

*Ilona Fałat-Kilijańska*

Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

---

## **Prawne aspekty tworzenia i funkcjonowania funduszy private equity. Przegląd przyjętych rozwiązań w wybranych krajach europejskich**

### **1. Wprowadzenie**

Jednym z najważniejszych czynników niezbędnych dla rozwoju przedsiębiorczości jest dostępność kapitału. Niezależnie od etapu rozwoju przedsiębiorstwa poziom zasobów finansowych, którymi dany podmiot dysponuje, w decydujący sposób wyznacza tempo i kierunki jego rozwoju. Największą barierą dla rozwoju podmiotu gospodarczego, a tym samym barierą dla jego innowacyjności i konkurencyjności, są często niewystarczające zasoby finansowe. Jednym z alternatywnych sposobów dofinansowania działalności gospodarczej jest wykorzystanie kapitału *private equity*.

Fundusze *private equity*, kierując się maksymalizacją zysku, inwestują w branże o największym potencjale wzrostu. Jednak na kierunki inwestycji dokonywanych przez tego typu fundusze w dużej mierze mają wpływ przyjęte w danym kraju rozwiązania prawne. Rozwiązania takie istotnie wpływają na sposób organizacji samych funduszy (podmioty krajowe czy zagraniczne), na źródła i pochodzenie kapitału, jakim dysponują fundusze (kapitał krajowy czy pochodzący od podmiotów zagranicznych), strategię inwestycyjną, czy nawet sposób realizacji zysków. Jeżeli zatem w interesie danego kraju leży wzmocnienie lub rozwój wybranej branży (np. wysokich technologii) bądź skierowanie finansowania do sektora małych i średnich przedsiębiorstw, może on stworzyć odpowiednie ramy prawne (w tym również programy pomocowe) dla funkcjonowania funduszy

*private equity*. Dzięki temu, jak pokazują dane statystyczne oraz badania przeprowadzone przez autorkę, zwiększa się konkurencyjność krajowych podmiotów gospodarczych. Odpowiedzi uzyskane przez autorkę podczas badania ankietowego oraz bezpośrednich wywiadów jednoznacznie wskazują, że firmy z udziałem *private equity* zwracają szczególną uwagę na poziom wydatków na badania i rozwój, marketing, produkt, poprawę wydajności, kwalifikacje pracowników i ich szkolenia. Bez wkładu funduszu inwestycje przeprowadzone przez spółkę byłyby na pewno dużo mniejsze. Firma nie mogłaby sobie pozwolić na prowadzenie działalności badawczo-rozwojowej czy zwiększanie zatrudnienia. Mniejszy byłby również poziom eksportu, na co wskazała prawie połowa badanych.

Celem artykułu jest pokazanie wpływu rozwiązań prawnych i podatkowych na stan rynku *private equity* oraz przedstawienie międzynarodowych doświadczeń, które mogą przyczynić się do przyjęcia podobnych rozwiązań w Polsce. Źródłem danych empirycznych są przede wszystkim badania literaturowe. Badaniami objęto lata 1998–2009. W pracy posłużono się kilkoma metodami badawczymi: metodą opisową, metodą analizy porównawczej, metodą analizy krytycznej oraz metodą syntezy wniosków. Przeprowadzona została ponadto analiza wyników uzyskanych podczas przeprowadzonych badań oraz analiza danych statystycznych.

## 2. Private equity

*Private equity* to inwestycje na niepublicznym rynku kapitałowym, służące osiągnięciu zysku poprzez przyrost wartości kapitału. Jest to kupno akcji lub udziałów spółek nienotowanych na giełdzie. Fundusze *private equity* inwestują zarówno w spółki dojrzałe, poszukując nowych możliwości rozwojowych o dużym potencjale wzrostu, jak i w nowe przedsięwzięcia. Pojęcie to odnosi się również do pozyskania kapitału przez przedsiębiorstwa na tzw. wykup menedżerski<sup>1</sup>. Inwestycje *private equity* pozyskuje się zatem dla rozwoju nowego produktu lub technologii, zwiększenia kapitału obrotowego, poprawy bilansu lub innych większych wydatków inwestycyjnych. Potocznie używana jest nazwa *venture capital*, który jest częścią *private equity*. Są to inwestycje dokonywane we wczesnych fazach życia przedsiębiorstwa, służące jego uruchomieniu lub ekspansji, zazwyczaj o mniejszych kwotach niż *private equity*. Obydwa pojęcia często stosowane są zamiennie. W tym opracowaniu autorka posługiwać się będzie nazwą *private equity* w najszerszym pojęciu<sup>2</sup>.

<sup>1</sup> *Rocznik 2002*, PSIK, Warszawa 2003, [www.ppea.org.pl](http://www.ppea.org.pl), s. 4.

