

BIAŁA KSIĘGA

INWESTYCJE W PRIVATE EQUITY
DLA POLSKICH INWESTORÓW INSTYTUCJONALNYCH



Polskie Stowarzyszenie Inwestorów Kapitałowych
Polish Private Equity Association

WARSZAWA 2007

© Copyright Polskie Stowarzyszenie Inwestorów Kapitałowych 2007

Polskie Stowarzyszenie Inwestorów Kapitałowych
ul. Emilii Plater 53, 00-113 Warszawa
tel. +48 22 458 84 30, fax +48 22 458 85 55
psik@ppea.org.pl, www.psik.org.pl



Spis treści

1. Wprowadzenie	5
2. Wnioski z Białej Księgi	8
3. Stopa zwrotu z inwestycji w <i>private equity</i> a zyski z inwestycji w bezpieczniejsze i płynne instrumenty finansowe	10
4. <i>Private equity</i> to klasa aktywów, na których się zarabia	14
5. <i>Private equity</i> to dopuszczalna klasa aktywów	16
6. Efekt krzywej J	18
7. <i>Benchmark</i> OFE a krzywa J	22
8. Inne problemy z <i>private equity</i>	24
Załącznik 1. Regulacje dotyczące OFE, banków oraz firm ubezpieczeniowych	33
Załącznik 2. Stopy zwrotu OFE	43
Załącznik 3. Opłaty TFI i OFE	47
Podziękowania	55



1. Wprowadzenie

Rynek *private equity* w dzisiejszej formie istnieje od przeszło trzydziestu lat. Działalność typu *private equity/venture capital* zaczęła się stopniowo instytucjonalizować w latach siedemdziesiątych, głównie w Stanach Zjednoczonych. Wtedy powstały pierwsze firmy specjalizujące się w zarządzaniu środkami zbieranymi od inwestorów z przeznaczeniem na inwestycje w spółki niepubliczne. W Europie pionierami rynku *private equity* były Wielka Brytania i Holandia, a wzrost jego aktywności nastąpił dopiero po 1983 roku.

Rozwój rynku *private equity* w krajach Europy Zachodniej był możliwy dzięki: a) zwiększonej podaży transakcji, b) usprawnieniu infrastruktury wspomagającej przeprowadzanie transakcji (coraz szersza wiedza, zwiększenie liczby wyspecjalizowanych doradców prawnych i podatkowych oraz liczby banków inwestycyjnych), c) uproszczeniu systemów podatkowych i obniżeniu obciążeń fiskalnych oraz d) wzrostowi dostępności długu.

Rozpoczęcie programów prywatyzacji w poszczególnych krajach Europy Zachodniej spowodowało skokowy wzrost podaży transakcji. Ponadto prywatyzowane przedsiębiorstwa przechodziły restrukturyzację i pozbywały się tej części swojej działalności, która nie była istotna dla przyszłości danej firmy. Poszczególne kraje zaczęły wprowadzać zmiany w systemach podatkowych oraz różnego rodzaju zachęty fiskalne w celu poprawienia atrakcyjności działalności inwestycyjnej na swoim terytorium (np. takie zmiany w systemie podatkowym/fiskalnym we Francji nastąpiły w latach osiemdziesiątych). W efekcie z jednej strony zmalały obciążenia podatkowe przy sprzedaży firm, co skutkowało wzrostem podaży transakcji, a z drugiej — wzrosło zainteresowanie inwestorów wskutek obniżenia kosztów prowadzenia działalności. Niebagatelną rolę odegrał sektor bankowy i zmiany w prawie bankowym. Liberalizacja regulacji dotyczących *financial assistance* w Wielkiej Brytanii w latach osiemdziesiątych umożliwiła lewarowanie transakcji, co znacząco zwiększyło dostępny kapitał na rynku *private equity*, pozwalając na osiągnięcie większych zysków z inwestycji.

Private equity zawsze oznaczało to samo: nabywanie akcji w spółkach prywatnych z zamiarem odsprzedaży z zyskiem w przyszłości. W ciągu lat zmieniał się natomiast kształt rynku i inwestorzy. Do lat siedemdziesiątych inwestycje w perspektywiczne przedsiębiorstwa były przede wszystkim domeną zamożnych rodzin — takich jak np. Rockefellerowie w USA. Przeważały inwestycje typu *venture capital*, tj. w małe, dynamiczne spółki we wczesnej fazie rozwoju (*venture capital, early stage*). W późniejszym okresie rozwoju rynku *private equity* powstały wyspecjalizowane firmy zarządzające coraz większymi funduszami, w których kapitał pochodził od różnych inwestorów, w tym przede wszystkim od instytucji finansowych. Wzrost dostępności kapitału oraz wzrost gospodarczy spowodował, że udział w rynku inwestycji w przedsiębiorstwa we wczesnej fazie rozwoju stopniowo się zmniejszał

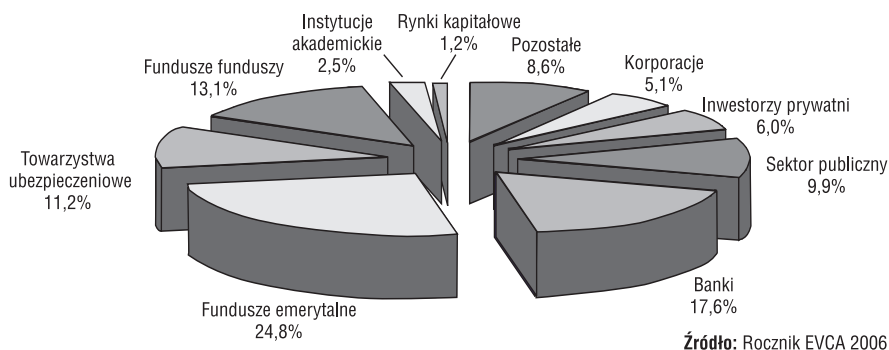


na rzecz dużo większych transakcji wykupu lewarowanego (*leveraged buy out*) czy wykupu menedżerskiego (*management buy out*).

Należy podkreślić, że dzięki *private equity* rozwinęło się wiele współczesnych tuzów globalnej gospodarki, obracających dziś miliardami dolarów czy euro. Netscape, Sun Microsystems, Amazon, eBay, Compaq, FedEx, Amgen, Cisco Systems Intel czy Google są przykładami firm, których jedyną wartością na początku własnej działalności był pomysł na biznes. Dzięki zaangażowaniu kapitału typu *venture* pomysły właścicieli zostały przekute na produkty, które następnie można było sprzedać. Z drugiej strony historia *private equity* notuje wiele ciekawych inwestycji w duże lub bardzo duże firmy. W 1986 roku kapitałem *private equity* finansowana była transakcja wykupu menedżerskiego najlepiej bodaj rozpoznawanego producenta markowych piór wiecznych — Parker Pen. Inne znane firmy, w których rozwój zaangażowane zostały środki *private equity*, to Tetley, Vision Express, MGM, Burger King, Hertz, a z polskich — Aster City Cable, Bankier.pl, Beverly Hills Video, Euronet, Polar, Radio Zet, Star Foods.

Początkowo kapitał do branży *private equity* płynął ze strony zamożnych inwestorów indywidualnych, którzy dysponowali znaczną gotówką oraz byli gotowi na podjęcie względnie dużego ryzyka i jednocześnie zamrożenie środków na co najmniej kilka lat. Finansowania przedsięwzięć *private equity* podejmowały się również uniwersytety i fundacje. Inwestorzy instytucjonalni, m. in. fundusze emerytalne, odkryli *private equity* jako klasę aktywów tak naprawdę dopiero w latach dziewięćdziesiątych. W ostatnim dziesięcioleciu ubiegłego wieku kapitały funduszy emerytalnych popłynęły do tej branży potężną falą. Z badań rynku amerykańskiego wynika, że lokalne fundusze emerytalne oraz fundacje należą do najbardziej aktywnych inwestorów w branży *private equity*. Dostarczają one na rynek około dwóch trzecich kapitału ogółem. Również w Europie podstawowym źródłem zasilania rynku *private equity* w kapitał są instytucje finansowe, w tym fundusze emerytalne. Udział banków, firm ubezpieczeniowych oraz funduszy emerytalnych w finansowaniu branży wynosi około 60%. Podmiotom, których profil inwestycyjny jest z założenia długoterminowy, *private equity* stwarza możliwość alokacji części portfela, proponując atrakcyjną klasę aktywów.

Zasada jest prosta. Pewien procent zobowiązań funduszy emerytalnych i ubezpieczycieli jest zapadalny w relatywnie dalekiej przyszłości. Aby zobowiązania miały pokrycie w należnościach, należy pewną część portfela ulokować na długi termin z wysoką oczekiwaną stopą zwrotu. Taką charakterystykę ma *private equity*. Jednocześnie jest to klasa aktywów, której dodatkowa przewaga (poza ponadprzeciętnymi zwrotami) nad aktywami tradycyjnymi (np. obligacjami skarbowymi), polega na względnej „odporności” wycen na wahania, jakim podlegają rynki publiczne. Dzięki niskiej korelacji z rynkami obligacji i akcji spółek giełdowych *private equity* prowadzi do dywersyfikacji portfela i zmniejsza całkowite ryzyko inwestycyjne.



Rysunek 1. Źródła pochodzenia kapitału *private equity* w Europie w 2005 roku

Kiedy na zachodzie Europy *private equity* obchodziło swoje dwudzieste urodziny, w Polsce branża ta była praktycznie nieznaną. Początek *private equity* w Polsce to lata dziewięćdziesiąte. Ważną rolę w jego rozwoju odegrał Europejski Bank Odbudowy i Rozwoju (EBOiR) oraz International Finance Corporation (IFC) — inwestorzy w wielu funduszach aktywnych w Polsce i w regionie.

Dzisiaj największymi kapitałami dysponują firmy inwestujące regionalnie, m. in. Mid-Europa Partners, Enterprise Investors, Advent International, a także Innova Capital, Argus czy Societe Generale Private Equity, które środki na inwestycje zbierają za granicą. Inwestorzy krajowi są na tym rynku w zasadzie nieobecni. Dla porównania, w Europie ponad połowa kapitałów funduszy *private equity* pochodzi ze źródeł krajowych, przede wszystkim od funduszy emerytalnych i banków.

Szacuje się, że od początku transformacji ustrojowej w Polsce fundusze *private equity* przyciągnęły do polskich spółek inwestycje o wartości około 2 miliardów euro. Jest to wciąż zbyt mało: stosunek inwestycji *private equity* do PKB pozostaje bardzo niski — w roku 2005 wynosił zaledwie ok. 0,045% wobec 0,419% średnio w Europie.

Wiele czynników pozwala mieć nadzieję, że dynamika rozwoju tego sektora w Polsce będzie w najbliższych latach rosła. Wejście Polski do Unii Europejskiej oraz obniżenie stawki podatku CIT do 19% zwiększają szanse rozwoju, a co za tym idzie — atrakcyjność inwestycyjną polskich przedsiębiorstw, szczególnie tych małych i średnich. Opodatkowanie zysków z dywidendy na poziomie 19% oraz wprowadzenie takiej samej stopy podatku dla zysków kapitałowych stawia w jednym szeregach atrakcyjność podatkową *private equity* oraz inwestycji giełdowych. Wreszcie ustawa o funduszach inwestycyjnych z 2004 roku tworzy nowe instrumenty inwestycyjne dostępne dla takich krajowych instytucji finansowych jak OFE i firmy ubezpieczeniowe.

Dlaczego zatem polscy inwestorzy instytucjonalni nie zainwestowali dotychczas w tę klasę aktywów? Poza przybliżeniem inwestorom tego instrumentu finansowego, niniejszy dokument postara się udzielić odpowiedzi na powyższe pytanie.



2. Wnioski z Białej Księgi

Celem niniejszego dokumentu jest przedstawienie głównych powodów, dla których polscy inwestorzy instytucjonalni (w tym OFE) nie zainteresowali się funduszami *private equity* działającymi w Polsce i w Europie Środkowej i nie inwestują w tę klasę aktywów. Są to zarówno bariery ekonomiczne, jak organizacyjne i prawne. Wiele z nich można przezwyciężyć już dziś. Opracowanie to pokazuje zatem dostępne na rynku instrumenty inwestycyjne, które w obecnych warunkach prawnych mogą umożliwić inwestycje *private equity*.

Paradoksalnie, do inwestycji w alternatywne klasy aktywów nie zachęca koniunktura na rynku kapitałowym. Przez ostatnie kilka lat krajowi inwestorzy osiągają ponadprzeciętne zyski z inwestycji w Polsce, nie mają więc powodów, by zajmować się trudniejszymi klasami aktywów. *Private equity* charakteryzuje się wyższym ryzykiem, dłuższym horyzontem inwestycyjnym oraz brakiem zysków w początkowym okresie (efekt *J-curve*), ale za to oferuje ponadprzeciętne zyski. Ten argument traci na atrakcyjności, gdy można inwestować w płynne instrumenty i osiągać wysoką rentowność. W rozdziale 3 przedstawiono analizę zwrotów z portfeli inwestorów instytucjonalnych — były one z różnych powodów imponujące. Należy jednak założyć, że w średnim i długim okresie czynniki powodujące ponadprzeciętne zyski znikną, co spowoduje spadek rentowności osiąganej z obecnego portfela i wzrost atrakcyjności inwestycji w alternatywne klasy aktywów, w tym *private equity*. Nie warto czekać na pogorszenie warunków na rynku kapitałowym. Obecnie jest idealny moment na rozpoczęcie takiego programu, gdyż wysoka rentowność pozostałych inwestycji może znacząco zniwelować wpływ krzywej J na aktywa netto portfeli inwestorów, a w przypadku OFE — na *benchmark* (opis efektu krzywej J — patrz rozdział 6).

Czynnikami ograniczającym inwestycje w *private equity* jest również brak nowoczesnych uregulowań prawnych. Polskie fundusze emerytalne wciąż nie mogą inwestować razem z funduszami emerytalnymi z innych krajów europejskich, wraz z EBOiR-em i innymi instytucjami finansowymi w typowe fundusze *private equity*. Takie fundusze nie znajdują się na liście dozwolonych dla OFE instrumentów inwestycyjnych. Należy jednak zaznaczyć, że w 2004 roku sytuacja prawna uległa pewnej poprawie i w chwili obecnej regulacje prawne nie stanowią już bariery nie do pokonania.

Na liście dostępnych dla OFE instrumentów inwestycyjnych znajdują się certyfikaty funduszy inwestycyjnych zamkniętych (FIZ), a FIZ aktywów niepublicznych ma wiele cech funduszu *private equity*. OFE mogą także inwestować w fundusze tworzone na bazie spółek akcyjnych notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie (GPW), ale takie rozwiązania są w większości przypadków nieefektywne podatkowo, powodują bowiem podwójne opodatkowanie zysków z inwestycji, a tym samym zmniejszają osiągnięte zwroty.



Fundusz inwestycyjny zamknięty aktywów niepublicznych jest zatem realną, choć nie idealną opcją. W porównaniu z typowymi strukturami funduszy *private equity* jest mocno sformalizowany i mało elastyczny, co widać choćby w próbie zastosowania instytucji *commitment* (w typowym funduszu inwestorzy nie wnoszą kapitału w momencie jego utworzenia, a jedynie składają nieodwołalne zobowiązania inwestycyjne i wnoszą kapitał na wezwanie). *Commitment* jest możliwy tylko w FIZ emitującym niepubliczne certyfikaty inwestycyjne, certyfikaty publiczne muszą być w pełni opłacone. FIZ jest również instrumentem kosztownym, co w przypadku małych funduszy *venture capital* praktycznie uniemożliwia jego wykorzystanie.

Inwestycje w *private equity* są dziś możliwe i warto skorzystać z dobrej koniunktury, aby oswoić tę klasę aktywów. Na rynku pojawiły się już pierwsze produkty inwestycyjne *private equity* — certyfikaty FIZ notowane na giełdzie — które przy dzisiejszych ograniczeniach prawnych są rozwiązaniem akceptowalnym dla krajowych inwestorów. W dłuższym okresie należy podjąć szereg działań zmierzających do dalszej poprawy warunków inwestycyjnych w *private equity*, m. in. poprzez:

- a) istotną modyfikację FIZ;
- b) stworzenie nowego instrumentu inwestycyjnego na polskim rynku kapitałowym, np. modyfikację spółki komandytowej/komandytowo-akcyjnej;
- c) poszerzenie prawnych i faktycznych możliwości inwestycyjnych dla OFE, w tym o FIZ nie notowane na GPW, a docelowo o typowe struktury funduszy *private equity* na międzynarodowym rynku kapitałowym;
- d) objęcie usługi zarządzania funduszem *private equity* takim samym statusem podatkowym w zakresie VAT, jak zarządzania funduszami inwestycyjnymi.

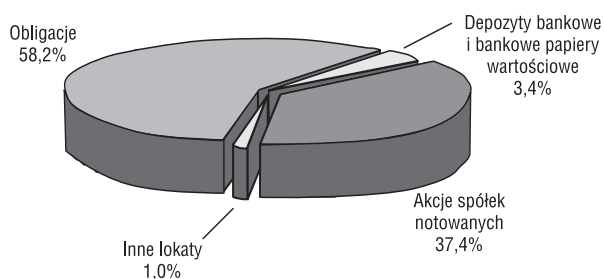
Warto również podkreślić, że choć *private equity* jest branżą stosunkowo nową, to dorobiła się już wiarygodnych źródeł informacji i danych. Dane dla rynku europejskiego są publikowane przez European Private Equity and Venture Capital Association (EVCA), dla Polski zaś przez Polskie Stowarzyszenie Inwestorów Kapitałowych (PSIK). Od kilku lat są także dostępne przekrojowe i statystycznie istotne dane na temat zwrotów z tej klasy aktywów w Europie Środkowej, które publikuje EBOiR. Brak wiarygodnych danych — do niedawna główna przyczyna ostrożności, z jaką inwestorzy podchodzili do inwestycji w *private equity* — dziś już nie stanowi problemu. Rynek rozwija się dynamicznie, a inwestorzy uzyskują bardzo wysokie zyski. Najwyższy czas, by mogły być one udziałem również inwestorów krajowych.



3. Stopa zwrotu z inwestycji w *private equity* a zyski z inwestycji w bezpieczniejsze i płynne instrumenty finansowe

W przeszłości jedną z podstawowych przyczyn niechęci do dywersyfikacji portfeli inwestycyjnych była bardzo wysoka rentowność inwestycji w bezpieczne papiery, których emitentem był Skarb Państwa.

Analizując skład portfeli inwestycyjnych OFE można zauważyć, że w ostatnich latach udział papierów skarbowych w całości portfela ulegał jedynie niewielkim wahaniom, oscylując wokół poziomu 61% (ponad 70% w lipcu–sierpniu 2003). Tak naprawdę gros typowego portfela OFE (patrz rysunek 2) i większości polskich dużych inwestorów instytucjonalnych stanowią papiery dłużne, w tym emitowane przez Skarb Państwa.



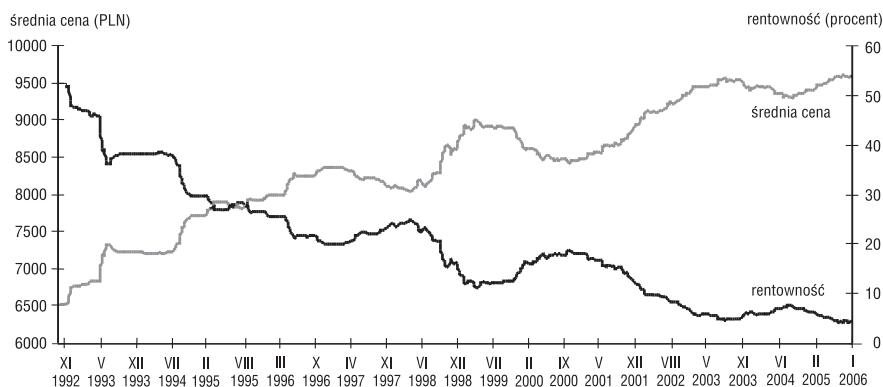
Źródło: KNUIFE.

Rysunek 2. Struktura portfela inwestycyjnego OFE na dzień 31 marca 2007

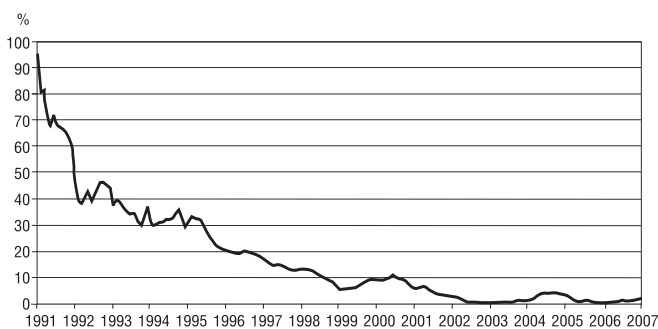
Rysunek 3 wyraźnie pokazuje, że polscy inwestorzy instytucjonalni osiągnęli bardzo wysoką rentowność z płynnych i bezpiecznych instrumentów, jakimi są np. bony skarbowe. Także pozostałe instrumenty dłużne generowały wysokie zyski i charakteryzowały się równie dużą płynnością.

Spadek inflacji i idący za tym spadek stóp procentowych prowadził przez jakiś czas do wzrostu cen obligacji i innych instrumentów dłużnych. Dodatkowo konieczność finansowania przez państwo dużych deficytów budżetowych powodowała, że realna rentowność tych instrumentów przez długie lata była bardzo wysoka i stanowiła swoistą barierę w dywersyfikacji portfela. Dzisiaj zyski osiągnane przez inwestorów z papierów emitowanych przez Skarb Państwa nie są już tak efektywne i należy oczekiwać, że prędzej czy później sprowokują zarządzających portfelami do poszukiwania alternatywnych klas aktywów i przyjrzenia się funduszom *private equity*.

Stały i silny wzrost indeksów warszawskiej Giełdy Papierów Wartościowych był, paradoksalnie, kolejnym czynnikiem zniechęcającym do modyfikacji polityki inwestycyjnej i zainteresowania się aktywami alternatywnymi. Wzrost wartości spółek notowanych na polskiej giełdzie rekompensował spadek rentowności



Rysunek 3. Ceny i rentowność bonów skarbowych (52-tygodniowych)



Rysunek 4. Wskaźnik inflacji

papierów dłużnych. OFE i towarzystwa ubezpieczeniowe (a więc te podmioty, których brak aktywności na polskim rynku *private equity* jest najbardziej zauważalny), nie miały więc bodźców do dywersyfikacji portfeli inwestycyjnych i poszukiwania inwestycji alternatywnych.

W pierwszym okresie funkcjonowania GPW niewielka kapitalizacja spowodowała w efekcie wzrost cen akcji przy stosunkowo niewielkim dopływie kapitału. W kolejnych latach wzrost kapitalizacji giełdy został wzmocniony napływem kapitału zagranicznego, który czekał na wejście Polski do Unii Europejskiej i wiążące się z tym ograniczenie ryzyka inwestycyjnego. W ostatnich latach wzrost cen akcji spotęgowany został stałym dopływem kapitału z OFE. W rezultacie w latach 1996–2006 nastąpił ponadsześciokrotny wzrost WIG, który zapewnił bardzo wysoką rentowność inwestycji giełdowych.

Splot w czasie obu powyżej opisanych czynników (a więc we wcześniejszym okresie bardzo wysoka rentowność papierów dłużnych, a w późniejszym — ponadprzeciętne zyski z inwestycji giełdowych) spowodował, że przez długie lata inwestorzy tacy jak OFE osiągnęli roczny wzrost aktywów netto na poziomie co najmniej porównywalnym do średnich długookresowych stóp zwrotu w branży *private equity*.



**Tabela 1. Teoretyczna roczna stopa zwrotu IRR dla Otwartych Funduszy Emerytalnych
a. liczona w złotychkach**

	2002 1Y* IRR	2003 2Y* IRR	2004 3Y* IRR	2005 4Y* IRR
AIG	13,4	12,6	13,4	14,1
OFE Allianz Polska	14,3	12,6	13,4	14,1
Bankowy OFE	17,4	14,1	14,7	14,1
Commercial Union	11,8	10,9	11,7	12,6
Winterthur	10,1	10,0	12,0	12,5
OFE „DOM”	10,2	11,1	12,7	13,2
OFE Ergo Hestia	12,9	11,5	12,4	12,6
Generali OFE	12,6	12,3	13,3	13,7
ING Nationale-Nederlanden	16,8	14,1	13,9	14,5
OFE Kredyt Banku (w likwidacji)	9,5	9,6		
Pekao OFE	7,1	8,7	11,3	11,6
OFE Pocztylion	9,9	10,2	11,5	12,2
OFE Polsat	10,8	13,7	13,8	13,9
PZU „Złota Jesień”	14,4	13,0	13,5	13,5
Nordea OFE (SAMPO)	15,1	13,1	12,9	13,1
OFE Skarbiec–Emerytura	11,5	11,1	12,1	12,6
Średnia ważona	15,3	13,1	13,4	13,8

b. liczona w euro

	2002 1Y IRR	2003 2Y IRR	2004 3Y IRR	2005 4Y IRR
AIG	-0,7	-2,7	8,0	11,5
OFE Allianz Polska	0,1	-2,7	7,0	9,5
Bankowy OFE	2,8	-1,4	9,2	11,5
Commercial Union	-2,0	-4,2	6,4	10,1
Winterthur	-3,5	-5,0	6,6	10,0
OFE „DOM”	-3,5	-4,0	7,4	10,6
OFE Ergo Hestia	-1,1	-3,7	7,0	10,1
Generali OFE	-1,3	-2,9	7,9	11,1
ING Nationale-Nederlanden	2,4	-1,4	8,5	11,9
OFE Kredyt Banku (w likwidacji)	-4,1	-5,3		
Pekao OFE	-6,2	-6,1	6,0	9,0
OFE Pocztylion	-3,7	-4,8	6,2	9,7
OFE Polsat	-2,9	-1,7	8,4	11,3
PZU „Złota Jesień”	0,2	-2,3	8,1	11,0
Nordea OFE (SAMPO)	0,8	-2,3	7,5	10,5
OFE Skarbiec–Emerytura	-2,3	-4,0	6,7	10,1
Średnia ważona	1,0	-2,3	8,0	11,3

* 1Y, 2Y, 3Y, 4Y — odpowiednio dla okresu rocznego, dwuletniego, trzyletniego, czteroletniego.
Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych KNUiFE.



Tabela 2. Teoretyczna roczna stopa zwrotu IRR dla jednostek funduszy akcyjnych
a. liczona w złotych

	2002 1Y IRR	2003 2Y IRR	2004 3Y IRR	2005 4Y IRR	2006* 5Y IRR
Arka Akcji	-14,7	13,7	20,6	25,1	25,2
BPH FIO Akcji	2,2	13,6	17,7	21,1	20,7
CitiAkcji	7,5	17,9	18,7	20,0	22,1
DWS Akcji	-3,7	11,5	14,9	16,8	16,6
DWS Akcji+	-0,4	13,5	18,8	20,0	21,1
ING Akcji 2	5,7	19,9	20,0	21,5	22,4
ING FIO Akcji	5,7	23,3	22,2	22,6	22,7
PIONEER AP FIO	1,6	18,9	19,0	20,2	19,3
PKO/CS Akcji	3,1	18,0	18,9	21,4	19,4
PZU Krakowiak	4,8	14,8	17,6	17,2	18,8
SEB 3	4,5	17,3	18,8	20,1	19,8
Skarbiec Akcja	8,2	25,0	24,8	25,7	25,7
Średnia	2,9	17,2	18,9	20,6	20,7

b. liczona w euro

	2002 1Y IRR	2003 2Y IRR	2004 3Y IRR	2005 4Y IRR	2006* 5Y IRR
Arka Akcji	-25,3	-1,8	14,9	22,2	22,4
BPH FIO Akcji	-10,4	-1,8	12,1	18,4	18,0
CitiAkcji	-5,8	1,9	13,1	17,3	19,5
DWS Akcji	-15,6	-3,6	9,4	14,2	14,0
DWS Akcji+	-12,7	-1,9	13,1	17,3	18,4
ING Akcji 2	-7,4	3,6	14,3	18,8	19,7
ING FIO Akcji	-7,4	6,6	16,3	19,8	20,0
PIONEER AP FIO	-11,0	2,8	13,3	17,5	16,7
PKO/CS Akcji	-9,7	2,0	13,2	18,6	16,7
PZU Krakowiak	-8,2	-0,8	12,0	14,6	16,2
SEB 3	-8,4	1,4	13,1	17,4	17,2
Skarbiec Akcja	-5,2	8,0	18,8	22,9	23,0
Średnia	-9,9	1,2	13,3	17,9	18,0

* Dane do sierpnia 2006.

Źródło: Obliczenia własne na podstawie Internet Securities, Analizy Online.

Tabele 1.a i 1.b, sporządzone na podstawie materiałów KNUiFE oraz obliczeń własnych, pokazują, że teoretyczna wewnętrzna stopa zwrotu (IRR) z aktywów netto OFE (w okresie czteroletnim) osiągnęła poziom prawie 14% w ujęciu złotówkowym lub 11,3% licząc w euro.¹ Ponieważ przedstawiamy aktywa netto, tak

¹ Wszystkie przeliczenia złotego na euro zostały dokonane na potrzeby tej publikacji według kursu NBP na koniec danego okresu.



więc wyliczona IRR jest wewnętrzną stopą zwrotu w ujęciu netto, która uwzględnia opłaty za zarządzanie oraz inne koszty związane z funkcjonowaniem funduszy. Jak widać z podanych wyliczeń, jest to poziom IRR, który skutecznie hamował potrzebę dywersyfikacji portfela i zwrócenia się w kierunku być może bardziej rentownych, ale także bardziej ryzykownych długoterminowych inwestycji w *private equity*.

Dodatkowo należy zauważyć, że te podmioty, które inwestowały swoje aktywa w fundusze akcyjne (najbardziej zbliżone do funduszy *private equity*), osiągały znacznie wyższą stopę zwrotu IRR ze swoich inwestycji. Średnia wartość aktywów netto na jednostkę w okresie kilku ostatnich lat w istotny sposób wzrosła, zapewniając stopę zwrotu IRR na poziomie ponad 20% rocznie w ujęciu złotówkowym! Analizując stopę zwrotu IRR w euro, zauważymy, że średnia wartość IRR, choć niższa, pozostaje nadal na wysokim poziomie 18%. Obie tabele wyraźnie pokazują wzrost indeksów warszawskiej giełdy przed i po akcesji do UE.

4. *Private equity* to klasa aktywów, na których się zarabia

Niezależnie od opisanych w poprzednim rozdziale czynników, które można określić jako zewnętrzne wobec rynku *private equity*, nie bez znaczenia dla poziomu zainteresowania inwestycjami w tym sektorze są czynniki wewnętrzne. Do niedawna nie było żadnych wiarygodnych statystyk dotyczących tego sektora, w tym poziomu stopy zwrotu IRR osiąganey z inwestycji w branżę *private equity*. Inwestorzy instytucjonalni najwyraźniej uznawali, że brak statystyk to prawdopodobnie wynik bardzo niskich wartości IRR osiągniętych przez tego typu fundusze (i to nie tylko w Polsce, ale w całym regionie).

Jednakże już od kilku lat publikowane są statystyki EBOiR, bezsprzecznie jednego z najważniejszych inwestorów w regionie, oraz Europejskiego Stowarzyszenia Venture Capital (EVCA), które pozwalają na zaprezentowanie obrazu całego sektora w Europie Środkowej. Zgodnie z danymi EBOiR stopa zwrotu IRR netto (w euro) w 2005 roku wyniosła aż 55,5%, natomiast dziesięcioletnia stopa zwrotu IRR — aż 11% rocznie. W tabeli 3 porównano wartości IRR osiągnięte przez EBOiR ze średnią wartością IRR dla europejskich funduszy *private equity* (dane EVCA), a także z danymi dla OFE i wybranych funduszy akcyjnych przedstawionych w poprzednim rozdziale niniejszego opracowania.

	1Y IRR	3Y IRR	5Y IRR	10Y IRR
EBOiR – Portfel Private Equity	55,5	27,2	11,2	11,0
Europejskie Fundusze Private Equity	24,1	5,2	1,2	10,2
Średnia OFE*	21,5	14,9	11,3	
Średnia Fundusze Akcyjne*	32,9	28,9	17,9	

* Dane za okres 4 lat.

Źródło: Obliczenia własne na podstawie danych EBOiR, EVCA.



Jak pokazują dane zawarte w tabeli 3, istnieją silne argumenty przemawiające za tym, aby ta klasa aktywów była w najbliższej przyszłości bardzo poważnie traktowana przez osoby zarządzające portfelami inwestycyjnymi. Po pierwsze, w okresie ostatnich trzech lat (tuż przed i tuż po akcesji Polski do Unii Europejskiej) stopa zwrotu IRR z portfela EBOiR znacząco przewyższa stopę zwrotu IRR OFE. Można by zaryzykować tezę, że gdyby kilka lat temu OFE zainwestowały w branżę *private equity*, ich aktywa netto mogłyby być dziś wyższe. Po drugie, wartość IRR dla portfela EBOiR jest w tym samym okresie praktycznie prawie taka sama jak bardzo wysoka wartość IRR osiągnięta przez fundusze akcyjne. Sądzimy, że tak wysoka stopa zwrotu z funduszy akcyjnych jest w dłuższym okresie niemożliwa do utrzymania. W takiej sytuacji atrakcyjność inwestycji w *private equity* będzie rosła. Dane zawarte w tabeli 3 wyraźnie pokazują, że na *private equity* można zarobić.

Ważne jest także i to, że w najbliższych latach rynek polski będzie się niechętnie normalizował. Niższa niż w przeszłości rentowność papierów dłużnych, a także wyhamowanie dynamiki zwrotów z inwestycji giełdowych (w pewnym momencie skończy się efekt akcesji Polski do UE, powodujący od jakiegoś czasu przeszacowanie aktywów na polskiej giełdzie, zaczniesz spadać napływ kapitałów z OFE z powodu rozpoczęcia wypłat przyszłych emerytur itp.), przesądzą o większej atrakcyjności inwestycji w fundusze *private equity*, pozwalając osiągnąć stopy zwrotu wyższe niż w przypadku tradycyjnych aktywów.

Inną atrakcyjną i chyba niedocenianą cechą inwestycji w fundusze *private equity* jest możliwość dywersyfikacji ryzyka. Jak pokazuje tabela 4, korelacja stóp zwrotu dla *private equity* i innych klas aktywów jest stosunkowo niska. Zainwestowanie części kapitału w branżę *private equity* umożliwia zatem uzyskanie wyższej oczekiwanej stopy zwrotu przy niezmienionym poziomie ryzyka albo obniżenie poziomu ryzyka dla danej oczekiwanej stopy zwrotu.

Tabela 4. 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

* W przypadku wskaźników korelacji rocznej horyzont długookresowy oznacza 30 lat, a krótkookresowy — 19 lat. Korelację kwartalną obliczono na podstawie danych dla odpowiednio 24 oraz 16 lat.

Źródło: Venture Economics, Investment Benchmarks Report: *Venture capital* 2002.



5. *Private equity* to dopuszczalna klasa aktywów

Do roku 2004, czyli do momentu wprowadzenia zmian prawnych zarówno w ustawie z dnia 28 sierpnia 1997 o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych,² jak w ustawie z dnia 27 maja 2004 o funduszach inwestycyjnych,³ nie było tak naprawdę ram prawnych do inwestowania w branżę *private equity*. Rok 2004 był pod tym względem przełomowy, gdyż wprowadzono nowe uregulowania dotyczące funduszy inwestycyjnych zamkniętych (FIZ), które mogą stanowić z kolei podstawę tworzenia funduszy typu *private equity*.

W załączniku 1 szczegółowo przeanalizowano aspekty prawne dopuszczalności inwestowania przez polskich inwestorów instytucjonalnych w fundusze inwestycyjne. Bez dokonywania wyczerpującej analizy prawnej można wyciągnąć ze wspomnianych regulacji prawnych następujące wnioski:

1. Polscy inwestorzy, w tym OFE, zgodnie z obecnie obowiązującymi regulacjami mogą inwestować zarówno w certyfikaty funduszy inwestycyjnych zamkniętych, jak i w fundusze zorganizowane na podstawie umów typu *limited partnerships*, zarejestrowane zarówno w Polsce, jak i zagranicą.
2. Jednakże w przypadku OFE obostrzenia dotyczące wymogów, jakie muszą spełniać poszczególne kategorie lokat, praktycznie uniemożliwiają inwestowanie w fundusze *private equity* w formie *limited partnerships*. Pozostają więc tylko certyfikaty FIZ.
3. Formalnie nie ma wymogu, aby certyfikaty FIZ były notowane na giełdzie. Firmy ubezpieczeniowe i banki nie mają znaczących ograniczeń (inwestują nawet w nienotowane certyfikaty funduszy typu *limited partnerships* za granicą). Jednakże OFE, nie chcąc otwierać dyskusji z regulatorem na temat ustalenia zasad wyceny certyfikatów nienotowanych, w tym zastosowania tzw. reguły *prudent man rule*, z góry zakładają, że certyfikaty funduszu *private equity* powinny być notowane na rynku regulowanym.
4. Formalnie rzecz ujmując, wehikuły inwestycyjne stworzone dla inwestycji typu *private equity*, a zarejestrowane jako spółki prawa handlowego (akcyjne) i notowane na rynku regulowanym (w Polsce lub zagranicą) mogą stanowić alternatywę dla certyfikatów FIZ. Jednakże koszt stworzenia i utrzymywania tego typu platformy inwestycyjnej oraz aspekty podatkowe (głównie CIT) mogą spowodować, że zyski z portfela zostaną istotnie pomniejszone z powodu znaczących obciążeń podatkowych.
5. Zarówno OFE, jak firmy ubezpieczeniowe i banki mają narzucone maksymalne wielkości koncentracji inwestycji. Należy przy tym podkreślić, że

² Ustawa o OFE, tekst jednolity: Dziennik Ustaw z 2004 r. nr 159, poz. 1667, z późn. zm.

³ Ustawa o FI, Dziennik Ustaw z 2004 r. nr 146, poz. 1546, z późn. zm.

na obecnym etapie zaangażowania tych podmiotów w branżę *private equity* limity te nie stanowią żadnego problemu.

Widać zatem, że polskie regulacje umożliwiają polskim podmiotom inwestowanie w *private equity*. Jedyne OFE ma dość znaczące ograniczenia powodujące, że w praktyce mogą inwestować wyłącznie w certyfikaty FIZ notowane na rynku regulowanym w Polsce lub akcje spółek prawa handlowego (polskich i zagranicznych) notowanych na rynku regulowanym w Polsce. Być może prace nad regulacjami prawnymi dotyczącymi spółek komandytowych zmienią w przyszłości tę sytuację.

Należy jednak podkreślić, że omówione wyżej formy prawne funduszu stwarzają również pewne problemy.

Po pierwsze, tworząc fundusz inwestycyjny zamknięty notowany na giełdzie, musimy powołać do życia własne towarzystwo funduszy inwestycyjnych (TFI), które następnie utworzy FIZ i będzie nim zarządzać, albo zawrzeć umowę o współpracy z istniejącym już TFI (w celu zlecenia utworzenia funduszu). Ten wymóg jest o tyle istotny, że jedynie TFI może formalnie stworzyć i, co do zasady, zarządzać FIZ. Dopuszczalne są umowy *outsourcingu*, na podstawie których zarządzanie FIZ zostanie powierzone podmiotowi zewnętrznemu (firmie inwestycyjnej prowadzącej działalność w zakresie *asset management*). Jednakże zarówno w przypadku nowego, jak i współpracy z już istniejącym towarzystwem proces powstawania funduszu znacząco się wydłuża. Mogą także istotnie zwiększyć się koszty funkcjonowania funduszu z powodu podwyższonych wymogów formalnych stawianych towarzystwom oraz obciążenia przepływów pieniężnych podatkiem VAT.

Po drugie, sama kwestia notowania certyfikatów FIZ lub akcji na rynku regulowanym stwarza szereg niedogodności. Z jednej strony w oczywisty sposób zwiększa koszty powstania i funkcjonowania funduszu (wymogi związane z upublicznieniem, obowiązki informacyjne etc.). Z drugiej — praktycznie uniemożliwia zastosowanie mechanizmu pobierania środków od inwestorów z przeznaczeniem na konkretną inwestycję (tzw. *drawdown*). Wynika to z faktu, że certyfikaty FIZ lub akcje notowane na rynku regulowanym muszą być w pełni opłacone, w odróżnieniu od nienotowanych certyfikatów FIZ, które mogą być opłacone tylko w części. Sytuacja ta w praktyce uniemożliwia zastosowanie wprost mechanizmu *drawdown*, co oznacza konieczność stosowania rozwiązań hybrydowych (nowe emisje certyfikatów FIZ lub akcji) lub opłacenie całego kapitału docelowego na etapie organizacji funduszu, co zwiększa koszty i powoduje szereg niedogodności w zarządzaniu.

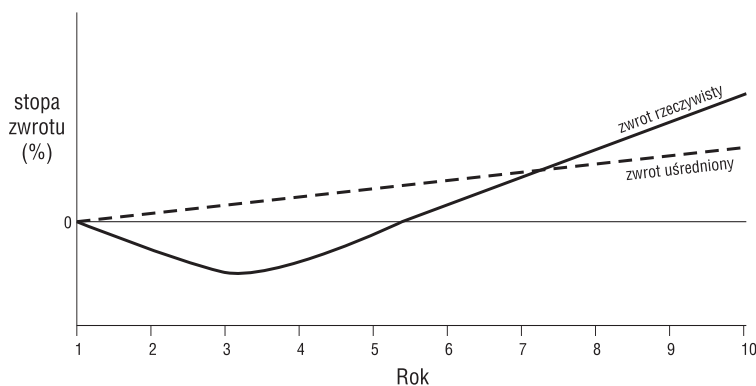
Po trzecie wreszcie, polskie i zagraniczne spółki prawa handlowego, niezależnie od tego, czy są notowane w Polsce, czy nie, zazwyczaj nie są przejrzyste podatkowo, co w ostatecznym rozrachunku powoduje zmniejszenie rentowności inwestycji *private equity*. Są oczywiście jurysdykcje, które stworzyły specjalne regulacje dla funduszy *private equity*. Jednakże stworzenie funduszu opartego na spółkach zagranicznych, z wymogiem notowania go na rynku regulowanym, jest kosztowne i skomplikowane.





6. Efekt krzywej J

Powszechnie uważa się, że krzywa zwrotu z zainwestowanego kapitału w zależności od czasu funkcjonowania funduszu przyjmuje kształt litery J, czyli w początkowej fazie życia funduszu stopa zwrotu IRR jest ujemna, aby w kolejnej fazie rozpocząć silny wzrost (ciągła linia ciągła na rysunku 5). Wycena wartości funduszu (*interim valuation*) jako wartość księgowa netto (NAV) na wczesnym etapie jego istnienia spada poniżej wielkości kapitału zainwestowanego przez inwestorów funduszu.



Źródło: *Private Equity, An Introduction to the Asset Class*, RMF Investment Group.

Rysunek 5. Krzywa J

Główne przyczyny powstawania efektu krzywej J są w zasadzie dwie:

1. Koszty organizacyjne, opłata za zarządzanie. Opłata za zarządzanie jest liczona i pobierana w proporcji do całej wielkości funduszu (*committed capital*), a udział otrzymanego i zainwestowanego kapitału (*contributed capital* / aktywa netto) w stosunku do całej wartości funduszu jest początkowo niewielki. Stąd koszty te obciążają wyniki funduszu i zmniejszają aktywa netto w pierwszym okresie jego funkcjonowania. Oczywiście efekt ten jest mniejszy w sytuacji, gdy inwestorzy wpłacają od razu cały kapitał do funduszu, jak w przypadku funduszy funkcjonujących na podstawie polskiej ustawy o funduszach inwestycyjnych. Wolne środki są wówczas inwestowane, a zyski z inwestycji zwiększają aktywa netto funduszu, zmniejszając lub niwelując efekt *J-curve*.

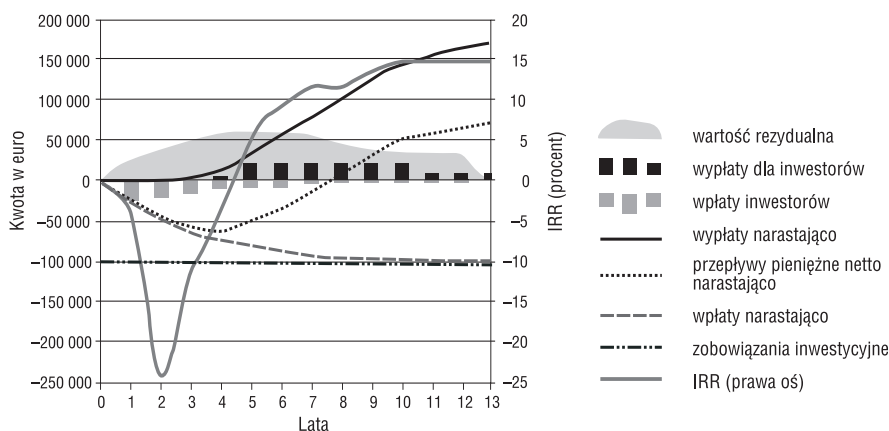
Do kosztów organizacyjnych, tj. kosztów tworzenia funduszu, należy zaliczyć koszty prawne, koszty plasowania emisji przez podmioty zewnętrzne (*placement agent* — do 2% wartości całego funduszu). Dodatkowym czynnikiem zwiększającym koszty funkcjonowania funduszu mogą być również wady rozwiązań podatkowych, jak np. brak możliwości odliczenia przez TFI podatku VAT od kosztów ponoszonych w trakcie funkcjonowania funduszu, co podwyższa koszty zarządzania (*management fee*) o wysokość tego podatku.



2. Konserwatyzm wyceny. Zazwyczaj efekt nieudanych inwestycji jest widoczny wcześniej niż efekt dobrych inwestycji, gdyż nieudane inwestycje są odpisywane w straty z reguły już na początku istnienia funduszu, a na pozytywne efekty dobrych inwestycji z reguły trzeba poczekać kilka lat — aż do momentu ich sprzedaży przez fundusz (z reguły jest to 4–7 lat). Podmioty inwestujące w fundusze *private equity* (PE) powinny pamiętać, że księgową wartość funduszu uwzględnia odpisy z tytułu nieudanych inwestycji, a może nie odzwierciedlać faktycznego wzrostu wartości dobrych inwestycji. Taki konserwatyzm wyceny związany jest również z chęcią pozytywnego zaskakiwania inwestorów funduszu wyższymi niż oczekiwane zyskami z inwestycji. Tocząca się od pewnego czasu w środowisku dyskusja na temat zmiany sposobu waluacji portfeli inwestycyjnych i oparcia jej o koncepcję wartości godziwej (*fair value*) oraz opublikowane w 2005 roku przez EVCA zasady wyceny (*valuation guidelines*),⁴ które pozostają w zgodzie z tą koncepcją wyceny, mogą mieć w przyszłości wpływ na kształt krzywej J.⁵

Efekt krzywej J będzie zależał również od szybkości rozpoczęcia procesu wyjścia z udanych inwestycji. Im szybciej do tego dochodzi, tym mniejszy będzie efekt krzywej J w początkowej fazie istnienia funduszu.

Żaden inwestor nie lubi, aby wartość jego inwestycji malała natychmiast po jej dokonaniu, a zarazem oczekuje zwrotów z inwestycji wyższych od uzyskiwanych na rynku publicznym jako rekompensaty za brak płynności, długoterminowy charakter inwestycji oraz zwiększone ryzyko. Z reguły przyjmuje się, że inwestorzy liczą na dodatkową premię przekraczającą zyski z inwestycji na rynku publicznym — w wysokości 5–10%. Oceniając wyniki funduszu, inwestorzy mają prawo



Źródło: *Private Equity, An Introduction to the Asset Class*, RMF Investment Group.

Rysunek 6. Przepływy pieniężne i zwroty funduszu *private equity*

⁴ Jest on dostępny na stronie internetowej EVCA (www.evca.com).

⁵ Patrz również dodatek *Value Creation* do „Private Equity International” nr 41 (grudzień 2005/styczeń 2006).



spodziewać się, że negatywne wyniki pierwszych lat jego działalności przekształcą się w przyszłości w zyski, przy czym głównymi kryteriami oceny funduszy PE przez inwestorów powinny być przede wszystkim moment zwrotu zainwestowanych środków, ich wielkość oraz ostateczne stopy zwrotu z inwestycji.

W tym celu do oceny poszczególnych funduszy branża PE używa zarówno wskaźnika IRR, jak i współczynnika DPI (*distributions to paid-in*). Wraz z „dojrzeniem” portfela inwestycji współczynniki IRR oraz DPI będą wzrastać i będą z upływem czasu stanowić podstawowe kryterium oceny zwrotu z inwestycji w dany fundusz. Wartość księgową netto jako miarę wartości niezrealizowanego portfela inwestycji funduszu (szczególnie na wczesnym etapie życia danego funduszu) często wprowadza inwestorów w błąd, ponieważ nie odzwierciedla wartości portfela.

Poniżej przedstawiamy kilka typów funduszy klasyfikowanych w grupie funduszy *private equity*, z reguły z nieco odmienną charakterystyką efektu krzywej J. Zazwyczaj jednak efekt krzywej J skorelowany jest z ryzykiem, a co za tym idzie — z potencjalnymi zyskami z inwestycji w dane fundusze (im większy efekt krzywej J, tym większe ryzyko — i potencjalne zyski z inwestycji).

Fundusze *venture*

Ze względu na przedstawione wyżej argumenty efekt krzywej J nie dotyczy w takim samym stopniu wszystkich funduszy typu *venture capital / private equity* (VC/PE). Przykładowo, w drugiej połowie lat dziewięćdziesiątych wyniki wielu funduszy technologicznych, zamiast zachowywać się zgodnie z krzywą J, rosły linowo, tzn. wartość portfela rosła bez wcześniejszego jej spadku. Wzrost wartości portfeli technologicznych był związany z rewaluacją spółek portfelowych dzięki emisjom publicznym (IPO) lub z przeszacowaniem wartości spółek portfelowych przy kolejnych emisjach realizowanych po coraz wyższej wycenie. Jednakże z uwagi na fakt, iż był to bardzo specyficzny okres jeżeli chodzi o inwestowanie w spółki technologiczne, nie można zasadnie twierdzić, że tego typu fundusze generalnie charakteryzuje inna krzywa.

Fundusze typu *secondaries*

Przykładem funduszu, który opisuje wygładzona krzywa wzrostu wartości portfela, jest fundusz *secondaries*. Menedżerowie takiego funduszu inwestują w całe portfele spółek kupowanych z dyskontem od innych funduszy, dużych korporacji lub grup finansowych. Wygładzenie krzywej J jest związane z szybkością wydawania środków inwestorów i szybkim zwrotem zainwestowanych pieniędzy. Co istotne, fundusz *secondaries*, taki jak np. Coller Capital, inwestuje w już zbudowany portfel dojrzałego funduszu, co pozwala uniknąć negatywnych konsekwencji związanych ze wstępnym etapem jego życia.⁶

⁶ Coller Capital to firma zarządzająca największym funduszem *secondaries* na świecie (ok. 3,5 mld euro).



Fundusze infrastrukturalne

Fundusze infrastrukturalne należą do klasy aktywów typu *private equity*, ale w przeciwieństwie do tradycyjnych funduszy PE oferują stosunkowo wysoki zwrot z inwestycji (choć mniejszy niż te ostatnie) i wpływy gotówkowe teoretycznie już od pierwszego roku trwania inwestycji. Fundusze takie lokują swoje środki w duże i stabilne inwestycje infrastrukturalne, takie jak systemy transportu, systemy komunikacyjne czy instalacje wodne lub energetyczne, oraz w instytucje publiczne, takie jak szkoły, szpitale czy więzienia. Tego typu infrastruktura była do tej pory wyłączną domeną rządu i sektora publicznego. Ale wspomniane inwestycje przyciągają prywatny sektor ze względu na wysokie bezpieczeństwo inwestycji, stabilne przepływy finansowe (często gwarantowane przez Skarb Państwa) oraz mniejszy efekt krzywej J.

Fundusze nieruchomościowe

Fundusze nieruchomościowe są funduszami zbliżonymi do funduszy infrastrukturalnych. Zajmują się one inwestycjami w nieruchomości. Zazwyczaj mamy tu nieco mniejszy efekt krzywej J, co jest ściśle skorelowane z portfelem przejmowanych nieruchomości. W przypadku przejmowania istniejących już nieruchomości fundusze tego typu mogą osiągać zyski z inwestycji wcześniej niż klasyczne fundusze *private equity*, co powoduje spłaszczenie efektu krzywej J.

Fundusze mezzanine

Ze względu na dłużny charakter inwestycji typu *mezzanine* krzywa J jest znacznie bardziej spłaszczona w porównaniu z krzywą J dla tradycyjnych funduszy *private equity*. Również stopa zwrotu IRR w początkowej fazie życia funduszu *mezzanine* spada w mniejszym stopniu, niż to sugeruje kształt krzywej J. Jest tak dlatego, że dług mezzaninowy może być obsługiwany od początku realizacji inwestycji (odsetki), a długość krzywej J jest ściśle określona ze względu na umowny charakter pożyczki mezzaninowej i ustalony moment wyjścia z inwestycji. Niemniej jednak wartość IRR jest dla takich funduszy zazwyczaj mniejsza.

Fundusz funduszy (*Fund of Funds*)

Innym sposobem zmniejszenia ryzyka oraz efektu krzywej J jest inwestowanie za pośrednictwem wehikułu inwestycyjnego nazywanego funduszem funduszy (FF), gdyż jest to najbardziej zdywersyfikowany wehikuł inwestycyjny w branży *private equity*. FF zbiera pieniądze od inwestorów i inwestuje je w portfel pojedynczych funduszy *private equity*. Fundusz funduszy może być korzystny zarówno dla inwestorów, których strategia zakłada małą alokację środków, jak i tych, którzy wybierają dużą alokację środków na *private equity*. Dzięki dywersyfikacji portfela w FF udaje się zmniejszyć ryzyko związane zarówno z pojedynczym funduszem, jak i z cyklami koniunkturalnymi, rynkami kapitałowymi czy sektorami przemysłowymi. Nic jed-



nak nie odbywa się w próżni: efektem dywersyfikacji jest potencjalnie niższa stopa zwrotu z inwestycji.

Zatem przyjmuje się, że efekt krzywej J jest charakterystyczny dla całej branży VC/PE i nie jest to zjawisko ani złe, ani dobre. Po prostu powstanie funduszu oraz wyselekcjonowanie portfela spółek i dokonanie inwestycji kosztuje — i koszty te obciążają aktywa funduszu w pierwszym okresie jego życia, zanim pojawią się zyski. Ponadto właśnie w tym okresie możliwe jest oddzielenie inwestycji dobrych od gorszych i stworzenie odpowiednich rezerw na wypadek spadku wartości tych ostatnich, co dodatkowo negatywnie wpływa na aktywa netto funduszu. Natomiast wartość dobrych inwestycji jest zazwyczaj budowana przez dłuższy czas, co z kolei uniemożliwia wykazywanie wzrostu wartości we wczesnych okresach inwestycji.

Presja na minimalizowanie efektu krzywej J może prowadzić do negatywnych konsekwencji dla inwestorów funduszu w postaci:

- manipulacji wycenami spółek portfelowych poprzez opóźnianie tworzenia rezerw lub odpisywanie złych inwestycji w straty;
- manipulacji sposobami dokonywania wycen i prezentowania rezultatów w bardziej korzystnym świetle;
- lokowania dodatkowych pieniędzy inwestorów w złe inwestycje w celu uniknięcia odpisywania strat;
- realizacji inwestycji oferujących szybszy zwrot zainwestowanych środków finansowych i bieżące przepływy finansowe zamiast lokowania pieniędzy w bardziej zyskowne inwestycje długoterminowe;
- przyspieszania momentu wyjścia z inwestycji poprzez przedwczesne oferty publiczne lub sprzedaż udziałów inwestorom strategicznym, co często koliduje z możliwością uzyskania wzrostu wartości portfela w dłuższym okresie.

7. Benchmark OFE a krzywa J

Wyniki funduszy emerytalnych ocenia się, porównując je do średniej stopy zwrotu wypracowanej przez wszystkie OFE przez okres 36 miesięcy. Stanowi ona tzw. kroczący *benchmark*, czyli punkt odniesienia w przypadku oceny danego funduszu.

Ponadto każdy fundusz emerytalny powinien osiągnąć ustawowe minimum, czyli minimalną stopę zwrotu. Minimalna stopa zwrotu to niższa z dwóch wartości: połowa średniej ważonej lub średnia minus 4 punkty procentowe. Jeśli wynik funduszu jest słabszy niż minimalna stopa zwrotu, towarzystwo funduszy inwestycyjnych, które nim zarządza, musi uzupełnić konta klientów z własnych środków. Jest to mechanizm zabezpieczający klientów przed ewentualną stratą lub choćby zbyt niskim — w porównaniu z konkurentami — przyrostem gromadzonych oszczędności. Na razie tylko właściciel Bankowego dopłacał do funduszu. Pozostałe OFE miały zawsze wyniki przekraczające minimalną stopę. Zarówno



benchmark, jak i minimalną stopę zwrotu określa się dwa razy w roku, na koniec marca i na koniec września. Dokładny opis wyliczenia obu tych parametrów zawarty jest w załączniku 2.

Poza oczywistym mechanizmem zabezpieczającym klientów *benchmark* posiada także wady. Po pierwsze, z uwagi na fakt, że liczony jest dwa razy w roku, motywuje do inwestycji krótkookresowych. Stoi to w sprzeczności z ideą dywersyfikacji portfela i inwestowania w przedsięwzięcia charakteryzujące się potencjalnie dużymi zyskami, ale w perspektywie długookresowej. Dodatkowo inwestycje opisywane krzywą J mogą negatywnie wpłynąć na wycenę jednostki danego funduszu w krótkim okresie, co jest uznawane za jeden z głównych problemów w przypadku inwestycji w *private equity*.

Podnosząc ten argument, zarządzający OFE i innymi funduszami stosują bez wątpienia uproszczenie. Oczywiście przebieg krzywej J charakteryzującej fundusze PE będzie miał pewien wpływ na wyniki OFE, ale wpływ ten będzie znikomy, jeśli wziąć pod uwagę zarówno aktualną wartość aktywów OFE, jak i wzrost tych aktywów przewidywany w najbliższej przyszłości. Ponadto istotne znaczenie będą tu miały ograniczenia inwestycyjne funduszy w zakresie inwestycji w tego typu aktywa.

Nie ulega wątpliwości, że każdy fundusz inicjujący program inwestycji w aktywa alternatywne rozpocznie od stosunkowo niewielkiego udziału. Należy założyć, że zaangażowanie funduszy OFE w aktywa alternatywne będzie na pewno niższe niż analogiczne zaangażowanie funduszy emerytalnych w Europie Zachodniej czy USA i nie będzie przekraczać 2–3% wszystkich aktywów w ciągu najbliższych kilku lat. Dla porównania, fundusze emerytalne w Europie Zachodniej inwestują w PE średnio 3–5% swoich aktywów, a fundusze amerykańskie — do 10% wszystkich aktywów.

Niemniej ostateczna wielkość zaangażowania OFE w ten rodzaj aktywów będzie wypadkową szeregu czynników, takich jak:

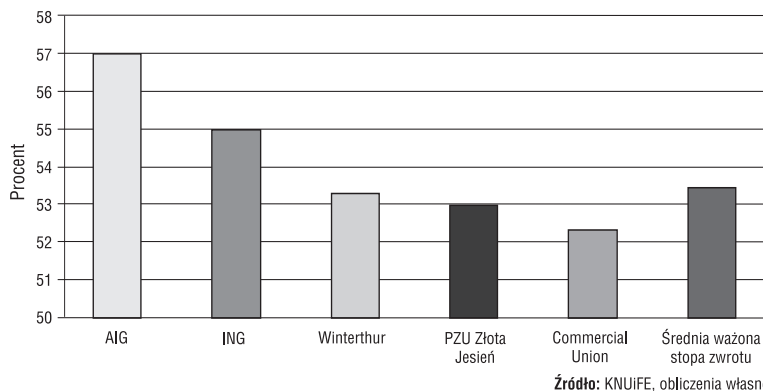
- przyjęta strategia inwestycyjna OFE oraz przyjęta strategia dywersyfikacji ryzyka;⁷
- sposób budowy portfela, tzn. ustalenie, w jakie fundusze będzie się inwestować (fundusze *venture*, fundusze wykupowe, fundusze infrastrukturalne, *secondaries*, *mezzanine*, fundusze funduszy);
- umiejętność inwestowania w fundusze, które rozpoczęły swoją działalność inwestycyjną w różnym czasie (spowoduje to dodatkową dywersyfikację ryzyka OFE).

Tak więc argument istotnego wpływu takich inwestycji na wyniki funduszu można łatwo obalić. Natomiast argumentacja zarządzających OFE przemilcza fakt, że w dłuższym okresie inwestycje w *private equity* generują dużo wyższą stopę zwrotu

⁷ Patrz Ulrich Grabenwarter i Tom Weidig, *Exposed to the J-curve. Understanding and Managing Private Equity*, Fund Investments, Euromoney.



IRR niż tradycyjne inwestycje w papiery dłużne i akcje notowane na giełdzie, co w dłuższej perspektywie powinno zwiększyć wartość parametru IRR danego funduszu. Pomijany jest także fakt, że inwestycje dokonane do roku 2010 generowałyby w późniejszych okresach duże dodatnie przepływy gotówkowe do funduszu, co ułatwiałoby sfinansowanie wypłat przyszłych emerytur, być może bez konieczności sprzedaży aktywów płynnych.



Rysunek 7. Benchmark w okresie od 31 marca 2003 do 31 marca 2006

Innym istotnym problemem *benchmarku* jest efekt ujednoczenia portfeli inwestycyjnych funduszy. W rezultacie przyrównywania uzyskiwanych przez fundusze wyników do *benchmarku* następuje upodobnienie portfeli inwestycyjnych przez wszystkich graczy na tym samym rynku. Jak pisaliśmy na początku tego rozdziału, niezwykle rzadko „wypadki przy pracy” powodowały konieczność dopłat do funduszu (*casus* Bankowego). Efekt ten dobrze widać na rysunku 7: stopy zwrotu funduszy tylko nieznacznie różnią się od siebie oraz od średniej.

8. Inne problemy z *private equity*

Committment / draw-down

Zdecydowana większość funduszy zorganizowana jest w taki sposób, aby środki przekazywane były przez inwestorów w momencie, kiedy fundusz dokonuje inwestycji w konkretną spółkę. Gdy fundusz jest tworzony, każdy inwestor zobowiązuje się do wniesienia odpowiedniej kwoty w określonym czasie na żądanie zarządzającego (zazwyczaj po decyzji komitetu inwestycyjnego). Stąd angielska nazwa *committment*, czyli zobowiązanie do przekazania środków pieniężnych. Wnoszenie środków na żądanie w terminologii funduszy *private equity* nazywa się *draw-down*. Umowa spółki lub umowa *partnership* ściśle określa, kiedy i pod jakimi warunkami zarządzający funduszem ma prawo wezwać inwestorów do wpłaty pieniędzy do funduszu.



Tak określona formuła funkcjonowania jest korzystna dla obydwu stron. Inwestorzy nie muszą wpłacać całego kapitału do funduszu w chwili jego utworzenia i mogą nadal inwestować swoje środki do momentu, gdy zapada termin płatności. Z kolei zarządzający nie muszą zatrudniać dodatkowego personelu lub firmy do zarządzania nadmierną płynnością, zmniejszając w ten sposób koszty swojego funkcjonowania. Ma to dla nich także wymiar finansowy. Każdy zarządzający jest wynagradzany poprzez pobieranie opłaty za zarządzanie (*management fee*) oraz opłaty za sukces (*carried interest*). Opłata za sukces jest zazwyczaj należna wówczas, gdy zyski z całości funduszu przekroczą minimalną stopę zwrotu (określaną z inwestorami w momencie tworzenia funduszu, zazwyczaj w wysokości 8% IRR). Minimalna stopa zwrotu liczona jest w oparciu o faktyczne przepływy pieniężne, zarówno wpłaty, jak i wypłaty z funduszu. Jest rzeczą oczywistą, że kwota równa 8% IRR, liczona od całości środków wpłaconych w momencie utworzenia funduszu, powoduje swoiste podwyższenie poprzeczki, gdyż opłata za sukces zostałaby wypłacona po osiągnięciu zysków dużo większych, niż wynikałoby to z liczenia tej samej wartości IRR, ale na podstawie faktycznych wpłat w momencie dokonywania poszczególnych inwestycji.

Jak wspominaliśmy już w niniejszym opracowaniu, w przypadku wyboru krajowych struktur prawnych dla funduszy *private equity* certyfikaty lub akcje notowane na giełdzie muszą być w pełni opłacone. Zatem albo inwestorzy wniosą całość środków w chwili tworzenia funduszu, albo zarządzający zastosuje mało efektywne rozwiązania alternatywne. Jednym z takich rozwiązań jest określenie z góry daty emisji serii nowych akcji lub certyfikatów, oczywiście przy założeniu, że jest się w stanie precyzyjnie określić przyszłe zapotrzebowanie na kapitał. Pomijając fakt, że określenie wartości tego zapotrzebowania i jego momentu jest bardzo trudne, generuje to wszystkie problemy finansowe opisane powyżej i w znaczący sposób podwyższa koszty funkcjonowania funduszu (każda emisja wymagać będzie, co do zasady, sporządzenia odrębnego prospektu emisyjnego, poniesienia kosztów związanych z upublicznieniem itp.).

Jest jeszcze jeden istotny problem w przypadku struktur hybrydowych. Instytucja *commitment* to tak naprawdę nieodwołalne zobowiązanie inwestora do wniesienia środków do funduszu. Niedopełnienie tego obowiązku niesie za sobą dość dotkliwe kary finansowe. Jest to więc instytucja zapewniająca dopływ kapitału do funduszu w celu skonstruowania odpowiedniego portfela. Nie da się jednak w prosty sposób zmusić wszystkich przyszłych akcjonariuszy do objęcia nowych serii akcji. Można wprawdzie podpisać z głównymi inwestorami umowy zobowiązujące do obejmowania akcji z przyszłych emisji, ale w przypadku OFE nie jest to łatwe ze względu na rządzące tym rynkiem regulacje.

Podsumowując, akcje lub certyfikaty FIZ notowane na giełdzie w znaczący sposób utrudniają przeniesienie wprost modelu funkcjonowania instytucji *commitment* i *draw-down*. Prawdopodobnie fundusze tworzone na bazie obecnych regulacji będą musiały albo zbierać cały kapitał w momencie tworzenia i w odmienny od



dotychczasowego sposób określać sposób liczenia minimalnej stopy zwrotu, albo próbować konstruować rozwiązania alternatywne. Wydaje się, że tworzący fundusze wybiorą raczej pierwsze rozwiązanie, gdyż jest dużo łatwiejsze i mniej kosztowne w implementacji.

Wielkość *management fee*

Niektórzy członkowie Polskiego Stowarzyszenia Inwestorów Kapitałowych zarówno w trakcie zbierania pieniędzy do funduszy, jak i podczas bezpośrednich rozmów z zarządzającymi spotkali się wielokrotnie z zarzutami, że *management fee* jest zdecydowanie za wysokie. Ponadto sugerowano, że zarządzający nie powinien w ogóle zarabiać na *management fee*.

Na wstępie trzeba określić, czego dotyczy *management fee*. Jest to, ogólnie ujmując, opłata za zarządzanie całokształtem działalności funduszu, szczególnie w sferze poszukiwania inwestycji (budowy portfela), zarządzania dokonanymi inwestycjami (budowanie strategii rozwoju spółek, wspieranie działalności oraz kontrola zarządów spółek) oraz wyjścia z inwestycji (przygotowanie spółek do sprzedaży, poszukiwanie inwestorów). Ponieważ są to zazwyczaj procesy dość skomplikowane i długotrwałe, niezbędne są znaczne nakłady na infrastrukturę, w szczególności zatrudnienie wysokiej klasy specjalistów z dziedziny finansów i zarządzania. Ponadto firmy zarządzające muszą ponosić wysokie koszty związane z poszukiwaniem inwestycji (wizyty w spółkach, eksperci branżowi itp.).

