

## Koniunktura na rynku Venture Capital / Private Equity

### Artur Zimny

Dr, Katedra Finansów i Rachunkowości MSP,  
Instytut Finansów, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny,  
Uniwersytet Łódzki

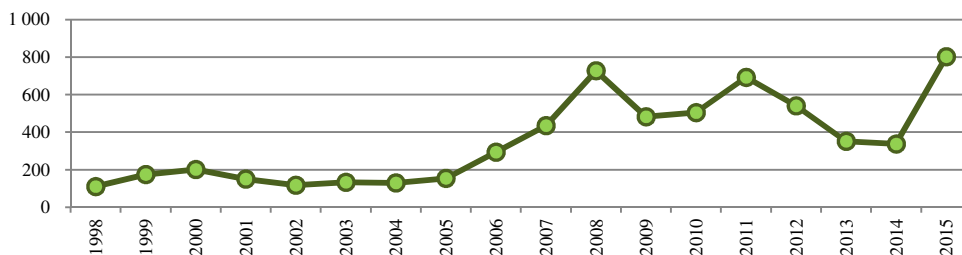
Private Equity to kapitał inwestowany w spółki nie notowane na giełdzie w celu osiągnięcia zysku z przyrostu ich wartości i odsprzedania po z góry przewidzianym okresie. Kapitał ten pochodzi od inwestorów różnego typu, a gromadzony jest w funduszach, których zarządcy wybierają najbardziej obiecujące spółki i lokują w nie środki. Rynek ten, równoległy do publicznego rynku akcji, odgrywa znaczącą rolę w finansowaniu rozwojowych przedsiębiorstw, choć pozyskać kapitał PE jest trudno – finansowanie trafia do nie więcej niż kilku procent zabiegających o nie firm. Mianem Venture Capital z kolei określa się segment rynku Private Equity, skupiony na inwestycjach w przedsięwzięcia na wczesnych etapach rozwoju (uruchamianie i wczesny rozwój biznesu).

Rynek Private Equity (początkowo zawężony w zasadzie do samego Venture Capital) powstawał w połowie XX wieku, równoległe w Stanach Zjednoczonych i Wielkiej Brytanii. Dziś jest to bardzo rozbudowany i zróżnicowany segment

rynku kapitałowego. W Polsce jego nardziny datuje się na początek lat 90., ale szczególnie dynamiczny rozwój nastąpił po 2005 roku.

Europejskim rynkiem Private Equity silnie wstrząsnęły dwa ostatnie kryzysy finansowe, w latach 2000/2001 (pochodząca pęknięcia bańki internetowej na giełdach) oraz w latach 2007/2008 (zapoczątkowany kryzysem na rynku kredytów subprime). Od roku 2009 wartość inwestycji PE w poszczególnych latach ulega nieznacznym wahaniom, ale zauważalna jest powolna tendencja wzrostowa. W 2015 roku europejskie fundusze PE zgromadziły 47,5 mld EUR (kwota tylko o 1% niższa od zeszłorocznej), a głównymi dawcami kapitałów były, tradycyjnie, fundusze emerytalne, a także tzw. fundusze fuduszy (*funds of funds*), organy państwowe (*government agencies*) i państwowe fundusze majątkowe (*sovereign wealth funds*). Wartość inwestycji dokonanych przez europejskie fundusze PE w 2015 r. wyniosła ponad 48 mld EUR i była o 13% wyższa niż rok wcześniej.

Dla polskich instytucji PE rok 2015 był rekordowy pod względem inwestycji – finansowanie otrzymało 112 spółek (w poprzednich latach ta liczba nie przekraczała 100), a łączna wartość inwestycji



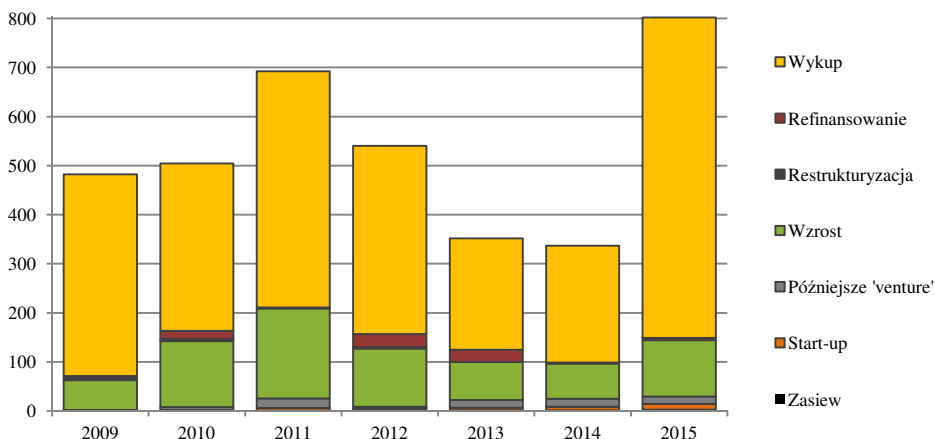
Wykres 1. Inwestycje polskich funduszy Private Equity [mln EUR]; dane za: EVCA