<sup>2</sup> Pojęcia *private equity* i *venture capital* są bardzo różnie definiowane w literaturze przedmiotu. Zazwyczaj wyróżnikiem jest kraj pochodzenia autora danej publikacji. Europa konty-

Pierwsze polskie inwestycje miały miejsce w 1990 r. Wówczas dzięki programowi pomocy dla Europy Środkowej przyjętemu przez administrację G. Busha, powstał Polsko-Amerykański Fundusz Przedsiębiorczości dysponujący 240 mln dolarów<sup>3</sup>. Pomimo relatywnie krótkiej historii fundusze *private equity* wpisały się na stałe w polską gospodarkę, osiągając spektakularne sukcesy w tworzeniu wielu mocnych polskich marek, takich jak: Polfa Kutno SA, Lukas-Bank SA, Computerland SA, W. Kruk SA, Stomil Sanok SA czy Eldorado SA. Wiele z nich zostało wprowadzonych na Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie, przynosząc swoim inwestorom spore i stabilne zyski. Obecnie w Polsce działa ok. 60 firm zarządzających funduszami, w dominującej części typu *private equity*. Wartość zarządzanego przez nie kapitału szacuje się na ok. 8 mld euro. Do końca 2009 r. zainwestowano w Polsce prawie 4 mld euro, dokapitalizowując w ten sposób ponad 700 polskich przedsiębiorstw<sup>4</sup>.

Fundusze *private equity* kierują część swojego kapitału do sektora wysokich technologii, dzięki czemu przyczyniają się do rozpowszechnienia nowoczesnych rozwiązań. Wybierane są firmy związane z technologią internetową, informatyką, telekomunikacją, biotechnologią czy ostatnio nanotechnologią. Najciekawsze polskie inwestycje funduszy *private equity* w tych dziedzinach to Travelplanet (e-commerce), GeoTec (software), BillBird (rozliczenia finansowe), Big Vent (software), BankCom (telemarketing) czy Bioton (biotechnologia). Przykładem inwestycji w sektor technologiczny jest również start up sfinansowany w 1997 r. przez I NFI. Fundusz objął wówczas pakiet akcji w nowo powstającej spółce DJChem Chemicals Poland, a kapitał pozwolił na sfinansowanie budowy fabryki w Wołominie, w której od 1999 r. wytwarzane są chemikalia, wyroby chemiczne oraz włókna sztuczne. Pod koniec 2000 r. udział eksportu w sprzedaży sięgał 60%, a głównymi odbiorcami były podmioty z Europy Zachodniej oraz obu Ameryk. DJChem zatrudnia obecnie 120 osób. W 2002 r. do portfela gdańskiego funduszu Hals weszła lubelska spółka Lanex, która specjalizuje się w produkcji światłowodowych urządzeń telekomunikacyjnych. W ciągu ostatnich kilku lat w Polsce pojawiły się obok funduszy uniwersalnych również fundusze typowo technologiczne, np. 3TS, Intel Capital. Intel Capital poszukuje projektów z najwyższej technologicznej półki – nanotechnologia, genomika, nowe technologie

---

nentalna, Wielka Brytania i Stany Zjednoczone prezentują różne podejścia do inwestycji *private equity* i *venture capital*. Inwestycja *private equity* jest pojęciem szerszym niż *venture capital*, chociaż często obydwa pojęcia używane są zamiennie, pomimo że mogą oznaczać inwestycje o zupełnie innych cechach.

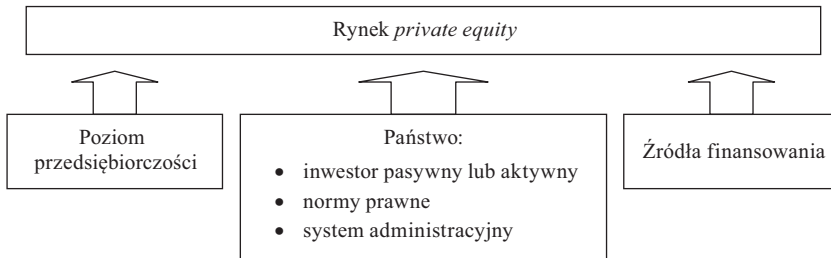
<sup>3</sup> Obecnie wraz z trzema innymi funduszami tworzy największą w Polsce firmę inwestycyjną Enterprise Investors.

<sup>4</sup> Opracowanie własne na podstawie *Roczników 2002–2009*, PSIK, Warszawa 2003–2010, [www.ppea.org.pl](http://www.ppea.org.pl).

czy protokoły komunikacyjne. 3TS inwestuje nie tylko w branżę high-tech, ale również w produkty konsumpcyjne. W jego portfelu znajdują się m.in. Expander (usługi finansowe), Śląska Telewizja Kablowa (media)<sup>5</sup> czy Komex Sp. z o.o. – właściciel marki „5.10.15” (sieć sklepów z odzieżą dziecięcą).

### 3. Czynniki wpływające na działalność funduszy private equity

Podobnie jak inne sektory gospodarki, rynek *private equity* uzależniony jest od otoczenia makro- i mikroekonomicznego. Na inwestycje *private equity* ma wpływ wiele czynników, najważniejsze jednak to: poziom kultury przedsiębiorczości w danym kraju, dostępność źródeł długookresowego finansowania, jakość systemu kształcenia, jakość polityki makroekonomicznej (w szczególności rola rynku papierów wartościowych w finansowaniu gospodarki) oraz regulacje prawne i podatkowe (rys. 1).



Rys. 1. Najważniejsze czynniki wpływające na fundusze *private equity*

Źródło: opracowanie własne.

