

Władze polskie - 5 PODMIOTÓW ANKIETOWANYCH

Urząd Ochrony Konkurencji i Konsumentów (UOKiK) zwrócił się do podmiotów odpowiedzialnych za udzielanie pomocy w celu wsparcia dostępu MŚP do kapitału podwyższonego ryzyka, zarówno przyznających pomoc, jak i tworzących systemy wsparcia, z prośbą o udział w konsultacjach dotyczących Wytycznych wspólnotowych w sprawie pomocy państwa na wspieranie inwestycji kapitału podwyższonego ryzyka w małych i średnich przedsiębiorstwach (Dz. Urz. UE C 194 z 18.08.2006 r.). W konsultacjach wzięło udział **5 respondentów** (Ministerstwo Finansów, Ministerstwo Gospodarki, Ministerstwo Rozwoju Regionalnego, Polska Agencja Rozwoju Przedsiębiorczości oraz Krajowy Fundusz Kapitałowy).

KWESTIONARIUSZ

DANE RESPONDENTA

Oświadczenie o ochronie prywatności: otrzymane uwagi oraz tożsamość respondenta zostaną opublikowane w internecie, chyba że respondent sprzeciwi się publikacji swoich danych osobowych, powołując się na konieczność ochrony swoich uzasadnionych interesów. W takim przypadku uwagi mogą zostać opublikowane anonimowo.

Obowiązujące przepisy dotyczące ochrony danych znajdują się na portalu EUROPA pod adresem: http://ec.europa.eu/geninfo/legal_notices_pl.htm#personaldata

- a. Czy zgadzają się Państwo na ujawnienie swojej tożsamości?

Tak X Nie ☐

- b. Czy do Państwa odpowiedzi ma zastosowanie którykolwiek z wyjątków przewidzianych w art. 4 rozporządzenia nr 1049/2001 Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 30 maja 2001 r. w sprawie publicznego dostępu do dokumentów Parlamentu Europejskiego, Rady i Komisji¹? Jeżeli tak, proszę jednoznacznie wskazać części, które nie powinny zostać ujawnione, uzasadnić konieczność takiego poufnego traktowania i załączyć wersję Państwa odpowiedzi, która nie jest opatrzona klauzulą poufności, do celów publikacji na naszej stronie internetowej.

Proszę podać swoje dane kontaktowe w poniższej tabeli:

Nazwa / Imię i nazwisko	Władze polskie
Organizacja	
Miejsce (kraj)	Polska
Adres e-mail:	ddo@uokik.gov.pl

Proszę opisać główny zakres działalności Państwa organizacji:

- a. Proszę określić, czy pod względem finansowania Państwa organizację można uznać za działającą po stronie podaży czy popytu, czy też za reprezentującą organy władzy publicznej lub inne zainteresowane strony.

Urząd Ochrony Konkurencji i Konsumentów reprezentuje władze polskie.

- b. Proszę określić wielkość Państwa przedsiębiorstwa (pod względem obrotów, jak i liczby pracowników) lub Państwa organizacji (pod względem członków).

Nie dotyczy.

- c. Jeśli ma to zastosowanie, proszę podać kod NACE² odpowiadający działalności Państwa przedsiębiorstwa.

Nie dotyczy.

¹ Dz.U. L 145 z 31 maja 2001 r., s. 43.

² NACE to system standardowej klasyfikacji działalności gospodarczych w Europie.

Uwaga: Sekcje B i C oparte są na strukturze wytycznych w sprawie kapitału podwyższonego ryzyka i ogólnego rozporządzenia w sprawie wyłączeń blokowych (rozporządzenia GBER). Mimo iż nie muszą Państwo odpowiadać na wszystkie pytania, prosimy o przestrzeganie kolejności pytań. Mogą Państwo również podać dodatkowe informacje, które uznają Państwo za istotne, a które wykraczają poza pytania zawarte w kwestionariuszu.

A. Pytania ogólne – ustalenie stanu faktycznego

W odniesieniu do wszystkich pytań w niniejszej sekcji prosimy o jak najszerze uzasadnienie odpowiedzi poprzez odniesienia do odpowiednich danych statystycznych, sprawozdań lub badań.

1.1. Potrzeby MŚP w zakresie finansowania

Władze polskie aktualnie prowadzą badania w zakresie wdrażania instrumentów inżynierii finansowej w ramach funduszy unijnych (Narodowy Plan Rozwoju 2004-2006 oraz Narodowe Strategiczne Ramy Odniesienia 2007-2013). W efekcie badania stworzona zostanie mapa instrumentów inżynierii finansowej oraz innych instrumentów finansowania zwrotnego, które otrzymały wkład ze środków publicznych w Polsce, na finansowanie działalności mającej na celu zwiększenie dostępności do kapitału zewnętrznego.

W badaniu zostaną uwzględnione następujące kryteria ewaluacyjne:

- trafność, rozumiana jako powiązanie przyjętych celów interwencji z potrzebami grup docelowych (przedsiębiorców);
- efektywność, rozumiana jako powiązanie efektów (osiągniętych i przewidywanych) interwencji z poniesionymi nakładami, z uwzględnieniem ewentualnych rozwiązań alternatywnych;
- skuteczność, rozumiana jako ocena stopnia osiągnięcia założonych celów interwencji.

Wyniki badania będą znane na koniec 2012 r.

Ponadto, w IV kwartale 2012 r. władze polskie realizować będą badanie ewaluacyjne pt.: „Ocena luki finansowej w zakresie dostępu polskich przedsiębiorstw do finansowania zewnętrznego. Wnioski i rekomendacje dla procesu programowania polityki spójności w okresie 2014-2020”. Głównym celem ww. badań będzie przeprowadzenie oceny zakresu, skali oraz przyczyn występowania zjawiska luki finansowej w dostępie polskich przedsiębiorstw do finansowania zewnętrznego. Wyniki powyższego badania dostępne będą na przełomie 2012/2013 roku.

Oba badania łącznie posłużą do sformułowania rekomendacji dotyczących wsparcia zewnętrznego przedsiębiorstw w ramach polityki spójności w okresie 2014-2020.

- a. W oparciu o Państwa doświadczenia, jakie są *potrzeby MŚP w zakresie finansowania w fazie załączkowej, rozruchu, wczesnej ekspansji oraz na etapie rozwoju*³? Czy finansowanie poszukiwane jest dla celów inwestycyjnych lub kapitału obrotowego czy też dla obu tych celów? W jakim zakresie potrzeby w zakresie finansowania zróżnicowane są w zależności od: (i) wielkości przedsiębiorstwa, (ii) fazy rozwoju (tj. w fazie załączkowej, rozruchu, wczesnej ekspansji oraz na etapie wzrostu) i perspektyw

³ Pkt 2.2 lit. g) i h) wytycznych w sprawie kapitału podwyższonego ryzyka zawiera definicję wczesnego etapu rozwoju oraz etapu ekspansji działalności. W ujęciu ogólnym faza wzrostu odnosi się do operacji ekspansji lub wejścia na nowe rynki w przypadku przedsiębiorstw o dłuższym stażu.

rozwoju przedsiębiorstwa, (iii) sektora, w którym prowadzona jest działalność lub (iv) rodzaju działalności, dla których poszukiwane jest finansowanie?

W ocenie władz polskich istnieje bardzo duża zależność pomiędzy wiekiem przedsiębiorstwa, fazą jego rozwoju, a rodzajem zapotrzebowania na finansowanie. Młode MSP potrzebują przede wszystkim finansowania inwestycyjnego. W miarę osiągania sukcesu rynkowego, potrzebują finansowania obrotowego. Wielkość zapotrzebowania na kapitał dłużny rośnie wraz z rozwojem MSP. Można wyróżnić następujące fazy i związane z nimi potrzeby kapitałowe:

Faza	Typ finansowania	Skala potrzeb [tys. PLN]
faza załóżkowa (seed stage)	potrzeby czysto kapitałowe	0 - 1,000
faza rozruchu (start-up stage)	potrzeby czysto kapitałowe	250 - 6,000
faza wczesnej ekspansji (early expansion stage)	potrzeby kapitałowe / finansowanie kapitału obrotowego (do 75%/25%)	4,000 - 16,000
faza wzrostu (growth stage)	potrzeby kapitałowe / finansowanie kapitału obrotowego (do 50%/50%)	12,000 - 25,000

O wsparcie ubiegają się przedsiębiorstwa z sektora MSP, które chcą przeznaczyć środki na budowę, rozbudowę lub rozszerzenie działalności gospodarczej, w szczególności: realizację zasadniczych zmian procesu produkcyjnego, unowocześnienie składników majątku trwałego - zakup wyposażenia w maszyny, urządzenia, aparaturę w tym także zakup środków transportu bezpośrednio związanych z celem realizowanego przedsięwzięcia oraz na inne cele gospodarcze przyczyniające się do rozwoju przedsiębiorstwa. Zapotrzebowanie na kapitał zewnętrzny dotyczy zarówno przedsiębiorstw znajdujących się w fazie załóżkowej i rozruchu, jak też na etapie wzrostu, gdzie dalszy rozwój (rozszerzenie udziału w rynku, wejście na nowe rynki) wymaga znacznych środków finansowych, które nie mogą zostać zaspokojone przez sektor bankowy. MSP z branży budowlanej oraz sektora ochrony zdrowia zdecydowanie częściej korzystają z finansowania dłużnego od innych MSP. Z kolei MSP usługowe cechuje wyraźnie mniejsze zapotrzebowanie na finansowanie dłużne.

W opinii przedstawicieli banków komercyjnych spośród dwóch sektorów najczęściej korzystających z finansowania dłużnego, sektor budowlany uważany jest za szczególnie ryzykowny, a sektor ochrony zdrowia za szczególnie stabilny i bezpieczny do inwestowania.

- b. W oparciu o Państwa doświadczenia: w jakim stopniu MŚP na wczesnych etapach rozwoju i wzrostu korzystają z **finansowania zewnętrznego i z jakiego rodzaju instrumentów finansowych**, np. finansowanie kapitału, finansowanie dłużne lub połączenie finansowania kapitałowego i dłużnego? W jakim stopniu rodzaj instrumentów finansowania zależy od stadium rozwoju lub sektora, w którym MŚP jest aktywne, lub rodzaju działalności, dla których wystąpiono o finansowanie zewnętrzne?

Z informacji dostępnych władzom polskim odnośnie do instrumentów dłużnych wynika, iż:

- zdecydowana większość polskich MSP finansuje swoją działalność ze środków własnych (78%). Zaledwie 13% wskazuje kredyt bankowy, zaś 7% wskazuje leasing.
- MSP założone w 2010 r. i później korzystały w największym stopniu z kredytowania inwestycji. Z kolei przedsiębiorstwa starsze zdecydowanie częściej niż młode sięgały po finansowanie obrotu. Potwierdza to ogólną obserwację, iż zapotrzebowanie na kapitał inwestycyjny ma charakter pierwotny w stosunku do zapotrzebowania na majątek obrotowy. Obrót jest konsekwencją inwestycji. Podmioty w miarę rozwoju coraz częściej odczuwają braki środków obrotowych. Jednocześnie istotny jest wpływ czynników zewnętrznych, związanych z kosztem kredytu, na decyzje dotyczące inwestycji finansowanych ze środków zewnętrznych - w sytuacji, gdy koszt pieniądza rośnie, przedsiębiorstwa odraczają lub rezygnują z finansowania dłużnego inwestycji, dążąc do zgromadzenia kapitału własnego, który pozwoli na podjęcie inwestycji.
- MSP w fazie rozruchu mają zapotrzebowanie na bardzo szerokie spektrum wielkości finansowania dłużnego (od 5 do 200 tys. PLN). Jednakże przedsiębiorstwa korzystające z instrumentów dłużnych muszą być zdolne do osiągania zysków w krótkim terminie, ze względu na konieczność terminowej spłaty rat kapitałowych i odsetek. Z tego powodu ta forma finansowania nie jest atrakcyjna dla młodych innowacyjnych przedsiębiorstw, w których moment osiągania zysków może być odroczony w czasie lub nie nastąpić nigdy. Ryzyko w odniesieniu do takich podmiotów jest znacznie większe, dlatego też bardziej odpowiednie jest dla nich finansowanie kapitałowe.
- MSP w fazie urynkwienia mają najmniejsze kwotowo zapotrzebowania kapitałowe. Ich obecność jest najbardziej widoczna w kategorii kredytów małych - od 5 do 20 tys. PLN, natomiast w kategorii kredytów większych od 50 do 200 tys. PLN ich obecność jest już wyraźnie mniejsza niż innych podmiotów.
- MSP w fazie stabilizacji oraz przedsiębiorstwa w fazie zmian związanych ze wzrostem, rozwojem, koniecznością zwiększenia mocy produkcyjnych mają zapotrzebowanie albo na bardzo małe finansowanie (od 5 do 20 tys. PLN) albo na finansowanie relatywnie duże (od 50 do 200 tys. PLN).
- MSP znajdujące się w fazie kryzysu mają na ogół większe niż przeciętne zapotrzebowanie na kapitał dłużny. Występuje ponadproporcjonalna liczba przedsiębiorstw z tej grupy wśród kredytobiorców kwot z przedziału od 200 do 500 tys. PLN.
- Jakkolwiek wszystkie MSP - bez względu na sektor - niechętnie korzystają z finansowania dłużnego, to jednak widać wyraźnie, iż np. udział przedsiębiorstw produkujących współfinansujących się długiem jest o 60% większy niż udział przedsiębiorstw usługowych.
- Spośród badanych MSP największy odsetek podmiotów, które w ciągu ostatnich lat wniosowały o finansowanie dłużne, jest wśród przedsiębiorstw budowlanych (56%), podmiotów zajmujących się ochroną zdrowia (54%) oraz w branży hotelowo-gastronomicznej (48%). Pozostałe branże mają wskaźnik oscylujący wokół 40%. Zapotrzebowanie na finansowanie zewnętrzne pojawia się najczęściej wówczas, gdy przedsiębiorstwo realizuje proces inwestycyjny wspierający jego rozwój albo w okresie dekoniunktury gospodarczej dla finansowania działalności.