Ponieważ koszty funkcjonowania funduszu są wysokie, przyjmuje się, że dla średniej wielkości funduszy (od 50 milionów do 250 milionów euro) opłata ta oscyluje w przedziale 2–2,5% rocznie. Przy większych funduszach opłata jako procent aktywów lub aktywów netto funduszu spada. Standardem jest też, że w okresie inwestycyjnym (w którym fundusz może kupować nowe spółki; zazwyczaj jest to pierwsze 4–5 lat) opłata jest stała i pobierana od całości środków zgromadzonych przy tworzeniu funduszu. Po tym okresie, gdy działalność funduszu jest ograniczona głównie do zarządzania i sprzedaży spółek portfelowych, opłata ta może być pobierana od wartości netto portfela lub od wartości netto aktywów funduszu.

Tyle teorii dotyczącej wielkości *management fee*. Uwzględniając fakt, że w zależności od typu i wielkości funduszu funkcjonują zwyczajowo określone „rynkowe” przedziały *management fee*, postaramy się sprawdzić, jak argument podnoszony przez OFE ma się do poziomu opłat pobieranych przez zarządzających OFE oraz zarządzających funduszami akcyjnymi. Załącznik 3 szczegółowo opisuje opłaty pobierane przez wybrane do porównania fundusze.

Przy założeniu, że zebraliśmy kapitał w wysokości 200 milionów złotych (kwota w całości wpłacona na początku funkcjonowania funduszu) oraz że aktywa netto nigdy nie spadną poniżej tej kwoty (we wstępnym okresie działalności funduszu duża część aktywów lokowana jest w bezpieczne papiery wartościowe, co niweluje efekt krzywej J), gdyby przyjąć obecne tabele opłat za zarządzanie OFE (np. AIG, Commercial Union), wartość *management fee* wyniosłaby około 1,1 mln zł rocznie,



czyli około 0,5% rocznie od wartości całego funduszu. Jednakże przy uwzględnieniu również opłat manipulacyjnych w wysokości 4–7% (przy dziesięcioletnim okresie funkcjonowania funduszu) wielkość *management fee* stanowiłaby od 0,9 do 1,2% wartości całego funduszu (pomijając fakt, że duża część tej opłaty pobierana jest z góry). Jak widać na powyższym przykładzie, opłaty za zarządzanie w ujęciu procentowym nie są w OFE bardzo wysokie.

Nie można w tym miejscu nie podkreślić, że środki, jakimi zarządza statystyczny OFE (jak wspomnieliśmy, większe fundusze *private equity* pobierają niższe procentowe stawki za zarządzanie), są dużo większe, a także dużo niższe są koszty jego bieżącej działalności. W wielkościach absolutnych kwoty opłat za zarządzanie OFE nie są relatywnie dużo niższe niż w przypadku *private equity*, szczególnie gdy wziąć pod uwagę, że zarządzanie tak dużymi funduszami nie pociąga za sobą liniowego wzrostu kosztów działania (koszty średniej wielkości firmy zarządzającej OFE czy funduszu *private equity* mogą być zbliżone).

Porównując analizowane opłaty z opłatami za zarządzanie przez TFI funduszami akcyjnymi lub zrównoważonymi należałoby podkreślić, że te ostatnie są **większe** niż w funduszach *private equity* — od 2 do 4% rocznie (bez uwzględniania opłat manipulacyjnych). Jedynie opłaty za zarządzanie funduszami obligacji wynoszą od 1,5 do 2,5% rocznie (bez opłat manipulacyjnych), czyli są bardziej zbliżone do opłat średniej wielkości funduszy typu *private equity*.

Podsumowując: wielkość *management fee* zależy zazwyczaj od kosztów funkcjonowania podmiotu zarządzającego danym funduszem. Im większy fundusz, tym większe koszty zarządzania, ale rosną one, co oczywiste, nieproporcjonalnie do wzrostu wartości funduszu. Stąd mniejsza wartość *management fee* w wymiarze procentowym w przypadku większych funduszy. Przyjmuje się, że 2–2,5% to wartość wystarczająca, aby sprawnie i efektywnie zarządzać średniej wielkości funduszem. Obniżanie *management fee* wywołuje odruch cięcia kosztów, co w efekcie może odbić się negatywnie na wynikach danego funduszu.

Minimalna stopa zwrotu i wynagrodzenie z tytułu przekroczenia wymaganej stopy zwrotu

Minimalna stopa zwrotu (*hurdle rate*) oznacza w praktyce minimalną stopę zwrotu wymaganą przez inwestorów funduszu, zanim zarządzający zacznie otrzymywać wynagrodzenie z tytułu jej przekroczenia (wynagrodzenie od sukcesu — *carried interest*). Z jednej strony określony poziom zwrotu, do którego dąży zarządzający, z drugiej *carried interest* stanowią istotną zachętę do osiągnięcia jak najwyższych zysków, gdyż po przekroczeniu *hurdle rate* zarządzający zaczyna otrzymywać znaczne kwoty pieniężne z tego tytułu.

Typowe klauzule określające *hurdle rate* i *carried interest* ustawiają minimalną stopę zwrotu IRR na wysokości 8%. Do momentu osiągnięcia tej stopy zwrotu zarządzający nie otrzymuje wynagrodzenia *carried interest*. Po osiągnięciu minimal-



nej stopy zwrotu zyski z inwestycji dzielone są zwyczajowo między inwestorów a zarządzającego w proporcji 80 : 20.

Te generalne zasady są negocjowane i ustalone z inwestorami. Negocjuje się zarówno minimalną stopę zwrotu (w funduszach *private equity / venture capital* jest to zazwyczaj 8%), jak formułę podziału zysków z inwestycji. Negocjuje się też — przykładowo — szybszą partycypację w zyskach przez zarządzającego (do momentu osiągnięcia *hurdle rate* zyski dzielone są między inwestorów a zarządzającego np. w proporcji 95 : 5). Czasami także stosowane są regulacje dające zarządzającemu prawo do otrzymania 100% zysków powyżej *hurdle rate* aż do momentu, gdy jego udział w zyskach będzie równy 20% zysków wypłaconych inwestorom (tzw. *catch up provision*). Po osiągnięciu tego pułapu następuje typowa alokacja w proporcji 80 : 20.

Inny dość często negocjowany zapis to moment wypłaty *carried interest*. Zazwyczaj zakłada się wypłatę *carried interest* pod koniec życia funduszu. Wypłacane wynagrodzenie jest funkcją stopnia przekroczenia *hurdle rate* (oczywiście liczoną dla całego portfela danego funduszu). Plusy takich regulacji dla inwestorów wydają się oczywiste. Jednakże są też minusy. Zarządzający, dążąc do wypłat *carried interest*, może być skłonny do przyjęcia krótkoterminowej strategii inwestycyjnej, aby jak najszybciej otrzymać wynagrodzenie z tytułu udziałów w zyskach. Może to stać w sprzeczności z długookresowymi celami inwestycyjnymi udziałowców funduszu. Aby tego uniknąć, coraz częściej stosuje się wypłatę *carried interest* z tytułu zysków z jednej inwestycji, a nie z całego portfela. Tego typu formuły zakładają jednak, że w przypadku, gdy zarządzający nie osiągnie minimalnej stopy zwrotu z całego portfela, musi oddać inwestorom część otrzymanego *carried interest* (tzw. *claw-back provision*). Zaletą tego rozwiązania dla zarządzającego jest oczywista, gdyż szybciej uczestniczy w zyskach funduszu.

Inny istotny element dodatkowo zachęcający zarządzającego do jak najlepszych inwestycji wiąże się z możliwością liczenia zwrotu od momentu inwestycji środków w konkretną spółkę portfelową. Jest to szczególnie istotne w przypadku funduszy, które otrzymują całość środków z góry. Część kapitału niezainwestowana w spółki portfelowe nie liczy się wówczas do obliczeń *hurdle rate*, a sposób zarządzania i inwestowania wolnych środków jest uzgadniany z inwestorami. Stosowane są różne sposoby inwestowania wolnych środków. Albo zarządzający zachowawczo inwestuje w lokaty lub inne bezpieczne i płynne aktywa, albo inwestuje wolne środki w inne fundusze, np. akcyjne lub indeks giełdowy. Zaletą pierwszego rozwiązania jest bezpieczeństwo i płynność w zamian za potencjalnie dużo niższą stopę zwrotu z funduszu. W drugim przypadku inwestorzy ponoszą większe ryzyko w zamian za potencjalnie dużo wyższą stopę zwrotu.

Podsumowując należy stwierdzić, że ustalanie minimalnej stopy zwrotu oraz zasad wynagradzania zarządzającego w przypadku jej przekroczenia to typowe zasady funkcjonowania funduszy *private equity*. Coraz częściej dopuszcza się do przyspieszonego udziału w zyskach, aby jeszcze bardziej motywować zarządzających funduszami do osiągania wysokich zysków z inwestycji w długim horyzoncie cza-



sowym. Zazwyczaj stosuje się *hurdle rate* na poziomie 8%, co jest swoistym standardem dla funduszy *private equity*. W przypadku negocjacji warunków z zarządzającym inwestorzy muszą zawsze odpowiedzieć sobie na pytanie, jaki poziom *hurdle rate* jest z punktu widzenia ich interesów optymalny. Należy bowiem pamiętać, że zbyt wysoko ustawiony poziom *hurdle rate* może demotywować zarządzającego i spowodować efekt odwrotny do zamierzonego.

Wycena aktywów netto oraz jednostek/udziałów w funduszach *private equity*

Z uwagi na fakt, że pewna część polskich inwestorów instytucjonalnych podnosiła problem wyceny aktywów funduszy *private equity*, a co za tym idzie — wyceny aktywów netto i jednostek/certyfikatów takich funduszy, chcielibyśmy w naszym opracowaniu poświęcić temu zagadnieniu nieco uwagi. Główną tezę podnoszoną przez inwestorów była arbitralność wyceny poszczególnych inwestycji, co może prowadzić do zniekształcenia (być może nawet zawyżenia!) aktywów netto funduszu. Podnoszono także brak znajomości zasad wyceny aktywów funduszu *private equity* i brak umiejętności dostosowania ich do własnych zasad wyceny.

Warto podkreślić, że problemem tym zajmują się International Financial Reporting Standards (IFRS), które regulują różne aspekty wyceny aktywów. Szczegółowe zasady wyceny aktywów funduszy *private equity* zostały sformułowane przez European Private Equity and Venture Capital Association (EVCA) jako *International Private Equity and Venture Capital Valuation Guidelines*. Należy dodać, że znaczna część zarządzających funduszami stosuje politykę wyceny zarekomendowaną przez EVCA.

Wycena aktywów funduszu oparta jest o zasadę *fair value* (wartości godziwej). W praktyce, w przypadku spółek notowanych na giełdzie, akcje są wyceniane według ich ceny rynkowej, zazwyczaj pomniejszonej o wskaźnik dyskonta (niska płynność, zobowiązanie do niesprzedawania akcji itp.). Sugerowany przez EVCA wskaźnik dyskonta to 5–30%. W przypadku spółek nienotowanych na giełdzie przyjmuje się, że wartość spółki jest pochodną jej wyceny w momencie inwestycji (cena nabycia). W miarę upływu czasu jest ona korygowana w dół lub w górę. Korekty dokonywane są w praktyce przez zarządzającego: odwołuje się on np. do średniej wyceny spółek porównywalnych, przeprowadzonej w oparciu o wskaźniki rynkowe (brane są przy tym pod uwagę takie wskaźniki, jak np. EV/Sales, EV/EBITDA, P/E), albo dokonuje szczegółowej wyceny wartości spółki metodą DCF. Trzeba jednak dodać, że ta druga metoda jest dużo rzadziej stosowana. Ponadto dobrym momentem do zmiany wyceny danej spółki mogą być wydarzenia związane z samą spółką, jak choćby podwyższenie kapitału (w tym wypadku, gdy większość akcji obejmowana jest przez innych inwestorów, dokonuje się nowej wyceny zgodnie z zasadą *fair value*) albo otrzymanie przez zarządzającego ofert (lub wiążących ofert) na zakup danej spółki (zazwyczaj metoda ta jest stosowana wówczas, gdy zbliża się



chwila sprzedaży danej spółki przez fundusz). Należy też pamiętać, że zdecydowana większość funduszy podlega rocznemu audytowi, zazwyczaj przeprowadzanemu przez renomowanego audytora. Audytor wypowiada się nie tylko na temat zasad raportowania, istotnych zmian w polityce księgowej i wyceny aktywów funduszu, ale także *fair value* poszczególnych składników portfela danego funduszu.

Podsumowując chcielibyśmy podkreślić, że metody wyceny aktywów funduszu są znane i konsekwentnie stosowane przez zarządzających. Nie można więc zgodzić się z argumentem inwestorów, jakoby wycena aktywów funduszu sprowadzała się do arbitralnych metod, które prowadzą do zawyżania wartości aktywów netto. Każdy zarządzający szczegółowo określa metody wyceny w swoim dokumencie ofertowym lub przywołuje jako obowiązujące zasad EVCA.

Ponadto należy w tym miejscu zauważyć, że stosowanie opisanych wyżej metod prowadzi najczęściej do zaniżenia wartości spółek w pierwszych kilku latach funkcjonowania funduszu. Poza incydentalnymi przypadkami większość spółek zapisana jest w księgach funduszu po cenie nabycia, co oznacza, że w tym okresie zarządzający funduszem raczej zaniżają niż zawyżają wartość swojego portfela inwestycyjnego. Stąd zresztą efekt krzywej J, gdyż na wczesnym etapie fundusz ponosi koszty zarządzania, a wartość spółek z reguły nie jest przeszacowywana w górę.

W przypadku inwestorów instytucjonalnych wycena certyfikatów/jednostek funduszy jest jeszcze prostsza. Otrzymują oni zwyczajowo co kwartał lub co pół roku sprawozdania danego funduszu z wyliczoną wartością netto na jednostkę. Jest to wartość, po której księgowane są jednostki / certyfikaty danego funduszu. W przypadku konieczności dokonywania wyceny częściej niż raz na kwartał lub raz na pół roku, inwestorzy korygują wycenę z poprzedniego kwartału lub półrocza w górę lub w dół w zależności od wyników danego funduszu. Także polscy inwestorzy instytucjonalni przyjmują podobne metody wyceny i księgują jednostki / certyfikaty funduszy w ten właśnie sposób. Z naszych analiz wynika, iż tak np. postępują dwie duże firmy ubezpieczeniowe.

Nieznajomość branży *private equity*

Bardzo dużym problemem podnoszonym zarówno przez inwestorów, jak i przez zarządzających jest brak osób w strukturach czy to OFE, czy innych inwestorów instytucjonalnych, które byłyby odpowiedzialne za inwestycje w aktywa alternatywne, w tym — w fundusze *private equity*. Powoduje to znaczne utrudnienia zarówno w przypadku tworzenia funduszu *ex nihilo* (brak osób odpowiedzialnych, brak struktur decyzyjnych itp.), jak i po dokonaniu potencjalnej inwestycji (brak osób do stałego kontaktu z zarządzającym). W opinii zarządzających stanowi to duży problem, który znacząco utrudnia rozmowy na linii zarządzający–inwestor.

Jest to oczywiście efekt opisanej już wcześniej sytuacji, która — mamy nadzieję — ulegnie w ciągu najbliższych lat zmianie: polscy inwestorzy są wciąż w niewielkim stopniu zainteresowani finansowymi produktami alternatywnymi. W miarę zwiększania się skali inwestycji w różnego rodzaju fundusze, inwestorzy będą na-

bierali doświadczenia i tworzyli wyspecjalizowane komórki selekcjonujące i nadzorujące inwestycje w produkty alternatywne. Wraz z tworzeniem takich struktur powinny powstać inne metody premiowania pracowników tych działów. Tradycyjne metody, jak np. premiowanie od kwartalnego wzrostu portfela, mogą nie motywować w wystarczającym stopniu (efekt krzywej J). Można by się choćby zastanowić nad metodami wynagradzania typu *carried interest*, które stosują fundusze *private equity*.





Załącznik 1. Regulacje dotyczące OFE, banków oraz firm ubezpieczeniowych

A. Otwarte fundusze emerytalne

Inwestowanie w certyfikaty inwestycyjne wyemitowane przez fundusze inwestycyjne zamknięte a inwestowanie w spółki typu *limited partnerships*. Inwestowanie przez OFE w „instytucje wspólnego inwestowania” mające siedzibę za granicą

Zasady działalności lokacyjnej OFE określone zostały w pierwszej kolejności w przepisach rozdziału 15 ustawy o OFE.

Certyfikaty inwestycyjne. Inwestowanie przez OFE w certyfikaty inwestycyjne wyemitowane przez fundusze inwestycyjne zamknięte jest dopuszczalne i wynika wprost z art. 141 ust. 1 pkt 7 ustawy o OFE. Co istotne, ustawa o OFE nie wprowadza wymogu, aby certyfikaty inwestycyjne wyemitowane przez fundusze inwestycyjne zamknięte były zdematerializowanymi papierami wartościowymi, w szczególności — aby były notowane na rynku regulowanym.¹ Literalna wykładnia przepisu ustawy o OFE prowadzi do wniosku, iż OFE może inwestować swoje środki w każdy certyfikat inwestycyjny (zarówno publiczny, jak niepubliczny w rozumieniu odpowiednich przepisów²), o ile jego emitentem jest fundusz inwestycyjny zamknięty utworzony i działający zgodnie z ustawą o FI.

***Limited partnerships*.** Dopuszczalność inwestowania przez OFE w *limited partnership* (LP) należy oceniać w świetle art. 143 ustawy o OFE, zgodnie z którym OFE mogą lokować swoje aktywa poza granicami Polski na warunkach określonych w rozporządzeniu wydanym przez ministra właściwego do spraw instytucji finansowych.