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*. Regulacje prawne zaś 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*). W niniejszym artykule szerzej zostaną omówione tylko aspekty prawne i podat-

<sup>5</sup> Obecnie należąca do grupy kapitałowej Vectra; [http://www.vectra.pl/firma/o\\_nas/historia/](http://www.vectra.pl/firma/o_nas/historia/) (12.03.2011).

kowe wpływające zarówno na stronę podażową kapitału *private equity* (relacje inwestorzy funduszu–zarządzający funduszem) oraz na stronę popytową inwestycji *private equity* (relacje fundusz–przedsiębiorstwo udziałowe).

Prawne i podatkowe otoczenie funkcjonowania funduszy *private equity* tworzą następujące obszary:

- struktura organizacyjna funduszu,
- regulacje prawne dotyczące rynku fuzji i przejęć,
- znaczenie funduszy emerytalnych jako potencjalnego inwestora funduszu *private equity*,
- podatek dochodowy od osób prawnych (CIT),
- rozwiązania podatkowe od zysków kapitałowych,
- otoczenie biznesowe,
- rozwiązania podatkowe wspierające działalność badawczo-rozwojową.

## 4. Rozwiązania systemowe w wybranych krajach europejskich

Na pierwszym miejscu wśród najbardziej przyjaznych inwestycjom *private equity* krajów europejskich znajduje się Irlandia (tabela 1), która wprowadziła przyjazne rozwiązania podatkowe dla tego typu inwestycji. Dominującą formą prawną dla irlandzkich funduszy jest spółka komandytowa (*limited partnership*), która zapewnia przejrzystość podatkową dla krajowych podmiotów będących inwestorami funduszu *private equity*, a dla zagranicznych w pełni spełnia zasadę unikania podwójnego opodatkowania. Umożliwia uniknięcie podatku od towarów i usług od opłat za zarządzanie funduszem. Forma ta gwarantuje również pełną swobodę działalności inwestycyjnej. Jedynym ograniczeniem tworzenia funduszu *private equity* jako spółki komandytowej jest restrykcyjnie określona w irlandzkim prawie maksymalna liczba komandytariuszy (*limited partners*) do 20 podmiotów. Z tego powodu w niektórych przypadkach istnieje potrzeba tworzenia kilku funduszy, co zwiększa koszty ich działania. Nie ma natomiast żadnych obostrzeń inwestycyjnych dla funduszy emerytalnych. Irlandia posiada najniższą w Unii Europejskiej stawkę podatku dochodowego od osób prawnych – 12,5%<sup>6</sup>. Dodatkową zachętą podatkową dla inwestycji *private equity* jest *Special Private Equity – Related Tax Schemes*, dzięki któremu fundusz może odliczyć od swojego dochodu przed opodatkowaniem koszt zakupu akcji. Najkrótszy, na tle innych krajów członkowskich Unii, jest w Irlandii czas rejestracji działalności gospodarczej. Najniższe są również opłaty rejestracyjne oraz wymogi kapitałowe

<sup>6</sup> <http://www.revenue.ie/en/tax/it/leaflets/it15.html> (24.03.2011).

dla zakładanych tam firm. Prawo irlandzkie przewiduje wiele zachęt i ulg podatkowych związanych z wydatkami na badania i rozwój oraz wydatkami dotyczącymi transferu najnowszych technologii. Irlandzkie prawo ma jednak też kilka mankamentów, np. stawka podatku od zysków kapitałowych wynosząca 20% jest nieco wyższa niż średnia europejska (18,6%); opodatkowaniu podlegają również transakcje wykonania prawa poboru akcji; niekorzystnie oceniane są także rozwiązania prawne dotyczące fuzji, np. obowiązek podania do publicznej wiadomości informacji o przeprowadzeniu transakcji<sup>7</sup>.

Tabela 1. Kraje europejskie mające najbardziej przychylne regulacje prawne i podatkowe dla inwestycji *private equity*

Miejsce w rankingu	Kraj	Liczba punktów <sup>a</sup>
1	Irlandia	1,27
2	Francja	1,36
3	Wielka Brytania	1,46
4	Belgia	1,51
5	Hiszpania	1,52
6	Grecja	1,55
7	Holandia	1,60
8	Luksemburg	1,62
9	Portugalia	1,71
10	Włochy	1,72
21	Polska	2,16
Średnia dla badanych krajów		1,84

<sup>a</sup> 1 – bardzo przychylne, 3 – najmniej przychylne

Źródło: opracowanie własne na podstawie: *Benchmarking European Tax & Legal Environments*, EVCA Papers, Zaventem 2006, s. 9, [www.evca.com](http://www.evca.com).

Kolejne państwo w rankingu to Francja<sup>8</sup>, która dla działalności *private equity* stworzyła specjalne formy prawne: Fonds commun de placement à risque (FCPR) i Fonds commun de placement dans l'innovation et société de capital risque. Spełniają one zasadę przejrzystości podatkowej. We francuskim prawie podatkowym istnieje także system ulg podatkowych w przypadku dokonania inwestycji typu *private equity* oraz specjalny zestaw ulg podatkowych dla firm uznanych za

<sup>7</sup> <http://www.idaireland.com/why-ireland/tax/> (23.03.2011).

