdowym i pozagiełdowym pod warunkiem niesprzedawania ich przez co najmniej 5 lat. Dodatkowo inwestycje takie zwolniono z podatku od zysków kapitałowych¹². Przyjęte rozwiązanie okazało się bardzo skuteczne; w ciągu paru lat zmobilizowano w ten sposób 780 mln funtów, które trafiły do 3800 małych i średnich przedsiębiorstw [Harrison, Mason 2000, s. 147-157]. Innym rozwiązaniem jest zagwarantowanie „przejrzystości” podatkowej samym funduszom¹³. Przykładem jest znów brytyjski rządowy program Venture Capital Trust Scheme z 1995 r.,

¹⁰ 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 inwestycje w sektorze rolno-spożywczym (również spółki *joint venture*).

¹¹ Na podstawie EVCA Yearbook 2001.

¹² Możliwość taką uzyskiwały inwestycje o wartości minimalnej 500 funtów i maksymalnej 40 000 funtów rocznie.

¹³ Opodatkowani są wówczas tylko inwestorzy, a nie same fundusze.

dzięki któremu powstały Venture Capital Trusts (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 zainwestowano w 517 przedsiębiorstw [*Finance for Small...* 2000, s. 61]. W polskim prawie istnieje forma spółki komandytowo-akcyjnej, która zapewnia jednokrotne opodatkowanie dochodów, ale niejasne przepisy dotyczące rozliczania szczegółowych transakcji powodują, że ta forma prawna nie jest powszechnie stosowana do konstrukcji funduszy *private equity*. Pewną nadzieją dla rozwoju polskiego rynku *private equity* jest znowelizowana 27 maja 2004 roku ustawa o funduszach inwestycyjnych (DzU 2004 nr 146, poz. 1546). Na jej podstawie można tworzyć zamknięte fundusze inwestycyjne, które mogą lokować zgromadzone z emisji certyfikatów inwestycyjnych środki pieniężne między innymi 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*. Czy sprawdzi się w praktyce? Trzeba trochę poczekać.

Podczas czytania tego artykułu, zrodzić się może pytanie, czy fundusze *private equity* są ważnym elementem rozwoju gospodarki. Niech za odpowiedź posłuży to, że bez nich nie powstałyby takie firmy jak Apple, Compaq, Digital Equipment Corporation, Intel, Microsoft czy Sun Microsystems oraz wiele innych w Krzemowej Dolinie [*Science, Technology...* 2000]. Warto więc zwrócić na nie więcej uwagi i stworzyć spójny system prawny, pozwalający wykorzystać polski kapitał do finansowania polskich dobrze rokujących przedsiębiorstw. Podstawowym impulsem powinno być wyeliminowanie ograniczeń sfery regulacyjnej, zaktywizowanie środków OFE oraz ustanowienie mechanizmów uczestnictwa instytucji publicznych na naszym rynku *private equity* na wzór krajów wysoko rozwiniętych.

Literatura

- Analiza rynku venture capital w Polsce*, raport opracowany przez Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową Gdańsk 2001.
- Baygan G., Freudenberg M., *The Internationalisation of Venture Capital Activity in OECD Countries: Implication for Measurement and Policy*, OECD, DSTI/DOC 2000, nr 7, s. 9.
- 2002 EVCA survey of PanEuropean Private Equity and Venture Capital Activity, materiały opublikowane na sympozjum, Wiedeń 4-6 czerwca 2003.
- Finance for Small Firms – An Eighth Report*, Bank of England, 2001.
- Harison R.T., Mason C.M., *The Role of Business Expansion Scheme in the United Kingdom*. „Omega”, vol. 17, nr 2, 2000, s. 147-157.
- Science, Technology and Industry Outlook 2000*, OECD 2000.

THE LAW REGULATIONS INFLUENCE ON SOURCES OF PRIVATE EQUITY FINANCE

Summary

The article shows the major sources of Polish private equity funds compared to the developed private equity markets (in the countries of the European Union and in the United States of America). The author presents how the law regulations can affect the private equity market growth, activate domestic capital (especially from pension funds) and direct to small and medium sized firms.

Readers can also find many interesting examples how governments can affect the supply of private equity funds.

Mgr Ilona Falat-Kilijańska jest asystentem w Katedrze Finansów Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu.