

**Błażej Lepczyński\***

**Marta Penczar\*\***

## **Znaczenie instrumentów zwrotnych w ograniczaniu luki finansowej i podnoszeniu bezpieczeństwa finansowego przedsiębiorstw z sektora MSP**

### **Wstęp**

Luka finansowa opisuje sytuację, w której ze względu na nieprawidłowości w funkcjonowaniu rynku przedsiębiorstwa zasługujące na finansowanie nie uzyskują go. Jej występowanie powoduje, że niektóre grupy przedsiębiorstw mają problemy z pozyskaniem środków finansowych na ekonomicznie uzasadnione projekty. Luka finansowa dotyczy zazwyczaj małe, innowacyjne przedsiębiorstwa.

Jednym ze sposobów ograniczania luki finansowej jest interwencja publiczna realizowana w ramach środków pochodzących z programów unijnych. Bardzo interesującą inicjatywą pozadotacyjnego wsparcia przedsiębiorstw jest JEREMIE. Jest to inicjatywa Komisji Europejskiej, której celem jest promowanie wykorzystania instrumentów pozadotacyjnych w celu wspierania finansowego przedsiębiorstw i ograniczania luki finansowej. W Polsce jest ona realizowana obecnie w sześciu województwach.

Podstawowym celem artykułu jest ocena roli inicjatywy JEREMIE w ograniczaniu luki finansowej oraz zwiększaniu bezpieczeństwa finansowego przedsiębiorstw z sektora MSP poprzez zapewnienie im dostępu do zewnętrznych źródeł finansowania.

W pierwszej części artykułu zdefiniowano i scharakteryzowano instrumenty pozadotacyjnego wsparcia przedsiębiorstw. Podkreślono zalety i korzyści wynikające z szerszego wykorzystywania tego typu instrumentów. Zwiększanie roli instrumentów zwrotnych (pozadotacyjnych) powinno przyczynić się do poprawy mechanizmu alokacji środków UE. Druga część artykułu została poświęcona problematyce luki

---

\*Dr, Katedra Bankowości, Wydział Zarządzania, Uniwersytet Gdański, blazej.lepczynski@wzr.pl, ul. Armii Krajowej 101, 81-824 Sopot, +48 58 523 13 01

\*\*Dr, Katedra Bankowości, Wydział Zarządzania, Uniwersytet Gdański, marta.penczar@ug.edu.pl, ul. Armii Krajowej 101, 81-824 Sopot, +48 58 523 13 01

finansowej i kapitałowej. Autorzy uporządkowali kwestie pojęciowe związane z luką oraz opisali najważniejsze przyczyny jej występowania. W trzeciej (ostatniej) części artykułu oceniono rolę inicjatywy JEREMIE w ograniczaniu luki finansowej oraz zwiększaniu bezpieczeństwa finansowego przedsiębiorstw z sektora MSP w Polsce.

## 1. Istota instrumentów zwrotnych

W obecnej perspektywie finansowej (na lata 2007–2013), finansowanie projektów z wykorzystaniem funduszy unijnych możliwe jest poprzez tradycyjny system grantowy (bezzwrotna dotacja) oraz, po raz pierwszy, z wykorzystaniem instrumentów o charakterze zwrotnym w ramach inżynierii finansowej UE. Skala wykorzystania instrumentów zwrotnych jest obecnie jeszcze nieznaczna i kształtuje się na poziomie około 2% ogółu pomocy unijnej dla Polski. Ważne jest jednak to, że w kolejnej perspektywie finansowej na lata 2014–2020, udział mechanizmów zwrotnych w strukturze instrumentów finansowania projektów unijnych ma być znacznie wyższy. Skala wykorzystania instrumentów zwrotnych zależeć będzie w dużym stopniu od decyzji instytucji wdrażających poszczególne programy operacyjne. Zdobyte podczas wdrażania instrumentów inżynierii finansowej w latach 2007–2013 doświadczenia i płynące z nich wnioski, będą pomocne przy projektowaniu instrumentów w ramach nowej perspektywy budżetowej na kolejne lata 2014–2020 i realizacji celów polityki spójności.

Instrumenty zwrotne definiuje się jako środki, w których dystrybucji uczestniczą różnego typu pośrednicy finansowi. Mogą one mieć charakter pożyczek, kapitału, gwarancji.

Pojęcie instrumentów inżynierii finansowej precyzuje artykuł 44 Rozporządzenia Rady 1083/2006 [Rozporządzenie, 2006], zgodnie z którym w ramach programu operacyjnego, z funduszy strukturalnych mogą być finansowane wkłady na wsparcie instrumentów inżynierii finansowej dla przedsiębiorstw (przede wszystkim dla MSP), takich jak:

- fundusze kapitału podwyższonego ryzyka (venture capital funds),
- fundusze gwarancyjne i fundusze pożyczkowe,
- fundusze na rzecz rozwoju obszarów miejskich (fundusze inwestujące w partnerstwa publiczno-prywatne),
- inne projekty ujęte w zintegrowanym planie na rzecz trwałego rozwoju obszarów miejskich.

W szerszym ujęciu definicyjnym instrumentów zwrotnych, do pośredników finansowych, obok wskazanych powyżej, zalicza się także banki. W przeciwieństwie zatem do systemu bezzwrotnych dotacji, w przypadku mechanizmów zwrotnych, o środki z pomocy unijnej aplikują nie przedsiębiorcy, a pośrednicy finansowi, którzy następnie dystrybuują fundusze do przedsiębiorstw z sektora MSP i JST, w formie pożyczki (w tym także m.in. mikrokredytu), poręczeń lub reporeczeń oraz wejścia kapitałowego (typu *equity*).