Szczegółowe zasady inwestowania OFE poza granicami Polski zostały opisane w rozporządzeniu Ministra Finansów z 23 grudnia 2003 r. w sprawie ogólnego zezwolenia na lokowanie aktywów funduszy emerytalnych poza granicami kraju.³

¹ Kategorie „zdematerializowanych papierów wartościowych” oraz „papierów wartościowych dopuszczonych do obrotu/notowanych na rynku regulowanym” pochodzą z ustawy z 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz. U. z 2005 r. nr 183, poz. 1538).

² Rozróżnienie „publicznych” oraz „niepublicznych” certyfikatów inwestycyjnych emitowanych przez fundusze inwestycyjne zamknięte wprowadza ustawa o funduszach inwestycyjnych. Zgodnie z tą ustawą publicznymi certyfikatami inwestycyjnymi są certyfikaty, których emisja jest co do zasady związana z koniecznością zatwierdzenia prospektu emisyjnego bądź które są dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym albo wprowadzone do alternatywnego systemu obrotu, natomiast certyfikatami niepublicznymi są te certyfikaty inwestycyjne wyemitowane przez fundusz inwestycyjny zamknięty, których emisja nie jest związana z koniecznością zatwierdzenia prospektu emisyjnego bądź które nie są dopuszczone lub wprowadzone do obrotu na platformie obrotu wskazanej powyżej.

³ Dz. U. z 2003 r. nr 229, poz. 2286.



Zgodnie z tym rozporządzeniem zainwestowanie przez OFE środków poza granicami kraju wymaga spełnienia łącznie następujących warunków:

- a) inwestycja OFE zostanie dokonana w państwie będącym członkiem OECD lub w państwie, z którym Polskę wiąże umowa o popieraniu i wzajemnej ochronie inwestycji;
- b) 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;
- c) lokata, o której mowa w punkcie (b), posiada ocenę na poziomie inwestycyjnym nadaną przez agencję ratingową uznaną na międzynarodowym rynku kapitałowym.

Biorąc pod uwagę warunki nałożone przez powołane powyżej rozporządzenie, dotyczące zarówno miejsca siedziby, jak i formy inwestycji przez OFE, w szczególności — wymagania dotyczące ratingu, wydaje się mało prawdopodobne dokonanie przez OFE inwestycji w spółki typu LP, również przy uwzględnieniu ewentualnych obowiązków ciężących na LP, które zdecydowałyby się spełnić warunki opisane w punktach (a)–(c).

Inwestowanie przez OFE w papiery wartościowe niedopuszczone do obrotu w ramach zorganizowanego obrotu (rynek regulowany lub alternatywny system obrotu) i kwestia wyceny takich aktywów

Na przykładzie regulacji inwestowania przez OFE w certyfikaty inwestycyjne wyemitowane przez zamknięte fundusze inwestycyjne, co zostało omówione powyżej, widać, że polski ustawodawca dopuszcza możliwość inwestowania przez OFE w papiery wartościowe niebędące przedmiotem oferty publicznej lub zorganizowanego obrotu, tj. niepodlegające dematerializacji zgodnie z przepisami o obrocie instrumentami finansowymi.⁴

Jednakże z nabywaniem przez OFE papierów wartościowych niebędących przedmiotem oferty publicznej lub zorganizowanego obrotu wiąże się kwestia ich wyceny i ujmowania w księgach rachunkowych OFE. Kwestia ta jest regulowana przez wydane na podstawie ustawy o OFE rozporządzenie Rady Ministrów z 9 marca 2004 r. w sprawie szczegółowych zasad wyceny aktywów i zobowiązań funduszy emerytalnych (*rozporządzenie o wycenie*).⁵ Zgodnie z nim OFE jest zo-

⁴ Poza certyfikatami inwestycyjnymi przedmiotem lokat OFE mogą być w pewnych szczególnych przypadkach również obligacje i inne dłużne papiery wartościowe.

⁵ Dz. U. z 2004 r. nr 51, poz. 493.



bowiązany stosować następujące zasady wyceny w odniesieniu do certyfikatów inwestycyjnych emitowanych przez fundusze inwestycyjne zamknięte:

- a) wycena aktywów OFE następuje według wartości rynkowej, z zachowaniem zasady ostrożności, o której mowa w ustawie o rachunkowości;⁶
- b) certyfikaty inwestycyjne emitowane przez fundusze inwestycyjne zamknięte są wyceniane według ostatniej ceny ich wykupu;
- c) jeżeli certyfikaty inwestycyjne są notowane na rynku spełniającym wymogi określone w rozporządzeniu o wycenie (rynku wyceny;⁷ za rynek wyceny można uznać zarówno rynek urzędowy, jak i rynek nieurzędowy prowadzony przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie) i były przedmiotem obrotu po ostatnim dniu wyceny, to certyfikaty te będą wyceniane przez OFE w oparciu o kurs wyceny z ostatniego dnia, w którym został ustalony;
- d) jeżeli z jakichkolwiek powodów⁸ nie jest możliwa wycena zgodnie z zasadami określonymi w punktach (a)–(c) albo dokonanie wyceny z zastosowaniem tych zasad byłoby sprzeczne z zasadą ostrożności, OFE dokonuje wyceny aktywów według określonej przez siebie szczegółowej metodologii wyceny; metodologia wyceny jest prezentowana przez OFE organowi nadzoru, który może zażądać zmiany zastosowanej metodologii wyceny w sposób określony przez ten organ.

Analiza przepisów rozporządzenia o wycenie pozwala na sformułowanie następujących konkluzji dotyczących zasad wyceny przez OFE posiadanych przez nie certyfikatów inwestycyjnych emitowanych przez fundusze inwestycyjne zamknięte:

- a) notowanie certyfikatów inwestycyjnych na rynku spełniającym kryteria określone przez rozporządzenie o wycenie umożliwia OFE częstsze i elastyczniejsze (uzależnione wyłącznie od kursu obowiązującego na rynku w dniu wyceny) dokonywanie wyceny certyfikatów;
- b) w odniesieniu do certyfikatów nienotowanych na rynku wyceny konieczne jest zastosowanie kryterium ceny wykupu bądź ustalenie przez OFE szczegółowej metodologii wyceny i akceptacja tej metodologii przez organ nadzoru; rozwiązania te mogą mieć wpływ na wyniki i częstotliwość wyceny.

⁶ Ustawa z 29 września 1994 r. o rachunkowości (tekst jednolity: Dz. U. z 2002 r. nr 76, poz. 694, z późn. zm.).

⁷ Rynek wyceny musi być wyodrębnionym pod względem organizacyjnym i finansowym, działającym regularnie systemem, zapewniającym jednakowe warunki zawierania transakcji oraz powszechny i równy dostęp do informacji o tych transakcjach.

⁸ Niemożliwość zastosowania kryterium ceny wykupu lub brak rynku wyceny.



Biorąc pod uwagę powyższe warunki należy stwierdzić, że inwestowanie przez OFE w certyfikaty funduszy inwestycyjnych zamkniętych nienotowanych na rynku regulowanym w Polsce jest bardziej skomplikowane. Musiałoby być to związane z uzgodnieniem z regulatorem zasad wyceny.

Inwestowanie przez OFE w polskie i zagraniczne fundusze inwestycyjne

W przypadku inwestowania przez OFE w polskie i zagraniczne fundusze inwestycyjne należy mieć na uwadze rozróżnienie tych inwestycji wprowadzone przez ustawę o OFE i wynikające z niego skutki.

W przypadku inwestowania przez OFE w fundusze zagraniczne znajdują zastosowanie regulacje opisane wyżej, a skala zaangażowania OFE w fundusze zagraniczne będzie nieporównywalnie niższa niż w przypadku inwestycji w polskie fundusze inwestycyjne (limit 5% w odniesieniu do **wszystkich** lokat zagranicznych OFE).

Możliwe wydaje się wyeliminowanie tej niedogodności w przypadku, gdyby tytuły uczestnictwa funduszu zagranicznego można było zaliczyć do innej kategorii lokat, w szczególności do lokat dokonywanych w Polsce, wobec której znajdują zastosowanie łagodniejsze regulacje.⁹

Kwestią dyskusyjną jest możliwość zakwalifikowania tytułów uczestnictwa wyemitowanych przez zagraniczne fundusze inwestycyjne, lecz notowanych na rynku regulowanym w Polsce, do którejś z kategorii lokat krajowych, korzystających z łagodniejszych regulacji dotyczących limitów inwestycyjnych. Wątpliwość dotyczy w pierwszej kolejności możliwości zakwalifikowania takich tytułów uczestnictwa do kategorii „certyfikatów inwestycyjnych wyemitowanych przez fundusze inwestycyjne zamknięte”. W przypadku zaś, gdy dokonanie kwalifikacji wskazanej w poprzednim zdaniu uznane zostanie za niemożliwe, wątpliwa jest także dopuszczalność zaliczenia tytułów uczestnictwa funduszy zagranicznych notowanych na rynku regulowanym do innej kategorii lokat krajowych.

Wprawdzie polskie organy nadzoru prezentowały interpretację, że akcje spółki z siedzibą poza terytorium Rzeczypospolitej Polskiej notowane na rynku regulowanym w Rzeczypospolitej Polskiej traktuje się dla potrzeb określenia limitów inwestycyjnych oraz dywersyfikacji lokat OFE na równi z akcjami spółek z siedzibą na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej notowanymi na rynku regulowanym Rzeczypospolitej Polskiej,¹⁰ jednakże podtrzymanie tej interpretacji, jak również możliwość jej zastosowania do zagranicznych funduszy inwestycyjnych nie są pewne.

⁹ Przykład: tytuły uczestnictwa emitowane przez fundusze zagraniczne po ich notowaniu na rynku regulowanym w Polsce, czy też zdematerializowane obligacje wyemitowane przez fundusz zagraniczny będące przedmiotem obrotu na rynku regulowanym w Polsce.

¹⁰ Rozwiązanie to znalazło w szczególności zastosowanie do notowanych na GPW akcji spółek Bank Austria Creditanstalt oraz IVAX Corporation.



Limity inwestycyjne OFE w odniesieniu do certyfikatów inwestycyjnych wyemitowanych przez fundusze inwestycyjne zamknięte

Omawiając kwestię ograniczeń inwestycyjnych nałożonych na OFE należy zwrócić uwagę na następujące regulacje:

- a) zgodnie z art. 142 ust. 2 pkt 3 ustawy o OFE otwarty fundusz emerytalny może zainwestować nie więcej niż 2% wartości swoich aktywów w certyfikaty inwestycyjne wyemitowane przez jeden fundusz inwestycyjny zamknięty;
- b) zgodnie z § 1 pkt 6 rozporządzenia Rady Ministrów z 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 (*rozporządzenie o lokatach*¹¹), OFE nie może zainwestować łącznie w certyfikaty inwestycyjne wyemitowane przez fundusze inwestycyjne zamknięte więcej niż 10% wartości swoich aktywów;
- c) zgodnie z § 4 ust. 1 rozporządzenia o lokatach, certyfikaty inwestycyjne jednej emisji dokonanej przez fundusz inwestycyjny zamknięty znajdujące się w posiadaniu OFE nie mogą stanowić więcej niż 35% tej emisji.

Podsumujemy: a) OFE może zainwestować do 10% swoich aktywów w certyfikaty inwestycyjne wyemitowane przez fundusze inwestycyjne zamknięte; b) w certyfikaty inwestycyjne jednego funduszu OFE nie może zainwestować więcej niż 2% wartości swoich aktywów; oraz c) bez względu na to, czy OFE zainwestuje w certyfikaty jednej, czy większej liczby emisji, w portfelu OFE nie może znajdować się więcej niż 35% certyfikatów danej emisji.

W przypadku inwestowania przez OFE poza granicami Polski łączna wartość środków zainwestowanych w dozwolone lokaty zagraniczne nie może przekroczyć 5% wartości aktywów funduszu. Biorąc pod uwagę fakt, że do lokat poza granicami Polski stosuje się odpowiednio również przepisy dotyczące dywersyfikacji lokat dokonywanych na terytorium Polski wymienione w punkcie (a), należy uznać, iż OFE nie będzie mógł zainwestować w tytuły uczestnictwa jednej instytucji wspólnego inwestowania więcej niż 2% swoich aktywów.

Prudent man rule. Zgodnie z art. 139 ustawy o OFE, otwarty fundusz emerytalny jest obowiązany lokować swoje aktywa z uwzględnieniem przepisów ustawy o OFE (a więc wynikających z tych przepisów ograniczeń dotyczących lokat oraz poziomu inwestycji), dążąc do osiągnięcia maksymalnego stopnia bezpieczeństwa i rentowności dokonywanych lokat.

¹¹ Dz. U. z 2004 r. nr 32, poz. 276, z późn. zm.



B. Banki

Inwestycje banków

Podstawowa regulacja dotycząca inwestowania przez banki w certyfikaty inwestycyjne emitowane przez fundusze inwestycyjne zamknięte zawarta jest w art. 71 ustawy z dnia 29 sierpnia 1997 *Prawo bankowe*.¹²

Mimo że *Prawo bankowe* nie odnosi wprost regulacji art. 71 do inwestowania przez banki w certyfikaty inwestycyjne emitowane przez fundusze inwestycyjne zamknięte, to jednak za zastosowaniem tej regulacji przemawiają następujące argumenty:

- a) *Prawo bankowe* nie zawiera regulacji zakazującej wprost inwestowania przez banki posiadanych przez nie środków w certyfikaty inwestycyjne emitowane przez fundusze inwestycyjne zamknięte;
- b) *Prawo bankowe* nie zawiera innych niż przewidziana w art. 71 regulacji dotyczących limitów koncentracji wierzytelności, wobec czego przyjęcie, że *Prawo bankowe* wprowadza ograniczenia wynikające wyłącznie z wykładni literalnej tego artykułu, prowadziłoby do zaskakującego wniosku, iż certyfikaty inwestycyjne z punktu widzenia limitów koncentracji wierzytelności bankowych są dla banku tak bezpieczną lokatą, że nie obowiązują wobec nich żadne normy ostrożnościowe.

Jednocześnie *Prawo bankowe* nakłada na bank obowiązek niezwłocznego zgłoszenia Komisji Nadzoru Bankowego każdorazowego osiągnięcia lub przekroczenia poziomu koncentracji zaangażowań w jeden podmiot lub grupę powiązanych podmiotów — wynoszącego 10% funduszy własnych banku.

Limit koncentracji wierzytelności i zaangażowania banków

Zgodnie z artykułem przywołanym powyżej, suma wierzytelności banku, udzielonych przez bank zobowiązań pozabilansowych oraz posiadanych przez bank bezpośrednio lub pośrednio udziałów w innym podmiocie, obciążonych ryzykiem jednego podmiotu lub podmiotów powiązanych kapitałowo lub organizacyjnie, nie może przekroczyć limitu koncentracji zaangażowań, który wynosi: a) 20% funduszy własnych banku dla zaangażowania banku wobec każdego podmiotu lub podmiotów powiązanych kapitałowo lub organizacyjnie, gdy którykolwiek z tych podmiotów jest w stosunku do banku podmiotem dominującym lub zależnym albo jest podmiotem zależnym od podmiotu dominującego wobec banku, albo b) 25% funduszy własnych banku dla zaangażowania banku wobec każdego podmiotu lub podmiotów powiązanych kapitałowo lub organizacyjnie, gdy żaden z nich nie jest podmiotem powiązany z bankiem w sposób określony w punkcie a).

¹² Tekst jednolity: Dz. U. z 2002 r. nr 72, poz. 665, z późn. zm.



Podsumowując: zgodnie z Prawem bankowym suma wierzytelności banku wobec funduszu inwestycyjnego zamkniętego (np. z tytułu kredytu udzielonego temu funduszowi), udzielonych przez bank zobowiązań pozabilansowych oraz posiadanych przez bank bezpośrednio lub pośrednio certyfikatów inwestycyjnych funduszu nie może przekroczyć 20% funduszy własnych banku (w przypadku gdy fundusz jest podmiotem powiązanym kapitałowo lub organizacyjnie z bankiem) albo 25% funduszy własnych banku (w przypadku gdy fundusz nie jest podmiotem powiązanym kapitałowo lub organizacyjnie z bankiem).

C. Ubezpieczyciele

Aktywa stanowiące pokrycie rezerw techniczno-ubezpieczeniowych

Inwestowanie przez zakłady ubezpieczeń posiadanych środków w certyfikaty inwestycyjne emitowane przez fundusze inwestycyjne zamknięte wiąże się z zagadnieniem aktywów na pokrycie rezerw techniczno-ubezpieczeniowych, które każdy z zakładów ubezpieczeń jest zobowiązany posiadać, stosownie do przepisów ustawy z 22 maja 2003 r. o działalności ubezpieczeniowej¹³ (*ustawa ubezpieczeniowa*).

