

Zbigniew Drewniak

Rynek kapitału podwyższonego ryzyka wobec zmian w OFE

Ekonomiczne Problemy Usług nr 111, 417-428

2014

Artykuł został opracowany do udostępnienia w internecie przez Muzeum Historii Polski w ramach prac podejmowanych na rzecz zapewnienia otwartego, powszechnego i trwałego dostępu do polskiego dorobku naukowego i kulturalnego. Artykuł jest umieszczony w kolekcji cyfrowej bazhum.muzhp.pl, gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach dozwolonego użytku.

ZBIGNIEW DREWNIAK

Wyższa Szkoła Bankowa w Toruniu

RYNEK KAPITAŁU PODWYŻSZONEGO RYZYKA WOBEC ZMIAN W OFE

Streszczenie

Zaangażowanie funduszy kapitału podwyższonego ryzyka działających w Polsce jest relatywnie mniejsze niż w innych państwach Europy. Powodów tych dysproporcji należy szukać w czynnikach ekonomicznych i prawno-organizacyjnych. Zmiana ustawy o OFE może w znaczący sposób wpłynąć na rynek kapitału podwyższonego ryzyka w Polsce. W artykule odniesiono się do proponowanych zmian, próbując określić ich skutki dla rynku *private equity/venture capital*.

Słowa kluczowe: kapitał podwyższonego ryzyka, fundusze PE/VC, OFE

Wprowadzenie

Zgodnie z proponowanymi przez rząd zmianami w ustawie o OFE¹, za kilka miesięcy Polacy zdecydują gdzie będzie odprowadzana ich część składki w wysokości 2,9 % – nadal do OFE czy też do ZUS. Wybór tej drugiej opcji będzie skutkował wycofaniem środków przez fundusze emerytalne z giełdy, a to z kolei będzie rodziło wiele konsekwencji dla całego rynku kapitałowego. Obecnie w OFE zgromadzonych jest ok. 280 mld zł. Duża część z tych środków jest zainwestowana na giełdzie. Warto dodać, że fundusze emerytalne lokują środki głównie w większych spółkach. Upłynnienie tych aktywów może przyczynić się do dużej zmienności głównych indeksów giełdowych. Obok jakże ważnych dylematów obywateli należy również zwrócić uwagę na nastawienie inwestorów, zgłaszających popyt na środki inwestowane przez fundusze emerytalne. Celem artykułu jest przeanalizowanie wpływu proponowanych zmian na rynek kapitału podwyższonego ryzyka. Z punktu widzenia przedsiębiorstw jedną z najważniejszych kwestii będzie wielkość kapitału jaką będą dysponowały fundusze, czyli podaż środków w ramach tego, wciąż uznawanego za nowoczesne, źródła finansowania.

¹ Ustawa z dnia 28 sierpnia 1997 r. o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych, DzU 1997, nr 139, poz. 934, z późn. zm.

1. Polski rynek kapitału podwyższonego ryzyka

Rynek kapitału podwyższonego ryzyka w Polsce (*private equity/venture capital*, PE/VC) ma już ponad 30-letnią historię i przyczynił się do rozwoju setek polskich przedsiębiorstw. Cechą charakterystyczną kapitału podwyższonego ryzyka jest jego średnio bądź długoterminowy okres zaangażowania w przedsiębiorstwie. Jest on inwestowany przez profesjonalnych pośredników finansowych, jakimi są fundusze podwyższonego ryzyka (*private equity/venture capital*). Z założenia jest inwestowany w spółki prywatne i wiąże się z nabyciem znacznych pakietów akcji/udziałów przedsiębiorstwa. Działanie funduszy podwyższonego ryzyka zmierza do przeprowadzenia radykalnych zmian w spółce i tym samym uzyskania ponadprzeciętnej stopy zwrotu, przede wszystkim w wyniku realizacji zysku kapitałowego².

Polski rynek inwestycji kapitału podwyższonego ryzyka jest relatywnie mały, biorąc pod uwagę takie elementy, jak: wartość pozyskanego kapitału, wartość inwestycji czy dezinwestycji. Niemniej jednak jest to największy rynek w Europie Środkowo-Wschodniej z dużym potencjałem dalszego rozwoju.

W latach 2007–2012 fundusze podwyższonego ryzyka działające w Europie pozyskały około 264 mld euro, z czego zaledwie 2,75 mld euro (ok. 1%) zostało pozyskane przez fundusze działające w Polsce. Struktura inwestorów na rynku polskim jest nieco inna niż w całej Europie. Biorąc pod uwagę rynek europejski, w analizowanym okresie zdecydowanie najwięcej środków pochodziło z funduszy emerytalnych (prawie 21%), 12,5% pozyskano z innych funduszy (funduszy funduszy), a w 10,5% kapitał zgromadzony pochodził z banków. Na rynku polskim natomiast, najwięcej środków, bo ponad 26% pochodziło z funduszy, z kolei fundusze emerytalne dostarczyły nieco ponad 11% kapitału (tab. 1).