Kalvet T., Vanags J., Maniokas K. [Kalvet, Vanags, Maniokas, 2012] wskazują w swoich badaniach na wzrost zainteresowania instrumentami zwrotnymi. Potrzeba wprowadzenia instrumentów pozadotacyjnych wynika z kilku czynników.

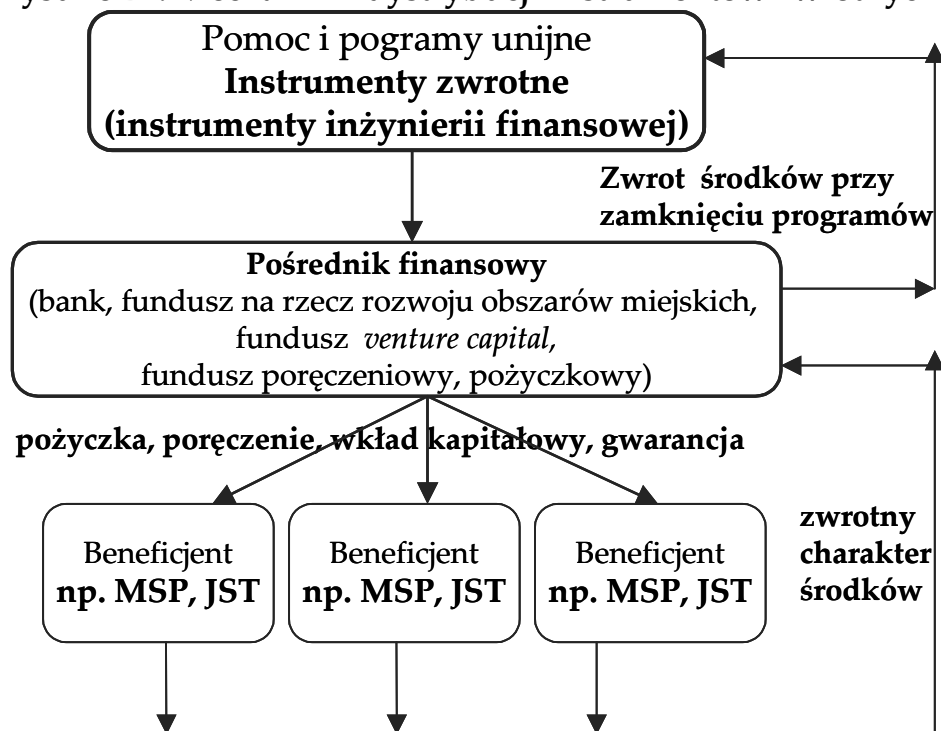
Po pierwsze, kryzys finansów sektora publicznego w Unii Europejskiej wymusił poszukiwanie rozwiązań finansowania inwestycji w ramach bardziej rynkowych mechanizmów, nie obciążających narodowych budżetów. Instrumenty zwrotne charakteryzują się bowiem wyższą efektywnością wydatkowania funduszy, wynikającą z rewolwingowego charakteru (odnawialność środków), co w okresie dekonunktury gospodarczej i ograniczoności środków publicznych umożliwia osiągnięcie założonych celów przy niższych nakładach finansowych.

Po drugie, w przypadku instrumentów inżynierii finansowej, skorzystać z pomocy może większa liczba beneficjentów ostatecznych, niż ma to miejsce w systemie dotacyjnym [Nicolaidis, 2013]. Wykorzystane przez jednego beneficjenta środki trafiają bowiem z powrotem do systemu i mogą być skierowane do kolejnych podmiotów. Mechanizm działania instrumentów zwrotnych opiera się bowiem na zasadzie, że otrzymane z funduszy unijnych środki podlegają zwrotowi i mogą być ponownie redystrybuowane przez pośrednika finansowego do sektora MSP lub JST. Wskazuje się przy tym, że zwrotny charakter instrumentów pozadotacyjnych zapewnia wyższą efektywność wydatkowania środków, niż ma to miejsce w systemie dotacyjnym. Realizowany bowiem przez przedsiębiorcę projekt musi być na tyle rentowny i opłacalny, że będzie gwarantował spłatę uzyskanych funduszy.

Przepisy wspólnotowe dopuszczają dwie główne konstrukcje tworzenia instrumentów zwrotnych w ramach programów operacyjnych. Pierwsza zakłada bezpośrednie wniesienie wkładu do instrumentu inżynierii finansowej (funduszu). Druga — powołanie przez państwo członkowskie lub instytucję zarządzającą programem operacyjnym fun-

duszu powierniczego (holding fund – HF), tj. funduszu ustanowionego w celu inwestowania w instrumenty zwrotne [Szczepański, 2011]. Drugą formę przedstawia rysunek 1.

Rysunek 1. Mechanizm dystrybucji instrumentów zwrotnych



Źródło: [Mechanizmy inżynierii finansowej ..., 2010].

Zgodnie z artykułem 44 Rozporządzenia Rady (WE) Nr 1083/2006 [rozporządzenie, 2006], zadania funduszu powierniczego pełnić może podmiot wybrany na podstawie obowiązującego prawa zamówień publicznych, Europejski Bank Inwestycyjny (EBI) lub Europejski Fundusz Inwestycyjny (EFI), lub instytucja finansowa wybrana bez postępowania przetargowego, o ile jest to zgodne z prawem krajowym i Traktatem.