cji sięgnęła 802 mln EUR, co oznacza przyrost w stosunku do poprzedniego roku o 138% (dynamika nieporównanie większa od ogólnoeuropejskiej). Mimo tak znacznego ożywienia wolumen inwestycji polskich PE nadal stanowi mniej niż 2% łącznej wartości inwestycji PE w Europie.

Pod względem nastawienia na poszczególne fazy rozwoju dofinansowywanych przedsiębiorstw dominujące są inwestycje w wykupy – w 2015 roku przeznaczono na nie 81% inwestowanych środków i to one wywindowały łączną wartość inwestycji do rekordowego poziomu (w tym zwłaszcza jeden wykup w branży energetycznej, o czym poniżej). Pod tym względem polski rynek ma jednak strukturę podobną do europejskiego ogółem, gdzie wykupy również stanowią przeważający udział (ok. 75%) inwestowanych środków. Jest to zjawisko typowe, ponieważ transakcje w późniejszych fazach rozwoju, do których należą wykupy, dotyczą przedsiębiorstw dojrzałych i znacząco większych, niż fazy wcześniejsze, zwłaszcza zasiew (seed) i rozruch (start-up), gdzie przedsiębiorstwa

dopiero powstają i potrzebują nieporównywalnie mniejszych środków. Odzwierciedla to porównanie danych wartościowych do ilościowych: o ile kwoty nakładów na początkowe fazy stanowiły wręcz znikomy udział w sumie inwestycji (zasiew 0,4%, start-up 1,5%), to ilości dofinansowanych spółek były znaczące, wynosząc odpowiednio 25 i 31 (wobec 21 spółek w fazie wykupu). Zaliczany do faz późniejszych wzrost (growth) jest drugą co do wartości przeznaczanych kapitałów fazą rozwojową i w 2015 roku 26 spółek w tej fazie zaabsorbowało 14% zainwestowanych środków.

Co do struktury geograficznej, to ze środków zainwestowanych w 2015 r. przez polskie fundusze PE na spółki polskie przeznaczono ponad 86%. Ze środków lokowanych za granicę większość trafiła do pozostałych krajów europejskich; dominującymi kierunkami inwestycji zagranicznych były państwa byłej Jugosławii i Słowacja, Cypr oraz Niemcy. Z kolei w inwestycjach zagranicznych funduszy PE w polskie spółki największy udział miały środki funduszy PE z Wielkiej Brytanii i Norwegii.



Wykres 2. Inwestycje polskich Private Equity wg faz rozwoju spółek portfelowych [mln EUR]; dane za: EVCA

Pod względem branż, do których trafiały środki inwestowane przez polskie PE, struktura rynku była w poszczególnych latach bardzo zróżnicowana, ale wyraźna była dominacja branży dóbr konsumencyjnych (consumer goods & retail), komunikacyjnej (communications), medycznej i pokrewnych (life sciences) czy finansowej (financial services), a udział poszczególnych branż w łącznej wartości inwestycji w latach 2007–2014 nie przekroczył 37%. W przeciwieństwie do lat poprzednich w roku 2015 struktura inwestycji została silnie zdominowana przez energetykę i projekty środowiskowe (energy & environment), absorbując aż 52% inwestowanych środków; dla drugiej pod tym względem branży dóbr konsumencyjnych udział wyniósł już tylko 10%. Na ukształtowanie się takiej struktury wpływ miała głównie transakcja wykupienia od PKP S.A. energetycznej spółki PKP Energetyka S.A. przez spółkę zależną od funduszu CVC Capital Partners; transakcja o wartości ok. 335 mln EUR (1,41 mld zł) stanowiła 42% całego wolumenu inwestycji

PE w tym roku. Nie bez znaczenia są też zapewne inwestycje China CEE Fund w tworzone w Polsce farmy wiatrowe.