<sup>8</sup> Francja w poprzednim badaniu (z 2003 r.) z 2,09 pkt znajdowała się na siódmym miejscu w rankingu (*Benchmarking European Tax & Legal Environments. Indicators of Tax & Legal Environments Favouring the Development of Private Equity and Venture Capital in European Union Member States*, EVCA Papers, Zaventem 2003, s. 7).

innowacyjne i prowadzących działalność badawczo-rozwojową. Fundusze emerytalne są w tym kraju ważnym dostarczycielem kapitału *private equity*. Wysokie miejsce w rankingu Francja zawdzięcza jednak przede wszystkim stworzeniu bardzo dobrych warunków dla inwestycji zagranicznych – w światowym rankingu krajów o najwyższym poziomie inwestycji zagranicznych zajmuje trzecie miejsce (po Stanach Zjednoczonych i Chinach)<sup>9</sup>. I nie chodzi w tym przypadku o wysokość podatków, które są wysokie (CIT – 33,33%), lecz o poziom wydatków związanych z tworzeniem filii zagranicznych przedsiębiorstw. Biorąc pod uwagę wszystkie koszty, czyli wydatki na personel, zakładanie filii, a także podatki, koszt przejazdów, sprzętu i energii – Francja okazuje się najtańszym krajem w Europie. Dodatkowym atutem Francji jest wysoki poziom innych świadczeń (edukacja, drogi czy sieć kolejowa).

Wielka Brytania, która w poprzednim badaniu znajdowała się na pierwszym miejscu, jest liderem europejskiego rynku *private equity*. Największym atutem brytyjskiej gospodarki są bardzo korzystne dla inwestycji *private equity* rozwiązania prawno-podatkowe. Dla działalności typu *private equity* stworzono tam bowiem specjalną konstrukcję Venture Capital Trust (VCT). Są to notowane na londyńskiej giełdzie inwestycyjne fundusze zamknięte, które pozyskany kapitał inwestują w małe spółki niepubliczne lub w spółki kwotowane na AIM<sup>10</sup>. VCT zwolnione są z podatku dochodowego od zysków kapitałowych i podatku od otrzymanych dywidend. Ich uczestnicy są również zwolnieni z podatku od zysków kapitałowych oraz od dywidend uzyskiwanych od funduszu. Zwolnienie to ogranicza się jedynie do inwestorów indywidualnych. Dodatkową zachętą do inwestowania w VCT jest 30-procentowa ulga podatkowa od maksymalnej kwoty 200 tys. funtów rocznej inwestycji w VCT, pod warunkiem jej utrzymania przez 5 lat<sup>11</sup>. W 1993 r. w Wielkiej Brytanii wprowadzono program *Reinvestment Relief*, dzięki któremu zwolniono z podatku zyski kapitałowe zainwestowane w firmy nienotowane na giełdzie (bez limitu ich wartości). W 1994 r. wprowadzono *The Enterprise Investment Scheme*, w myśl którego inwestorzy indywidualni uzyskali dodatkową ulgę podatkową w wysokości 20% zainwestowanych środków w firmy nienotowane na giełdzie (roczna inwestycja nie może być większa niż 500 tys. funtów i musi trwać przynajmniej 3 lata). Ulga ta obejmuje również inwestycje

<sup>9</sup> [http://www.inwestycje.pl/swiat/aktualnosci/francja\\_\\_system\\_podatkowy\\_sprzyja\\_zagranicznym\\_inwestorom;96454;0.html](http://www.inwestycje.pl/swiat/aktualnosci/francja__system_podatkowy_sprzyja_zagranicznym_inwestorom;96454;0.html) (19.07.2010).

<sup>10</sup> AIM – *Alternative Investment Market*, rynek będący częścią Giełdy Papierów Wartościowych w Londynie, na którym kwotowane są mniejsze spółki.

<sup>11</sup> Aby uzyskać wymienione preferencje podatkowe, VCT musi zainwestować 70% swoich środków w spółki niepubliczne należące do małych i średnich przedsiębiorstw (których aktywa nie przekraczają 15 mln funtów). Pojedyncza roczna inwestycja funduszu nie może przekroczyć 1 mln funtów.

w spółki notowane na rynku AIM. Inwestorzy indywidualni mogą także na mocy innego aktu – *Venture Capital Scheme*<sup>12</sup>, odpisać od swojego podatku dochodowego w danym roku lub w roku następnym straty poniesione na inwestycjach w firmy nienotowane na giełdzie (bez limitu wartościowego). Dzięki programowi *Business Assets Taper Relief* inwestorzy *private equity* lokujący w spółki nienotowane na giełdzie zyskali jeszcze jeden przywilej podatkowy: w zależności od długości trwania inwestycji mogą dokonywać zmniejszeń podstawy do opodatkowania podatkiem od zysków kapitałowych (np. efektywna stopa podatkowa dla inwestycji trwającej dwa lata lub więcej wynosi 10%)<sup>13</sup>. Sama wysokość podatku dochodowego od osób prawnych (stawka 28%<sup>14</sup>) w przypadku Wielkiej Brytanii nie ma bezpośredniego związku z wielkością rynku *private equity*. Ważniejszy zatem jest system ulg i zwolnień podatkowych oraz fakt pełnego przyzwolenia na dokonywanie tego typu inwestycji przez fundusze emerytalne.