Zgodnie z art. 154 ust. 6 pkt 5 ustawy ubezpieczeniowej certyfikaty inwestycyjne mogą być aktywami stanowiącymi pokrycie rezerw techniczno-ubezpieczeniowych. **Co istotne, analogicznie do regulacji obowiązujących OFE, ustawa ubezpieczeniowa nie uzależnia możliwości uznania certyfikatów inwestycyjnych emitowanych przez fundusze inwestycyjne zamknięte za aktywa stanowiące pokrycie rezerw techniczno-ubezpieczeniowych od dematerializacji tych certyfikatów (w związku z ofertą publiczną, dopuszczeniem ich do obrotu na rynku regulowanym lub wprowadzeniem do alternatywnego systemu obrotu).**

Limity inwestycyjne

Certyfikaty inwestycyjne. Zgodnie z art. 155 ust. 1 pkt 4 ustawy ubezpieczeniowej certyfikaty inwestycyjne emitowane przez fundusze inwestycyjne zamknięte nie mogą stanowić więcej niż 10% wartości rezerw techniczno-ubezpieczeniowych. Jednocześnie zgodnie z art. 155 ust. 1 pkt 6 ustawy ubezpieczeniowej certyfikaty inwestycyjne wyemitowane przez jeden fundusz inwestycyjny zamknięty nie mogą stanowić więcej niż 5% wartości rezerw techniczno-ubezpieczeniowych.

Limited partnerships. W przypadku możliwości uznania inwestycji w LP za inwestycję w inne kategorie lokat niż certyfikaty inwestycyjne (np. udziały/akcje w spółkach), co jednak wydaje się wysoce wątpliwe, inwestycja taka znalazłaby się, obok akcji i udziałów spółek niepublicznych oraz listów zastawnych, w tym samym

¹³ Dz. U. z 2003 r. nr 124, poz. 1151, z późn. zm.



progu inwestycyjnym (10% wartości rezerw techniczno-ubezpieczeniowych), co wszystkie kategorie lokat wskazane wyżej. Jednocześnie udział zakładu ubezpieczeń w podmiocie nie mógłby przekroczyć 10% jego kapitału podstawowego.

Inwestowanie przez zakłady ubezpieczeń poza terytorium Rzeczypospolitej Polskiej

Ustawa ubezpieczeniowa przewiduje możliwość inwestowania przez zakład ubezpieczeń w aktywa stanowiące pokrycie rezerw techniczno-ubezpieczeniowych ulokowane na terytorium państwa członkowskiego Unii Europejskiej, o ile ryzyko ubezpieczeniowe ponoszone przez zakład ubezpieczeń jest umiejscowione na terytorium państwa członkowskiego Unii Europejskiej.¹⁴

Jeżeli więc inwestycja w certyfikaty inwestycyjne wyemitowane przez fundusz inwestycyjny zamknięty ma pełnić rolę aktywa stanowiącego pokrycie rezerw techniczno-ubezpieczeniowych umiejscowionych na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej, wydaje się konieczne inwestowanie przez zakład ubezpieczeń w certyfikaty inwestycyjne funduszu inwestycyjnego zamkniętego z siedzibą na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej utworzonego zgodnie z ustawą o FI.

Wprawdzie ustawa ubezpieczeniowa i przepisy wydane na jej podstawie¹⁵ przewidują możliwość inwestowania przez zakład ubezpieczeń w aktywa stanowiące pokrycie rezerw techniczno-ubezpieczeniowych znajdujące się poza granicami państw członkowskich Unii Europejskiej, w tym jednostki uczestnictwa lub certyfikaty inwestycyjne emitowane przez instytucje wspólnego inwestowania, jednakże inwestowanie to wiąże się z szeregiem ograniczeń.¹⁶ Ponadto łączna wartość aktywów stanowiących przedmiot lokaty zakładu ubezpieczeń nominowanych w jednej walucie obcej nie może przekroczyć 5% wartości rezerw techniczno-ubezpieczeniowych, łączna wartość aktywów tego rodzaju nie może zaś przekroczyć 10% wartości rezerw techniczno-ubezpieczeniowych.

¹⁴ Ryzyko zakładu ubezpieczeń jest umiejscowione w państwie członkowskim Unii Europejskiej w przypadku, gdy odpowiada sytuacjom określonym w art. 154 ust. 10 ustawy ubezpieczeniowej, a w szczególności gdy dotyczy państwa, w którym znajduje się nieruchomości objęta ubezpieczeniem, państwa, w którym zarejestrowany jest pojazd mechaniczny objęty ubezpieczeniem lub państwa miejsca stałego zamieszkania osoby fizycznej będącej ubezpieczającym.

¹⁵ Rozporządzenie Ministra Finansów z 23 kwietnia 2004 r. w sprawie zezwolenia ogólnego na uznawanie za środki stanowiące pokrycie rezerw techniczno-ubezpieczeniowych aktywów znajdujących się poza granicami państw członkowskich Unii Europejskiej (Dz. U. z 2004 r. nr 94, poz. 910).

¹⁶ Do najistotniejszych należą: a) wymóg, aby aktywa znajdowały się na terytorium państw należących do OECD lub państw, z którymi Polska jest związana umowami o popieraniu i wzajemnej ochronie inwestycji; b) wymóg, aby państwa, w których znajdują się aktywa, posiadały rating na poziomie inwestycyjnym nadany przez agencję ratingową uznaną na rynku międzynarodowym oraz c) wymóg dopuszczenia jednostek uczestnictwa lub certyfikatów inwestycyjnych instytucji wspólnego inwestowania do obrotu na rynku regulowanym.

Zasady uznawania przez zakład ubezpieczeń aktywów stanowiących pokrycie rezerw techniczno-ubezpieczeniowych

Ustawa ubezpieczeniowa przewiduje, że wartość aktywów stanowiących pokrycie rezerw techniczno-ubezpieczeniowych jest ustalana z zachowaniem zasady ostrożności, po pomniejszeniu o zobowiązania wynikające z ich uzyskania. Jeżeli zakład ubezpieczeń ustala wartość aktywów stanowiących pokrycie rezerw techniczno-ubezpieczeniowych w sposób naruszający zasadę ostrożności wyceny, organ nadzoru może zobowiązać zakład ubezpieczeń do dokonywania wyceny indywidualnych aktywów po cenach sprzedaży netto.





Załącznik 2. Stopy zwrotu OFE

Stopa zwrotu z inwestycji jest podstawową miarą oceny efektywności polityki inwestycyjnej OFE. Stopa zwrotu funduszu obliczana jest przez poszczególne OFE na koniec marca i września każdego roku za ostatnie 36 miesięcy. Wartość tę wylicza się w oparciu o zmianę wartości jednostki rozrachunkowej.

Na poziomie całego rynku wyliczana jest średnia ważona stopa zwrotu wszystkich OFE, będąca sumą iloczynów stóp zwrotu i przeciętnego udziału w rynku danego funduszu mierzonego wielkością aktywów netto. Do wyliczenia średniej ważonej stopy zwrotu wskaźnik przeciętnego udziału w rynku może wynieść maksymalnie 15%. W przypadku przekroczenia tej wartości przez fundusz przyjmuje się dla niego wartość 15%, przy jednoczesnym proporcjonalnym powiększeniu wskaźników pozostałych funduszy. Jeżeli na rynku funkcjonować będzie 6 funduszy, to przyjmie się dla nich procentowy udział w rynku w jednakowej wysokości. Przy wyliczaniu średniej ważonej uwzględniane są fundusze, które działały przez okres ostatnich 36 miesięcy.

W oparciu o średnią ważoną stopę zwrotu wyliczana jest minimalna wymagana stopa zwrotu, będąca podstawowym elementem systemu bezpieczeństwa finansowego II filaru systemu emerytalnego. Minimalna wymagana stopa zwrotu jest to połowa średniej ważonej lub średnia minus 4 punkty procentowe, w zależności od tego, która z tych wartości jest niższa. Mechanizm bezpieczeństwa oparty na minimalnej wymaganej stopie zwrotu polega na tym, że w przypadku nieosiągnięcia przez fundusz minimalnej wymaganej stopy zwrotu występuje niedobór, który musi być uzupełniony. Niedobór pokrywany jest w pierwszej kolejności z umorzenia jednostek rozrachunkowych zgromadzonych na rachunku rezerwowym, następnie z umorzenia jednostek rozrachunkowych zgromadzonych na rachunku części dodatkowej Funduszu Gwarancyjnego. Jeżeli środki te nie są wystarczające, pokrycie niedoboru następuje kolejno ze środków własnych PTE, a jeżeli i te środki nie wystarczają — z pozostałych środków Funduszu Gwarancyjnego, z zastrzeżeniem, że w pierwszej kolejności pokrywany jest on ze środków części podstawowej Funduszu Gwarancyjnego. Ostatecznym gwarantem pokrycia niedoboru jest Skarb Państwa.

Kwota niedoboru jest obliczana jako iloczyn liczby jednostek rozrachunkowych w otwartym funduszu w ostatnim dniu roboczym okresu 36 miesięcy oraz różnicy między wartością jednostki rozrachunkowej, która zapewniłaby osiągnięcie minimalnej wymaganej stopy zwrotu, a faktyczną wartością jednostki rozrachunkowej w ostatnim dniu roboczym okresu 36 miesięcy.



Definicje ustawowe zawarte w przepisach ustawy z 28 sierpnia 1997 r. o organizacji i funkcjonowaniu funduszy emerytalnych¹

Stopa zwrotu funduszu — wyrażony procentowo iloraz różnicy wartości jednostki rozrachunkowej w ostatnim dniu roboczym miesiąca rozliczeniowego i wartości tej jednostki w ostatnim dniu roboczym miesiąca rozliczeniowego poprzedzającego okres 36 miesięcy oraz wartości tej jednostki w ostatnim dniu roboczym miesiąca rozliczeniowego poprzedzającego okres 36 miesięcy. Miesiącem rozliczeniowym jest odpowiednio marzec i wrzesień. Otwarty fundusz, który przyjmował składki co najmniej przez 36 miesięcy, ustala na koniec marca i września każdego roku wysokość stopy zwrotu za ostatnie 36 miesięcy. Wysokość stopy zwrotu jest podawana do wiadomości organu nadzoru oraz na ogólnie dostępnej stronie internetowej [art. 170 i 172].

Wartość jednostki rozrachunkowej w dniu przeliczenia jest ustalana przez podzielenie wartości aktywów netto funduszu w dniu przeliczenia przez liczbę jednostek rozrachunkowych zapisanych w tym dniu na rachunkach prowadzonych przez fundusz [art. 100 ust. 1a]. Średnią ważoną stopą zwrotu otwartych funduszy za okres 36 miesięcy jest suma iloczynów stopy zwrotu każdego z otwartych funduszy i wskaźnika przeciętnego udziału w rynku danego otwartego funduszu [art. 173 ust. 1].

Wskaźnikiem przeciętnego udziału w rynku danego otwartego funduszu jest średnia arytmetyczna wskaźnika udziału w rynku w ostatnim dniu roboczym miesiąca poprzedzającego okres 36 miesięcy i wskaźnika udziału w rynku w ostatnim dniu roboczym miesiąca przypadającego na koniec okresu 36 miesięcy [art. 173 ust. 1].

Wskaźnikiem udziału w rynku otwartego funduszu w określonym dniu jest iloraz wartości aktywów netto tego funduszu i wartości aktywów netto wszystkich otwartych funduszy, według stanu na dzień obliczenia wskaźnika.

Jeżeli wskaźnik przeciętnego udziału w rynku danego funduszu wynosi co najmniej 15%, dla celów obliczenia średniej ważonej stopy zwrotu wszystkich otwartych funduszy:

- 1) przyjmuje się dla tego funduszu wskaźnik w wysokości 15%;
- 2) wskaźniki przeciętnego udziału w rynku pozostałych funduszy, obliczone zgodnie z ust. 1, ulegają proporcjonalnemu powiększeniu tak, aby suma wskaźników dla tych funduszy stanowiła różnicę między wielkością 100% oraz iloczynem liczby funduszy, dla których przeciętny wskaźnik udziału w rynku wynosi co najmniej 15%, i wielkości 15%;

¹ Dz. U. z 2004 r. nr 159, poz. 1667 z późn. zm.



- 3) jeżeli dla któregoś z funduszy w wyniku powiększenia wskaźników udziałów w rynku pozostałych funduszy należałoby zastosować powiększony wskaźnik w wysokości przekraczającej 15%, to przyjmuje się dla tego funduszu wskaźnik 15% i ponownie powiększa wskaźniki dla pozostałych funduszy.

Jeżeli liczba otwartych funduszy, dla których ustala się stopę zwrotu, jest nie większa niż 6, wskaźnik procentowego udziału w rynku dla każdego z nich ustala się w jednakowej wysokości.

Wysokość średniej ważonej stopy zwrotu wszystkich otwartych funduszy podaje do publicznej wiadomości organ nadzoru [art. 173 ust. 1–3].

Minimalna wymagana stopa zwrotu — stopa zwrotu niższa o 50% od średniej ważonej stopy zwrotu wszystkich otwartych funduszy w tym okresie lub niższa o 4 punkty procentowe od tej średniej, w zależności od tego, która z tych wielkości jest mniejsza [art. 175 ust. 2].

Szczegółowe zasady ustalania stopy zwrotu i średniej ważonej stopy zwrotu zostały określone w rozporządzeniu Rady Ministrów z dnia 9 marca 2004 r. w sprawie ustalania stopy zwrotu otwartych funduszy emerytalnych (Dz.U. z 2004 r. nr 47, poz. 449).



Załącznik 3. Opłaty TFI i OFE

Towarzystwa Funduszy Inwestycyjnych

Towarzystwa Funduszy Inwestycyjnych (TFI) pobierają dwa rodzaje opłat — przy sprzedaży jednostek uczestnictwa (opłaty dystrybucyjne i manipulacyjne) oraz za zarządzanie:

- Opłaty dystrybucyjne i manipulacyjne (prowizje) są pobierane od składki (zazwyczaj przy zakupie jednostki, rzadziej przy umorzeniu). Niektóre TFI, takie jak np. fundusze Arka, dzielą opłatę (część jest pobierana z góry, część przy wykupie).
- Opłaty za zarządzanie są naliczane corocznie od wartości aktywów netto funduszu, czyli od sumy wartości rynkowej wszystkich papierów wartościowych znajdujących się w portfelu funduszu oraz posiadanej gotówki pomniejszonej o wartość wszelkich zobowiązań funduszu.

Niektóre fundusze różnicują jednostki uczestnictwa ze względu na różne koszty i oferta ta jest wtedy kierowana do różnego typu inwestorów. Może się zdarzyć, że jednostka jakiegoś typu ma naliczane mniejsze koszty, ale z kolei stawiane są wyższe wymagania jeśli chodzi o wysokość wpłat albo długość inwestycji. Tabela 1 na przykładzie ING FIO Zrównoważony przedstawia kategorie jednostek uczestnictwa oraz cechy je charakteryzujące.

Za zarządzanie w funduszach akcji największe TFI pobierają do 4% rocznie, w zależności od typów jednostek uczestnictwa (za jednostki uczestnictwa typu A są pobierane najwyższe stawki). W funduszach zrównoważonych stawki wahają się od 2 do 4% rocznie. W funduszach obligacyjnych opłata za zarządzanie waha się w przedziale od 1,0 do 2,5%.

Inwestorzy, którzy wpłacają duże kwoty (np. kilka milionów złotych) albo deklarują długoterminowe inwestycje (np. w ramach Indywidualnych Kont Emerytalnych czy Pracowniczych Programów Emerytalnych), otrzymują specjalne typy jednostek uczestnictwa, które mogą być obciążane niższą opłatą za zarządzanie. Im większa jednorazowa wpłata, tym mniejsza prowizja pobierana przy sprzedaży jednostek uczestnictwa.

Opłaty dystrybucyjne i manipulacyjne wybranych funduszy

Analizą zostało objętych pięć funduszy: Arka, Pioneer, AIG, ING oraz Commercial Union. Raport dotyczy przede wszystkim najpopularniejszych jednostek uczestnictwa typu A.

Fundusze Arka BZ WBK oprócz kwoty pobieranej przy wpłacie pieniędzy inkasują też dodatkową sumę przy umorzeniu jednostek — jest to tzw. opłata ma-



nipulacyjna. Opłata manipulacyjna spada stopniowo w miarę wydłużania okresu inwestycji. Jeżeli pieniądze wycofywane są po roku, w ogóle nie jest pobierana. W przypadku funduszy Arka BZ WBK Obligacji FIO, Arka BZ WBK Obligacji Europejskich FIO stawka opłaty dystrybucyjnej wynosi 0%. Natomiast stawki opłaty manipulacyjnej są takie same jak w tabeli poniżej.

W funduszu Pioneer przy zakupie jednostek uczestnictwa typu A oraz I opłata dystrybucyjna nie jest pobierana. W przypadku nabycia jednostek uczestnictwa typu B opłaty są pobierane przy umorzeniu.