- Z największymi problemami z uzyskaniem finansowania zwrotnego spotykają się MSP budowlane i transportowe. Wskazywanym powodem są długie terminy płatności za ich usługi lub towary oraz przewidywane pogłębianie się kryzysu gospodarczego. Dodatkowo zasygnalizowano, iż za ryzykowne uznaje się przedsiębiorstwa doradcze, usługowe i informatyczne.
 - W Polsce, praktycznie nie są rozwinięte instrumenty dłużne podporządkowane, np.: mezzanine, plasujące się pod względem ryzyka pomiędzy instrumentami kapitałowymi a dłużnymi.
 - Dostęp do finansowania dłużnego jest nieco łatwiejszy dla przedsiębiorstw w fazie wczesnej ekspansji, a szczególnie w fazie wzrostowej. Wiąże się to z faktem większej skali zaangażowania czysto kapitałowego, co zwiększa poziom zabezpieczeń i bezpieczeństwa dla podmiotów udzielających finansowania dłużnego.
- c. W oparciu o Państwa doświadczenia: w jaki sposób stosunek między *instrumentami finansowania dłużnego a finansowania kapitałowego* ulega zmianom w fazach działalności przeciętnego MŚP, od wczesnej fazy rozwoju przedsiębiorstwa (faza załazkowa i faza rozruchu) do fazy ekspansji i wzrostu? Proszę określić, czy struktura finansowa zależy od sektora, w którym MŚP jest aktywne, lub rodzaju działalności, dla których wystąpiono o finansowanie zewnętrzne.

Wybór finansowania dłużnego lub kapitałowego wynika przede wszystkim z branży, w jakiej działa przedsiębiorstwo, stopnia ryzyka procesu inwestycyjnego, spodziewanych zysków, dostępności i atrakcyjności instrumentów oferowanych przez instytucje finansowe, natomiast mniejsze znaczenie ma faza działalności. Finansowanie dłużne nie jest wskazane dla młodych innowacyjnych firm, gdyż konieczność bieżącej spłaty zadłużenia dodatkowo podnosi ryzyko inwestycyjne. Z kolei finansowanie kapitałowe nie jest z reguły dostępne dla firm zaczynających działalność lub prowadzących już działalność w tradycyjnych branżach (dla przykładu: anioł biznesu lub fundusz *venture capital* nie będzie zainteresowany inwestowaniem w przedsięwzięcie polegające na otwarciu gabinetu stomatologicznego lub osiedlowego sklepu spożywczego. Tacy inwestorzy szukają spółek, które w dłuższym okresie mogą zapewnić wysokie stopy zwrotu z zainwestowanego kapitału oraz działają na rynkach z perspektywą dużego wzrostu). Należy również zaznaczyć, że finansowanie kapitałowe dostępne jest wyłącznie dla przedsiębiorstw o odpowiedniej formie prawnej (z reguły spółek kapitałowych). Tradycyjne działania dotyczące budowy, rozbudowy lub rozszerzenia działalności gospodarczej finansowane są głównie z instrumentów dłużnych, natomiast z instrumentów kapitałowych finansowane są wysokoinnowacyjne przedsięwzięcia.

Ponadto niektórzy z ankietowanych zauważają, iż stosunek pomiędzy zapotrzebowaniem czysto kapitałowym a dłużnym waha się również w zależności od fazy rozwoju przeciętnego MŚP. O ile w początkowych fazach można mówić o zaangażowaniach wyłącznie kapitałowych, to w późniejszych okresach, i pod warunkiem istnienia odpowiednich zabezpieczeń dla podmiotów udzielających finansowania dłużnego, ten wskaźnik teoretycznie może dojść do poziomu 50/50. Wskaźnik dług/kapitał jest końcowo powiązany z ryzykiem biznesu przedsiębiorcy i jako taki podlega subiektywnej ocenie (regulacji) podmiotów udzielających obu typów finansowania.

1.2. Istnienie i zakres luki w finansowaniu dla MŚP

1.2.1 Luka w finansowaniu kapitałowym⁴

- a. Czy w oparciu o Państwa doświadczenia stwierdzają Państwo istnienie luki w finansowaniu kapitałowym, która może ograniczać podaż zewnętrznego finansowania kapitałowego lub quasi-kapitałowego dla przedsiębiorstw dysponujących cennymi modelami biznesowymi i spełniających wszystkie podstawowe kryteria inwestycji kapitałowych typu „venture”⁵?

Podczas prac nad programem pomocowym N 599/2005 „Wspieranie powstawania funduszy kapitału zaangażowanego” oraz programem N 26/2007 „Wsparcie funduszy kapitałowych inwestujących w mikro-, małe i średnie przedsiębiorstwa” władze polskie oszacowały, iż luka w podaży kapitałów własnych (tzw. equity gap) kształtuje się w Polsce odpowiednio

w przedziale od 0,1 - 2 mln PLN (0,02 - 0,5 mln EUR) do 8 - 10 mln PLN (2 - 4,5 mln EUR), w zależności od charakterystyki projektu i sektora, w którym inwestor prowadzi działalność. Na zjawisko to wskazują dane statystyczne obrazujące zmiany w strukturze rynku, systematyczne zmniejszanie się liczby funduszy oferujących niewielkie porcje kapitału oraz wzrost średniej wielkości pojedynczej transakcji na rynku *venture capital*.

Równocześnie biorąc pod uwagę poziom wykorzystania finansowania typu equity (dane Eurostatu wskazują, że zaledwie 2,2% firm w Polsce poszukuje finansowania typu equity), niską skłonność polskich przedsiębiorców do finansowania zewnętrznego, a także problemy ze wzrostem polskich mikroprzedsiębiorstw (nadreprezentacja tych firm w strukturze przedsiębiorstw i ich powolny wzrost), można przypuszczać, że potencjał przedsiębiorczości - w szczególności młodych z najlepiej rokujących branż gospodarki - jest niewykorzystany m.in. z powodu ograniczonego dostępu do finansowania podwyższonego ryzyka. Polskie przedsiębiorstwa rzadziej wykorzystują tego rodzaju finansowanie niż średnia dla UE (3% do 7%; PL jest bardzo krytycznie oceniana jako miejsce do lokowania kapitału VC/PE), a bardzo słabo wypadają na tle liderów. Wynika to z faktu, iż szeroko rozumiany rynek private equity zainteresowany jest głównie inwestowaniem w dojrzałe firmy (mniejsze ryzyko, szybsza perspektywa osiągnięcia zysku itd.). Luka kapitałowa dotyczy przede wszystkim firm w fazie zaangażowanej, fazie wzrostu i wczesnej ekspansji. Liczba inwestycji kapitałowych dokonywanych przez fundusze PE/VC w tych fazach jest znacznie mniejsza.

Ponadto jeden z ankietowanych podmiotów wskazuje, iż działające w Polsce fundusze private equity zainteresowane są projektami o skali inwestycji PE powyżej 5-6 mln EUR. Mniejsze projekty, które w rozwiniętych gospodarkach europejskich uzyskują m.in. wsparcie albo bezpośrednio zaangażowanego właściciela, albo od strony business-angels, w Polsce niestety nie mogą liczyć na tego typu wsparcie ze względu na jego znikomą ilość.

Dodatkowo, aktualna sytuacja makroekonomiczna wpływa negatywnie na poszerzenie istniejącej luki kapitałowej (brak finansowania oraz bardziej zaostrzone rygory dostępności do tego typu finansowania).

⁴ Luka w finansowaniu kapitałowym to niedobór zewnętrznego finansowania kapitałowego i quasi-kapitałowego, z którym przedsiębiorstwo może zetknąć się na określonym etapie rozwoju i którego nie można uzupełnić przez kapitał podwyższonego ryzyka, „anioły biznesu”, fundusze private equity, banki lub wszelkich innych inwestorów niepublicznych.

⁵ Dobre zarządzanie przez kadrę przedsiębiorstwa, opatentowana technologia lub inne cenne wartości niematerialne i prawne, istniejący dostępny rynek o wystarczającej wielkości, potencjał przyniesienia interesującego zwrotu na kapitale (potwierdzonego wiarygodnym planem operacyjnym), również kryteria dotyczące inwestycji kapitałowych typu venture, zdefiniowane przez Europejskie Stowarzyszenie *Private Equity* i *Venture Capital*.

- b. W oparciu o Państwa doświadczenia: jaka jest wielkość luki w finansowaniu kapitałowym (w kategoriach bezwzględnych lub względnych w stosunku do wielkości przedsiębiorstwa)?

W takcie prac nad programami pomocowymi N 599/2005 oraz N 26/2007 władze polskie oszacowały lukę finansową na poziomie od 0,1 - 2 mln PLN (0,02 - 0,5 mln EUR) do 8 - 10 mln PLN (2 - 4,5 mln EUR). Niemniej aktualnie prowadzone są badania nad oszacowaniem bieżącej luki.

- c. W oparciu o Państwa doświadczenia: w jaki sposób luka kapitałowa zależna jest od wielkości przedsiębiorstwa (MŚP lub większe przedsiębiorstwa⁶), jego etapu rozwoju (faza załóżkowa, rozruchu, wczesnej ekspansji lub wzrostu), jego „wieku” (np. liczby lat, jakie upłynęły od fazy rozruchu, od pierwszego wprowadzenia do obrotu produktu lub usługi), charakterystyki sektora i regionu (na przykład, obszary objęte pomocą⁷)?

W największym stopniu luka kapitałowa dotyczy przedsiębiorstw w fazie załóżkowej, fazie wzrostu i wczesnej ekspansji. Z różnych względów instytucje finansowe nie są zainteresowane inwestycjami w ww. podmioty. Wynika to m.in. z faktu, iż im większy poziom ryzyka związany z przedsiębiorstwem, tym większa luka kapitałowa. Największe trudności z dostępem do finansowania kapitałowego mają przedsiębiorstwa na takim etapie rozwoju, który istotnie podnosi ryzyko (np. na etapie badań B+R), gdzie możliwość komercjalizacji jest dużą niewiadomą, a uzyskanie ewentualnych zysków jest odroczone w czasie. Z tego powodu wydaje się, że w największym stopniu luka dotyczy młodych, innowacyjnych przedsiębiorstw szukających kapitału na przeprowadzenie lub zakończenie badań, a następnie komercjalizację ich wyników (np. spółki z sektora biotechnologii, life science).

- d. W oparciu o Państwa doświadczenia: jakiego rodzaju instrumenty finansowe typu kapitałowego lub quasi-kapitałowego używane są w celu rozwiązania problemu luki w finansowaniu, w szczególności: akcje zwykłe, akcje uprzywilejowane i akcje uprzywilejowane dające prawo do skumulowanych dywidend, obligacje zamienne, inne struktury hybrydowe odmienne od standardowych instrumentów wierzycielskich (proszę wyszczególnić).

W opinii władz polskich wachlarz instrumentów kapitałowych stosowanych w rozwiązaniu problemu luki kapitałowej jest szeroki i zawiera wszystkie ww. instrumenty, w tym akcje zwykłe, uprzywilejowane, obligacje zamienne oraz inne instrumenty hybrydowe (finansowanie dłużne podporządkowane z warrantami lub equity-kicker'ami).

1.2.2 Luka w finansowaniu dłużnym⁸

- a. Czy w oparciu o Państwa doświadczenia stwierdzają Państwo istnienie luki w finansowaniu dłużnym, która może ograniczać podaż zewnętrznego finansowania dłużnego dla przedsiębiorstw dysponujących cennymi modelami biznesowymi i spełniających wszystkie podstawowe kryteria oceny ryzyka kredytowego?

⁶ Za większe przedsiębiorstwa uznaje się takie, które nie spełniają kryteriów definicji MŚP.

⁷ Obszary objęte pomocą oznaczają regiony objęte odstępstwami określonymi w art. 107 ust. 3 lit. a) lub c) Traktatu WE.

⁸ Luka w finansowaniu dłużnym to niedobór zewnętrznego finansowania dłużnego, z którym przedsiębiorstwo może zetknąć się na określonym etapie rozwoju i który nie może być uzupełniony przez banki, niebankowe instytucje kredytowe lub wszelkich innych inwestorów niepublicznych.

Badania przeprowadzone przez Polską Agencję Rozwoju Przedsiębiorczości w 2010 r. wskazywały, że luka w finansowaniu dłużnym dotyczyła w szczególności podmioty rozpoczynające działalność oraz funkcjonujące na rynku krócej niż 2 lata. Ostatnio przeprowadzone badania (czerwiec 2012 r.) wskazują jednak, że luka finansowa przestaje istnieć. Oferta bankowa pokrywa kwotę zakładanej luki finansowej. Zarówno na poziomie finansowania obrotowego, inwestycyjnego, jak i w zakresie kredytów w rachunku bieżących, średnie wielkości udzielanego finansowania obejmują zakładaną lukę w finansowaniu. Luka finansowa odczuwana przez podmioty będące na rynku do 2 lat oraz podmioty mikro, jest wypełniana ponadto przez instytucje pozabankowe, jednak wiedza przedsiębiorstw na temat sposobów finansowania działalności gospodarczej jest wciąż zbyt niska.

Niemniej część z ankietowanych podmiotów wskazuje, iż luka w finansowaniu dłużnym w Polsce istnieje i wynika w głównej mierze z braku historii kredytowej pożyczkobiorcy oraz, przede wszystkim, z braku odpowiedniego poziomu zabezpieczeń dla firmy udzielającej pożyczki, bez względu na charakter MŚP.

- b. W oparciu o Państwa doświadczenia: jaka jest wielkość luki w finansowaniu dłużnym (w kategoriach bezwzględnych lub względnych w stosunku do wielkości przedsiębiorstwa)?

W świetle ekspertyzy ERNST&YOUNG „Innowacyjność Sektora MSP w Polsce. Rządowe Programy Wsparcia a Luka Finansowa” potencjalne luki w finansowaniu pojawiają się w dwóch przedziałach - pierwszy to kwoty pomiędzy 0,6 a 1,5 mln USD, a drugi to około 3 mln USD. Z kolei w ekspertyzie IBnGR „Mechanizmy Inżynierii Finansowej” pisze się o wartościach od 0,5 mln PLN do 10 mln PLN.