Podstawową formą prowadzenia działalności *private equity* w Holandii (siódme miejsce) jest spółka komandytowa (*limited partnership*), która jest przejrzysta podatkowo i nie podlega żadnym ograniczeniom dotyczącym strategii inwestycyjnej. Istnieją dwie stawki CIT – 20% w przypadku dochodu do 200 tys. euro, od nadwyżki – 25%. Stawka podatku od zysków kapitałowych i dywidend – 15%<sup>15</sup>. Ważnym elementem holenderskiego rynku *private equity* jest pełna zgoda na inwestycje tego rodzaju dokonywane przez fundusze emerytalne.

Wysoko został oceniony Luksemburg (ósmie miejsce). Fundusze *private equity* działające na jego terenie przyjmują najczęściej formę przejrzystych podatkowo Fonds Commun de Placement (FCP). W ich przypadku spełniona jest także zasada unikania podwójnego opodatkowania oraz niepobierania podatku od towarów i usług od opłat za zarządzanie funduszem. Luksemburg należy do nielicznego grona krajów, w których nie ma obowiązku publicznej informacji o przeprowadzeniu fuzji. Stawki podatku dochodowego są zróżnicowane (20–30%) i zależą od wielkości dochodów firmy. Dodatkowo każda firma płaci 4% specjalnego podatku na fundusz dla bezrobotnych. Bardzo dużym atutem w przypadku Luksemburga jest brak opodatkowania zysków kapitałowych oraz szereg ulg podatkowych bezpośrednio związanych z inwestycjami *private equity* (np. w przypadku inwestycji w certyfikaty funduszu). Fundusze emerytalne mogą inwestować w fundusze *private equity*, ale podlegają pewnym restrykcjom. Niekorzystne są również pewne rozwiązania opodatkowania obrotu prawami poboru, w niektórych przypadkach podatek może być pobrany już w momencie

<sup>12</sup> <http://www.hmrc.gov.uk/manuals/vcmmanual/vcm10030.htm> (3.03.2011).

<sup>13</sup> [http://www.fairinvestment.co.uk/taper\\_relief.aspx](http://www.fairinvestment.co.uk/taper_relief.aspx) (24.03.2011).

<sup>14</sup> Średnia stawka w krajach Unii Europejskiej wynosi 25,7%.

<sup>15</sup> Stan za rok 2011, <http://www.expatax.nl/incometaxexpatax.htm> (20.03.2011).



przyznania prawa poboru akcji. Dłużej niż w większości krajów Unii trwa rejestracja działalności gospodarczej, a opłaty z nią związane są wysokie.

Włoskie fundusze *private equity*, funkcjonujące jako Fondo Chiuso, mają kilka zalet, ale również pewne wady. Jako plusy wymieniane są przede wszystkim unikanie podwójnego opodatkowania oraz brak obciążenia podatkiem od towarów i usług opłat za zarządzanie funduszem. Za najważniejszą wadę uznać należy brak transparentności podatkowej dla inwestorów krajowych. Zachętą dla inwestycji *private equity* jest stosunkowo niski podatek od zysków kapitałowych – 12,5%. Stawka ta dotyczy tylko inwestorów indywidualnych. Nie ma dodatkowego podatku od obrotu prawami poboru (podatek płatny jest tylko w przypadku sprzedaży akcji od nadwyżki od wartości zakupu). We włoskim prawie podatkowym istnieją również ulgi w przypadku współpracy przedsiębiorstw z naukowcami z instytutów badawczych oraz ośrodków naukowych. Główne wady włoskiego systemu prawnego to ograniczenia inwestycyjne dotyczące wielkości zaangażowania finansowego funduszy emerytalnych w inwestycje w akcje funduszy zamkniętych – do 20% aktywów oraz stosunkowo wysoka stawka podatku dochodowego od osób prawnych – 27,5%<sup>16</sup>, brak ulg dla małych i średnich przedsiębiorstw oraz dosyć długi i kosztowny proces rejestracji nowych podmiotów<sup>17</sup>.

Polskie rozwiązania prawno-podatkowe nie są preferencyjnie nastawione do inwestycji *private equity*. W polskim prawodawstwie nie istnieją specjalne formy prawne dla tego typu działalności, czyli polskie fundusze *private equity* mają takie same prawa i obowiązki jak wszystkie inne spółki. Najbardziej odpowiednią formą dla funduszu *private equity* jest specjalny rodzaj specjalistycznego zamkniętego funduszu inwestycyjnego – fundusz aktywów niepublicznych. Certyfikaty emitowane przez taki fundusz nie muszą być wprowadzone do publicznego obrotu, dzięki czemu nie podlega on tak restrykcyjnym obostrzeniom jak pozostałe rodzaje funduszy inwestycyjnych. Przede wszystkim nie ma określonego minimum kapitałowego, w ustawie bowiem znalazł się zapis, że „w przypadku zamkniętego funduszu inwestycyjnego, którego certyfikaty nie podlegają wprowadzeniu do publicznego obrotu, łączną minimalną wysokość wpłat do funduszu oraz sposób zbierania wpłat określa statut tego funduszu”<sup>18</sup>. Nie ma również specjalnych ograniczeń inwestycyjnych, jedynie z definicji musi on przynajmniej 80% swoich aktywów ulokować w papiery wartościowe, które nie są dopuszczone do publicznego obrotu<sup>19</sup>. Obecne przepisy umożliwiają wydanie cer-

<sup>16</sup> Stan na rok 2011.