Istotnym problemem związanym z kapitałem pozyskiwanym przez fundusze działające w Polsce jest to, że zaledwie 3% tych środków pochodziło od inwestorów krajowych. Niespełna 97% kapitału pozyskano od inwestorów zagranicznych. Mimo dość znaczącego udziału funduszy emerytalnych w inwestycjach na polskim rynku kapitału podwyższonego ryzyka, niestety nie jest tutaj zauważalna aktywność naszych rodzimych podmiotów, a więc Otwartych Funduszy Emerytalnych.

Fundusze *private equity/venture capital* w latach 2007–2012 dokonały 331 inwestycji w Polsce, inwestując ponad 3,15 mld euro. W tym samym okresie w całej Europie dokonano 30 338 inwestycji o wartości 271 mld euro. Wartość dezinwestycji na rynku polskim w latach 2007–2012 wyniosła ponad 495 mln euro, a w całej Europie prawie 126 mld euro. Dane te jednoznacznie pokazują, że polski rynek kapitału podwyższonego ryzyka jest relatywnie mały, niemniej jednak jest to największy rynek w tej części Europy, na którym fundusze upatrują potencjał dalszego wzrostu.

Wracając do udziału funduszy emerytalnych w inwestycjach na rynku kapitału podwyższonego ryzyka warto odpowiedzieć na pytanie o przyczyny niewielkiej

² Por. M. Wrzesiński, *Kapitał podwyższonego ryzyka. Proces inwestycyjny i efektywność*, SGH, Warszawa 2008, s. 20–26.

aktywności krajowych podmiotów. Należy zwrócić uwagę na bariery ekonomiczne i prawno-organizacyjne.

Tabela 1
Struktura inwestorów na rynku kapitału podwyższonego ryzyka w Europie i w Polsce w latach 2007–2012 (w %)

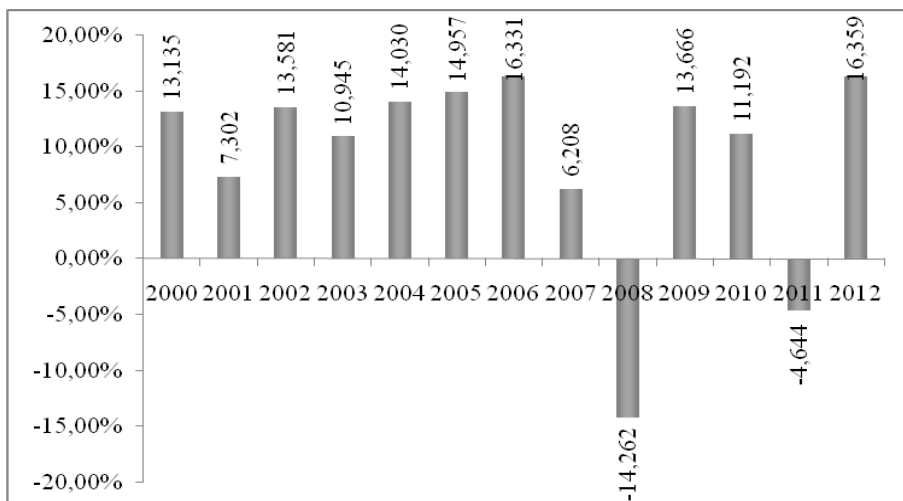
Rodzaj inwestora	Polska	Europa
Institucje akademickie	0,0	0,3
Banki	6,4	10,5
Rynek kapitałowy	1,5	1,7
Przedsiębiorstwa	0,2	2,6
Fundacje i stowarzyszenia	11,1	2,6
Firmy doradcze	1,3	4,5
Fundusze funduszy	26,2	12,5
Agendy rządowe	8,1	5,3
Firmy ubezpieczeniowe	2,9	6,6
Inne instytucje finansowe	2,4	5,1
Fundusze emerytalne	11,3	20,6
Osoby prywatne	1,7	5,1
Niesklasyfikowane	6,97	22,8

Źródło: *EVCA Yearbook 2007–2013*, EVCA, Zaventem, Belgia.