- c. W oparciu o Państwa doświadczenia: w jaki sposób luka w finansowaniu dłużnym zależna jest od wielkości przedsiębiorstwa (MŚP lub większe przedsiębiorstwa), jego etapu rozwoju (faza załóżkowa, rozruchu, wczesnej ekspansji lub wzrostu), jego „wieku” (np. liczby lat, jakie upłynęły od fazy rozruchu, od pierwszego wprowadzenia do obrotu produktu lub usługi), charakterystyki sektora i regionu (na przykład, obszary objęte pomocą)?

W ocenie władz polskich lokalizacja podmiotu nie ma szczególnego znaczenia w odczuwaniu luki finansowej - jej powodem jest głównie rynek, na którym działa podmiot.

Cykl życia MSP ma nie tylko ogólny wpływ na zjawisko luki w finansowaniu, ale jest kluczowym czynnikiem generującym luki w poszczególnych narzędziach finansowych.

W szczególności zaś:

- MSP nowe, działające nie dłużej niż 2 lata, wykazują największe zainteresowanie finansowaniem inwestycyjnym, jednocześnie mają do niego najmniej dostęp.
- MSP starsze, działające dłużej niż 2 lata coraz silniej odczuwają (w miarę rozwoju) potrzebę finansowania obrotowego. Jakkolwiek dostęp do takiego finansowania jest dla nich większy niż dla firm nowych, to ciągle odsetek wniosków odrzucanych jest bardzo duży.

Ponadto, na podstawie dotychczas przeprowadzonych badań podejmujących temat luki finansowej, można stwierdzić, iż największy problem z uzyskaniem finansowania zwrotnego mają mikroprzedsiębiorstwa, które cechują się przeciętnie niższą niż pozostałe

MSP zdolnością kredytową lub jej brakiem. Stanowią one ponad połowę wszystkich negatywnych decyzji kredytowych. Prawie 2/3 podmiotów mikro nigdy nie występowało o kredyt bankowy, zaś wśród podmiotów małych nigdy nie czyniło tego sześć na dziesięć, a wśród średnich - cztery na dziesięć. Luka finansowa dotyczy w szczególności podmiotów rozpoczynających działalność oraz funkcjonujących na rynku krócej niż 2 lata.

- d. W oparciu o Państwa doświadczenia: jakiego rodzaju instrumenty finansowania dłużnego używane są w celu rozwiązania problemu luki w finansowaniu dłużnym, w szczególności: standardowe instrumenty wierzytelności, dług podporządkowany, instrumenty wsparcia jakości kredytowej (np. gwarancje) lub inne (proszę wyszczególnić).

W obecnej perspektywie finansowej w celu rozwiązania problemu luki w finansowaniu dłużnym stosowane są instrumenty zwrotne w postaci pożyczek i poręczeń dla MŚP. W przypadku instrumentów zwrotnych wdrażanych w ramach Regionalnych Programów Operacyjnych (zarówno w ramach inicjatywy JEREMIE, jak i pozostałych instrumentów), które stanowią zdecydowaną większość instrumentów wdrażanych w ramach obecnej perspektywy finansowej, dotychczas podpisano 12 156 umów pożyczek/poręczeń z przedsiębiorcami na łączną kwotę 1,33 mld PLN.

Natomiast w Programie Operacyjnym Rozwój Polski Wschodniej przewidziano wsparcie dla podmiotów prowadzących działalność poręczeniową - przez udzielenie reporeczenia oraz wsparcie dla podmiotów prowadzących działalność pożyczkową przez udzielenie im pożyczki globalnej.

Równocześnie należy zauważyć, iż na polskim rynku praktycznie nie istnieją, w przeciwieństwie do rozwiniętych gospodarek europejskich, instrumenty podporządkowanego finansowania dłużnego.

1.3. Powody leżące u podstaw luki w finansowaniu kapitałowym dla MŚP

1.3.1 Ograniczenia po stronie popytu

- a. W oparciu o Państwa doświadczenia: w jakim stopniu istnienie luki w finansowaniu kapitałowym można przypisać problemom po stronie popytu? W odpowiedzi proszę wziąć pod uwagę następujące problemy, jakie napotykają przedsiębiorstwa poszukujące finansowania kapitałowego:

- zrozumienie przez przedsiębiorstwo korzyści i zagrożeń związanych z zewnętrznym finansowaniem kapitałowym

Z ekspertyzy wykonanej na zlecenie władz polskich pt. "Uwarunkowania społeczno-gospodarcze oraz system prawno-instytucjonalny wdrażania instrumentów inżynierii finansowej w Polsce Wschodniej" wynika m.in., iż przedsiębiorcy nie posiadają wiedzy na temat korzyści, jakie może przynosić finansowanie zewnętrzne.

- zdolność przedsiębiorstwa do przygotowania solidnych planów operacyjnych, w tym zdolność przedsiębiorstwa do zaprezentowania się inwestorowi jako atrakcyjna oferta inwestycyjna

Z ww. ekspertyzy wynika, iż barierą w sięgnięciu po zewnętrzne finansowanie jest biurokracja i skomplikowany proces aplikowania i rozliczania środków. Równocześnie, w zebranych ankietach wskazuje się na brak dostępu do odpowiednich doradców biznesowych (kwestia braku środków na wynagrodzenie odpowiedniej jakości doradców versus niechęć doradców do pracy na tzw.: success fee, tj.: na wynagrodzeniu zależnym od sukcesu, jakim jest pozyskanie finansowania kapitałowego).

- jakość kluczowej kadry zarządzającej danego przedsiębiorstwa

Występuje brak odpowiedniej, tj.: wykształconej, kadry menadżerskiej zdolnej przygotować odpowiedniej jakości materiały niezbędne do pozyskania finansowania kapitałowego (biznes plan, projekcje finansowe, analizy rynku, itp.).

- (nie)chęć danego przedsiębiorstwa do dzielenia się kontrolą z inwestorami zewnętrznymi, którzy poza udostępnieniem finansowania zazwyczaj wpływają na decyzje przedsiębiorstwa;

W ocenie władz polskich występuje brak zrozumienia i wiedzy przedsiębiorstw na temat mechanizmów działania instrumentów kapitału podwyższonego ryzyka.

- wielkość potrzebnych inwestycji;

Zdaniem władz polskich barierą jest niewspółmierna wielkość poszukiwanego kapitału do barier administracyjnych, jakie muszą pokonać przedsiębiorcy aplikując o środki. Z analizy ich potrzeb wynika, iż przeważnie poszukują oni kapitału obrotowego, w celu zapewnienia bieżącego finansowania, natomiast kapitał na inwestycje jest poszukiwany relatywnie rzadziej.

- ograniczenia prawne, regulacyjne lub fiskalne po stronie przedsiębiorstwa

Jednym z istotnych problemów (wskazywanych np. podczas realizacji działania 3.1 Programu Operacyjnego Innowacyjna Gospodarka) jest traktowanie wkładów niepieniężnych jako przychodów podlegających opodatkowaniu (przy zawiązywaniu spółki osoba fizyczna wnosząca aport musi zapłacić od wartości tego wkładu podatek). Takie rozwiązanie fiskalne zniechęca do zawiązywania spółek, a niejednokrotnie wręcz je uniemożliwia, gdyż osoba fizyczna - np. młody naukowiec - nie dysponuje środkami do zapłaty wysokiego podatku.

- b. W oparciu o Państwa doświadczenia: czy ograniczenia po stronie popytu odzwierciedlają czynniki strukturalne, czy też czynniki przejściowe (ze względu na kryzys finansowy)? Jeśli to możliwe, proszę podać parametry, które wytyczają zakres wpływu obecnych warunków gospodarczych, i porównać je z normalną (cykliczną) sytuacją rynkową, dla każdego etapu rozwoju przedsiębiorstwa, tam gdzie jest to istotne.

Ograniczenia po stronie popytu odzwierciedlają w większym stopniu czynniki strukturalne (m.in. wysoki poziom awersji do ryzyka, stosunkowo niedługi okres występowania tego typu kapitału na polskim rynku, brak tradycji w tym zakresie) niż czynniki przejściowe. Z wypowiedzi przedstawicieli funduszy venture capital wynika, że kryzys finansowy może być dogodnym momentem do inwestycji kapitałowych ze względu na obniżoną wycenę spółek.

1.3.2 Ograniczenia po stronie podaży

- a. W oparciu o Państwa doświadczenia: w jakim stopniu istnienie luki w finansowaniu kapitałowym można przypisać problemom po stronie podaży? W odpowiedzi proszę wziąć pod uwagę następujące problemy, jakie napotykają inwestorzy, którzy chcą udostępnić finansowanie kapitałowe dla MŚP na wczesnych etapach rozwoju i wzrostu:
- (nie)atrakcyjność inwestycji w kapitał podwyższonego ryzyka w porównaniu z innymi kategoriami aktywów;
 - zainteresowanie (lub jego brak) po stronie inwestorów w zakresie inwestowania w inwestycje o określonej wielkości lub udziale;
 - ograniczenia nałożone na inwestycje transgraniczne;
 - konieczność przeprowadzenia przez inwestorów dokładnej analizy całej strategii biznesowej, aby ocenić szanse inwestycji na zysk oraz oszacować związane z nią ryzyko;
 - konieczność umożliwienia inwestorom monitorowania prawidłowego wdrażania strategii biznesowej przez kierownictwo przedsiębiorstwa;
 - konieczność zaplanowania i przeprowadzenia przez inwestorów strategii wyjścia w celu wygenerowania dostosowanego do ryzyka zwrotu z inwestycji, sprzedając część kapitału spółki, w którą zainwestowano. Proszę wyjaśnić, czy istnieją ograniczenia związane z brakiem pierwszej oferty publicznej (IPO) lub potencjału rynku wtórnego.

W opinii władz polskich główną barierą w dostępności do finansowania luki kapitałowej po stronie podażowej jest nieatrakcyjność inwestycji w kapitał podwyższonego ryzyka w porównaniu z innymi kategoriami aktywów, w szczególności zbyt wysoki poziom ryzyka ponoszony przez inwestorów w aktualnej sytuacji makroekonomicznej. Zmniejszanie tego poziomu ryzyka, np.: poprzez tworzenie mechanizmów co-inwestycyjnych, ma fundamentalne znaczenie w procesie zmniejszania luki kapitałowej.

Ponadto część z ankietowanych podmiotów wskazuje, iż koszty oceny opłacalności przedsiębiorstw w fazie załączkowej lub w fazie wzrostu są porównywalne z kosztami oceny większych inwestycji.

- b. W oparciu o Państwa doświadczenia: czy ograniczenia po stronie podaży odzwierciedlają czynniki strukturalne czy też czynniki przejściowe (ze względu na

kryzys finansowy)? Jeśli to możliwe, proszę podać parametry (takie jak operacje IPO w konkretnym sektorze), które wytyczają zakres wpływu obecnych warunków gospodarczych, i porównać je z normalną (cykliczną) sytuacją rynkową, dla każdego etapu rozwoju przedsiębiorstwa, tam gdzie jest to istotne.

W opinii władz polskich jest to wypadkowa obu czynników, zarówno strukturalnych, jak i przejściowych. O atrakcyjności inwestycji decyduje stopa zwrotu wygenerowana na rzecz inwestorów. W warunkach kryzysu makroekonomicznego i ograniczenia ilości pieniądza dostępnego na rynkach finansowych realizacja interesującej stopy zwrotu jest utrudniona. Z tego też względu ilość projektów rozważanych i finalizowanych w sektorze private equity jest mniejsza niż w czasach boom'u gospodarczego. Z drugiej strony atrakcyjność sektora venture capital się zwiększa, gdyż zdecydowanie bardziej poszukiwane są nowe pomysły i rozwiązania, które będą dostosowane do odbiorcy finalnego w czasach kryzysu.

- c. W oparciu o Państwa doświadczenia: jakie są kluczowe cechy europejskiego rynku kapitału typu venture, takie jak wolumen kategorii europejskich aktywów kapitałowych typu venture w porównaniu z kategorią europejskich kapitałowych aktywów niepublicznych i publicznych, przeciętna wielkość funduszu, kluczowe spółki venture capital (prywatnie zarządzane fundusze typu venture capital, państwowe spółki typu venture capital) oraz główni inwestorzy działający na rynku?
- d. Jakie były wyniki europejskiego sektora typu venture capital pod względem rentowności w porównaniu z innymi kategoriami aktywów, minimalna/średnia wartość transakcji oraz rodzaj inwestycji kapitałowych (inwestycje kapitałowe na wczesnym etapie, etapie ekspansji lub wzrostu)?
- e. Jakie są główne cechy finansowania przez „anioły biznesu” w Europie, np. ich rodzaj i geograficzny profil inwestorów, minimalna/średnia wartość transakcji, umowy konsorcjum? Jakie są główne bariery utrudniające finansowanie przez „anioły biznesu”?
- f. W oparciu o Państwa doświadczenia: jakie są podstawowe ograniczenia wpływające na podaż finansowania kapitałowego dla MŚP przez alternatywne rynki papierów wartościowych specjalizujące się w MŚP?
- g. Jakie są najważniejsze ograniczenia w zakresie pozyskiwania środków w ramach europejskiego sektora venture capital? Jakie cechy sprawiają, że dany fundusz venture capital uznawany jest za atrakcyjny dla inwestorów? Czy ważne jest, aby fundusze venture capital dywersyfikowały inwestycje pod względem instrumentów kapitałowych i dłużnych, sektorów, regionów lub krajów oraz MŚP i większych przedsiębiorstw?

Jednym z najważniejszych ograniczeń dla sektora venture capital jest dostęp do kapitału. Z punktu widzenia inwestorów atrakcyjność funduszu venture capital mierzona jest poprzez stopę zwrotu, jaką dany fundusz zapewnia inwestorom na dokonanych inwestycjach. Historyczne dane, na tle innych aktywów alternatywnych, nie do końca

przekonują do inwestycji w tę klasę aktywów. Aby zmniejszyć poziom ryzyka, jaki nosi w sobie systemowo inwestycja typu venture capital, konieczna jest przede wszystkim dywersyfikacja sektorowa inwestycji. Na drugim planie jest dywersyfikacja geograficzna, która jest czynnikiem mitygującym ryzyko w przypadku funduszy działających w kilku krajach (co z kolei jest trudne do zaimplementowania ze względu na ograniczoną skalę działalności funduszy oraz ich wyniki finansowe - wielkość tzw.: management fee, czyli opłaty za zarządzanie, które nie jest w stanie pokryć kosztów utrzymania sieci biur).