<sup>17</sup> [http://www.worldwide-tax.com/italy/italy\\_tax.asp](http://www.worldwide-tax.com/italy/italy_tax.asp) (20.02.2011).

<sup>18</sup> Ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych, Dz.U. nr 146, poz. 1546, art. 15, ust. 4.

<sup>19</sup> Zachowując jednocześnie zasady i ograniczenia inwestycyjne funduszu zamkniętego (*ibidem*, art. 196, pkt 1).

tyfikatu zamkniętego funduszu inwestycyjnego przed dokonaniem pełnej wpłaty przez jego uczestnika (obowiązek taki powstaje dopiero w momencie wezwania funduszu do wpłaty). Istnieje zatem możliwość zachowania zasady *commitment*, czyli stopniowej akwizycji kapitału funduszu. Dobrym rozwiązaniem jest także to, że fundusz aktywów niepublicznych może dokonać wypłaty swoim inwestorom przychodów (pomniejszone o koszty) ze zbycia lokat funduszu. Musi on jednak w ciągu 12 miesięcy przywrócić stan swoich aktywów do wymogów przyjętego statutu, chyba że ma w ciągu 36 miesięcy nastąpić jego likwidacja. Jako że fundusz *private equity* stosunkowo rzadko dokonuje reinwestycji swoich przychodów z likwidowanych lokat, a uzyskane środki po potrąceniu odpowiednich kosztów wypłacane są w całości uczestnikom funduszu, ustawowe rozwiązanie znacznie usprawnia proces dystrybucji zysków funduszu. Fundusz aktywów niepublicznych ma dwa, ale zasadnicze mankamenty prawne. Pierwszą niedogodnością jest obowiązek dokonywania wyceny aktywów z częstotliwością zgodną z przyjętą w statucie (ale nie rzadziej niż co 3 miesiące). Drugą, znacznie większą wadą funduszu aktywów niepublicznych są obowiązki informacyjne – dotyczące sporządzania i przekazywania sprawozdań finansowych. Mogą stanowić one zbyt duży koszt dla opłacalności całego przedsięwzięcia, a dla potencjalnych inwestorów funduszu *private equity* mogą być sygnałem o zagrożeniu poufności ich inwestycji. Obowiązki informacyjne niepublicznego funduszu inwestycyjnego nie różnią się specjalnie od rozwiązań obowiązujących pozostałe rodzaje funduszy. Jedyną różnicą jest to, że fundusz, którego certyfikaty nie podlegają wprowadzeniu do publicznego obrotu, nie musi sporządzać prospektu emisyjnego, lecz tylko warunki emisji, które nie muszą być podane do wiadomości publicznej<sup>20</sup>. Niewątpliwą korzystną cechą prowadzenia działalności *private equity* w formie funduszu inwestycyjnego jest jego podmiotowe zwolnienie z podatku dochodowego od osób prawnych<sup>21</sup>. Zyski osiągnięte przez fundusz inwestycyjny opodatkowane są dopiero u jego uczestników. W przypadku prowadzenia działalności *private equity* w formie spółki kapitałowej dochody funduszu-spółki opodatkowane są według zasad ustawy o podatku dochodowym od osób prawnych (czyli stawką 19%), a zyski wypłacone inwestorom traktowane są jako dywidendy i podlegają opodatkowaniu podatkiem od dywidend (stawka 19%). Jak już wcześniej wspomniano, zysk (a przynajmniej jego część) może zostać wypłacony w innej postaci niż dywidenda, jeżeli inwestorem funduszu jest osoba prawna. Często wykorzystywane są wówczas różne metody transferowania zysków pomiędzy danymi podmiotami. Prawdziwą transparentność podatkową zapewniają tylko dwie

<sup>20</sup> *Ibidem*, art. 126.

<sup>21</sup> Ustawa z dnia 15 lutego 1992 r. o podatku dochodowym od osób prawnych, Dz.U. z 2000 r. nr 54, poz. 654 z późn. zm., art. 6, ust. 1, pkt 10.