Przez wiele lat inwestycjom funduszy emerytalnych w alternatywną klasę aktywów nie sprzyjała koniunktura na rynku kapitałowym. Pod koniec lat 90. XX wieku oraz na początku XXI wieku fundusze emerytalne osiągały przyzwoite wyniki z inwestycji w papiery wartościowe uznawane za bezpieczne, jak chociażby bony skarbowe, których rentowność była relatywnie wysoka. Spadek inflacji i tym samym dochodowości bonów skarbowych w późniejszym okresie działalności został z kolei zrekompenzowany ponadprzeciętnymi zyskami z inwestycji giełdowych. Warto dodać, że w latach 1999–2007 indeks WIG wzrósł ponad 4-krotnie. Ponadprzeciętne zyski osiągnięte przez fundusze emerytalne w pierwszych latach działalności nie skłaniały zarządzających do zajmowania się trudniejszymi klasami aktywów alternatywnych, jak chociażby inwestycjami na rynku kapitału podwyższonego ryzyka i dywersyfikacji portfela inwestycyjnego. Sytuacja zmieniła się po 2007 roku, kiedy okazało się, że aktywa dotąd uznawane za rentowne i względnie bezpieczne nie przynoszą już takich dochodów. Widoczne to było oczywiście w stopach zwrotu osiągniętych przez fundusze emerytalne (rys. 1).

Przez wiele lat istniały bariery prawne utrudniające funduszom emerytalnym inwestowanie na rynku kapitału podwyższonego ryzyka zarówno w Polsce, jak i za granicą. Sytuacja ta uległa zmianie i fundusze mogą już inwestować chociażby w certyfikaty inwestycyjne funduszy inwestycyjnych zamkniętych (FIZ), w tym

również w FIZ aktywów niepublicznych, które mają wiele cech funduszy typu *private equity/venture capital*.



Rysunek 1. Roczne stopy zwrotu brutto OFE (w %)

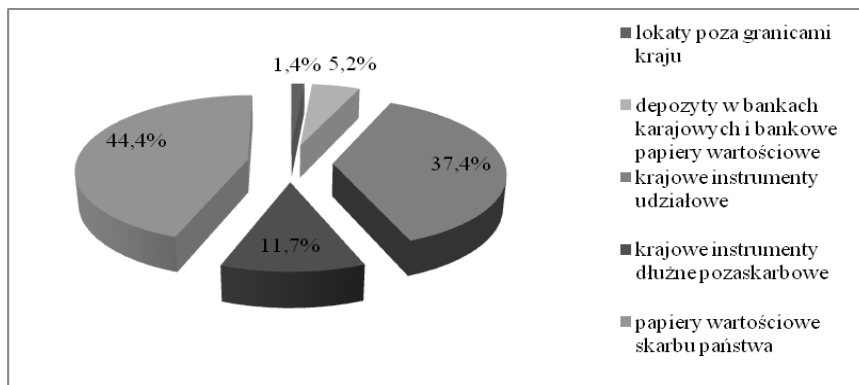
Źródło: KNF, <http://www.knf.gov.pl>.

Inwestycje *private equity/venture capital* charakteryzują się długim horyzontem inwestycyjnym oraz ponadprzeciętnym zyskiem, który ma zrekompensować ponadprzeciętne ryzyko inwestycji. Te argumenty w obliczu dobrej koniunktury na rynku giełdowym nie były wystarczającym bodźcem dla funduszy emerytalnych. W obecnej sytuacji wydaje się zasadne, aby zarządzający poszukiwali różnych klas aktywów, w tym przede wszystkim tych alternatywnych, pozwalających na dywersyfikację portfela inwestycyjnego.

2. Strategia inwestycyjna funduszy emerytalnych w obliczu zmian

Fundusze emerytalne inwestują w aktywa uznawane powszechnie za bezpieczne. Wynika to z jednej strony z limitów inwestycyjnych nałożonych na nie w ustawie³ oraz z rekomendacji Komisji Nadzoru Finansowego, która niejednokrotnie ostrzegała przed wyborem ryzykownych aktywów do budowy portfeli inwestycyjnych. Struktura portfela inwestycyjnego funduszy emerytalnych przez lata ulegała niewielkim zmianom. Na koniec II kwartału 2013 roku, ponad połowa środków była ulokowana w instrumenty dłużne. Na akcje przypadało ok. 37% środków zainwestowanych (rys. 2).

³ Ustawa z dnia 28 sierpnia 1997 r. o organizacji i funkcjonowaniu...



Rysunek 2. Struktura portfela inwestycyjnego OFE na dzień 30 czerwca 2013 r.

Źródło: opracowanie własne na podstawie *Rynek Otwartych Funduszy Emerytalnych w II kwartale 2013 roku*, UKNF, Warszawa 2013.