1.3.3 Ograniczenia prawne

- a. Do jakiego stopnia istniejące uregulowania prawne ograniczają inwestorów (na przykład ze względu na wysoki próg wymaganego kapitału) w odniesieniu do inwestowania w europejskie kategorie aktywów venture capital oraz w jaki sposób przyczynia się to do powstania luki finansowania kapitałowego?
- b. W jakim stopniu uwarunkowania podatkowe przyczyniają się do powstania luki finansowania kapitałowego? Czy konkretne inwestycje kapitału podwyższonego ryzyka napotykają na przeszkody podatkowe, które nie dotyczą lub są mniej istotne dla innych rodzajów inwestycji?
- c. W oparciu o Państwa doświadczenia: czy ograniczenia regulacyjne dotyczące IPO/ofert na rynku niepublicznym w zakresie detalicznych lub hurtowych rynków kapitałowych mogą przyczynić się do powstania luki w finansowaniu kapitałowym?

1.4. Powody leżące u podstaw luki w finansowaniu dłużnym dla MŚP

1.4.1 Ograniczenia po stronie popytu

- a. W oparciu o Państwa doświadczenia: w jakim stopniu istnienie potencjalnej luki w finansowaniu dłużnym można przypisać problemom po stronie popytu? W odpowiedzi proszę wziąć pod uwagę następujące problemy, jakie napotykają przedsiębiorstwa poszukujące finansowania dłużnego:
 - poziom ryzyka związany z danym modelem działalności gospodarczej, w tym brak zabezpieczeń i historyczne dane finansowe;
 - zrozumienie przez przedsiębiorstwo znaczenia przygotowania solidnych planów operacyjnych i jego zdolność do ich przygotowania, w tym do zaprezentowania się kredytodawcy jako atrakcyjny cel finansowania;
 - wielkość potrzebnego finansowania dłużnego;
 - ograniczenia prawne, regulacyjne lub podatkowe uniemożliwiające przedsiębiorstwu pozyskanie odpowiedniego finansowania dłużnego.

Udział MSP, które biorą kredyt po raz pierwszy (a więc nie posiadają historii kredytowej) w portfelach funduszy pożyczkowych i banków jest duży (sięga ok. 40%). Przedsiębiorstwa relatywnie dobrze radzą sobie zarówno z kwestią zabezpieczenia kredytu, jak i zabezpieczenia odpowiedniego udziału własnego. Braki w tym zakresie raczej nie są

przyczyną odrzucenia wniosku o finansowanie lub rezygnacji z ubiegania się o finansowanie dłużne.

Można stwierdzić niską wiedzę w zakresie wykorzystania dźwigni finansowej. Wciąż 60% podmiotów nie korzystających z finansowania dłużnego twierdzi, że jest im ono niepotrzebne. Trudno natomiast wskazać na jakiegokolwiek zależności pomiędzy realizacją planów rozwojowych, a korzystaniem z finansowania dłużnego. W badaniach jakościowych przedstawiciele sektora potwierdza się relatywnie niska wiedza przedsiębiorców o źródłach finansowania. Wiedza ta jednak - w zgodnej deklaracji przedstawicieli banków - systematycznie rośnie. Podmioty mniejsze rezygnują częściej z ubiegania się o finansowanie zwrotne z powodu kalkulacji kosztowej, mniejsze znaczenie mają inne przesłanki. Nie ma korelacji pomiędzy posiadaniem planu rozwoju, a rezygnacją z ubiegania się o finansowanie dłużne.

Wielkość potrzebnego finansowania dłużnego nie ma wpływu na utrudnienia w dostępie do kapitału. Jednak tylko około 40% przedsiębiorstw korzysta z finansowania dłużnego.

- b. W oparciu o Państwa doświadczenia: czy ograniczenia po stronie popytu odzwierciedlają czynniki strukturalne czy też czynniki przejściowe (ze względu na kryzys finansowy)? Jeśli to możliwe, proszę podać parametry, które wytyczają zakres wpływu obecnych warunków gospodarczych, i porównać je z normalną (cykliczną) sytuacją rynkową, dla każdego etapu rozwoju przedsiębiorstwa tam gdzie jest to istotne.

Według badań Polskiej Agencji Rozwoju Przedsiębiorczości 42,7% ankietowanych przedsiębiorców nie dokonywało w 2011 roku żadnych inwestycji w swoich przedsiębiorstwach. Jest to informacja o znaczeniu fundamentalnym, gdyż z badań przeprowadzonych dwa lata wcześniej wynikało, iż w 2009 roku odsetek badanych przedsiębiorstw, które nie dokonały inwestycji, wynosił zaledwie 28,9%. Oznacza to ogromny spadek w ciągu 2 lat liczby podmiotów inwestujących. Równocześnie należy zauważyć, iż z innych danych wynika, iż notowany jest wzrost wartości inwestycji w sektorze MSP. I tak, według raportu Instrumentów Szybkiego Reagowania, nakłady inwestycyjne w grupie MSP bez mikroprzedsiębiorstw w 2011 roku wzrosły wobec stanu z 2010 roku. Z kolei z danych GUS zawierających także sektor mikroprzedsiębiorstw wynika, że pomiędzy rokiem 2009 a 2010 odnotowano nieznaczny wzrost nakładów inwestycyjnych (z 69 do 71 mld zł.). Może to być - charakterystyczny dla okresów kryzysowych - efekt polaryzacji rynku. Małe przedsiębiorstwa, słabsze rezygnują z inwestycji w ogóle (stąd spadek odsetka podmiotów inwestujących), jednocześnie przedsiębiorstwa silniejsze zwiększają inwestycje, widząc dla siebie szanse rozwojowe w warunkach słabnącej konkurencji (stąd wzrost wartości inwestycji). Dodatkowo, na sytuację taką może mieć wpływ dodatkowy znaczny ruch inwestycyjny w obszarze infrastrukturalnym (w tym finansowany ze środków pomocowych).

Równocześnie należy zauważyć, iż jedną z przyczyn rezygnowania z pozyskania finansowania zwrotnego jest to, iż 2/3 MSP nie prowadzi aktywnej polityki planowania swojej działalności, w tym inwestycyjnej. Przedsiębiorstwa działają z miesiąca na miesiąc. Te, które posiadają dokumenty planistyczne, w większości przygotowują je na podstawie własnej intuicji i doświadczenia.

1.4.2 Ograniczenia po stronie podaży

- a. W oparciu o Państwa doświadczenia: w jakim stopniu istnienie potencjalnej luki w finansowaniu dłużnym dla MŚP można przypisać problemom po stronie podaży? W

odpowiedzi proszę odnieść się do następujących problemów, przed którymi stają kredytodawcy zamierzający zapewnić zewnętrzne finansowanie dłużne:

- konieczność zrozumienia przez kredytodawców historii kredytowej przedsiębiorstwa;
- atrakcyjność udostępnienia MŚP kapitału dłużnego na wczesnych etapach rozwoju w porównaniu z innymi klasami aktywów;
- zainteresowanie kredytodawców oraz ich zdolność do udzielania pożyczki o konkretnej wysokości;
- ograniczenia nałożone na transgraniczną działalność kredytową;
- koszty refinansowania dla kredytodawców.

W ocenie władz polskich, analogicznie jak w przypadku luki kapitałowej, główną barierą w dostępności do finansowania dłużnego po stronie podaźowej jest nieatrakcyjność finansowania dłużnego przeznaczonego dla przedsiębiorstw podwyższonego ryzyka w porównaniu z innymi, bardziej rozwiniętymi przedsiębiorstwami, w szczególności zbyt wysoki poziom ryzyka ponoszony przez dostawców finansowania dłużnego w aktualnej sytuacji makroekonomicznej. Aktualna sytuacja makroekonomiczna w powiązaniu z niskim poziomem potencjalnych zabezpieczeń dla dostawców finansowania dłużnego skutkuje wzrostem oczekiwań dostawców co do oprocentowania finansowania dłużnego. To z kolei powoduje, że taki instrument staje się nieatrakcyjny dla przedsiębiorcy, a także nieatrakcyjny względem instrumentu czysto kapitałowego.

- b. W oparciu Państwa doświadczenia: czy ograniczenia po stronie popytu odzwierciedlają czynniki strukturalne czy też czynniki przejściowe (ze względu na kryzys finansowy i spadek pożyczek bankowych)? Jeśli to możliwe, proszę podać parametry (takie jak marże kredytowe dla konkretnego ryzyka kredytowego oraz stopy odzysku), które wytyczają zakres wpływu obecnych warunków gospodarczych, i porównać je z normalną (cykliczną) sytuacją rynkową, dla każdego etapu rozwoju przedsiębiorstwa tam gdzie jest to istotne.

Na podstawie dotychczas przeprowadzonych badań można stwierdzić, iż luka dotyczy w szczególności podmioty rozpoczynające działalność oraz funkcjonujące na rynku krócej niż 2 lata. Głównym powodem jest trudność w ocenie ryzyka tych podmiotów przez instytucje finansowe.

1.4.3 Ograniczenia prawne

- a. W jakim stopniu kredytodawcy napotykają na ograniczenia związane z kredytowaniem przedsiębiorstw nieposiadających ratingu lub historii kredytowej? Czy przyczynia się to do powstawania luki w finansowaniu dłużnym?

Z informacji dostępnych władzom polskim wynika, iż zbyt krótki okres funkcjonowania jest podawany jako przyczyna odmowy kredytu w 5-10% przypadków. Brak odpowiedniego zabezpieczenia występuje generalnie w około 10-15% przypadków, a zdaniem niektórych banków dotyczy to 2-3% przypadków. Konieczność zabezpieczenia pożyczki zdaje się obecnie tracić na znaczeniu, jako bariera dostępu do finansowania dłużnego. Podobnie, przy pytaniu o powody negatywnej oceny wniosków kredytowych wymieniane są głównie:

- jakość koncepcji biznesowej;
- niedoszacowanie kosztów;
- i dopiero na trzecim miejscu brak zabezpieczeń.

- b. Czy uwarunkowania podatkowe przyczyniają się powstawania luki w finansowaniu dłużnym?
- c. W oparciu o Państwa doświadczenia: czy ograniczenia regulacyjne dotyczące IPO/ ofert na rynku niepublicznym w zakresie detalicznych lub hurtowych dłużnych rynkach kapitałowych mogą przyczynić się do powstania luki w finansowaniu dłużnym?

Dostęp do IPO na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie jest utrudniony dla mniejszych podmiotów o mniejszych potrzebach kapitałowych. Od 2007 r. funkcjonuje jednak New Connect - zorganizowana przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie platforma finansowania i obrotu dla spółek w różnych fazach rozwoju, o wysokim potencjale wzrostu. New Connect jest rynkiem dla spółek: w początkowej fazie rozwoju, które dopiero budują swoją „historię”, ale i dojrzałych, poszukujących kapitału rzędu od kilkuset tysięcy do kilkudziesięciu milionów złotych, reprezentujących innowacyjne sektory oparte na aktywach niematerialnych, takich jak np. IT, media elektroniczne, telekomunikacja, biotechnologie, ochrona środowiska, energia alternatywna, nowoczesne usługi.

B. Doświadczenie w zakresie wytycznych w sprawie kapitału podwyższonego ryzyka

1.1. Uwagi ogólne

Ta część kwestionariusza dotyczy Państwa ogólnych doświadczeń związanych ze stosowaniem wytycznych w sprawie kapitału podwyższonego ryzyka.

- a. W oparciu o Państwa doświadczenia: czy **obowiązujący zakres** wytycznych w sprawie kapitału podwyższonego ryzyka odpowiednio ułatwia MŚP dostęp do kapitału podwyższonego ryzyka?

Zdaniem władz polskich obowiązujący zakres wytycznych w sprawie kapitału podwyższonego ryzyka, co do zasady, obejmuje najistotniejsze regulacje dotyczące możliwości wdrożenia instrumentów ułatwiających MŚP dostęp do kapitału podwyższonego ryzyka. Jednocześnie należy zwrócić uwagę na potrzebę doprecyzowania niektórych postanowień wytycznych (np. zasady obliczania wartości pomocy publicznej udzielonej inwestorom, zasady kumulacji pomocy publicznej na wsparcie kapitału podwyższonego ryzyka), w tym wprowadzenie definicji niektórych pojęć (np. inwestor prywatny) dla ułatwienia ich zastosowania w praktyce przez podmioty udzielające pomocy oraz zrozumienia dla potencjalnych inwestorów i MŚP korzystających z dostępu do kapitału podwyższonego ryzyka. Szczegółowe uwagi i postulaty dotyczące zmian wytycznych zostały wskazane poniżej w ramach odpowiedzi na poszczególne pytania zawarte w kwestionariuszu.

- b. Czy napotkali Państwo na jakieś trudności przy stosowaniu wytycznych w sprawie kapitału podwyższonego ryzyka w zakresie *różnych form wsparcia*, takich jak dokapitalizowanie, gwarancje i środki fiskalne oraz *różnych metod udzielania pomocy*, takich jak fundusze inwestycyjne (tj. publiczne środki kapitałowe zainwestowane w fundusz typu venture capital), fundusze wspólninwestycyjne (tj. środki publiczne wspólninwestowane w konkretne pojedyncze transakcje)?

Brak jest uregulowań w zakresie modelu wspólninwestowania wraz z aniołami biznesu z pominięciem tworzenia wspólnego funduszu kapitałowego. Inwestycje aniołów biznesu mają inny charakter niż inwestycje funduszy podwyższonego ryzyka, a istniejące przepisy odnoszą się w wielu miejscach głównie do pomocy udzielanej za pośrednictwem funduszy inwestycyjnych.