Fundusze Private Equity realizują zyski głównie przez z góry zaplanowane wyjścia z inwestycji (divestments). Pod względem wartościowym w poszczególnych latach dominowały różne formy wyjścia, a w roku 2015 największy udział wykazały tzw. trade sale, czyli transakcje odsprzedaży spółek inwestorom branżowym (najczęściej innym przedsiębiorstwom, z tej samej lub pokrewnej branży). Druga pod tym względem forma to odsprzedaż innemu funduszowi PE, a dopiero trzecia to wprowadzenie spółki portfelowej na giełdę (ta forma była najczęstsza w dawniejszych latach, zwłaszcza w okresach hossy giełdowej). Do zera spadła wartość inwestycji zamykanych przez spisanie na straty (write-off), co w poprzednich latach stanowiło dość znaczącą pozycję; zmiana ta zdecydowanie pozytywnie świadczy o koniunkturze na polskim rynku PE.

## Formalno-prawne aspekty implikacji partnerstwa publiczno-prywatnego w Polsce (cz. II)

**Dagmara Hajdys**

Dr hab., Katedra Finansów Publicznych,  
Instytut Finansów, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny,  
Uniwersytet Łódzki

Partnerstwo publiczno-prywatne jest koncepcją realizacji inwestycji publicznych w wielu krajach na świecie. Doświadczenia poszczególnych państw w rozwoju i wdrażaniu formuły są zróżnicowane. Zróżnicowanie polega głównie na wypracowanym modelu, w jakim dane przedsięwzięcie inwestycyjne jest

realizowane. Polskie doświadczenia w zakresie rozwoju koncepcji partnerstwa publiczno-prywatnego w porównaniu do państw – liderów (m.in. Wielka Brytania, Francja, Irlandia) są ograniczone. W większości przypadków zastosowany model jest wypadkową negocjacji pomiędzy stroną publiczną a partnerem prywatnym.

Złożoność koncepcji i brak jedności co do interpretacji partnerstwa publiczno-prywatnego powodują, że w praktyce znajdują różne rozwiązania (modele, formy), w których realizowane są inwestycje

cje oparte o formułę partnerskiej współpracy. Podstawą wyodrębnienia modelu współpracy są relacje pomiędzy stronami, charakter uczestnictwa w przedsięwzięciu oraz podział zadań i ryzyk. Za najważniejszy jednak element przyjmuje się prawo własności do infrastruktury. Z tego punktu widzenia wyróżnia się dwa zasadnicze warianty:

- wariant I – łączenie funkcji właściciela i operatora majątku,
- wariant II – oddzielenie funkcji właściciela i operatora majątku.

W wymienionych wariantach w praktyce ukształtowały się następujące modele, w ramach których mogą być realizowane przedsięwzięcia partnerstwa publiczno-prywatnego: model niemiecki, model brytyjski i model francuski [1].

W modelu niemieckim następuje połączenie funkcji właściciela i operatora. Podmioty, które sprawują obie te funkcje pozostają własnością jednostki samorządu terytorialnego, najczęściej gminy. Podmiot świadczący usługi jest uzależniony od polityki władz lokalnych. Atrybut władzy najczęściej wykorzystywany jest przy ustalaniu cen za usługi (taryf), przy czym konieczne jest uwzględnienie interesu najuboższych grup lokalnej społeczności. Polityka władz lokalnych w odniesieniu do cen i poziomu świadczonych usług w tym modelu zaostrza się w okresach wyborczych, niejednokrotnie stanowiąc ważną kartę przetargową. Doraźna polityka cenowa nie uwzględnia wydatków inwestycyjnych, co przekłada się na brak w sytuacji, gdy wpływy z opłat nie są w stanie pokryć wydatków inwestycyjnych oraz niemożliwe jest precyzyjne zaplanowanie przychodów niezbędne jest wsparcie finansowe ze strony władz lokalnych.

Model niemiecki charakterystyczny jest dla większości funkcjonujących w Polsce

przedsiębiorstw wodno-kanalizacyjnych oraz ciepłowniczych. Jego zaletą jest łatwość utrzymania kontroli nad daną sferą usług, niski poziom cen, polityki lokalnej, ograniczoną rolę operatora oraz brak samodzielności w kształtowaniu polityki cenowej. Podmioty najczęściej zawierają kontrakty na usługi lub kontrakty na obsługę i zarządzanie [2].