Jeżeli propozycje zmian ustawy wejdą w życie, struktura ta może ulec znacznej zmianie. Zgodnie z założeniami, co najmniej 75% środków ma być inwestowane w akcje notowane na rynku regulowanym bądź będące przedmiotem oferty publicznej. Fundusze emerytalne były do tej pory aktywne na rynku kapitału podwyższonego ryzyka na samym końcu procesu inwestycyjnego, czyli w momencie dezinwestycji. Spółki z portfeli funduszy PE/VC są uważane przez fundusze emerytalne jako dobre okazje inwestycyjne. Zwraca się uwagę przede wszystkim na wysokie standardy ładu korporacyjnego w tych spółkach. Fundusze PE/VC po zakupie spółki przeprowadzają jej restrukturyzację i inwestują w jej rozwój, aby po kilku latach inwestycji odsprzedać ją. Wśród nabywców tych spółek często znajdują się również fundusze emerytalne. Nałożenie wymogu inwestycji co najmniej 75% środków w akcje może zwiększyć zaangażowanie OFE w zakup spółek z portfeli funduszy PE/VC. Pozostaje tylko pytanie, jakimi środkami będą dysponowały OFE i czy zakładane zmiany nie spowodują ich osłabienia przez wycofanie środków z OFE i przeniesienie ich do ZUS. Jeżeli w wyniku tego procesu dojdzie do osłabienia OFE, nawet tak wysokie wymogi inwestycji w akcje mogą spowodować, że aktywność funduszy emerytalnych w procesie dezinwestycji funduszy PE/VC będzie niższa niż przed zmianami.

Należy się spodziewać, że jednak spełni się scenariusz zakładany przez rząd, tzn. dojdzie do osłabienia OFE i przeniesienia znacznej części środków do ZUS. Będzie to skutkowało koniecznością uwolnienia środków zainwestowanych przez OFE m.in. przez sprzedaż akcji spółek notowanych na giełdzie. OFE są znaczącym inwestorem na warszawskiej giełdzie. Łączna wartość aktywów zarządzanych przez OFE to ok. 286 mld zł, z czego udział akcji w aktywach OFE sięga prawie 40%. OFE są akcjonariuszem 253 spółek notowanych na GPW. Wyprzedaż akcji przez OFE może zatem doprowadzić do przynajmniej krótkookresowej destabilizacji rynku. Warto dodać, że po ogłoszeniu propozycji zmian w OFE giełda zareagowała spadkiem głównego indeksu WIG20 o 4,6%, a w ciągu dwóch sesji spadł on w su-

mie o 7%. Kapitalizacja giełdy zmniejszyła się w ten sposób o ok. 52 mld zł⁴. Skala spadków na giełdzie w Warszawie była porównywalna do tych z czasu początku kryzysu i upadku banku Lehman Brothers czy późniejszej fazy kryzysu w strefie euro. Zakładając scenariusz osłabienia OFE, kolejną tego konsekwencją może być zmniejszenie ofert publicznych. W wielu przypadkach to właśnie OFE były jednym z najpoważniejszych inwestorów nabywających akcje spółek w ofercie publicznej. Kto zatem może zająć miejsce OFE jako znaczącego inwestora na warszawskiej giełdzie? Należy mieć nadzieję, że lukę tę wypełnią inni inwestorzy instytucjonalni, w tym Towarzystwa Funduszy Inwestycyjnych (TFI) oraz fundusze PE/VC.

W wypadku sprzedaży akcji przez OFE w celu przekazania środków do ZUS, na rynku mogą pojawić się okazje do nabycia atrakcyjnych spółek, również małych i średnich. Będzie również możliwość zainwestowania w duże podmioty wchodzące w skład indeksu WIG20. Fundusze PE/VC z definicji nie inwestują w spółki publiczne, jednak okres ostatniego kryzysu pokazał, że wysoka przecena spółek notowanych na giełdzie zachęcała fundusze podwyższonego ryzyka do przeprowadzania tzw. transakcji *buy-back*, polegających na odpublicznieniu spółki. Podobnie może być i tym razem. Fundusze PE/VC mogą nabyć pakiety kontrolne w spółkach giełdowych, przede wszystkim tych małych i średnich, a następnie dokonać ich wycofania z giełdy. Tego typu operacja ma na celu wycofanie spółki z ram wymogów regulacyjnych stawianych przez rynek giełdowy, po to, aby dokonać łatwiejszej restrukturyzacji przedsiębiorstwa. Założeniem transakcji *buy-back* jest jednak często ponowne wprowadzenie spółki na giełdę jako forma dezinwestycji, oczywiście po uprzednim zbudowaniu jej wartości poza rynkiem regulowanym.