- c. Jakie są Państwa doświadczenia z *dwustopniową strukturą oceny ogólnej* (ocena „standardowa” w oparciu o uprzednio zdefiniowane kryteria kwalifikowalności i kryteria dotyczące inwestycji, określone w sekcji 4.3 wytycznych w sprawie kapitału podwyższonego ryzyka, oraz szczegółowa ocena ukierunkowana na wyniki)?

Władze polski nie zgłaszają uwag co do samej zasady dwustopniowej struktury oceny ogólnej. Istnieje jednak potrzeba doprecyzowania kryteriów zgodności zawartych w:

- pkt 4.3.1 wytycznych Maksymalny poziom transz inwestycyjnych - poprzez precyzyjne określenie, czy limit 1,5 mln EUR dotyczy środków inwestycji w MŚP, czy odnosi się jedynie do części inwestycji finansowanej ze środków publicznych, stanowiącej pomoc publiczną dla MŚP;
- 4.3.1 wytycznych maksymalny poziom transz inwestycyjnych - poprzez wskazanie według jakiego kursu EUR mają być przeliczane środki w ramach transz inwestycyjnych przekazywanych MŚP;
- 4.3.2 wytycznych ograniczenia do finansowania w fazie załączkowej, rozruchu i ekspansji - poprzez doprecyzowanie co należy rozumieć przez pojęcie przedsiębiorstw znajdujących się na obszarach objętych pomocą, tj. czy chodzi o posiadanie przez przedsiębiorcę siedziby na takim obszarze, czy chodzi o miejsce prowadzenia działalności gospodarczej.

Dodatkowo, w opinii władz polskich, aktualny proces oceny cechuje się dość dużym stopniem skomplikowania, co wydłuża podjęcie decyzji o inwestycji.

- d. Jakie są Państwa doświadczenia w zakresie *kumulacji* pomocy w odniesieniu do kapitału podwyższonego ryzyka z innymi rodzajami pomocy na pokrycie tych samych kosztów?

W związku z brakiem szczegółowych reguł kumulacji pomocy publicznej dla inwestorów w obowiązujących wytycznych, władze polskie z należytą ostrożnością traktują kwestię kumulacji pomocy, aby udzielenie wsparcia nie doprowadziło do przekroczenia maksymalnych limitów innych rodzajów pomocy oraz udzielona pomoc nie stanowiła dla inwestora podwójnego finansowania ze środków publicznych. W tym kontekście istotne wydaje się wprowadzenie w nowych wytycznych precyzyjnych regulacji dotyczących kumulacji pomocy publicznej zarówno na poziomie pomocy publicznej dla inwestorów, jak również pomocy dla MŚP.

Przepis w pkt 6 wytycznych odnoszący się do kumulacji pomocy dla MŚP nie jest wystarczająco precyzyjny i zrozumiały, w szczególności dla MŚP rozważających sięgnięcie

po pomoc publiczną w postaci kapitału podwyższonego ryzyka. Nie jest jasne bowiem, czy przepis ten dotyczy wyłącznie ograniczenia w możliwości uzyskiwania pomocy publicznej po uzyskaniu pomocy na wspieranie kapitału podwyższonego ryzyka, czy powinien mieć zastosowanie również, gdy MSP uzyskuje pomoc na wspieranie kapitału podwyższonego ryzyka po wcześniejszym uzyskaniu pomocy publicznej z innego źródła o innym przeznaczeniu.

Równocześnie należy zauważyć, iż reguła kumulacji zawarta w pkt 6 wytycznych stanowi jeden z czynników negatywnie wpływających na zainteresowanie MSP uzyskiwaniem pomocy publicznej na wsparcie kapitału podwyższonego ryzyka. Obowiązujące ograniczenie w możliwości uzyskiwania innej pomocy publicznej w okresie trzech lat od pierwszej inwestycji kapitału podwyższonego ryzyka jest, w opinii władz polskich, zbyt restrykcyjne.

1.2. Istnienie pomocy państwa

Celem niniejszej sekcji jest zasięgnięcie Państwa opinii na temat informacji zawartych w wytycznych w sprawie kapitału podwyższonego ryzyka na temat istnienia i braku pomocy państwa w rozumieniu art. 107 ust. 1 TFUE w odniesieniu do środków kapitału podwyższonego ryzyka.⁹

- a. W ujęciu ogólnym, czy napotkali Państwo na jakiegokolwiek trudności związane z projektowaniem **zgodnych z zasadami rynkowymi środków mających na celu ułatwianie dostępu MSP do kapitału podwyższonego ryzyka**, np. w zakresie istnienia pomocy na kilku szczeblach struktury finansowania, kryteriów dotyczących równego stopnia uprzywilejowania i zgodnego z zasadami rynkowymi wynagrodzenia za zarządzanie oraz możliwości ich zastosowania do różnych form pomocy (inwestycji kapitałowych, gwarancji, zachęt podatkowych)?

Trudności wiążą się z sytuacją, gdy partner prywatny angażuje się bardziej w projekt inwestycyjny niż partner publiczny. Przykładowo, gdy państwo współinwestuje w MSP razem z aniołem biznesu (lub kilkoma aniołami biznesu), ale anioł biznesu oprócz wkładu finansowego inwestuje swój czas, doświadczenie i kontakty, pracując w ten sposób na wzrost wartości firmy na rynku. Brakuje w wytycznych przepisów dotyczących ustalania „success fee” oraz „management fee” lub możliwości zróżnicowania w zakresie podziału zysku z inwestycji w związku z różnym zaangażowaniem obu partnerów. Aktualnie obowiązuje zasada *pari passu*, tj. inwestorzy publiczni i prywatni dzielą dokładnie to samo ryzyko wzrostu, jak i ryzyko spadku oraz te same korzyści, posiadają ten sam poziom podporządkowania.

Ponadto, biorąc pod uwagę, iż aniołami biznesu są osoby fizyczne a nie przedsiębiorcy, wątpliwości budzi, czy pomoc państwa dla tego typu inwestorów powinna stanowić pomoc publiczną. Kwestia ta nie została jasno określona w wytycznych, a w pkt. 5.2.3.4 wytycznych obecność aniołów biznesu rozważana jest w kontekście zgodności pomocy publicznej z rynkiem wewnętrznym. Wydaje się, że tego typu działalność nie powinna podlegać rygorom pomocy publicznej.

Równocześnie władze polskie pragną zwrócić uwagę na trudności w tworzeniu zgodnych z zasadami rynkowymi środków mających na celu ułatwianie dostępu MSP do kapitału podwyższonego ryzyka które wiążą się z niedostatecznymi regulacjami zawartymi w pkt 3.2 wytycznych. Zasadne wydaje się zatem, aby wytyczne zawierały jasne i precyzyjne przepisy określające minimalne parametry (bezpieczne stawki) pozwalające stwierdzić, iż dany środek nie stanowi pomocy publicznej.

⁹ Zob. sekcja 3.2 wytycznych w sprawie kapitału podwyższonego ryzyka.

- b. W oparciu o Państwa doświadczenia: czy wytyczne w sprawie kapitału podwyższonego ryzyka (ewentualnie wraz z innymi dokumentami interpretacyjnymi Komisji) dostarczyły wystarczającej pewności prawa i jasności w odniesieniu do wdrożenia różnych zgodnych z warunkami rynkowymi *instrumentów finansowych* (np. *instrumentów kapitałowych, instrumentów dłużnych, instrumentów hybrydowych*) w celu wspieranie dostępu MŚP do finansowania?

W ocenie władz polskich wytyczne nie dostarczają pewności co do zgodności z warunkami rynkowymi instrumentów typu *mezzanine*.

- c. W oparciu o Państwa doświadczenia: czy wytyczne w sprawie kapitału podwyższonego ryzyka dostarczyły inwestorom prywatnym wystarczającej pewności prawa w kwestii *domniemania braku pomocy państwa*¹⁰? Czy napotkali Państwo na trudności w odniesieniu do pojęcia „niezależnego prywatnego inwestora”, niezależności inwestorów prywatnych, charakteru inwestycji opartej na podziale ryzyka i definicji środków prywatnych?

wytyczne nie zawierają definicji pojęcia inwestora prywatnego, co prowadzi do braku pewności prawnej co do posiadania takiego statusu przez część inwestorów zainteresowanych tworzeniem funduszy kapitałowych wspólnie z podmiotami publicznymi.

Zdaniem władz polskich jedną ze zmian postanowień wytycznych powinno być wprowadzenie definicji inwestora prywatnego, która rozstrzygałaby w klarowny sposób, czy przedsiębiorca publiczny może być uznany za inwestora prywatnego, o którym mowa w przepisach wytycznych, jeżeli inwestuje on swoje środki (uzyskane w ramach prowadzonej działalności gospodarczej) na zasadach analogicznych jak podmioty prywatne.

Należy zwrócić uwagę, iż zgodnie z bogatym orzecnictwem organów unijnych, dysponowanie przez przedsiębiorcę publicznego środkami publicznymi nie przesądza, że inwestycja takiego przedsiębiorcy nie może być traktowana jako działanie inwestora prywatnego. Zgodnie z orzecnictwem sądów unijnych, jak i decyzjami Komisji Europejskiej przedsiębiorca publiczny, dysponujący środkami publicznymi w określonych sytuacjach może zachowywać się jak racjonalny prywatny inwestor, a inwestycja dokonana przez taki podmiot na warunkach rynkowych nie stanowi pomocy publicznej.

W opinii władz polskich za możliwością tworzenia funduszy kapitału podwyższonego ryzyka przez przedsiębiorców publicznych, występujących w roli inwestora prywatnego, przemawia również art. 345 Traktatu o Funkcjonowaniu Unii Europejskiej, który zakazuje dyskryminacji podmiotów z uwagi na kwestie własnościowe. Przepis ten oraz odwołujące się do niego bogate orzecnictwo w zakresie pomocy publicznej, wyklucza dyskryminację przedsiębiorców publicznych w stosunku do podmiotów prywatnych przy dokonywaniu inwestycji, jeżeli warunki tych inwestycji są takie same. Ewentualne wykluczenie zatem przedsiębiorców publicznych z grona potencjalnych inwestorów funduszy kapitału podwyższonego ryzyka nie znajduje uzasadnienia w świetle jednej z istotnych zasad funkcjonowania systemu prawnego Unii Europejskiej.

¹⁰ Zgodnie z pkt 3.2. wytycznych w sprawie kapitału podwyższonego ryzyka, domniemanie braku pomocy dla prywatnych inwestorów zachodzi, jeśli publiczne i prywatne inwestycje dokonywane są na zasadzie równorzędności i zazwyczaj w przypadkach, w których co najmniej 50% finansowania pochodzi od niezależnych inwestorów prywatnych, co ma zapewnić znaczny udział prywatny.

- d. W odniesieniu do *pomocy państwa na poziomie funduszu inwestycyjnego*, kiedy fundusz taki tworzony jest w celu połączenia zasobów pochodzących od inwestorów i przeniesienia ich do przedsiębiorstw będących inwestycjobiorcami, zazwyczaj zgodnie z wytycznymi w sprawie kapitału podwyższonego ryzyka takie fundusze nie są uznawane za beneficjentów pomocy państwa. W oparciu o Państwa doświadczenia: czy założenie to dostarczyło wystarczającej pewności prawa dla wyłączenia pomocy państwa dla nieprzejrzystych spółek inwestycyjnych, które traktowanie są w sposób uprzywilejowany pod względem podatkowym?
- e. *Domniemanie braku pomocy państwa dla podmiotów zarządzających funduszami* uznaje się za spełnione, jeżeli podmioty zarządzające funduszem zostały wybrane w drodze otwartej i przejrzystej procedury przetargowej lub nie otrzymują one żadnych innych korzyści przyznanych przez państwo. W oparciu o Państwa doświadczenia: czy powyższa definicja zapewnia wystarczające gwarancje prawne?

Zdaniem części ankietowanych podmiotów przedmiotowa definicja zapewnia wystarczającą gwarancję prawną. Niemniej niektóre podmioty zauważają, iż powyższa definicja nie gwarantuje zabezpieczenia przed nadużyciem w zakresie powoływania spółek zarządzających funduszami kapitałowymi. Najważniejszym zabezpieczeniem w zakresie efektywności funkcjonowania zarządu funduszu kapitałowego jest równomierny podział ryzyka inwestycyjnego podejmowanego przez zarząd w imieniu inwestorów prywatnych i publicznych. Podobnie jeżeli chodzi o wybór funduszy kapitałowych w konkursie na udzielenie wsparcia, wybór najlepszych funduszy jest zagwarantowany poprzez podział ryzyka inwestycyjnego pomiędzy inwestora publicznego i prywatnego, co motywuje obie strony do wyboru najlepszych funduszy.

- f. W oparciu o Państwa doświadczenia: czy wytyczne w sprawie kapitału podwyższonego ryzyka dostarczyły wystarczającej pewności prawa i zabezpieczeń w odniesieniu do *domniemania braku pomocy państwa na rzecz przedsiębiorstw będących inwestycjobiorcami*¹¹?

Wytyczne w sprawie kapitału podwyższonego ryzyka nie dostarczają wystarczającej pewności prawa i zabezpieczeń w odniesieniu do domniemania braku pomocy państwa na rzecz przedsiębiorstw będących inwestobiorcami. W decyzji Komisji Europejskiej z dnia 17 kwietnia 2007 r. w sprawie N 26/2007 Wsparcie funduszy kapitałowych inwestujących w mikro-, małe i średnie przedsiębiorstwa stwierdzono, iż pomoc publiczna na poziomie inwestobiorców MSP występuje, pomimo, że przynajmniej część inwestycji dokonywanych przez fundusze kapitałowe tworzone przy współudziale Krajowego Funduszu Kapitałowego jest dokonywana na warunkach, które byłyby możliwe do przyjęcia dla inwestora prywatnego w kontekście gospodarki rynkowej przy braku jakiejkolwiek ingerencji ze strony państwa. Trudność oceny dotyczącej braku pomocy państwa na rzecz przedsiębiorstw będących inwestobiorcami wynika z faktu, iż w momencie dokonywania notyfikacji programu pomocowego nie są znane wszystkie dane dotyczące przyszłej inwestycji pozwalające na dokonanie analizy jej opłacalności w kontekście spełnienia testu prywatnego inwestora. W związku z tym, władze polskie postulują o wprowadzenie

¹¹ Zgodnie z pkt 3.2. wytycznych w sprawie kapitału podwyższonego ryzyka, domniemanie braku pomocy państwa dla przedsiębiorstw będących inwestycjobiorcami zachodzi w przypadku gdy zazwyczaj inwestorzy lub fundusz inwestycyjny/zarządca funduszu nie otrzymują pomocy państwa oraz w przypadku, gdy inwestycja taka dokonywana jest na warunkach, które byłyby możliwe do przyjęcia dla inwestora prywatnego w kontekście gospodarki rynkowej przy braku jakiejkolwiek ingerencji ze strony państwa.

przejrzystych kryteriów w postanowieniach wytycznych, przesądzających, kiedy inwestycja funduszu w MŚP stanowi pomoc publiczną, a kiedy nie posiada charakteru pomocy publicznej.