Pojawienie się instrumentów inżynierii finansowej było także odpowiedzią na problemy małych i średnich przedsiębiorstw w dostępie do finansowania i występowania tzw. luki kapitałowej. Podmioty z sektora MSP wchodzące na rynek są bowiem często wykluczone z rynku kredytowego z uwagi na brak zdolności kredytowej. Wprowadzenie instrumentów zwrotnych ma celu zwiększenie dostępności kapitału dla młodych firm, które chcą realizować projekty. Podmiot wykorzystujący instrumenty zwrotne nie może zatem oczekiwać bezzwrotnej pomocy, a wyłącznie uzyskanie łatwiejszego dostępu do źródeł finansowania, charakteryzującego się bardziej korzystnymi warunkami niż standardowa oferta rynkowa.

Ważną kwestią związaną z instrumentami zwrotnymi jest występowanie efektu dźwigni, związanego z możliwością łączenia finansowania publicznego z prywatnym. Polega to na zdolności angażowania środków prywatnych w rozwój gospodarczy przy wsparciu finansowania publicznego, przy odpowiednim podziale ryzyka. Proces ten sprzyja budowaniu relacji między stronami i wyższemu zaangażowaniu środków prywatnych w realizację celów polityki spójności.

Najważniejsze zalety i szanse związane z wykorzystaniem instrumentów zwrotnych zostały podsumowane w tabelicy 1.

**Tablica 1. Szanse związane z wykorzystaniem instrumentów zwrotnych**

1.	Wzrost dostępności przedsiębiorstw z sektora MSP do finansowania — w szczególności dla przedsiębiorstw z tzw. luki kapitałowej — rozpoczynających działalność i innowacyjnych, nieposiadających zdolności kredytowej.
2.	Dostęp większej liczby beneficjentów ostatecznych do środków unijnych, z uwagi na rewolwingowy (odnawialny) charakter środków zwrotnych.
3.	Zwiększenie trwałości polityki spójności UE poprzez możliwość reinwestowania środków.
4.	Ułatwienie dostępu do finansowania w warunkach pogorszenia koniunktury na rynkach finansowych i zaostrzenia polityki kredytowej w bankach.
5.	Ograniczanie ryzyka inwestycji, z uwagi na większe zaangażowanie kapitałowe beneficjentów ostatecznych.
6.	Ograniczanie negatywnych skutków dotacji na konkurencję i mechanizm rynkowy.
7.	Wzmacnianie współpracy administracji, przedsiębiorstw i instytucji finansowych; budowa zdolności instytucjonalnej — partnerstwa i zaufania pomiędzy sektorem publicznym i prywatnym.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie [Wzrost efektywności instrumentów..., 2012].

Obok wskazanych powyżej zalet wykorzystania instrumentów zwrotnych w polityce spójności Unii Europejskiej, należy uwzględnić także potencjalne zagrożenia związane z szerszym wykorzystaniem tych instrumentów. W pierwszej kolejności należy zwrócić uwagę na kwestie związane z niedopasowaniem instrumentów zwrotnych do potrzeb beneficjentów ostatecznych. Zaangażowanie pośredników finansowych w dystrybucję środków zwrotnych jest uzależnione od zainteresowania tymi instrumentami ze strony klientów banków.

Istotnym zagrożeniem po stronie popytowej jest także niewielki poziom znajomości produktów zwrotnych przez przedsiębiorców z sektora MSP. Jest to czynnik, który w początkowym okresie nowej perspek-

tywy finansowej na lata 2014–2020, może ograniczać skalę wykorzystania środków, z uwagi na brak dostatecznej wiedzy o produktach i możliwościach skorzystania z finansowania zwrotnego. Ważne jest zatem, aby instrumenty zwrotne były dostosowane do specyfiki i potrzeb poszczególnych grup beneficjentów ostatecznych, w postaci bardziej zindywidualizowanych ofert.

Potencjalne ryzyka związane z wprowadzeniem instrumentów zwrotnych leżą także po stronie podażowej rynku, czyli po stronie pośredników finansowych. Nie można pomijać faktu, że dostęp do środków pożyczkowych przedsiębiorstw, które w normalnych warunkach nie uzyskiwałyby kredytu bankowego, może przyczyniać się do pogorszenia się portfela kredytowego banków, w wyniku wzrostu udziału kredytów nieregularnych. Istnieje także ryzyko wypierania kredytów bankowych przez pożyczki z funduszy pożyczkowych. Taki proceder może mieć miejsce z uwagi na dużo łatwiejsze i korzystniejsze warunki otrzymania pożyczki w funduszu niż w banku. Warunki te dotyczą nie tyle kwestii cenowych, ile wymogów formalnych [*Wzrost efektywności instrumentów...*, 2012].

Podsumowując, włączenie instrumentów zwrotnych w system dystrybucji środków unijnych wiąże się przede wszystkim ze wzrostem efektywności wykorzystywanych środków, z uwagi na rewolwingowy charakter tych instrumentów, co w warunkach kryzysu fiskalnego w krajach Unii Europejskiej jest niezaprzeczalnym atutem tego typu środków. Ważne jest także ograniczanie zjawiska tzw. luki kapitałowej, poprzez wzrost dostępności mikro, małych i średnich przedsiębiorstw do finansowania, w szczególności tych rozpoczynających działalność i przedsiębiorstw innowacyjnych, nieposiadających odpowiednich zabezpieczeń kredytowych.

Z drugiej strony, należy uwzględnić potencjalne ryzyka, wynikające z wdrożenia instrumentów zwrotnych na szerszą skalę. Należy tu wskazać przede wszystkim brak dostatecznego poziomu popytu na instrumenty wynikający m.in. ze spadku skłonności inwestycyjnej przedsiębiorstw, niewystarczającej znajomości produktów zwrotnych, a także braku zindywidualizowanej oferty, dostosowanej do specyfiki i potrzeb poszczególnych grup klientów.