Problemem dla funduszy podwyższonego ryzyka może być sprzedaż spółek portfelowych w momencie dezinwestycji. O ile obecnie, zainteresowanie nabyciem tych spółek wykazywały fundusze emerytalne, to w momencie ich osłabienia, popyt z ich strony znacznie spadnie. Fundusze PE/VC będą musiały szukać innych nabywców dla swoich spółek portfelowych, może to również skutkować niższą wyceną tych spółek. Nabywców spółek portfelowych funduszy PE/VC można upatrywać wśród towarzystw funduszy inwestycyjnych (TFI) oraz podmiotów zagranicznych. Jeżeli chodzi o TFI to można się spodziewać, że przyszli emeryci, nawet jeżeli zdecydują się na przeniesienie środków do ZUS, będą szukali dodatkowej możliwości inwestycji, a taką stwarzają fundusze inwestycyjne. Z kolei w odniesieniu do podmiotów zagranicznych, jako nabywców spółek portfelowych funduszy podwyższonego ryzyka, należy mieć na myśli przede wszystkim inwestorów branżowych. Zainteresowanie TFI będzie w dużej mierze uzależnione od koniunktury na rynku giełdowym. Jeżeli nastąpi osłabienie giełdy przez marginalizację OFE może to zniechęcić inwestorów zagranicznych (bardzo aktywnych jeżeli chodzi o rynek funduszy inwestycyjnych), którzy dotychczas byli przekonani o silnej pozycji warszawskiej giełdy. Może się zatem okazać, że fundusze podwyższonego ryzyka będą zmuszone do poszukiwania nabywców swoich spółek portfelowych poza giełdą i tym samym

⁴ GPW, <http://www.gpw.pl>.

realizacji niższych zysków niż w wypadku dezinwestycji w formie oferty publicznej.

3. Możliwości inwestycji przez OFE w fundusze podwyższonego ryzyka

Przez długi okres od reformy emerytalnej, OFE praktycznie nie miały możliwości dokonywania inwestycji na rynku podwyższonego ryzyka ze względu na brak odpowiednich regulacji prawnych. Wraz ze zmianą ustawy o funduszach inwestycyjnych⁵ pojawiły się takie możliwości. Wprowadzono wówczas regulacje dotyczące tzw. Funduszy Inwestycyjnych Zamkniętych (FIZ), które z kolei mogą być podstawą tworzenia funduszy typu *private equity/venture capital*. Obecnie fundusze OFE mogą angażować się na rynku kapitału podwyższonego ryzyka praktycznie tylko przez nabywanie certyfikatów inwestycyjnych funduszy inwestycyjnych zamkniętych. Dodatkowo, inwestycje te dotyczą certyfikatów notowanych na giełdzie. Istnieje co prawda możliwość zainwestowania w certyfikaty niepubliczne, ale wymaga to porozumienia z Komisją Nadzoru Finansowego w sprawie zasad ich wyceeny. Sama inwestycja w formie FIZ jest również bardzo problematyczna. Utworzenie przez fundusz PE/VC, działający najczęściej w formie spółki prawa handlowego, funduszu inwestycyjnego typu FIZ jest przede wszystkim kosztowne i długotrwałe. W praktyce odbywa się to przez utworzenie własnego towarzystwa funduszy inwestycyjnych (TFI), które następnie może powołać FIZ. Zwiększa to tym samym koszty funkcjonowania funduszu podwyższonego ryzyka, nie mówiąc już o konieczności wypełniania wymogów regulacyjnych. Sama konstrukcja FIZ i proces nabywania certyfikatów inwestycyjnych nie do końca odpowiada procesowi inwestycyjnemu na rynku kapitału podwyższonego ryzyka. W wypadku inwestycji za pośrednictwem FIZ dokonuje się wpłaty całości kapitału w momencie emisji certyfikatów. Tymczasem na rynku *private equity/venture capital* fundusze zawierają bardziej elastyczne relacje z inwestorami, dzięki czemu mogą wystąpić o kapitał w niemal każdym momencie. Sam proces inwestycyjny również oparty jest na inwestycji w formie transz kapitału, co w wypadku funduszy FIZ wymagałoby w praktyce dokonania kolejnej emisji certyfikatów.

Obecne regulacje prawne nie dają praktycznie możliwości inwestycji na rynku kapitału podwyższonego ryzyka za granicą. Taka inwestycja jest wprawdzie możliwa przez tzw. spółki *limited partnership*, ale wymogi postawione przez ustawodawcę, praktycznie są nie do spełnienia przez fundusze PE/VC działające za granicą. Aby doszło do inwestycji poza granicami kraju muszą być spełnione następujące warunki zapisane w rozporządzeniu Ministra Finansów z 23 grudnia 2003 roku w sprawie ogólnego zezwolenia na lokowanie aktywów funduszy emerytalnych poza granicami kraju⁶:

⁵ Ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych, DzU 2004, nr 146, poz. 1546, z późn. zm.

⁶ Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 23 grudnia 2003 r. w sprawie ogólnego zezwolenia na lokowanie aktywów funduszy emerytalnych poza granicami kraju, DzU 2003, nr 229, poz. 2286.