1.3. Forma pomocy

Chociaż państwa członkowskie mogą dowolnie wybierać formę pomocy, wytyczne w sprawie kapitału podwyższonego ryzyka dostarczają wskazówek dotyczących kategorii środków, które mają na celu ułatwienie inwestycji kapitału podwyższonego ryzyka w MŚP¹². Niniejsza część kwestionariusza koncentruje się na Państwa doświadczeniach z różnymi rodzajami środków wykorzystujących kapitał podwyższonego ryzyka oraz na ich skuteczności.

- a. W oparciu o Państwa doświadczenia: jakie są główne cele pomocy – podział ryzyka inwestycyjnego z inwestorami prywatnymi lub zapewnienie płynności poprzez dokapitalizowanie? W odniesieniu do podziału ryzyka inwestycyjnego: czy pomoc ukierunkowana jest na problem ryzyka wzrostu poprzez zwiększenie rentowności dla inwestorów prywatnych czy też zapewnienie zabezpieczeń dla ryzyka spadku spowodowanego gorszymi niż przewidywano wynikami inwestycyjnymi lub potencjalnymi stratami?

W ocenie władz polskich głównym celem udzielanej dotychczas pomocy w ramach wytycznych na kapitał podwyższonego ryzyka jest dokapitalizowanie funduszy kapitałowych. Pomoc ma na celu zmniejszenie ryzyka inwestycyjnego poprzez ponoszenie równomiernej odpowiedzialności za stratne inwestycje oraz zwiększenie rentowności inwestycji dla inwestorów prywatnych poprzez ich uprzywilejowanie w strategii wyjścia z inwestycji.

Ponadto, w ramach III osi priorytetowej Programu Operacyjnego Innowacyjna Gospodarka - Kapitał dla innowacji (w ramach której udzielane jest wsparcie na działalność typu *venture*), celem pomocy jest inicjowanie działalności innowacyjnej MŚP oraz wsparcie jej w początkowych etapach wzrostu z wykorzystaniem funduszy kapitałowych, jak i sieci inwestorów (np. sieci aniołów biznesu). Przewidziane instrumenty są adresowane w szczególności do tych przedsiębiorców, których przedsięwzięcia charakteryzują się wysokim poziomem innowacyjności, stosunkowo niską wartością, dużym potencjałem rynkowym oraz wysokim ryzykiem. Wsparcie kapitałowe MŚP na początkowych etapach wzrostu realizowane jest poprzez obejmowanie akcji lub udziałów lub dostarczanie instrumentów dłużnych przez fundusze kapitałowe. Dla zapewnienia finansowania innowacyjnych przedsiębiorstw na początkowych etapach wzrostu wykorzystany został instrument inżynierii finansowej w postaci funduszu funduszy wspierającego fundusze kapitałowe. III oś priorytetowa PO IG przewiduje również działania na rzecz zaktywizowania rynku indywidualnych inwestorów kapitałowych, np. aniołów biznesu oraz kształtowania gotowości inwestycyjnej przedsiębiorców poszukujących źródeł finansowania własnych innowacyjnych przedsięwzięć.

- b. W oparciu o Państwa doświadczenia: jakie rodzaje środków pomocy państwa były najbardziej powszechnie stosowane (zapewnienie kapitału publicznego nie na warunkach równorzędności, selektywne zachęty podatkowe, systemy gwarancyjne oraz środki ukierunkowane na podmioty zarządzające funduszami)?

Zasilenie kapitałowe nowo powstałego przedsiębiorstwa dokonywane w ramach pomocy *de minimis* oraz utworzenie funduszu funduszy, którego celem jest udzielanie wsparcia

¹² Zob. sekcja 4.2 wytycznych w sprawie kapitału podwyższonego ryzyka.

finansowego funduszu podwyższonego ryzyka inwestującym w MŚP poprzez zapewnienie kapitału publicznego nie na zasadach równorzędności.

- c. Jakie było Państwa dotychczasowe doświadczenie w związku z **udostępnianiem kapitału publicznego nie na warunkach równorzędności**? Jak często wykorzystywano ten środek? Jakiego rodzaju uzgodnienia zastosowano w odniesieniu do podziału zysków i strat oraz poziomu podporządkowania pomiędzy inwestycjami publicznymi i prywatnymi? Jakie ograniczenia zostały wprowadzone w celu uniknięcia nadmiernej rekompensaty dla inwestorów prywatnych?

Możliwość preferencyjnego traktowania inwestorów prywatnych jest jednym z kluczowych elementów, który skłania inwestorów z sektora prywatnego do angażowania swojego kapitału w przedsięwzięcia typu *venture* (zmniejsza poziom ryzyka). Mając na uwadze konieczność zwiększania zaangażowania środków z sektora prywatnego w finansowanie innowacyjnych projektów, możliwość tę należy ocenić pozytywnie i powinna być ona utrzymana.

W przypadku projektu realizowanego w Polsce przez Krajowy Fundusz Kapitałowy (KFK jest publiczną spółką akcyjną prowadzącą działalność jako fundusz funduszy *venture capital*, które finansują rozwój spółek poszukujących kapitału dla swoich innowacyjnych projektów w ramach programu N 26/2007) przyjęto preferencje na rzecz inwestorów prywatnych przy dystrybucji wpływów z zakończenia inwestycji funduszu.

Kolejność wypłat zysku z inwestycji jest następująca:

1. Inwestorzy prywatni, do momentu otrzymania kwot równych dokonanych wpłatom na kapitał funduszu
2. KFK, do momentu otrzymania kwoty równej dokonanych wpłatom na kapitał funduszu
3. Inwestorzy prywatni, do momentu otrzymania minimalnej stopy zwrotu (*hurdle rate*)
4. KFK, do momentu otrzymania minimalnej stopy zwrotu (*hurdle rate*)

Pozostałe środki są dzielone między zarządzających, inwestorów i KFK zgodnie z umową, przy czym najczęściej zarządzający otrzymują prawo do 20% zysku w ramach wynagrodzenia motywacyjnego (*carried interest*). W przypadku, gdy KFK obejmuje obligacje funduszu, wpływy z realizacji inwestycji w pierwszej kolejności są wypłacane KFK do wysokości dokonanych wpłat oraz minimalnej stopy zwrotu.

- d. Jakie było Państwa doświadczenie w związku z **selektywnymi zachętami podatkowymi dla inwestorów prywatnych lub funduszy**? Jakiego rodzaju zachęty wykorzystywano najczęściej? Jakie zabezpieczenia zostały wprowadzone w celu ograniczenia zachęty podatkowej do minimum niezbędnego dla pobudzenia inwestycji prywatnych?

Władze polskie nie mają doświadczeń w kwestii selektywnych zachęt podatkowych dla inwestorów prywatnych oraz funduszowych.

- e. Jakie są Państwa doświadczenia w odniesieniu do **programów gwarancyjnych obejmujących ryzyko spadku wartości inwestycji**? Jakiego rodzaju transakcje (np. typu *mezzanine*, transakcje kapitałowe) zostały uwzględnione i w jaki sposób zaprojektowano instrumenty podziału ryzyka, tak aby zminimalizować zakłócenia?

Władze polskie nie mają doświadczeń w przedmiotowej kwestii.

- f. Czy wdrożyli Państwo *środki ukierunkowane na podmioty zarządzające funduszami*? Jakie były cele tych środków (np. rozwiązanie problemu kosztownej oceny potencjalnych inwestycji lub wysokich kosztów pozyskiwania środków finansowych) oraz jaka była ich ogólna struktura (np. programy dotacji obejmujące niektóre koszty zarządzania inwestycyjnego)?

W ramach działalności funduszu (Krajowego Funduszu Kapitałowego) możliwe jest bezzwrotne sfinansowanie 65% kosztów zarządzania funduszem kapitałowym, przy czym łączna wartość kosztów zarządzania funduszem kapitałowym nie może przekroczyć średniorocznie 5% wpłat do funduszu kapitałowego. Rozwiązanie to zostało przyjęte ze względu na wysokie koszty zarządzania inwestycjami o wartości do 1,5 mln EUR przy dużym ryzyku inwestycyjnym.

- g. W ujęciu ogólnym, *na ile skuteczne okazały się różne środki pomocy państwa* w stymulowaniu finansowania inwestycji kapitału podwyższonego ryzyka przez sektor prywatny oraz w odniesieniu do rozwiązania problemu luki kapitałowej? Proszę przedstawić dowody oparte na niezależnych badaniach, jeżeli są one dostępne.

Aktualnie władze polskie analizują przedmiotową kwestię. Niemniej w ramach aktualnie obowiązującego programu N 26/2007 środki (około 200 mln EUR) przeznaczone na wsparcie dla funduszy kapitału podwyższonego ryzyka w okresie 2007-2013 zostały zakontraktowane.

- h. W jaki sposób różne rodzaje środków (zapewnienie kapitału publicznego poza warunkami równorzędności, selektywne zachęty podatkowe, systemy gwarancyjne oraz środki ukierunkowane na podmioty zarządzające funduszami) wpływały na proces wyboru docelowych MŚP, tj. czy środek ten nadal prowadził do wyboru najbardziej obiecujących MŚP – uwzględniając dostępne informacje – czy też proces wyboru był zakłócony?

1.4. Warunki zgodności: ocena standardowa

W wytycznych w sprawie kapitału podwyższonego ryzyka określono progi zgodne z zasadą „bezpiecznej przystani”, odnoszące się do kwalifikowalnych odbiorców, etapów rozwoju, charakteru instrumentu inwestycyjnego, rocznej transzy inwestycyjnej oraz poziomu inwestycji prywatnych¹³. Ponadto wytyczne określają szereg warunków, mających na celu zapewnienie, że decyzje inwestycyjne są podyktowane dążeniem do osiągnięcia zysku, a inwestycje zarządzane są na zasadzie komercyjnej.

1.4.1 Inwestycyjne zgodne z zasadą „bezpiecznej przystani” oraz warunki kwalifikowalności

- a. Jakie było Państwa doświadczenie w związku ze stosowaniem wytycznych w sprawie kapitału podwyższonego ryzyka w odniesieniu do zdefiniowanej luki kapitałowej w zakresie:

¹³ Zob. sekcja 4.3 wytycznych w sprawie kapitału podwyższonego ryzyka.

- warunków związanych z etapami *rozwoju działalności (faza załączkowa, rozruchu i ekspansji) i wielkością przedsiębiorstwa (MŚP)?*

W ramach programu N 26/2007 we wszystkich trzech fazach jest możliwe uzyskanie wsparcia kapitałowego ze środków publicznych. Większość inwestorów wspieranych ze środków publicznych inwestuje dopiero w fazie rozruchu lub ekspansji. Największy popyt, jeżeli chodzi o kwoty dofinansowania ze strony inwestorów kapitałowych, jest na finansowanie w fazie ekspansji.

- *wielkości rocznej transzy inwestycyjnej w wysokości 2,5 mln EUR?* Jakiego było Państwa doświadczenie w stosowaniu wymogu odnośnie do rocznej transzy inwestycyjnej w ramach różnych form pomocy (zachęty podatkowe, gwarancje itp.)?

Zgodnie z rozwiązaniem przyjętym w Polsce, maksymalna wartość inwestycji kapitałowej w MSP wynosi 1,5 mln EUR w ujęciu całłościowym, a nie rocznym. W opinii osób zarządzających funduszami, kwota ta jest zbyt niska, potrzeby finansowe wybranych do wsparcia przedsiębiorstw są wyższe niż ten próg. Wstępne analizy luki kapitałowej w Polsce wskazują, że luka ta wynosi do 3 mln EUR.

Równocześnie w nowych wytycznych należy uwzględnić możliwość uruchomienia finansowania kontynuacyjnego dla projektów, które po początkowej inwestycji okazały się interesujące i dynamicznie rozwijające na tyle, że wymagają kolejnej transzy dofinansowania, wciąż będąc w początkowej fazie rozwoju.

- wymogu inwestowania co najmniej *70% kapitału funduszu w formie inwestycji kapitałowych i quasi kapitałowych w MŚP?* W oparciu o Państwa doświadczenia: czy ograniczenie to stosowano w odniesieniu do całkowitego kapitału funduszu czy też dla każdej odrębnej inwestycji?

W ocenie władz polskich sztywne narzucanie ram w kwestii wskaźnika udziału długu i kapitału jest pewnym naruszeniem zasady swobodnego przepływu kapitału. Stanowisko wypracowane pomiędzy przedsiębiorcą a inwestorem, co do schematu inwestycyjnego uwzględniającego określenie poziomu zainwestowanego długu do zainwestowanego kapitału powinno być określone na podstawie decyzji stricte ekonomicznych, a nie być regulowane odgórnie. Każdy projekt inwestycyjny ma swoją charakterystykę, która powinna odzwierciedlać ekonomiczne parametry transakcji.

- Na podstawie wytycznych w sprawie kapitału podwyższonego ryzyka wymagany jest *minimalny udział inwestorów prywatnych* w zależności od statusu danego regionu (region objęty pomocą lub nieobjęty pomocą). W oparciu o Państwa doświadczenia: czy trudno było uzyskać wymagany udział kapitału prywatnego? Jeśli tak, proszę opisać napotkane trudności i wyjaśnić, czy spełnienie tego wymogu było trudniejsze w zależności od stadium rozwoju przedsiębiorstwa oraz związanego z nimi ryzyka. Czy wymóg ten został wystarczająco jasno zdefiniowany odnośnie do charakteru inwestorów działających zgodnie z zasadą inwestora rynkowego?