Model brytyjski polega na tym, że infrastruktura jest w nim własnością prywatną. Takie rozwiązanie stwarza możliwość działania kilku podmiotom świadczącym ten sam rodzaj usługi. Gmina zostaje pozbawiona praw kontrolno-nadzorczych nad zakresem świadczonych usług i poziomem cen za usługi. W odniesieniu do monopolu naturalnych wpływ na wybrane elementy może zostać zagwarantowany w umowie sporządzanej przez strony. Przyjmuje się, że istotna rola spoczywa wówczas na branżowych organach regulacyjnych, które kontrolują wzrost taryf oraz określają zasady przyłączenia do sieci nowych odbiorców. Rozwiązania przyjęte w tym modelu dopuszczają możliwość funkcjonowania kilku podmiotów świadczących daną usługę, co sprzyja konkurencji. Właściciel świadczenie usług opiera na rachunku ekonomicznym. Cena usługi powinna pokrywać koszty stałe utrzymania sieci, koszty zmienne wytworzenia usługi oraz marżę zysku dla właściciela, co powoduje że zmiany w otoczeniu prawno-ekonomicznym skutkują prawie natychmiastową zmianą cen. Swoboda działania podmiotu dostarczającego usługi publiczne, stabilne warunki działania, możliwość prognozowania dochodów, a tym samym kształtowanie polityki inwestycyjnej oraz brak bezpośredniego uzależnienia od władz lokalnych to zalety modelu brytyjskiego. Za wadę należy uznać brak ochrony interesów słabych finansowo grup społecznych. Charakterystyczne dla modelu typy

umów to kontrakty na budowę, kontrakty na usługi, dzierżawa oraz sprzedaż [3].

Cechą charakterystyczną dla modelu francuskiego jest wyraźne oddzielenie funkcji właściciela infrastruktury od funkcji operatora. Właścicielem infrastruktury pozostaje gmina, a operatorem jest podmiot prywatny, którego wybór następuje w drodze przetargu. W modelu występują dwie formy: *concession de travaux et de service*, polegające na tym, że koncesjonariusz buduje i finansuje inwestycje w zamian za prawo do eksploatacji i pobierania opłat od użytkowników oraz *concession de services*, w ramach którego koncesjonariusz eksploatu-

je już istniejącą infrastrukturę, utrzymuje, finansuje naprawy, uzyskując przychody ze świadczonych usług. Po terminie umowy przedmiot koncesji trafia do podmiotu publicznego. Podmiot prywatny ma wpływ na politykę cenową oraz czynnie współpracuje z władzami gminy nad opracowaniem planu inwestycyjnego. Władze gminy określają taryfy cen na usługi, decydują o kierunku rozwoju infrastruktury. Umowy zawierane są na okres od 15 do 30 lat. Zarządzanie infrastrukturą może odbywać się w formie kontraktu menedżerskiego, umowy dzierżawy czy koncesji. Wybór formy uzależniony jest od indywidualnych warunków, w jakich planowana jest dostawa usług [4].

- 
- [1] M. Bitner, 2003, *Modele partnerstwa publiczno-prywatnego w krajach Unii Europejskiej*, „Finanse Komunalne” Ekstra, nr 2, s. 23–34.
- [2] J. Zysnarski, 2007, *Partnerstwo publiczno-prywatne w sferze usług komunalnych*, Ośrodek Doradztwa i Doskonalenia Kadr Sp. z o.o., Gdańsk, s. 28.
- [3] D. Hajdys, 2007, *Uwarunkowania partnerstwa publiczno-prywatnego w finansowaniu inwestycji jednostek samorządu terytorialnego*, Wyd. Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź, s. 60.
- [4] D. Hajdys, 2009, *Formalnoprawne możliwości współpracy sektora publicznego i prywatnego w ramach modelu partnerstwa publiczno-prywatnego*, „Finanse Komunalne”, nr 9, s. 25–26.
- 

## Struktura podmiotowa zadłużenia Skarbu Państwa z tytułu skarbowych papierów wartościowych emitowanych na krajowy rynek w I kwartale 2016 r.

### Tomasz Uryszek

Dr, Katedra Finansów, Publicznych  
Instytut Finansów, Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny,  
Uniwersytet Łódzki

Skarbowe papiery wartościowe emitowane na rynek krajowy to podstawowy instrument dłużny Skarbu Państwa w Polsce. Ich udział w strukturze długu krajowego w I kwartale 2016 roku wynosił ponad 95%. Jednocześnie, instrumenty te stanowiły ponad 63% zadłużenia ogółem Skarbu Państwa. Od zainteresowania

inwestorów tymi instrumentami zależy możliwość pozyskiwania środków finansowych niezbędnych do zaspokojenia potrzeb pożyczkowych sektora finansów publicznych w Polsce.