- inwestycja OFE musi być dokonana w państwie należącym do OECD lub w państwie, z którym Polska ma podpisaną umowę o popieraniu i wzajemnej ochronie inwestycji,
- inwestycja OFE musi być inwestycją w papiery wartościowe emitowane przez spółki notowane na podstawowych giełdach rynku kapitałowego danego państwa albo inwestycją w tytuły uczestnictwa emitowane przez instytucje wspólnego inwestowania mające siedzibę w państwie, o którym mowa w punkcie a), oferujące publicznie tytuły uczestnictwa i umarżające je na żądanie uczestnika,
- lokata, o której mowa w punkcie b), musi mieć ocenę na poziomie inwestycyjnym nadaną przez uznaną agencję ratingową.

Ustawodawca nakłada także limity inwestycyjne w odniesieniu do tej klasy aktywów. Inwestycje funduszu w certyfikaty inwestycyjne emitowane przez fundusze inwestycyjne zamknięte nie może przekroczyć 10% aktywów, przy czym nie więcej niż 2% wartości aktywów funduszu może być ulokowane w certyfikaty inwestycyjne wyemitowane przez jeden fundusz inwestycyjny zamknięty. Ponadto do 5% aktywów może być zainwestowane w niepubliczne certyfikaty inwestycyjne, maksymalnie 1% w niepubliczne certyfikaty inwestycyjne jednego FIZ⁷.

Warto zaznaczyć, że limity nie stanowią ograniczenia dla funduszy emerytalnych. Z danych za II kwartał 2013 roku wynika, że inwestycje w certyfikaty inwestycyjne FIZ stanowiły zaledwie 0,09% aktywów OFE, z czego 0,01% aktywów stanowiły niepubliczne certyfikaty inwestycyjne FIZ, a 0,08% aktywów przypadało na publiczne certyfikaty inwestycyjne FIZ⁸.

W proponowanych zmianach do ustawy o OFE utrzymane jest oczywiście rozwiązanie o inwestycjach w certyfikaty inwestycyjne FIZ. Ponadto pojawia się bardziej przystępna możliwość inwestycji na rynku kapitału podwyższonego ryzyka za granicą. OFE będą miały możliwość inwestowania w tytuły uczestnictwa emitowane przez instytucje wspólnego inwestowania typu zamkniętego, mające siedzibę na terytorium państw, będących członkami Unii Europejskiej lub stronami umowy o Europejskim Obszarze Gospodarczym, lub członkami Organizacji Współpracy Gospodarczej i Rozwoju, spełniających łącznie następujące warunki:⁹

- a) wyłącznym przedmiotem ich działalności jest zbiorowe lokowanie środków pieniężnych, zebranych w drodze publicznego lub niepublicznego proponowania nabycia ich tytułów uczestnictwa, w papiery wartościowe, instrumenty rynku pieniężnego i inne prawa majątkowe;
- b) prowadzą swoją działalność na podstawie zezwolenia właściwych organów nadzoru nad rynkiem finansowym państwa, w którym mają siedzibę, albo pro-

⁷ Ustawa z dnia 28 sierpnia 1997 r. o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych, DzU 1997, nr 139, poz. 934; Rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 3 lutego 2004 r. w sprawie określenia maksymalnej części aktywów otwartego funduszu emerytalnego, jaka może zostać ulokowana w poszczególnych kategoriach lokat, oraz dodatkowych ograniczeń w zakresie prowadzenia działalności lokacyjnej przez fundusze emerytalne, DzU 2004, nr 32, poz. 276, z późn. zm.

⁸ *Biuletyn Kwartalny. Rynek OFE*, KNF, II kwartał 2013.

⁹ *Projekt z dnia 10 października 2013 roku o zmianie niektórych ustaw w związku z określeniem zasad wypłaty emerytur ze środków zgromadzonych w otwartych funduszach emerytalnych.*

wadzenie przez nie działalności wymaga zawiadomienia właściwych organów nadzoru nad rynkiem finansowym państwa, w którym mają siedzibę, w przypadku gdy:

- prowadzą swoją działalność w formie instytucji wspólnego inwestowania typu zamkniętego oraz
 - zgodnie z dokumentami założycielskimi ich tytuły uczestnictwa nie są oferowane jako oferta publiczna ani dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym, ani wprowadzone do alternatywnego systemu obrotu oraz mogą być nabywane także przez osoby fizyczne wyłącznie, gdy osoby te dokonają jednorazowego nabycia tytułów uczestnictwa o wartości nie mniejszej niż 40 000 euro;
- c) ich działalność podlega bezpośredniemu nadzorowi właściwych organów nadzoru nad rynkiem finansowym państwa, w którym mają siedzibę;
- d) zgodnie z przepisami prawa państwa ich siedziby mają obowiązek posiadania depozytariusza przechowującego aktywa tej instytucji;
- e) zarządzane są przez podmioty, które prowadzą swoją działalność na podstawie zezwolenia właściwych organów nadzoru nad rynkiem finansowym państwa, w których podmioty te mają siedzibę.