Wymóg minimalnego 50% udziału inwestorów prywatnych obowiązuje dla wszystkich regionów w Polsce. Nie odnotowano trudności w pozyskaniu ww. udziału inwestorów prywatnych w funduszach kapitalizowanych ze środków publicznych.

- c. Jakie było Państwa doświadczenie w odniesieniu do *specjalnych regionów objętych pomocą*, w których wymóg dotyczący udziału prywatnych środków finansowych jest niższy i dozwolone jest wsparcie dla przedsiębiorstw średniej wielkości na etapie ekspansji?

Władze polskie nie mają doświadczeń odnośnie do ww. specjalnych regionów.

1.4.2 Decyzje inwestycyjne podyktowane dążeniem do osiągnięcia zysku

- a. Jakie są Państwa doświadczenia w stosowaniu *wymogów w odniesieniu do inwestycji podyktowanych dążeniem do osiągnięcia zysku*¹⁴, aby zapewnić, że inwestycje kapitału podwyższonego ryzyka wspierane publicznie dokonywane są w rentowne przedsiębiorstwa i nie zakłócają konkurencji na rynku wewnętrznym poprzez wspieranie nieefektywnej działalności?

Władze polskie w tym zakresie mają doświadczenia jedynie w realizacji programu pomocowego N 26/2007. Krajowy Fundusz Kapitałowy (pomiot opowiadający za zarządzanie ww. programem) wymaga aby w efekcie końcowym inwestorzy osiągnęli zysk. Dążenie to przekłada się na sposób motywowania zarządzających funduszami, poprzez element mechanizmu wynagradzania w postaci tzw.: „carried interest”. Zespół zarządzający ma za zadanie wybieranie jak najbardziej interesujących i rokujących przedsiębiorstw. W efekcie przyrostu wartości takich przedsiębiorstw w momencie ich sprzedaży generowana nadwyżka jest dzielona pomiędzy inwestorów a zespół zarządzający. Reasumując, KFK potwierdza doświadczenia, że inwestycje kapitału podwyższonego ryzyka wspierane publicznie są dokonywane w interesujące i rokujące przedsiębiorstwa oraz że nie zakłóca to konkurencji na rynku wewnętrznym poprzez wspieranie nieefektywnej działalności.

Równocześnie należy zwrócić uwagę na istotny fakt, dotyczący przedsiębiorstw będących celami inwestycyjnymi funduszy VC. Przedsiębiorstwa te we wszystkich swoich fazach rozwoju, a w szczególności fazie załóżkowej i rozruchu, mogą nie być rentowne (tzn. mogą generować straty finansowe na poziomie zysku operacyjnego lub zysku netto). Mimo powyższego, przedsiębiorstwa te nie znajdują się w trudnej sytuacji finansowej. Powyższa sytuacja, w świetle obowiązujących przepisów, może mieć miejsce co teoretycznie może stawiać pod znakiem zapytania zgodność finansowania z przepisami.

W związku z tym, należy rozważyć możliwość rezygnacji z konieczności weryfikacji sytuacji ekonomicznej spółek, o których mowa w pkt 10 lit. a i b Wspólnotowych wytycznych dotyczących pomocy państwa w celu ratowania i restrukturyzacji zagrożonych przedsiębiorstw (Dz. Urz. WE C 244 z 1.10.2004 r.), jeżeli działają one krócej niż trzy lata i nie podlegają zbiorowemu postępowaniu w sprawie niewypłacalności. Analogiczne rozwiązanie funkcjonuje w ramach rozporządzenia GBER. Wydaje się, że wnioski z dotychczasowej praktyki udzielania pomocy w ramach wytycznych, a także jej specyfika

¹⁴ Każda decyzja inwestycyjna musi być oparta o realny plan operacyjny z jasno określoną strategią wyjścia oraz minimalnym poziomem inwestycji prywatnych. Zob. pkt 4.3.5 wytycznych w sprawie kapitału podwyższonego ryzyka.

uzasadniają wprowadzenie takiej regulacji dostosowanej do indywidualnych potrzeb systemu udzielania pomocy w zakresie kapitału podwyższonego ryzyka.

- b. W oparciu o Państwa doświadczenia: *w jaki sposób pogodzili Państwo wymóg dążenia do osiągnięcia zysku z preferencyjnym traktowaniem inwestorów prywatnych* w odniesieniu do inwestycji publicznych? W związku z tym, jakie rodzaje zachęt zaproponowano inwestorom prywatnym w celu zapewnienia ich prawdziwego zaangażowania na rzecz powodzenia inwestycji, tj. czy zachęty ukierunkowane były na poprawę zwrotu zamiast zapewnić zabezpieczenie dla ryzyka spadku?

Zgodnie z programem pomocowym N 26/2007, przewiduje się znaczące zaangażowanie inwestorów prywatnych - co najmniej 50 % finansowania inwestycji z funduszy kapitału podwyższonego ryzyka musi pochodzić od prywatnych inwestorów. Ponadto w umowie pomiędzy Krajowym Funduszem Kapitałowym a odpowiednim funduszem kapitału podwyższonego ryzyka przewidziana została konieczność opracowania planu operacyjnego zawierającego szczegółowe informacje na temat produktu, sprzedaży i rozwoju rentowności oraz określającego rentowność *ex ante* projektu wraz z jasną i realistyczną strategią wyjścia dla każdej inwestycji. Spełnienie powyższych kryteriów bierze się także pod uwagę w publicznej procedurze przetargowej.

Równocześnie sposób redystrybucji środków pochodzących ze sprzedaży aktywów funduszu VC preferuje inwestorów prywatnych, zapewniając im pierwszeństwo w stosunku do KFK (po spłaceniu zobowiązań finansowych dłużnych), najpierw w odzyskaniu wpłaconego kapitału, a następnie pierwszeństwo, w stosunku do KFK, w otrzymaniu stopy zwrotu w wysokości wskazanej w umowie o udzielenie wsparcia finansowego.

1.4.3 Zarządzanie inwestycjami na zasadach komercyjnych

- a. Jakie są Państwa doświadczenia w stosowaniu wymogów *zarządzania na zasadach komercyjnych* w celu zagwarantowania, że inwestycje zarządzane są na zasadach komercyjnych, których celem jest optymalizacja zwrotu z inwestycji? Czy Państwa zdaniem *sformułowanie to jest wystarczająco przejrzyste*, aby uniknąć nieprawidłowej interpretacji?

W ramach programu nr N 26/2007, przewiduje się obowiązek zawarcia umowy pomiędzy profesjonalnym podmiotem zarządzającym lub spółką zarządzającą funduszem, a uczestnikami funduszu kapitału podwyższonego ryzyka, przewidującej powiązanie wynagrodzenia zarządcy z wynikami funduszu oraz określającej cele funduszu wraz z proponowanymi inwestycjami. Ponadto prywatni inwestorzy rynkowi są reprezentowani w procesie podejmowania decyzji przez komitet inwestorów prywatnych, z którym należy konsultować każdą inwestycję. Są oni również reprezentowani w radzie nadzorczej funduszu. Przy zarządzaniu funduszem stosuje się najlepsze praktyki mające zastosowanie do kapitału podwyższonego ryzyka. Krajowy Fundusz Kapitałowy odpowiada za nadzór regulacyjny nad sposobem zarządzania funduszami kapitału podwyższonego ryzyka. W przypadku złego zarządzania (w tym niestosowania najlepszych praktyk), nadużycia finansowego lub innego naruszenia warunków umowy z Krajowym Funduszem Kapitałowym, wsparcie ze strony państwa może zostać wycofane. Zgodnie z ustawą o Krajowym Funduszu Kapitałowym, każda umowa z funduszem kapitału podwyższonego ryzyka musi określać

procedurę zwrotu wsparcia finansowego oraz możliwość przeprowadzenia przez audytorów zewnętrznych wyznaczonych przez Krajowy Fundusz Kapitałowy kontroli zarządzania funduszem kapitału podwyższonego ryzyka.

- b. W oparciu o Państwa doświadczenia: czy środki wykorzystujące kapitał podwyższonego ryzyka zostały wdrożone głównie **w trybie zarządzania bezpośredniego**, tj. przez władze publiczne lub ich agencje wykonawcze udostępniające finansowanie kapitałowe bezpośrednio dla MŚP/pośredników finansowych? Jeżeli tak, jakie zabezpieczenia zostały wprowadzone w celu dopilnowania, aby inwestycje były zarządzane na zasadzie komercyjnej (np. w oparciu o decyzje inwestycyjne kwalifikowalnych, niezależnych inwestorów)?
- c. W oparciu o Państwa doświadczenia **z trybem zarządzania pośredniego**, tj. w przypadku gdy zadania wykonawcze zostały oddelegowane na podmioty publiczne lub prywatne, które działają na rzecz władz publicznych i posiadają niezbędną specjalistyczną wiedzę techniczną, aby przeprowadzać oceny inwestycji, opracowywać transakcje inwestycyjne, nadzorować portfel oraz zagwarantować korzystne wycofanie środków), czy zadania wykonawcze zostały przekazane głównie podmiotom prywatnym lub publicznym organom wewnętrznym, działającym jako podmioty, którym powierzono wykonanie zadań? W jaki sposób wybrano podmioty, którym powierzono zadania? W oparciu o Państwa doświadczenia: jaka była efektywność publicznych zarządzających organów wewnętrznych?
- d. W oparciu o Państwa doświadczenia: jaka **struktura wynagrodzeń za zarządzanie i zachęty do osiągania lepszych wyników** (premie motywacyjne lub podobne środki) zostały wykorzystane do dostosowania interesów podmiotów zarządzających do interesów inwestorów publicznych i prywatnych w celu maksymalizacji zwrotu z inwestycji?

Zgodnie z programem pomocowym N 26/2007, wynagrodzenie podmiotów zarządzających funduszem składa się z dwóch części. Część pierwsza, podstawowa, wypłacana jest na podstawie umowy pomiędzy inwestorem a zarządzającym funduszem ze środków na pokrycie wydatków administracyjnych funduszu. Ta część wynagrodzenia jest uzależniona od wyników osiąganych przez fundusz. Ponadto istnieje dodatkowa część wynagrodzenia, która wypłacana jest po opłaceniu prywatnych inwestorów oraz Krajowego Funduszu Kapitałowego przy końcowym podziale przychodów z inwestycji. Zatem wynagrodzenie zarządcy funduszu będzie dodatkowo powiązane z wynikami funduszu.

Osoby zarządzające funduszem kapitałowym lub podmiot zarządzający funduszem kapitałowym wynagradzane są w sposób motywujący do osiągnięcia celu inwestycyjnego poprzez powiązanie wynagrodzenia z wynikami osiąganymi przez fundusz.

- e. W oparciu o Państwa doświadczenia: czy napotkali Państwo na jakieś trudności przy stosowaniu **wymogów zarządzania komercyjnego do różnych form pomocy**, takich jak tworzenie funduszy venture capital, fundusze wspóln inwestycyjne, środki fiskalne, gwarancje?

Obecne funkcjonowanie KFK oparte jest na modelu hybrydowym: z jednej strony działa zgodnie z Ustawą jako profesjonalny fundusz funduszy, którego źródłem finansowania są środki strukturalne, a drugiej strony jako podmiot działający w modelu refundacyjnym właściwym dla instrumentów dotacyjnych, w którym decyzja o sfinansowaniu kosztów KFK i

zasilen inwestycyjnych funduszy lezy po stronie instytucji posredniczej (tu: Ministerstwa Gospodarki).

Innymi slowy, dzialalnosc KFK poddana jest rezymowi przepisow o pomocy publicznej, podczas gdy nie odpowiada to profilowi tej dzialalnosci. Przekazane KFK srodki publiczne sa jedynie zrodlem finansowania, ale po ich przekazaniu do funduszy sa one inwestowane na stricte komercyjnych, rynkowych zasadach. Poddanie dzialalnosci KFK rezymowi przepisow o pomocy publicznej pozycjonuje KFK na duzo slabszej pozycji niz inwestorow prywatnych, gdyz z jednej strony KFK dokonuje inwestycji na komercyjnych rynkach, a z drugiej strony, zwiazany jest rygorystycznymi przepisami o pomocy publicznej.

Ponadto, wladze polskie napotkaly trudnosci przy okreslaniu ekwiwalentu wynagrodzenia dla aniola biznesu za doradztwo i zaangazowanie w zarzadzanie i rozwój przedsiebiorstwa docelowego.

1.5. Warunki zgodnosci: ocena szczegolowa

Wladze polskie nie posiadaja doswiadczen w zakresie warunkow szczegolowej oceny zgodnosci pomocy publicznej z Traktatem.

Srodki pomocy w celu zapewnienia kapitalu podwyzszonego ryzyka, ktore nie spelniaja wszystkich podstawowych warunkow oceny, moga jednak zostac zatwierdzone po przeprowadzeniu oceny szczegolowej¹⁵.

- a. W oparciu o Panstwa doswiadczenia: czy wytyczne w sprawie kapitalu podwyzszonego ryzyka sa wystarczajaco **jasne i przewidywalne** odnosnie do mozliwego wyniku dokonanej przez Komisje oceny srodkow poddawanych szczegolowej ocenie? Czy Panstwa zdaniem warunki oceny pozytywnych i negatywnych skutkow pomocy sa odpowiednie i wystarczajaco przejrzyste?

1.5.1 Nieprawidlowosci w funkcjonowaniu rynku oraz koniecznosc pomocy panstwa

- a. Jakie sa Panstwa doswiadczenia w odniesieniu do **ciężaru dowodu dotyczacego uzasadnienia nieprawidlowosci w funkcjonowaniu rynku** i dostarczenia odpowiednich dowodow?
- b. W oparciu o Panstwa doswiadczenia, jakie **kryteria kwalifikowalnosci i ograniczen inwestycji** wprowadzono w celu zagwarantowania, ze inwestycje kapitalu wysokiego ryzyka ukierunkowane sa na zdefiniowana lukę kapitalowa?
- c. W oparciu o Panstwa doswiadczenia: czy okreslone zostaly **wymogi umowne dotyczace posrednikow** w celu stwierdzenia niewystarczajacej rentownosci (niewystarczajaca rentownosc uniemozliwiajaca pozyskanie finansowania na zasadach komercyjnych) w odniesieniu do kazdej transakcji?