### Zadłużenie z tytułu SPW emitowanych na rynek krajowy

Inwestorami nabywającymi SPW są różne grupy podmiotów. Ich podział, z uwzględnieniem instytucji sektora finansowego, niefinansowego oraz inwestorów zagranicznych, zaprezentowano w tab. 1.

Tabela 1. Struktura podmiotowa zobowiązań Skarbu Państwa z tytułu emisji SPW na rynek krajowy (31 marca 2016 r.)

Grupa podmiotów	Mln PLN	Udział [%]
Banki	218 287,99	39,36
Inwestorzy zagraniczni	190 214,59	34,30
Zakłady ubezpieczeniowe	51 314,42	9,25
Fundusze emerytalne	1 936,68	0,35
Fundusze inwestycyjne	48 859,13	8,81
Osoby fizyczne	11 010,32	1,99
Podmioty niefinansowe	1 045,86	0,19
Inne podmioty	31 941,95	5,76
Razem	554 610,94	100,00

Źródło: opracowanie własny na podst. danych: <http://www.finanse.mf.gov.pl/pl/web/wp/dlug-publiczny/rynek-wtorny-spw/struktura-inwestorow> (dostęp: 12.05.2016).

Analiza danych zawartych w tab. 1 wskazuje, że największy udział wśród poszczególnych grup inwestorów nabywających SPW emitowane na krajowy rynek ma sektor bankowy oraz podmioty zagraniczne. Nieco mniejszy jest udział funduszy inwestycyjnych oraz zakładów ubezpieczeń. Osoby fizyczne, podmioty niefinansowe oraz fundusze emerytalne posiadały w swoich portfelach SPW o relatywnie niewielkiej wartości. Warto zauważyć, że polskie SPW, emitowane

na krajowy rynek (i denominowane w polskich złotych) cieszyły się relatywnie dużym zainteresowaniem nierezydentów.

#### Zadłużenie wobec nierezydentów z tytułu SPW emitowanych na rynek krajowy

Zadłużenie Skarbu Państwa z tytułu emisji krajowych SPW, wobec poszczególnych grup inwestorów zagranicznych zaprezentowano w tab. 2

Tabela 2. Struktura podmiotowa zobowiązań Skarbu Państwa z tytułu emisji SPW na rynek krajowy wobec inwestorów zagranicznych (31 marca 2016 r.)

Grupa podmiotów	Mln PLN	Udział [%]
Banki	19 346,28	10,17
Banki centralne	27 744,17	14,59
Instytucje publiczne	9 479,66	4,98
Zakłady ubezpieczeniowe	11 871,09	6,24
Fundusze emerytalne	13 768,43	7,24
Fundusze inwestycyjne	41 749,74	21,95
Fundusze hedgingowe	43,49	0,02
Osoby fizyczne	18,1	0,01
Podmioty niefinansowe	6 711,14	3,53
Inne podmioty	17 239,00	9,06
Rachunki zbiorcze *	42 243,49	22,21
Nierezydenci razem	190 214,59	100,00

\* Wyodrębnienie tej pozycji wynika z faktu, iż nie jest możliwa jednoznaczna identyfikacja inwestorów uprawnionych do zapisanych na tych rachunkach papierów wartościowych

Źródło: opracowanie własny na podst. danych: <http://www.finanse.mf.gov.pl/pl/web/wp/dlug-publiczny/rynek-wtorny-spw/struktura-inwestorow> (dostęp: 12.05.2016).

Dane wskazują, że polskie SPW były nabywane nie tylko przez zagraniczne banki komercyjne oraz przez międzynarodowe fundusze inwestycyjne (co wydaje się naturalne), ale także przez banki centralne innych państw oraz ich instytucje publiczne. Papiery te nabywały także fundusze ubezpieczeniowe oraz fundusze emerytalne. Świadczy to o dużym zaufaniu zagranicznych instytucji finansowych oraz instytucji publicznych do polskich SPW.

Podsumowując, najważniejszymi inwestorami nabywającymi SPW emitowane

na krajowy rynek są instytucje sektora finansowego (polskiego i zagranicznego). Są to głównie banki oraz fundusze inwestycyjne. Polskie SPW są wykorzystywane do zmniejszania ryzyka budowanych przez nie portfeli inwestycyjnych, a jednocześnie przynoszą relatywnie wysoki dochód (w porównaniu do wysoko rozwiniętych gospodarek zachodnioeuropejskich). Duże zainteresowanie inwestorów zagranicznych polskimi krajowymi SPW świadczy o dużym zaufaniu tych podmiotów do naszego kraju oraz do polskiej waluty.