## 2. Luka finansowa i przyczyny jej występowania

W Europie luka kapitałowa (*equity gap*), czyli rozbieżność między popytem na kapitał a jego podażą, po raz pierwszy została zidentyfikowana i opisana w raporcie MacMillan'a, który ukazał się w latach 30. XX wieku w Wielkiej Brytanii. W raporcie tym wskazano na występowanie luki kapitałowej w zakresie finansowania długoterminowego w przedziale od 5 do 200 tysięcy ówczesnych funtów [Józwiak-Mijał, 2005, s. 49]. Lukę kapitałową można określić jako trwałą nieciągłość po stronie podaży rynku wyrażającą się brakiem możliwości finansowania projektów inwestycyjnych z określonego przedziału wielkości i/lub pochodzących od określonej grupy przedsiębiorców [Tamowicz, 2007, s. 14]. Luka kapitałowa opisuje sytuację, w której ze względu na nieprawidłowości w funkcjonowaniu rynku przedsiębiorstwa zasługujące na finansowanie nie uzyskują go [Gualandri, Venturelli, 2008, s. 5]. Luka wiąże się zatem z problemem braku podaży kapitału, przy istniejącym popycie ze strony przedsiębiorstw, które posiadają ciekawe projekty inwestycyjne. Problem luki kapitałowej dotyczy przede wszystkim przedsiębiorstw znajdujących się we wczesnych fazach rozwoju oraz podmiotów innowacyjnych.

W wąskim ujęciu lukę kapitałową odnosi się tylko do problemów z finansowaniem typu *equity*, czyli pochodzącego z funduszy Venture Capital lub od aniołów biznesu. W szerszym ujęciu luka kapitałowa dotyczy również finansowania dłużnego. W literaturze stosuje się również pojęcie luki finansowej (*financing gap*), które definiowane jest bardzo podobnie i najczęściej stosowane w odniesieniu zarówno do kapitału udziałowego, jak i dłużnego.

W celu uporządkowania tych pojęć proponuje się określenie luki finansowa lub finansowania odnosić do finansowania właścicielskiego i dłużnego, a pojęcie luki kapitałowej definiować wąsko i odnosić tylko do finansowania typu *equity*. Luka kapitałowa, czy finansowa może mieć zróżnicowany charakter. Może dotyczyć określonego przedziału wielkości kapitału lub dotyczyć przedsiębiorstw z określonego sektora (branży). Najogólniej ujmując luka wynika ze strukturalnych słabości rynku kapitałowego i kredytowego oraz występującej na rynkach finansowych asymetrii informacji.

Trudności w znalezieniu kredytu przez przedsiębiorstwa z sektora MSP związane są w dużej mierze z tym, że banki i inne instytucje pożyczkowe uzależniają swoje decyzje od posiadania zabezpieczeń i histo-

rii dotychczasowych dokonań (*track record*) [*SME Access...*, 2012, s. 9]. Związane są zatem z cechami takich przedsiębiorstw. Podmioty gospodarcze we wczesnych fazach rozwoju charakteryzują się bowiem dużą niepewnością co do ich dalszej przyszłości. Wskaźniki przetrwania przedsiębiorstw są dość oczywiste. Z danych Komisji Europejskiej (podobnie GUS) wynika, że 50% przedsiębiorstw nie jest w stanie przetrwać pierwszych pięciu lat [Rosiek, 2009, s. 211].

Typowa charakterystyka przedsiębiorstwa w fazie wczesnego rozwoju to ujemny cash flow, brak zabezpieczeń oraz historii dotychczasowych dokonań. Często jedynym kapitałem w początkowych fazach rozwoju przedsiębiorstw jest kapitał intelektualny.

Nie dziwi więc fakt, że przedsiębiorstwa spotykają się z częstymi odmowami finansowania, zwłaszcza że ich możliwości finansowe są relatywnie niskie w początkowych fazach rozwoju. Trzeba jednak pamiętać również o tym, że w początkowych fazach główną rolę powinny odgrywać środki pochodzące od rodziny i od aniołów biznesu, a dopiero w późniejszych fazach w finansowanie angażują się banki<sup>1</sup>. Fundusze venture capital i aniołowie biznesu mają z reguły długoterminowy horyzont inwestycyjny (nieprzypadkowo kapitał venture określa się mianem kapitału cierpliwego) oraz relatywnie dużą skłonność do podejmowania ryzyka. Inwestują w przyszłość firm, poszukując projektów, które przyniosą w horyzoncie inwestowania bardzo wysokie stopy zwrotu.

Znacznie mniej oczywiste jest zaangażowanie banków w finansowanie luki finansowej. Banki bowiem w odróżnieniu od funduszy venture capital, czy aniołów biznesu kierują się zupełnie inną perspektywą i sposobem myślenia. Dla banków najważniejszy jest dodatni cash flow w okresie kredytowania i zdolność kredytowa kredytobiorcy.

Lukę finansową powodują głównie strukturalne problemy występujące na rynkach finansowych. Na rynku kredytowym mogą one wiązać się z niskim poziomem konkurencji, słabo rozwiniętą ofertą dla sektora MSP, czy niekorzystnymi warunkami regulacyjnymi, dyskryminującymi przedsiębiorstwa z tego sektora.

---

<sup>1</sup> Warto tutaj wskazać na źródła finansowania jednej z największych na świecie księgarni internetowych amazon.com w pierwszych latach działalności. Były to bowiem środki własne założyciela, rodziny, aniołów biznesu. Kredyty i obligacje pojawiły się dopiero po kilku latach od momentu rozpoczęcia działalności przez tą firmę. Szerzej: [Głodek, Pietras, 2011, s. 22].