formy spółek osobowych – komandytowa oraz komandytowo-akcyjna. Korzystne umowy międzynarodowe o unikaniu podwójnego opodatkowania podpisane przez Polskę stwarzają bardzo dobre warunki funduszom zagranicznym (a nawet lepsze niż podmiotom krajowym). Nie ma specjalnych ograniczeń w przepływie kapitałów, a inwestorzy zagraniczni, zwłaszcza z obszaru Unii Europejskiej, traktowani są na równi z inwestorami krajowymi. Dodatkową zachętą do tworzenia funduszy zagranicznych (nawet przez podmioty mające siedzibę w Polsce) jest niepodleganie polskim przepisom dotyczącym sprawozdawczości. Jedynym mankamentem funduszu zagranicznego mogą być obostrzenia w nabywaniu przez obcokrajowców nieruchomości (konieczność uzyskania zezwolenia). Stawka podatku od otrzymanych dywidend obowiązująca w Polsce to 19%. Działające na terenie Polski fundusze *private equity* dysponują głównie kapitałem zagranicznym pochodzącym od banków, amerykańskich funduszy emerytalnych, zachodnich firm ubezpieczeniowych oraz międzynarodowych instytucji. Praktycznie nie istnieje zainteresowanie polskich podmiotów takim rodzajem inwestycji<sup>22</sup>. Problem ten dotyczy szczególnie środków zbieranych przez polskie fundusze emerytalne. Szereg ograniczeń inwestycyjnych, jakimi są one obwarowane, praktycznie uniemożliwiają lokowanie w akcje lub udziały spółek nienotowanych na giełdzie. Nie mogą zatem uczestniczyć w tworzeniu funduszy *private equity*, które nie są spółkami publicznymi lub funduszami inwestycyjnymi. Istnieje oczywiście możliwość wejścia danej spółki zarządzającej funduszami *private equity* na giełdę papierów wartościowych (w ten sposób mogłaby ona trafić do portfela inwestycyjnego funduszu emerytalnego), lecz nie jest to popularny sposób pozyskiwania kapitału *private equity*<sup>23</sup>. Dodatkowo na fundusze emerytalne nałożono wymóg półrocznego raportowania o uzyskanej przez nie stopie zwrotu z inwestycji<sup>24</sup>. Jest to zbyt krótki horyzont czasowy, aby potencjalna inwestycja w *private equity* przyniosła odpowiedni dla OFE poziom zysku. Polskie fundusze emerytalne

---

<sup>22</sup> Wyjątek stanowi Krajowy Fundusz Kapitałowy (KFK), który pełni funkcję tzw. funduszu funduszy. Zasila w kapitał fundusze prywatne, przejmując na siebie część ryzyka i kosztów stałych związanych z inwestowaniem w obszarze niewielkich przedsięwzięć (do 1,5 mln euro). Środki, jakimi dysponuje KFK, to częściowo środki publiczne. W ramach programu operacyjnego „Innowacyjna gospodarka” w zarząd KFK oddano 180 mln euro. Przy obowiązującej zasadzie „1:1” (w funduszu *venture* może się znaleźć co najwyżej tyle samo środków publicznych co prywatnych).

<sup>23</sup> Przykładem firmy zarządzającej funduszami *private equity* będącej spółką giełdową jest polski MCI Management wyspecjalizowany w inwestycjach IT, o niewielkim znaczeniu na rynku *private equity*.

<sup>24</sup> Dwa razy w roku (na koniec marca i września) wyliczana jest minimalna 36-miesięczna stopa zwrotu. Fundusz, który uzyska niższą stopę, jest zobowiązany uzupełnić powstały niedobór (art. 170 oraz rozdz. 18 Ustawy z dnia 28 sierpnia 1997 r. o organizacji i funkcjonowaniu otwartych funduszy emerytalnych, Dz.U. z 2010 r. nr 34, poz. 189 z późn. zm.).

zmuszone są zatem do lokowania środków w instrumenty gwarantujące im stabilny zysk w krótkim czasie<sup>25</sup>. Aby zatem zachęcić OFE do lokowania w *private equity*, trzeba by odejść od krótkoterminowej oceny ich wyników.

Polskie przepisy podatkowe nie zawierają uregulowań mogących stymulować wzrost inwestycji *private equity*. Inwestycje tego typu traktowane są wciąż jak zwykle inwestycje portfelowe i w przeciwieństwie do wielu krajów (nawet europejskich) polskie prawodawstwo nie przewiduje zwolnienia z podatku dochodowego (czy nawet ulg podatkowych) dla podmiotów prowadzących działalność *private equity* czy dokonujących długoterminowych inwestycji. Niekorzystnie wygląda również kwestia opodatkowania dywidend i zysków kapitałowych. Na tle innych krajów 19-procentowa stawka tego podatku jest dosyć wysoka, podczas gdy wiele krajów wręcz rezygnuje z tej formy opodatkowania.

Wszystkie zaprezentowane rozwiązania pokazują, że nie ma jednolitości systemu prawno-podatkowego w krajach Unii Europejskiej co do inwestycji *private equity* (tabela 2).

Tabela 2. Najważniejsze czynniki mające wpływ na działalność funduszy *private equity* w wybranych krajach europejskich

Kraj	CIT (w %)	Podatek od zysków kapitałowych (w %)	Udział w inwestycjach <i>private equity</i> funduszy emerytalnych	System ulg podatkowych dla inwestycji <i>private equity</i>
Irlandia	12,5	18,6	tak	tak
Francja	33,33	33,3	tak	tak
Wielka Brytania	28	brak, ale tylko dla VCT	tak	tak
Holandia	20 i 25	15	tak	.
Luksemburg	20–30	Brak	tak	tak
Włochy	27,5	27,5	tak, ale z pewnymi ograniczeniami	tak
Polska	19	19	nie	brak

Źródło: opracowanie własne na podstawie: <http://www.revenue.ie/en/tax/it/leaflets/it15.html> (24.03.2011); <http://www.idaireland.com/why-ireland/tax/> (23.03.2011), [http://www.inwestycje.pl/swiat/aktualnosci/francja\\_\\_system\\_podatkowy\\_sprzyja\\_zagranicznym\\_inwestorom;96454;0.htm](http://www.inwestycje.pl/swiat/aktualnosci/francja__system_podatkowy_sprzyja_zagranicznym_inwestorom;96454;0.htm), <http://www.hmrc.gov.uk/manuals/vcmmanual/vcm10030.htm> (03.03.2011); [http://www.fair-investment.co.uk/taper\\_relief.aspx](http://www.fair-investment.co.uk/taper_relief.aspx) (24.03.2011); [http://www.worldwide-tax.com/italy/italy\\_tax.asp](http://www.worldwide-tax.com/italy/italy_tax.asp), <http://www.expatax.nl/incometaxexpatax.htm> (20.03.2011).