1.5.2 Efekt zachety

- a. Jakie byly Panstwa ogolne doswiadczenie w stosowaniu **kryteriow w odniesieniu do efektu zachety** wynikajacego z pomocy okreslonego w wytycznych w sprawie kapitalu podwyzszonego ryzyka?

¹⁵ Zob. sekcja 5 wytycznych w sprawie kapitalu podwyzszonego ryzyka.

- b. W oparciu o Państwa doświadczenia: jakie **rodzaje zachęt** (kapitał publiczny nie na warunkach równorzędności, zwiększający rentowność dla inwestorów prywatnych lub podział ryzyka spadku z inwestorami prywatnymi, ulgi podatkowe, gwarancje itp.), przyciągnęły najwięcej inwestorów prywatnych, na przykład dużych inwestorów instytucjonalnych, „anioły biznesu”, jak również nietradycyjnych inwestorów alternatywnych, takich jak niezależne fundusze inwestycyjne, fundacje i fundacje charytatywne?
- c. W oparciu o Państwa doświadczenia: jaka **równowaga** między ograniczaniem zachęt dla inwestorów prywatnych do niezbędnego minimum oraz zachęcaniem ich do znaczącej partycypacji jest odpowiednia?

1.5.3 Proporcjonalność

- a. Jak było Państwa doświadczenie w stosowaniu kryteriów w odniesieniu do **proporcjonalności pomocy** określonych w wytycznych w sprawie kapitału podwyższonego ryzyka?
- b. W oparciu o Państwa doświadczenia: jakie zabezpieczenia proceduralne i wskaźniki zostały wykorzystane w celu **uniknięcia nadmiernej rekompensaty prywatnych inwestorów**, tj. ograniczenia oczekiwanej rentowności inwestycji do poziomu rynkowego?
- c. W oparciu o Państwa doświadczenia: czy wymagają Państwo, aby środki z udziałem zwrotnych instrumentów finansowych były **samowystarczalne finansowo** tj. co najmniej początkowy kapitał publiczny musi zostać zwrócony państwu?
- d. Oprócz rocznego progu inwestycji na poziomie MŚP oraz współczynnika transakcji w odniesieniu do inwestycji prywatno-publicznych, jakie inne zabezpieczenia zostały wykorzystane do **ograniczenia pomocy do przedsiębiorstw będących inwestycjobiorcami**?

Warunkiem udzielania wsparcia finansowego przez KFK jest zobowiązanie się funduszu kapitałowego do dokonywania inwestycji w MŚP:

- kierując się przy wyborze projektów inwestycyjnych kryteriami ekonomicznymi po przeprowadzeniu analizy opłacalności i ryzyka inwestycji, w tym w szczególności wpływu na środowisko, w oparciu o rzetelnie sporządzony biznes plan zawierający szczegółową analizę produktu lub usługi oraz projekcje sprzedaży i zysków;
- przestrzegając zasad ograniczania ryzyka inwestycyjnego, działając zgodnie z najlepszą wiedzą i dobrymi praktykami w zarządzaniu funduszem kapitałowym;
- kierując się również zasadami przejrzystości, bezstronności, jakości oraz efektywności;
- uwzględniającymi interesy wszystkich stron w celu wykreowania tzw.: sytuacji „win-win”, czyli zaspokojenia podstawowych celów biznesowych wszystkich stron biorących udział w procesie przekazywania środków;
- przedsiębiorca nie może być w trudnej sytuacji ekonomicznej, określonej w przepisach prawa Unii Europejskiej (w rozumieniu pkt 9 - 11 Wytycznych Wspólnotowych dotyczących pomocy państwa w celu ratowania i restrukturyzacji zagrożonych przedsiębiorstw ani

znajdować się w okresie restrukturyzacji przeprowadzanej z wykorzystaniem pomocy publicznej.

1.5.4 Sposób udzielenia pomocy i proces podejmowania decyzji

- a. W oparciu o Państwa doświadczenia: jakie **procedury wyboru pośredników finansowych** wykorzystano w celu zarządzania inwestycjami w imieniu władz publicznych? Jakie minimalne kryteria wyboru zostały wykorzystane (umiejętności, historia działalności, poziom opłat)?

W ramach programu pomocowego N 26/2007 KFK inwestuje w fundusze wybrane w drodze otwartego konkursu ofert. W trakcie konkursu KFK dokonuje formalnej i ekonomiczno-prawnej oceny nadesłanych ofert. Oferty, które uzyskały najwyższe oceny według kryteriów oceny KFK, są kwalifikowane na skróconą listę ofert. Przy ocenie propozycji inwestycyjnych KFK preferuje:

- jak najwyższą kapitalizację funduszu;
- doświadczoną i profesjonalną kadrę zarządzającą, posiadającą udokumentowane doświadczenie i sukcesy mierzone wygenerowaną stopą zwrotu dla inwestorów. Cenione jest: (i) doświadczenie w zakresie prowadzenia projektów typu PE/VC, w szczególności projektów związanych z inwestycjami w MŚP, przedsiębiorstwa innowacyjne, przedsiębiorstwa prowadzące działalność badawczo-rozwojową oraz inwestycjami w przedsiębiorstwa na wczesnych etapach rozwoju; (ii) doświadczenie w realizowaniu wyjść z inwestycji, przy czym wyżej cenione są wyjścia z większych inwestycji; (iii) doświadczenie w tworzeniu i zarządzaniu przedsiębiorstwem, przy czym wyżej cenione jest tworzenie i zarządzanie większymi przedsiębiorstwami;
- fundusze o strategii rokującej wysoką stopę zwrotu z inwestycji;
- zarządzających, których doświadczenie jest zbieżne ze strategią inwestycyjną funduszu kapitałowego pod kątem zaplanowanej specjalizacji branżowej i znajomości specyfiki biznesowej rynku polskiego;
- zarządzających z odpowiednim potencjałem do realizacji strategii inwestycyjnej (tj. pozyskiwania, weryfikacji i realizacji projektów inwestycyjnych);
- zarządzających, którzy tworzą efektywny zespół;
- fundusze kapitałowe z optymalnym budżetem operacyjnym, czyli takim, który umożliwi efektywną realizację strategii inwestycyjnej;
- fundusze kapitałowe, których Minimalna Stopa Zwrotu Netto (hurdle rate) przekracza średnią rentowność 10-letnich hurtowych obligacji skarbowych;
- fundusze kapitałowe, których zarządzający wniosą wkłady na pokrycie kapitału zakładowego funduszu.

- b. W oparciu o Państwa doświadczenia: czy **bezpośrednie wdrażanie** inwestycji (decyzje inwestycyjne podejmowane przez władze publiczne) było wyjątkiem i na jakich

warunkach? W jaki sposób zagwarantowali Państwo, aby władze publiczne wdrażające bezpośrednio inwestycje posiadały potencjał techniczny do zarządzania inwestycjami na zasadach rynkowych?

- c. Jakie *zachęty dla podmiotów zarządzających funduszem oparte na faktycznych wynikach* zostały wykorzystane w celu zachęcenia ich do podejmowania decyzji inwestycyjnych na zasadach komercyjnych, w celu zagwarantowania samowystarczalności funduszy?
- d. W oparciu o Państwa doświadczenia, w jaki sposób *włączono inwestorów prywatnych w proces decyzyjny* funduszu publiczno-prywatnego lub funduszu publicznego wspólnie inwestującego z inwestorami prywatnymi w konkretne pojedyncze transakcje)?

W ramach programu pomocowego N 26/2007 inwestorzy prywatni wchodzi w skład organów funduszu kapitałowego tworzonego wspólnie z KFK - Zgromadzenia Inwestorów, Rady Inwestorów oraz Komitetu Inwestycyjnego, które mają wpływ na realizację polityki inwestycyjnej funduszu oraz podejmowanie decyzji o dokonaniu konkretnych inwestycji w MŚP.

- e. W oparciu o Państwa doświadczenia: czy *pomoc w odniesieniu do kosztów rozpoznania w zakresie zarządzania* była często wykorzystywana? Jeżeli nie, dlaczego? Czy kryteria opracowane są w sposób odpowiedni, tak aby odpowiedzieć na potrzeby podmiotów zarządzających funduszem?

1.5.5 Zminimalizowanie zakłócenia konkurencji

- a. W oparciu o Państwa doświadczenia: czy *zabezpieczenia* określone w wytycznych w sprawie kapitału podwyższonego ryzyka gwarantują wystarczającą pewność prawa w celu ograniczenia do *minimum potencjalnego zakłócenia konkurencji i wymiany handlowej*?

W opinii władz polskich obecnie obowiązujące na gruncie wytycznych zabezpieczenia są wystarczające dla ograniczenia potencjalnego zakłócenia konkurencji i wymiany handlowej. Niektóre z tych ograniczeń mogłyby zostać zliberalizowane, w szczególności poprzez zwiększenie wielkości inwestycji funduszu w pojedyncze MŚP do 3 mln EUR (tj.: zgodnie z wcześniej opisaną możliwością dokonywania inwestycji kontynuacyjnych ponad limit 1,5 mln EUR), co nie spowoduje istotnego zwiększenia ryzyka zakłócenia konkurencji i wymiany handlowej.

C. Doświadczenie w zakresie rozporządzenia GBER

1.1. Rozporządzenie GBER: środki pomocy z wykorzystaniem kapitału podwyższonego ryzyka

Władze polskie nie mają doświadczeń w zakresie stosowania rozporządzenia GBER w odniesieniu do środków pomocy z wykorzystaniem kapitału podwyższonego ryzyka.

Pomoc państwa dla inwestycji kapitału podwyższonego ryzyka jest częściowo objęta rozporządzeniem GBER, które zapewnia tym samym państwom członkowskim możliwość wspierania inwestycji kapitału podwyższonego ryzyka bez uprzedniego zgłoszenia do Komisji¹⁶.

¹⁶ Zob. sekcja 6 wytycznych dotyczących kapitału podwyższonego ryzyka.

- a. W oparciu o Państwa doświadczenia: w jakim stopniu wykorzystane zostały możliwości oferowane przez rozporządzenie GBER? Jaką część pomocy dla inwestycji kapitału podwyższonego ryzyka przyznano na mocy rozporządzenia GBER w porównaniu z pomocą przyznaną na mocy wytycznych w sprawie kapitału podwyższonego ryzyka? Prosimy o podanie liczby środków pomocy na podstawie rozporządzenia GBER oraz kwoty pomocy jako udziału w całkowitej kwocie pomocy w celu zapewnienia kapitału podwyższonego ryzyka.
- b. Jakie są główne czynniki, które potencjalnie *negatywnie wpłynęły na decyzje władz Państwa kraju w zakresie przyznania większego odsetka środków pomocy w celu zapewnienia kapitału podwyższonego ryzyka poprzez środki objęte wyłączeniem grupowym*? Czy uzależnione jest to od rodzaju środków (zapewnianie kapitału, zachęty podatkowe, gwarancje), wysokości rocznej transzy inwestycyjnej, sposobu udzielenia pomocy (fundusz publiczno-prywatny, fundusz publiczny współinwestujący z inwestorami prywatnymi w konkretne pojedyncze transakcje) czy też od innych czynników?
- c. Czy napotkali Państwo na jakieś *trudności z kategoriami środków*, które są obecnie objęte wyłączeniem, a mianowicie ustanowieniem funduszy publiczno-prywatnych?
- d. Jakie są Państwa doświadczenia w stosowaniu *ograniczeń inwestycyjnych* określonych w rozporządzeniu GBER (kwalifikujących się beneficjentów, rocznej transzy inwestycyjnej, wskaźnika inwestycji prywatnych)?
- e. W oparciu o Państwa doświadczenia: czy warunki związane z *decyzjami inwestycyjnymi podyktowanymi dążeniem do osiągnięcia zysku* oraz zarządzaniem na zasadach rynkowych zostały wystarczająco jasno określone dla celów wdrożenia środków objętych wyłączeniem grupowym?

D. Różne

1.1. Pytania skierowane do wszystkich respondentów:

- a. Czy mają Państwo jakiegokolwiek inne uwagi dotyczące stosowania wytycznych w sprawie kapitału podwyższonego ryzyka i rozporządzenia GBER (środki pomocy z wykorzystaniem kapitału podwyższonego ryzyka) w kwestiach innych niż te, o których mowa w powyższych pytaniach?

Zdaniem władz polskich projektowane wytyczne powinny określać w sposób precyzyjny sposób obliczania wartości pomocy publicznej w zależności od stosowanej formy pomocy zarówno dla inwestorów, jak i MŚP. W szczególności wytyczne powinny określać sposób obliczania wartości pomocy publicznej dla inwestorów. W odniesieniu do MŚP wytyczne powinny rozstrzygać, czy pomoc publiczną stanowi cała kwota inwestycji funduszu, czy jedynie jej część odpowiadająca wielkości zaangażowania środków publicznych w tym funduszu.

Wytyczne powinny określać precyzyjnie wymagane dane oraz szczegółowy zakres sprawozdań, o których mowa w pkt 7.1 wytycznych. Obecnie obowiązujące przepisy w tym zakresie są bowiem mało precyzyjne.

- b. Proszę załączyć kopie wszelkich dokumentów lub badań, które mogą być istotne dla oceny stosowania wytycznych w sprawie kapitału podwyższonego ryzyka oraz rozporządzenia GBER oraz mogą przyczynić się do refleksji w sprawie przyszłych zmian.
- c. Proszę zaznaczyć, czy służby Komisji mogą skontaktować się z Państwem, jeśli będą miały dodatkowe pytania w związku z podanymi informacjami.

Tak ☒ Nie ☐

DZIĘKUJEMY ZA WYPEŁNIENIE KWESTIONARIUSZA