Problemy z finansowaniem ryzykownych projektów realizowanych przez sektor MSP występują nie tylko w związku z rynkiem kredytowym. Fundusze Venture Capital także niechętnie inwestują w małe, ryzykowne przedsięwzięcia, gdyż ekonomika projektów podpowiada im, że koszt przygotowania małego projektu jest porównywalny z kosztem przygotowania większego projektu. Co więcej, zarządzający funduszami wynagradzani są w zależności od bieżącej wartości portfela inwestycyjnego (tzw. *carried interest*), co należy traktować w kategoriach błędu systemowego.

W kontekście luki finansowej warto także odnieść się do teorii racjonalowania kredytów, którą przedstawili Stiglitz i Weiss w 1981 roku. Stwierdzili oni, że problemy agencji i asymetrii informacji są głównymi powodami wyjaśniającymi dlaczego przedsiębiorstwa z sektora MSP mają trudności w dostępie do kapitału (kredytu) [Mazanai, Fatoki, 2012, s. 59].

Lukę finansową należy ograniczać, ponieważ konsekwencje jej występowania mogą być bardzo dotkliwe dla gospodarki z uwagi na rolę sektora MSP w tworzeniu PKB i zapewnianiu miejsc pracy. Luka finansowa ogranicza możliwości inwestycyjne przedsiębiorstw, co w dłuższym okresie może mieć negatywny wpływ na funkcjonowanie gospodarki.

### **3. Rola środków z programu JEREMIE w ograniczaniu luki finansowej w Polsce i podnoszeniu bezpieczeństwa finansowego przedsiębiorstw z sektora MSP**

Niedoskonałości rynku finansowego stanowią uzasadnienie dla interwencji publicznej w obszarze finansowania sektora MSP. Interwencja publiczna powinna być jednak realizowana z dużą ostrożnością i w sposób selektywny, żeby nie zakłócić funkcjonowania prywatnego rynku kapitałowego, czy kredytowego.

Skuteczność oddziaływania pozadotacyjnych instrumentów w ograniczaniu problemu luki finansowej zależy m.in. od prawidłowej oceny skali tej luki i jej głównych obszarów występowania. Tymczasem pomiar luki kapitałowej stwarza sporo problemów i jest bardzo niedoskonały, co znacznie utrudnia skuteczną interwencję publiczną. Nie wdając się w szczegółowy opis metod badania i identyfikowania luki, warto wskazać dwa podejścia stosowane w badaniach luki kapitałowej. Pierwsze z nich polega na ankietowych badaniach przedsiębiorców. Realizując tego typu badania poszukuje się odpowiedzi, ilu przedsiębiorców starających się o finansowanie spotkało się z odmową finansowa-

nia. Badania popytowe nastroczą jednak sporo trudności. Nie jest łatwo bowiem dotrzeć do przedsiębiorców, którzy zostali odrzuceni przez kapitałodawców, pomimo dużej atrakcyjności ich projektu inwestycyjnego. Drugie podejście sprowadza się do badań podażowych. Stosując tego typu podejście opieramy się na danych dotyczących dostępnego finansowania.

Badania luki kapitałowej w Polsce prowadzi coraz więcej ośrodków naukowych i firm konsultingowych<sup>2</sup>. Jednak wyniki tych badań nie dają jednoznacznych wyników, co znacznie utrudnia podejmowanie działań w ramach JEREMIE.

Z badań IBnGR wynika, że luka kapitałowa dotyka przedsiębiorstw znajdujących się początkowych fazach rozwoju bez historii i zdolności kredytowej [*Mechanizmy inżynierii...*, s. 7]. PSDB w badaniu luki zrealizowanym w 2010 roku wskazuje, że utrudniony dostęp do finansowania dłużnego występuje w zakresie finansowania do 200 tysięcy złotych, a oferta dla podmiotów osiągających przychody nie większe niż 1 milion złotych jest bardzo słaba.

Z badań światowych realizowanych przez OECD wynika, że problem luki finansowej dotyka zwłaszcza przedsiębiorstw zlokalizowanych na obszarach słabych strukturalnie, mających krótką historię (2–3 letnią) oraz innowacyjnych. Charakterystyki przedsiębiorstw przedstawione w badaniu OECD są w dużym stopniu zbieżne z tymi, które dotyczą przedsiębiorstw napotykających na barierę finansową w Polsce.

Inicjatywa JEREMIE (*Joint European Resources for Micro-to-Medium Enterprises*) to przedsięwzięcie Komisji Europejskiej, przygotowane we współpracy z Europejskim Funduszem Inwestycyjnym. Celem tej inicjatywy jest wsparcie przedsiębiorstw z sektora MSP i ograniczenie problemu luki finansowej poprzez zastosowanie pozadotacyjnych narzędzi finansowych.

W Polsce proces wdrażania inicjatywy JEREMIE rozpoczął się w 2009 roku. Mechanizm JEREMIE opiera się na zaangażowaniu czterech grup podmiotów, a mianowicie instytucji zarządzających funduszem JEREMIE, menedżerów tych funduszy, pośredników finansowych oraz ostatecznych beneficjentów, czyli przedsiębiorstw.

Inicjatywa JEREMIE została w Polsce wdrożona w sześciu województwach (dolnośląskim, łódzkim, pomorskim, wielkopolskim, za-

---

<sup>2</sup> W ostatnich latach badania luki zostały zrealizowane przez P. Tamowicza, IBnGR i PAG Uniconsult.

chodniopomorskim i mazowieckim), w ramach regionalnych programów operacyjnych. Środkami JEREMIE zarządza wyłoniony w drodze konkursu Menadżer Funduszy Powierniczych, którym jest Bank Gospodarstwa Krajowego.