<sup>25</sup> Ustawa z dnia 28 sierpnia 1997 r. o organizacji i funkcjonowaniu otwartych funduszy emerytalnych, Dz.U. nr 139, poz. 934 z późn. zm.

## 5. Podsumowanie

Przeprowadzona analiza wskazuje na duży wpływ przyjętych rozwiązań prawno-podatkowych na stan rynku inwestycji *private equity*. Regulacje prawne obowiązujące w danym kraju mają istotne znaczenie dla dynamicznego rozwoju rynku *private equity*. Wpływają również na wielkość i źródła pozyskiwanego przez *private equity* kapitału. Nie ma jednak w krajach Unii Europejskiej jednolitego systemu.

Zaprezentowane przykłady pokazują, że najważniejszymi czynnikami wpływającymi na wielkość rynku *private equity* są system ulg i zwolnień podatkowych dla tego typu inwestycji oraz udział funduszy emerytalnych, które są jednym z ważniejszych dostarczycieli kapitału dla funduszy *private equity*. Mniejsze znaczenie mają natomiast wysokość podatku dochodowego od osób prawnych (CIT) oraz opodatkowanie zysków kapitałowych. System ulg i zwolnień podatkowych jest ponadto częstym sposobem na zwiększenie podaży kapitału dla małych i średnich firm oraz na skierowanie inwestycji do wysoko innowacyjnych sektorów. Szczególnie jest to widoczne w przypadku Wielkiej Brytanii, która jest największym rynkiem *private equity* w Europie, czy Francji znajdującej się na drugim miejscu.

Doświadczenia światowego rynku *private equity* pokazują, że inwestycje funduszy wpływają również na stan gospodarki danego państwa. Firmy z udziałem *private equity* zwiększają zatrudnienie, przez co zmniejsza się poziom bezrobocia. Większą uwagę zwracają na poziom wykształcenia pracowników, dzięki czemu gospodarka w większym stopniu może opierać się na wiedzy, mogą być wprowadzane nowe rozwiązania technologiczne, co powoduje, że staje się ona bardziej konkurencyjna. Dla podkreślenia wagi finansowania *private equity* na zakończenie warto dodać, że dzięki dofinansowaniu *private equity* powstały takie firmy, jak Apple, Compaq, Digital Equipment Corporation, Intel czy Microsoft. Fundusze *private equity* przyczyniły się także do dynamicznego rozwoju telefonii komórkowej, finansując działalność badawczo-rozwojową Nokii. Warto zatem stworzyć w Polsce dobre warunki systemowe umożliwiające rozwój rynku *private equity*, dzięki którym poprawi się dostępność kapitału, a zyski osiągnięte przez same fundusze nie będą transferowane za granicę.

## Literatura

*Benchmarking European Tax & Legal Environments. Indicators of Tax & Legal Environments Favouring the Development of Private Equity and Venture Capital in European Union Member States*, EVCA Papers, Zaventem 2003.

*Benchmarking European Tax & Legal Environments*, EVCA Papers, Zaventem 2006, [www.evca.com](http://www.evca.com).

*Roczniki 2002–2009*, PSIK, Warszawa 2003–2010, [www.ppea.org.pl](http://www.ppea.org.pl).

Ustawa z dnia 15 lutego 1992 r. o podatku dochodowym od osób prawnych, Dz.U. z 2000 r. nr 54, poz. 654 z późn. zm.

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

Ustawa z dnia 27 maja 2004 r. o funduszach inwestycyjnych, Dz.U. nr 146, poz. 1546.

### **The Legal Aspects of the Establishment and Functioning of Private Equity Funds. A Review of Solutions Adopted by Selected European Countries**

The history of private equity funds confirms their significance in economic development. Through financing the undertakings which are generally regarded to be too risky, they increase the number of businesses, enhance their competitiveness and create jobs, being significant participants of the capital market. The author presents the factors which affect the market of private equity investments – their volumes and development trends. An analysis of the systemic solutions adopted by Europe's private equity market leaders indicates that a major role in this area is played by the legal regulations concerning organizational forms and tax transparency, tax relief and exemption systems as well as the possible participation of pension funds. Corporate income taxes and capital gains taxes are of secondary importance to the functioning of private equity funds. The objective of the paper is to present the impact of legal regulations on the private equity market; the author refers to international experience in this field which might lead to adopting similar solutions in Poland.

**Ilona Fałat-Kilijańska** – doktor, Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu, Wydział Nauk Ekonomicznych, Katedra Finansów.

*Zainteresowania naukowo-badawcze:* inwestycje *private equity* i *venture capital*, zarządzanie finansami przedsiębiorstwa, zarządzanie ryzykiem kursowym.

*e-mail:* [i.falat-kilijanska@ue.wroc.pl](mailto:i.falat-kilijanska@ue.wroc.pl)