Tabela 1. Kategorie jednostek uczestnictwa na przykładzie ING FIO Zrównoważony

Typ jednostki uczestnictwa	Możliwość zbywania	Opłata za zarządzanie (w skali roku)	Opłata dystrybucyjna od wpłaty	Opłata za konwersję	Opłata umorzeniowa
A	zbywane bez ograniczeń	maks. 4%	maks. 4,5%	maks. 1%	
B	zbywane w ramach Programu Systematycznego Inwestowania (PSI)	maks. 4%	maks. 2,25%	maks. 1%	maks. 4,5%
C	zbywane w ramach PSI	maks. 4%	pobierana jednorazowo w ramach danego programu (maks. 5 tys.zł)	maks. 1%	maks. 4,5%
E	zbywane wyłącznie w ramach Pracowniczego Programu Inwestycyjnego (PPI) lub Pracowniczego Programu Emerytalnego (PPE)	maks. 2%	maks. 4,5%	maks. 1%	
F	zbywane wyłącznie w ramach PPE lub PPI	maks. 4%	maks. 4,5%	maks. 1%	
I	zbywane wyłącznie w ramach Indywidualnych Kont Emerytalnych (IKE)	maks. 4%	maks. 10%	maks. 3%	maks. 10%
K	zbywane wyłącznie w ramach IKE	maks. 4%	maks. 5%	maks. 3%	maks. 10%



Tabela 2. Opłaty dystrybucyjne i manipulacyjne pobierane przez Arka BZ WBK Akcji FIO, Arka BZ WBK Stabilnego Wzrostu FIO, Arka BZ WBK Zrównoważony FIO (w procentach)

Suma wpłat netto funduszy zarządzanych przez towarzystwo*	Stawka opłaty dystrybucyjnej	Stawka opłaty manipulacyjnej				
		Czas posiadania odkupywanych jednostek uczestnictwa				
Mniej niż 5000 zł	3,00	1,00	0,75	0,50	0,25	0,00
od 5000 do 10 000 zł	2,50	0,80	0,60	0,40	0,20	0,00
od 10 000 do 50 000 zł	2,00	0,60	0,45	0,30	0,15	0,00
od 50 000 do 100 000 zł	1,50	0,40	0,30	0,20	0,10	0,00
100 000 zł i więcej	0,50	0,20	0,15	0,10	0,05	0,00

* W przypadku nabycia jednostek suma wpłat netto jest to wartość wszystkich rejestrów według ceny nabycia powiększona o bieżącą wpłatę, w przypadku umorzenia jednostek — wartość wszystkich rejestrów uczestnika według ceny nabycia.

Tabela 3. Opłaty manipulacyjne pobierane przez Pioneer przy zakupie jednostek uczestnictwa typu A oraz I (w procentach)

Suma wpłat netto do funduszy zarządzanych przez towarzystwo	Stawka opłaty manipulacyjnej przy nabywaniu jednostek uczestnictwa typu A oraz I		
	Zrównoważony	Obligacji	Akcji Polskich, Amerykańskich, Europejskich
Poniżej 10 000 zł	4,50	1,50	5,00
od 10 000 do 25 000 zł	4,00	1,40	4,50
od 25 000 do 50 000 zł	3,50	1,30	3,75
od 50 000 do 100 000 zł	3,00	1,20	3,00
od 100 000 do 200 000 zł	2,50	1,10	2,50
od 200 000 do 300 000 zł	2,00	1,00	2,00
od 300 000 do 500 000 zł	1,50	0,80	1,50
od 500 000 do 1 000 000 zł	1,00	0,40	1,00
1 000 000 zł i więcej	0,50	0,20	0,50

Tabela 4. Opłaty manipulacyjne pobierane przez Pioneer przy zakupie jednostek uczestnictwa typu B

Okres oszczędzania	Stawka opłaty manipulacyjnej
Do 3 lat włącznie	3,00%
Powyżej 3 lat	0,00%

Tabela 5. Opłaty dystrybucyjne pobierane przez AIG (w procentach)

Suma wpłat netto do funduszy zarządzanych przez towarzystwo	Stawka opłaty dystrybucyjnej dla jednostek uczestnictwa typu A			
	Obligacji	Stabilnego Wzrostu	Zrównoważonego Wzrostu Nowa Europa	Akcji
Do 5 000 zł	1,00	4,00	4,25	4,50
Od 5 000 do 10 000 zł	0,875	3,50	3,75	4,00
Od 10 000 zł do 25 000 zł	0,75	3,00	3,25	3,50
Od 25 000 zł do 50 000 zł	0,625	2,50	2,75	3,00
Od 50 000 zł do 100 000 zł	0,50	2,00	2,10	2,25
Od 100 000 zł do 250 000 zł	0,45	1,50	1,75	2,00
Powyżej 250 000 01 zł	0,40	1,25	1,50	1,75

Tabela 6. Opłaty dystrybucyjne pobierane przez ING (w procentach)

Suma wpłat netto do funduszy zarządzanych przez towarzystwo	Stawka opłaty dystrybucyjnej dla jednostek uczestnictwa			
	Obligacji	Stabilnego Wzrostu Emerytura Plus	Zrównoważonego Wzrostu	Akcji
Do 2 999,99 zł	2,00	4,00	4,50	5,00
Od 3 000 do 9 999 zł	1,50	3,00	3,50	4,00
Od 10 000 zł do 24 999,99 zł	1,25	2,00	2,50	3,00
Od 25 000 zł do 49 999,99 zł	1,25	1,50	2,00	2,50
Od 50 000 zł do 99 999,99 zł	1,00	1,25	1,75	2,00
Od 100 000 zł do 249 999,99 zł	0,75	1,00	1,50	1,75
Od 250 000 zł do 499 999,99 zł	0,50	0,75	1,00	1,25
Od 500 000 zł do 999 999,99 zł	0,50	0,50	0,50	0,75
Powyżej 1 000 000 zł	0,20	0,20	0,20	0,30

Tabela 7. Opłaty dystrybucyjne pobierane przez Commercial Union (w procentach)

Suma wpłat netto do funduszy zarządzanych przez towarzystwo	Stawka opłaty dystrybucyjnej dla jednostek uczestnictwa			
	Obligacji	Stabilnego Inwestowania	Ochrony Kapitału	Akcji
Poniżej 5 000 zł	2,00	3,00	2,50	4,50
Od 5 000 do 10 000 zł	1,75	2,50	2,00	4,00
Od 10 000 zł do 25 000 zł	1,45	2,00	1,60	3,00
Od 25 000 zł do 50 000 zł	1,20	1,50	1,30	2,50
Od 50 000 zł do 100 000 zł	0,85	1,25	1,00	2,00
Od 100 000 zł do 500 000 zł	0,60	0,85	0,75	1,25
Od 500 000 zł do 1 000 000 zł	0,45	0,60	0,50	0,75
Powyżej 1 000 000 zł	0,25	0,30	0,25	0,40



Oplaty za zarządzanie wybranych funduszy

Tabela 8 przedstawia maksymalne opłaty pobierane przez fundusze za zarządzanie z uwzględnieniem typu jednostek uczestnictwa. Opłaty za zarządzanie są naliczane corocznie od wartości aktywów netto funduszu, czyli od sumy wartości rynkowej wszystkich papierów wartościowych znajdujących się w portfelu funduszu oraz posiadanej gotówki pomniejszonej o wartość wszelkich zobowiązań funduszu.

Nazwa grupy funduszu	Typ jednostek uczestnictwa	Typ funduszu			
		Akcji	Zrównoważony	Obligacji	Stabilnego Wzrostu
Arka	A	4,0	3,4	2,2	2,9
	S	3,5	2,9	1,9	2,4
	T	3,0	2,4	1,6	1,9
Pioneer	A	4,0	4,0	2,5	3,75
	E	3,0	3,0	2,5	2,0
	I	2,5	2,5	2,5	2,5
AIG		4,0	3,5*	1,75	3,0
ING	A, B, C	4,0	4,0	1,5	2,5**
	E	2,0	2,0	1,5	2,5**
	F, I, K	4,0	4,0	1,5	2,5**
Commercial Union		4,0		1,75	3,0

* Zrównoważony Nowa Europa.

** Stabilnego Wzrostu Emerytura Plus.

Otwarte Fundusze Emerytalne

Otwarte Fundusze Emerytalne (OFE) pobierają, podobnie jak TFI, prowizje od składek oraz opłaty za zarządzanie.

- Zgodnie ze znowelizowaną ustawą o działalności OFE od 1 kwietnia 2004 OFE mogą pobierać opłaty wyłącznie w formie potrącenia określonej procentowo kwoty z wpłaconych składek, z tym że potrącenia dokonuje się przed przeliczeniem składek na jednostki rozrachunkowe w wysokości ustalonej w statucie OFE, jednak nie wyższej niż podano w tabeli 9.
- Ponadto, zgodnie ze zmienioną ustawą, do 31 grudnia 2010 koszty zarządzania OFE przez towarzystwo nie mogą przekroczyć maksymalnej wysokości kosztów zarządzania funduszem pokrywanych bezpośrednio z aktywów towarzystwa w kwocie ustalonej w statucie w dniu wejścia w życie ustawy.

Tabela 9. Opłaty za zarządzanie pobierane przez OFE (w procentach)

1.4.2004–31.12.2010	1.1.2011–31.12.2011	1.1.2012–31.12.2012	1.1.2013–31.12.2013	Od 1.1.2014
7,0	6,125	5,25	4,375	3,5

Prowizje od składki wybranych funduszy

Analizą zostało objętych pięć funduszy emerytalnych: AIG, Commercial Union, ING, PZU oraz Winthertur. Raport został opracowany na podstawie informacji zawartych w statutach funduszy.

Znowelizowana ustawa narzuciła funduszom emerytalnym ograniczenia dotyczące maksymalnych opłat pobieranych od składek wpłaconych od 1 kwietnia 2004 do 31 grudnia 2013. To spowodowało, że niektóre fundusze podzieliły swoich klientów na tych, którzy uzyskali członkostwo przed 1 kwietnia 2004 — i pozostałych, pobierając zróżnicowane opłaty. Od klientów, którzy uzyskali członkostwo po 1 kwietnia 2004 wszystkie analizowane fundusze pobierają opłaty zgodnie z tabelą 9.

AIG od 1 kwietnia 2004 zmniejszył opłaty z tytułu członkostwa z 8,5% do 7,0%. Fundusz ten obecnie stosuje jednolitą metodę obliczania i pobierania opłat w stosunku do wszystkich członków (patrz tabela 8).

Commercial Union w razie uzyskania członkostwa w funduszu przed 1 kwietnia 2004 pobiera opłatę w wysokości 7,0%, a jeśli dodatkowo klient ma co najmniej 24-miesięczny staż członkowski w funduszu, to tylko 4,0%. W przypadku pozostałych członków fundusz pobiera opłatę zgodnie z tabelą 9.

ING dokonuje potrącenia opłaty ze składek członków, których staż członkowski na dzień 15 października 2003 jest dłuższy niż 24 miesiące, zgodnie z tabelą 10.

Tabela 10. Opłaty za zarządzanie pobierane przez ING od klientów, których staż członkowski na dzień 15 października jest dłuższy niż 24 miesiące (w procentach)

Do 31.12.2011	1.01.2012–31.12.2013	1.01.2013–31.12.2013	Od 1.01.2014
5,8	5,25	4,375	3,5

PZU pobiera opłatę członkowską, stosując jednolitą metodę jej obliczania wobec wszystkich członków (patrz tabela 9).

Winthertur w przypadku członków, którzy uzyskali członkostwo przed 1 kwietnia 2004, potrąca ze składki wpłacanej każdorazowo przez członka kwotę wynikającą z tabeli 11. W przypadku pozostałych członków opłata pobierana przez fundusz jest zgodna z tabelą 9.



Tabela 11. Opłaty za zarządzanie pobierane przez Winterthur od klientów, którzy uzyskali członkostwo przed 1 kwietnia 2004 (w procentach)

Staż członkowski		
do 3 lat	od 3 do 11 lat	od 10 do 20 lat
9,0*	5,25	5,0

* Zgodnie ze znowelizowaną ustawą fundusz został zmuszony do obniżenia składki do 7%.

Opłaty za zarządzanie

Zgodnie ze znowelizowaną ustawą, w okresie do 31 grudnia 2010 r. koszty zarządzania OFE przez towarzystwo nie mogą przekroczyć maksymalnej wysokości kosztów zarządzania funduszem pokrywanych bezpośrednio z aktywów towarzystwa w kwocie ustalonej w statucie w dniu wejścia w życie ustawy.

Cztery towarzystwa — AIG, ING Nationale-Nederlanden, Generali i Nordea — ustaliły w statucie limity wysokości pobieranej opłaty za zarządzanie. W przypadku AIG jest to 2,5 mln zł miesięcznie, w ING opłata wynosi obecnie 10 mln zł miesięcznie. Limity zostały ustalone przed zmianą ustawy o OFE, która ujednoliciła wysokość prowizji pobieranych przez fundusze od wpłacanych pieniędzy. W rezultacie cztery wymienione PTE mają gorszą sytuację niż te, które takich limitów nie wprowadziły. Tak niskie opłaty miały związek z drugim rodzajem prowizji — pobieranej od składki, często wyższej niż u konkurencji.

Część stała opłaty za zarządzanie to kwota ustalona w statucie, nie wyższa niż 0,045% zarządzanych aktywów netto w skali miesiąca przy wartości aktywów do 8 mld zł. Powyżej tej kwoty maksymalna wartość opłaty jest proporcjonalnie niższa. Część zmienna zależy od wyników inwestycyjnych osiągniętych przez fundusz. Maksymalna wysokość tej opłaty wynosi 0,005% wartości aktywów netto w skali miesiąca. W tej wysokości może być ona pobrana tylko w funduszu, który osiągnął w danym okresie najwyższą stopę zwrotu. Część zmienna opłaty za zarządzanie nie jest natomiast pobierana w funduszu, który osiągnął w danym okresie najniższą stopę zwrotu. W pozostałych funduszach ta część opłaty pobierana jest proporcjonalnie do osiągniętych wyników — jest tym większa, im wyższa jest stopa zwrotu.

AIG bezpośrednio ze swoich aktywów pokrywa wynagrodzenie towarzystwa za zarządzanie funduszem (patrz tabela 12).

Przy ustalaniu wartości zarządzanych aktywów netto funduszu dla celów określenia wynagrodzenia pobieranego przez towarzystwo nie uwzględnia się: a) wartości lokat w jednostkach uczestnictwa zbywanych przez fundusze inwestycyjne otwarte lub specjalistyczne fundusze inwestycyjne otwarte; b) wartości lokat dokonywanych poza granicami kraju w tytuły uczestnictwa emitowane przez instytucje wspólnego inwestowania mające siedzibę w państwach będących członkami OECD lub innych państwach, które zostaną określone w zezwoleniu udzielonym



Tabela 12. Opłaty za zarządzanie pobierane przez AIG

Wysokość aktywów netto (mln zł)	Miesięczna opłata za zarządzanie OFE
do 8000	0,045% wartości aktywów netto w skali miesiąca
od 8000 do 20 000	3,6 mln zł + 0,04% nadwyżki ponad 8000 mln zł
od 20 000 do 35 000	8,4 mln zł + 0,032% nadwyżki ponad 20 000 mln zł
od 35 000 do 65 000	13,2 mln zł + 0,023% nadwyżki ponad 35 000 mln zł
powyżej 65 000	20,1 mln zł + 0,015% nadwyżki ponad 65 000 mln zł

przez ministra właściwego do spraw instytucji finansowych, jeżeli instytucje te oferują publicznie tytuły uczestnictwa i umarzają je na żądanie uczestnika.

Do 31 grudnia 2010 maksymalna kwota wynagrodzenia towarzystwa za zarządzanie wynosi 2,5 mln zł miesięcznie.

Commercial Union pobiera miesięczne wynagrodzenie za zarządzanie funduszem według stawki określonej w tabeli 13.

Tabela 13. Opłaty za zarządzanie pobierane przez Commercial Union

Wysokość aktywów netto (mln zł)	Miesięczna opłata za zarządzanie OFE
do 8000	3,6 mln zł, lecz nie więcej niż 0,045% wartości zarządzanych aktywów netto w skali miesiąca
od 8000 do 20 000	8,4 mln zł, lecz nie więcej niż 3,6 mln zł plus 0,04% nadwyżki ponad 8000 mln zł
od 20 000 do 35 000	13,2 mln zł, lecz nie więcej niż 8,4 mln zł plus 0,032% nadwyżki ponad 20 000 mln zł
od 35 000 do 65 000	20,1 mln zł, lecz nie więcej niż 13,2 mln zł plus 0,023% nadwyżki ponad 35 000 mln zł
powyżej 65 000	nie więcej niż 20,1 mln zł plus 0,015% nadwyżki ponad 65 mln zł

ING pobiera miesięczne wynagrodzenie za zarządzanie funduszem według takiej samej stawki, jaka została określona w tabeli AIG. Jednakże do 31 grudnia 2010 maksymalna kwota wynagrodzenia towarzystwa za zarządzanie nie może być wyższa niż 10 mln zł miesięcznie.

PZU pobiera miesięczne wynagrodzenie za zarządzanie funduszem według takiej samej stawki, jaka została określona w tabeli AIG.

Winterthur pobiera miesięczne wynagrodzenie za zarządzanie funduszem według takiej samej stawki, jaka została określona w tabeli AIG.



Podziękowania

Chciałbym w tym miejscu serdecznie podziękować wszystkim członkom Komitetu ds. Relacji Inwestorskich za pomoc w opracowaniu Białej Księgi. W szczególności — Pawłowi Gieryńskiemu, Piotrowi Stefanowskiemu oraz mec. Tomaszowi Drągowskiemu z kancelarii Gessel za dostarczenie materiałów oraz znaczącą pomoc w redagowaniu Białej Księgi.

Ponadto chciałbym podziękować osobom spoza Komitetu ds. Relacji Inwestorskich za pracę nad tym dokumentem. W szczególności — mec. Zbigniewowi Mrowcowi z Dewey Ballantine za znaczącą pomoc w opracowaniu części prawnej oraz Marinnie Iwanowskiej za opracowanie szeregu analiz na potrzeby Białej Księgi.

Jacek Pogonowski

Polskie Stowarzyszenie Inwestorów Kapitałowych