Ocenę roli inicjatywy JEREMIE w ograniczaniu luki finansowej oraz zwiększaniu bezpieczeństwa finansowego przedsiębiorstw z sektora MSP sprowadzono w artykule do odpowiedzi na następujące pytania:

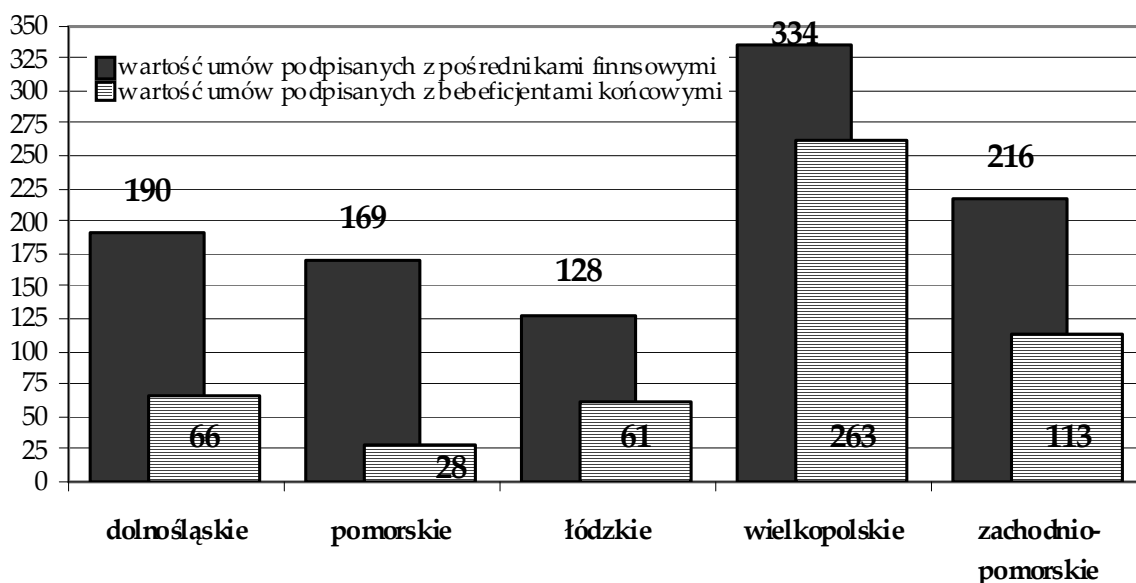
1. Jaka jest skala zaangażowania środków JEREMIE we wsparcie sektora MSP?
2. Czy produkty finansowe oferowane w ramach JEREMIE ograniczają problem luki finansowej i zwiększają bezpieczeństwo finansowe przedsiębiorstw?
3. Jakie bariery utrudniają wdrażanie inicjatywy JEREMIE i jakie działania należałoby podjąć, żeby inicjatywa JEREMIE w większym stopniu niż dotychczas wspierała przedsiębiorstwa z luki finansowej?

Inicjatywa JEREMIE realizowana w Polsce koncentruje się na kapitale dłużnym. Jak dotąd nie zrealizowano żadnych działań typu equity. W większości województw realizujących program JEREMIE wybrano ścieżkę pomocy głównie poprzez sektor bankowy, słusznie uznając, że jest to relatywnie najskuteczniejszy kanał dotarcia do przedsiębiorstw z sektora MSP.

Łączna alokacja środków w ramach inicjatywy JEREMIE na lata 2007–2013 wyniosła 1,7 miliarda złotych. Z danych Ministerstwa Rozwoju Regionalnego i Banku Gospodarstw Krajowego na koniec czerwca 2012 roku wynika, że do beneficjentów ostatecznych trafiło około 31,5% łącznej alokacji w ramach inicjatywy JEREMIE. Oznacza to, że pośrednicy finansowi skierowali do przedsiębiorstw z sektora MSP około 536 milionów złotych w formie zwrotnych instrumentów (zob. rysunek 2). Warto zaznaczyć, że wartość podpisanych umów pośredników finansowych z Menadżerem Funduszy jest dwukrotnie wyższa i wynosi 1,04 miliarda złotych.

Raport ewaluacyjny wskazuje, że środki pochodzące z JEREMIE nie zawsze były dobrze skierowane. Jako przykład autorzy raportu wskazują na finansowanie w formie pożyczek, z których niekiedy korzystali przedsiębiorcy będący w stanie pozyskać bez problemów finansowanie bankowe.

**Rysunek 2. Wartość umów podpisanych w ramach JEREMIE z pośrednikami finansowymi i beneficjentami końcowymi w mln zł według województw (stan na koniec czerwca 2012 roku)**



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych MRR, BGK oraz Kujawsko-Pomorskiego Funduszu Pożyczkowego.

Z drugiej jednak strony badania ewaluacyjne wskazują, że instrumenty zwrotne oferowane w ramach JEREMIE mogą być skutecznym narzędziem w ograniczaniu skali luki finansowej w sektorze MSP. Zmniejszenie zjawiska luki finansowej z wykorzystaniem środków JEREMIE jest szczególnie widoczne w następujących grupach przedsiębiorstw [*Ocena realizacji instrumentów...*, 2013]:

- mikroprzedsiębiorców, prowadzących firmę na ogół w ramach indywidualnej działalności gospodarczej,
- działających w sektorze usługowym lub handlu,
- zadłużających się do kwoty 50 tysięcy złotych,
- finansujących z pożyczki kapitały obrotowe lub realizujących niewielkie inwestycje modernizacyjne,
- firm działających już od jakiegoś czasu.