Podstawowym wnioskiem z tych propozycji jest możliwość inwestycji nie tylko w jednostki uczestnictwa funduszy publicznych, ale również niepublicznych.

W toku dyskusji nad zmianami w OFE pojawia się wiele dodatkowych propozycji. Ministerstwo Finansów zaproponowało dodatkowo ograniczenie czasu trwania inwestycji OFE w aktywach, który nie powinien być dłuższy niż 2 lata. Tego typu propozycja jest sprzeczna ze specyfiką inwestycji na rynku kapitału podwyższonego ryzyka. Inwestycje te mają charakter średnio lub długoterminowy. Fundusze PE/VC inwestują w spółki na okres od 2 do 10 lat, a średni okres inwestycji w Polsce wynosi ok. 4 lata¹⁰. Nałożenie ograniczeń inwestycji OFE do 2 lat będzie rodziło kolejne przeszkody, utrudniające inwestycje na rynku kapitału podwyższonego ryzyka.

4. *Private equity/venture capital jako klasa aktywów*

Warto zastanowić się nad opłacalnością inwestycji na rynku kapitału podwyższonego ryzyka. Od kilku lat prowadzone są statystyki przez Europejskie Stowarzyszenie *Private Equity* i *Venture Capital* (EVCA) uwzględniające analizę porównawczą kapitału podwyższonego ryzyka z innymi rodzajami aktywów.

W tabeli 2 porównano reprezentatywne klasy aktywów. *Private equity* reprezentuje portfel europejskich inwestycji kapitału podwyższonego ryzyka. Indeks *JP Morgan Euro Bonds (EMBI+)* odzwierciedla rentowność obligacji. W skład indeksu wchodzi obligacje denominowane w dolarach amerykańskich, euro oraz obligacje krajów rozwijających się. Z kolei indeks *HSBC Small Company Equity* obrazuje sektor 1350 małych przedsiębiorstw z rozwiniętych gospodarek Europy. Z kolei

¹⁰ Z. Drewniak, *Efektywność działalności przedsiębiorstw finansowanych kapitałem podwyższonego ryzyka w Polsce*, rozprawa doktorska, Toruń 2011, s. 343.

indeks *Morgan Stanley Euro Index (MSCI)* odzwierciedla inwestycje w akcje spółek z rozwiniętych rynków europejskich.

Tabela 2
Porównanie stóp zwrotu reprezentatywnych klas aktywów na koniec 2011 roku

	1Y IRR	3Y IRR	5Y IRR
Private Equity	4,75	7,5	1,55
JP Morgan Euro Bonds (EMBI+)	13,51	17,08	9,91
HSBC Small Company Equity	-20,46	13,53	-6,2
Morgan Stanley Euro (MSCI)	-16,4	-0,49	-9,72
OFE	-1,38	4,6	0,82

Źródło: 2011 *Pan-European private equity performance benchmarks study. Creating lasting value*, EVCA, Brussels 2012.

Przedstawione w tabeli dane porównujące inwestycje w różne klasy aktywów stanowią poważny argument, aby inwestycje na rynku kapitału podwyższonego ryzyka były częściej uwzględniane w polityce inwestycyjnej. Rentowność inwestycji PE/VC przewyższała rentowność inwestycji w instrumenty udziałowe oraz średnie stopy zwrotu w horyzoncie rocznym, 3-letnim i 5-letnim uzyskane przez OFE. Można nawet stwierdzić, że gdyby już kilka lat temu OFE zaangażowały się aktywnie w inwestycje na rynku kapitału podwyższonego ryzyka, wartość netto ich aktywów byłaby dziś wyższa.

Rozpatrując zasadność włączenia jakiegokolwiek klasy aktywów do portfela należy również uwzględniać możliwość dywersyfikacji ryzyka, co w wypadku funduszy emerytalnych powinno mieć szczególne znaczenie. Zgodnie z klasyczną teorią dywersyfikacji portfela inwestycyjnego, zwiększanie różnorodności aktywów może prowadzić do ograniczania ryzyka¹¹. Jak pokazano w tabeli 3, korelacja stóp zwrotu dla inwestycji *private equity* i innych klas aktywów jest niska. Zainwestowanie części kapitału na rynku PE/VC pozwala na uzyskiwanie wyższej oczekiwanej stopy zwrotu przy niezmiennym ryzyku lub obniżeniu poziomu ryzyka dla danej oczekiwanej stopy zwrotu.

Tabela 3
Wskaźniki korelacji stóp zwrotu dla *private equity* i innych klas aktywów

	Akcje – horyzont		Obligacje – horyzont	
	długookresowy	krótkookresowy	długookresowy	krótkookresowy
Korelacja roczna	0,57 ÷ 0,59	0,49 ÷ 0,58	-0,18 ÷ 0,12	-0,37 ÷ -0,07
Korelacja kwartalna	0,58 ÷ 0,59	0,58 ÷ 0,61	0,00 ÷ -0,11	-0,22 ÷ 0,03

Źródło: *Why and how to invest in private equity*, EVCA Special Paper, Zaventem, Belgium.