Wsparcie finansowe przedsiębiorstw w ramach inicjatywy JEREMIE jest również ważne z punktu widzenia bezpieczeństwa finansowego przedsiębiorstw. Dzięki uzyskanym pożyczkom, czy kredytom przedsiębiorstwa z sektora MSP mogą realizować rentowne projekty inwestycyjne i w rezultacie powiększać swój majątek oraz umacniać pozycję rynkową. Spłacając kredyty otrzymane w ramach inicjatywy JEREMIE przedsiębiorstwa poprawiają także swój wizerunek, co w przy-

szłości może zaowocować łatwiejszym dostępem do finansowania komercyjnego. Dzięki spłaconym kredytom uzyskanym z JEREMIE budują swoją historię kredytową i stają się wiarygodnymi klientami dla banków.

Doświadczenia z wdrażania inicjatywy JEREMIE wskazują na konieczność usprawnienia procesu. Uwzględniając, że w systemie dystrybucji środków JEREMIE uczestniczą cztery strony (instytucja zarządzająca, menedżer funduszu, pośrednicy finansowi i beneficjenci ostateczni) warto wskazać, gdzie i jakiego typu bariery mają miejsce. Badania zrealizowane przez IBnGR wskazują, że główne utrudnienia we wdrażaniu środków JEREMIE w Polsce miały miejsce na linii menedżer funduszu – pośrednik finansowy.

**Rysunek 3. Bariery wdrażania inicjatywy JEREMIE**

Instytucja zarządzająca	Menedżer funduszu	Pośrednicy finansowi	Beneficjenci ostateczni
Bariery na linii instytucja zarządzająca (IZ) – menedżer funduszu (MF) – 3,7 pkt.*			
	Bariery na linii funduszu (MF) – pośrednik finansowy (PF) – 5,3 pkt.*		
		Bariery na linii pośrednik finansowy (PF) – beneficjent ostateczny (BO) – 4,5 pkt.*	

\*Eksperti mieli do dyspozycji 10 pkt., które mogli rozdzielić między poszczególne bariery, przy czym im większe znaczenie danej bariery, tym więcej punktów jej przyznawano.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie [Wzrost efektywności instrumentów ..., 2012].

Istotnym utrudnieniem w dystrybucji środków JEREMIE jest konieczność prowadzenia rozbudowanej sprawozdawczości, w systemie miesięcznym, kwartalnym i rocznym. Pośrednicy finansowi, jako barierę wdrażania instrumentów zwrotnych z JEREMIE, uznają także różne metryki produktów dla poszczególnych konkursów w różnych regionach. Co więcej, w niektórych przypadkach wielkość alokacji na dane działanie jest na tyle niska, że powoduje ograniczone zainteresowanie pośredników, których ryzyko, koszty wdrożenia i realizacji takiego zaangażowania byłyby zbyt wysokie (zbyt niska masa krytyczna) w stosunku do poniesionych kosztów [Rola banków w procesach absorpcji..., 2012].

Barier wdrażania inicjatywy JEREMIE w Polsce należy także upatrywać po stronie popytowej, a zwłaszcza w ryzyku niskiego popytu

przedsiębiorstw na instrumenty zwrotne. W przypadku, gdy instrumenty inżynierii finansowej są nieatrakcyjne dla beneficjentów, skala aktywności pośredników może nie gwarantować wykorzystania całości pomocy unijnej. Pośrednicy finansowi są bowiem rozliczani ze skali wydatkowanych środków w porównaniu ze zgłoszonym zapotrzebowaniem. Zagrożenie związane z niskim poziomem zainteresowania beneficjentów ostatecznych produktami zwrotnymi, może wynikać ponadto z ogólnego spadku skłonności przedsiębiorstw do inwestycji, który jest oczywiście skorelowany z sytuacją i klimatem gospodarczym.

## **Zakończenie**

Pierwsze doświadczenia z wdrażania inicjatywy JEREMIE w Polsce wskazują na jej duży potencjał w ograniczaniu problemu luki finansowej. Z instrumentów zwrotnych skorzystali dotychczas w dużym stopniu mikroprzedsiębiorcy z sektora handlu i usług, prowadzący firmę zazwyczaj w ramach indywidualnej działalności gospodarczej, finansujący z pożyczki kapitały obrotowe lub realizujący niewielkie inwestycje modernizacyjne.

Dystrybucja środków w ramach inicjatywy JEREMIE wymaga jednak pilnego usprawnienia. Problemy pojawiają się zwłaszcza na linii menedżer funduszu – pośrednik finansowy i dotyczą w pierwszej kolejności rozbudowanych obowiązków sprawozdawczych i niskiej wielkości alokacji na niektóre działania, co może powodować ograniczone zainteresowanie pośredników. Konieczne jest zatem uatrakcyjnienie produktów oferowanych w ramach JEREMIE, tak aby były bardziej atrakcyjne dla banków, które dysponują najlepiej rozwiniętą siecią docierania do ostatecznych beneficjentów. Należy także zadbać o kwestie formalne i prawne związane z uruchamianiem środków JEREMIE. Doświadczenia wskazują, że występujące niejasności prawne wydłużyły procesy decyzyjne w ramach JEREMIE w obecnej perspektywie.