¹¹ H. Markowitz, *Portfolio selection*, „Journal of Finance” 1952, vol. 7, nr 1, s. 77–91.

Podsumowanie

Dotychczasowe zaangażowanie krajowych funduszy emerytalnych na rynku kapitału podwyższonego ryzyka było znikome. Proponowane zmiany w ustawie o OFE zawierają wiele propozycji ułatwiających funduszom emerytalnym bardziej aktywne uczestnictwo na tym rynku. Dotychczas OFE praktycznie nie musiały konkurować między sobą. Ustawodawca zakłada, że po zmianach, konkurencja się nasili i fundusze będą bardziej wnikliwie podchodziły do wyboru aktywów do portfeli inwestycyjnych. Konieczność odpowiedniej ich dywersyfikacji powinna skłonić fundusze do uwzględniania w swojej polityce inwestycyjnej również aktywów alternatywnych, w tym funduszy PE/VC. Istnieje jednak poważne zagrożenie, że proponowane zmiany, jeżeli wejdą w życie mogą doprowadzić do osłabienia OFE, a w skrajnym przypadku do ich likwidacji. Byłoby to konsekwencją przeniesienia środków z OFE do ZUS i w rzeczywistości ich wycofania z rynku. Zmniejszyłaby się tym samym podaż środków, które mogłyby zostać przeznaczone na inwestycje, chociażby na rynku kapitału podwyższonego ryzyka, przyczyniając się do rozwoju kolejnych polskich przedsiębiorstw. Liberalizacja ograniczeń w zakresie polityki inwestycyjnej funduszy emerytalnych może bowiem doprowadzić do ich aktywności na rynku kapitału podwyższonego ryzyka, co powinno skutkować zwiększeniem środków na inwestycje, również w małe i średnie przedsiębiorstwa.

Literatura

- 2011 *Pan-European private equity performance benchmarks study. Creating lasting value*, EVCA, Brussels 2012.
- Biuletyn Kwartalny. Rynek OFE*, KNF, II kwartał 2013.
- Drewniak Z., *Efektywność działalności przedsiębiorstw finansowanych kapitałem podwyższonego ryzyka w Polsce*, rozprawa doktorska, Toruń 2011.
- EVCA Yearbook 2007–2013*, EVCA, Zaventem, Belgia.
- GPW, <http://www.gpw.pl>.
- KNF, <http://www.knf.gov.pl>.
- Markowitz H., *Portfolio selection*, „Journal of Finance” 1952, vol. 7, nr 1.
- Projekt z dnia 10 października 2013 roku o zmianie niektórych ustaw w związku z określeniem zasad wypłaty emerytur ze środków zgromadzonych w otwartych funduszach emerytalnych.
- Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 23 grudnia 2003 r. w sprawie ogólnego zezwolenia na lokowanie aktywów funduszy emerytalnych poza granicami kraju, DzU 2003, nr 229, poz. 2286.
- Rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 3 lutego 2004 r. w sprawie określenia maksymalnej części aktywów otwartego funduszu emerytalnego, jaka może zostać ulokowana w poszczególnych kategoriach lokat, oraz dodatkowych ograniczeń w zakresie prowadzenia działalności lokacyjnej przez fundusze emerytalne, DzU 2004, nr 32, poz. 276, z późn. zm.
- Rynek Otwartych Funduszy Emerytalnych w II kwartale 2013 roku, UKNF, Warszawa 2013.
- Ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych, DzU 2004, nr 146, poz. 1546, z późn. zm.
- Ustawa z dnia 28 sierpnia 1997 r. o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych, DzU 1997, nr 139, poz. 934, z późn. zm.

Ustawa z dnia 28 sierpnia 1997 r. o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych, DzU 1997, nr 139, poz. 934.

Why and how to invest in private equity, EVCA Special Paper, Zaventem, Belgium.

Wrzeński M., *Kapitał podwyższonego ryzyka. Proces inwestycyjny i efektywność*, SGH, Warszawa 2008.

PRIVATE EQUITY/VENTURE CAPITAL MARKET VS CHANGES IN PENSION FUNDS REGULATIONS

Summary

The activity of domestic pension funds in private equity/venture capital market is not as significant as other European countries experience. The reasons for this situation are both economic as well as legal and organizational ones. Forthcoming changes in pension funds regulations may affect private equity/venture capital market. In the paper the proposals as well as most likely changes are examined and discussed.

Keywords: private equity/venture capital, PE/VC funds, pension funds

Translated by Zbigniew Drewniak