Ograniczanie rozmiarów luki finansowej w Polsce z wykorzystaniem instrumentów zwrotnych powinno uwzględniać doświadczenia i zidentyfikowane ograniczenia, jakie miały miejsce przy wdrażaniu powyższych instrumentów. W przeciwnym wypadku, potencjał instrumentów zwrotnych w zwiększaniu dostępności kapitału dla przedsiębiorstw małych i średnich pozostanie niewykorzystany, a przekazane środki finansowe niewykorzystane. Warto, w oparciu o wyniki raportów ewaluacyjnych, tak zaprojektować przyszłe instrumenty zwrotne,

aby gwarantowały one z jednej strony wysokie zaangażowanie pośredników finansowych, a z drugiej wysokie zainteresowanie ze strony przedsiębiorców – ostatecznych beneficjentów.

## Literatura

1. Ćwikła A. (2012), *Wdrażanie instrumentów inżynierii finansowej w sektorze MŚP na przykładzie Inicjatywy JEREMIE*, Zeszyty Naukowe ZPSB, „Firma i Rynek” nr 1.
2. Głodek P., Pietras P. (2011), *Źródła finansowania dla komercjalizacji wiedzy i technologii*, PARP, Łódź.
3. Gualandri E., Venturelli V. (2008), *Assesing and Measuring The Equity Gap and The Equity Requirements for Innovative SMEs*, CEFIN Working Papers No. 7.
4. Józwiak-Mijał M. (2005), *Luka Macmillana a znaczenie średnich przedsiębiorstw dla gospodarki*, w: „Studia i Materiały. Wydział Zarządzania Uniwersytetu Warszawskiego” nr 1.
5. Kalvet T., Vanags., Maniokas K. (2012), *Financial Engineering Instruments: The Way Forward for Cohesion Policy Support? Recent Experience from The Baltic States*, „Baltic Journal of Economics” No. 12 (1).
6. Mazanai M., Fatoki O. (2012), *Access to Finance in The SME Sector: A South African Perspective*, „Asian Journal of Business Management” No. 4 (1).
7. *Mechanizmy inżynierii finansowej w podnoszeniu efektywności absorpcji środków UE i ich znaczenie w polityce spójności po 2013 roku (2010)*, Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową, Gdańsk.
8. Nicolaides P. (2013), *Financial Engineering Instruments and their Assessment Under EU State Aid Rules*, College of Europe, Department of European Economic Studies, „Bruges European Economic Policy Briefings” No. 26.
9. *Ocena realizacji instrumentów inżynierii finansowej w ramach NSRO 2007–2013 (2013)*, PAG Uniconsult, Taylor Economics, VIII 2012–III 2013.
10. *Rola banków w procesach absorpcji środków unijnych w Polsce – ocena, perspektywy i rekomendacje na lata 2014–2020 (2012)*, Penczar M., Lewicki A. (red.), Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową, Związek Banków Polskich, Gdańsk-Warszawa.
11. Rosiek J., Zyguła A. (2009), *Upadłości przedsiębiorstw w Polsce – tendencje i perspektywy*, „Zeszyty Naukowe Małopolskiej Szkoły Ekonomicznej w Tarnowie” nr 2 (13), t. 2.

12. Rozporządzenie Rady (WE) Nr 1083/2006 z dnia 11 lipca 2006 r. ustanawiające przepisy ogólne dotyczące Europejskiego Funduszu Rozwoju Regionalnego, Europejskiego Funduszu Społecznego oraz Funduszu Spójności i uchylające rozporządzenie (WE) Nr 1260/1999, Dz.Urz. UE L Nr 210, poz. 25.
13. *SME Access to External Finance* (2012), „BIS Economics Paper” No. 16, BIS Department for Business Innovation&Skills.
14. Szczepański M. (2011), *Pozadotacyjne instrumenty finansowe w polityce spójności UE po 2013 roku – wymiar wspólnotowy i krajowy*, www.fundusze.europejskie.gov.pl, Warszawa.
15. Tamowicz P. (2007), *Zapotrzebowanie mikro, małych i średnich przedsiębiorstw (MŚP) na finansowanie kapitałem private equity/venture capital (PE/VC)*, Ministerstwo Gospodarki, Gdańsk.
16. *Wzrost efektywności instrumentów polityki spójności poprzez optymalizację narzędzi finansowania działań rozwojowych – wsparcie procesu programowania polityki spójności na lata 2014–2020* (2012), Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową, Gdańsk.

### Streszczenie

W artykule podjęto problem oceny znaczenia inicjatywy JEREMIE i pozadotacyjnych instrumentów finansowych w ograniczaniu luki finansowej dotyczącej przedsiębiorstwa z sektora MSP. Luka finansowa oznacza sytuację, w której przedsiębiorcy dysponujący rentownym projektem inwestycyjnym nie mogą go sfinansować. Problem luki finansowej dotyczy zwłaszcza małe firmy, które nie posiadają długiej historii działania. Doświadczenia wynikające z wdrażania inicjatywy JEREMIE w Polsce z jednej strony są pozytywne, ponieważ środki te przyczyniają się do ograniczania luki finansowej, z drugiej jednak strony konieczne jest usprawnienie, zwłaszcza na linii menedżer funduszu – pośrednik finansowy.

### Słowa kluczowe

luka finansowa, instrumenty zwrotne, inżynieria

### The Importance of Returnable Instruments in Reducing The Equity Gap and Improving The Financial Security of The SMEs Sector (Summary)

The article discusses the problem of assessing the significance of the JEREMIE and non-grant financial instruments in reducing the financing gap faced by the company in the SME sector. The financing gap is a situation in which the entrepreneur featuring profitable investment project can not pay for



it. The problem of the financing gap affects especially small businesses that do not have a long history of operation. Experiences with the implementation of the JEREMIE initiative in Poland on the one hand are positive, since they help to reduce the financial gap, on the other hand, it is necessary to improve, especially on the line manager of the fund – financial intermediary.

**Keywords**

equity gap, financial product, engineering

