

Aktualizacja dokumentu „Analiza ex ante możliwości realizacji projektów w obszarze innowacyjności przy wykorzystaniu instrumentów finansowych w perspektywie finansowej UE 2021-2027”

Warszawa, 8 grudnia 2022 r.



Rzeczpospolita
Polska



MINISTERSTWO
FUNDUSZY I POLITYKI
REGIONALNEJ

Unia Europejska
Europejski Fundusz
Rozwoju Regionalnego



Autorzy:

J. Szczucki (kierownik badania)

M. Gajewski, R. Kubajek, M. Przybyłowski, P. Tamowicz, T. Tomaszewski, A. Zamojska

Policy & Action Group Uniconsult sp. z o.o.

ul. Ku Wiśle 7, 00-707 Warszawa,

tel. 691 022 024

biuro@pag-uniconsult.pl

www.pag-uniconsult.pl



Taylor Economics sp. z o.o.

ul. Aleja Zwycięstwa 96/98, 81-451 Gdynia

tel. 501 225 086

office@tayloreconomics.com

www.tayloreconomics.com



SPIS TREŚCI

Streszczenie	3
1	Wprowadzenie 8
2	Ustalenia analizy <i>ex ante</i> w zakresie instrumentu gwarancyjnego 10
2.1	Kontekst realizacyjny instrumentu gwarancyjnego FG POIR.....10
2.2	Główne czynniki kształtujące otoczenie gospodarcze nowego instrumentu gwarancyjnego12
2.3	Planowany instrument gwarancyjny w ramach FENG18
2.4	Ocena planowanego instrumentu na podstawie przeprowadzonych wywiadów oraz analizy desk research20
3	Ustalenia analizy <i>ex ante</i> w zakresie instrumentów kapitałowych26
3.1	Kapitałowe instrumenty zwrotne w ramach POIR 2014-2020.....26
3.1.1	Założenia dotyczące logiki interwencji na rynku <i>venture capital</i> 26
3.1.2	Wdrażanie zwrotnych instrumentów kapitałowych..... 28
3.1.3	Postęp realizacji inwestycji w ramach kapitałowych instrumentów zwrotnych..... 30
3.1.4	Kluczowe problemy w okresie POIR 2014-2020..... 32
3.2	Sytuacja w otoczeniu makroekonomicznym (pod kątem inwestycji kapitałowych)33
4	Wnioski i rekomendacje analizy <i>ex ante</i>37
4.1	Instrument gwarancyjny (FG FENG)37
4.2	Instrumenty kapitałowe (CVC i KOFFI)39
5	Aktualizacja analizy <i>ex ante</i> możliwości realizacji projektów w obszarze innowacyjności przy wykorzystaniu instrumentów finansowych w perspektywie finansowej UE 2021-2027 w związku z koniecznością zwiększenia atrakcyjności instrumentu gwarancyjnego CP2 45
5.1	Uzasadnienie aktualizacji Analizy <i>ex-ante</i>45
5.2	Proponowaną kwota wkładu z Programu do instrumentu finansowego i szacowany efekt dźwigni, wraz z krótkim uzasadnieniem.....47
5.3	Proponowane produkty finansowe, w tym ewentualna potrzeba zróżnicowanego traktowania inwestorów47
5.4	Proponowana grupa docelowa ostatecznych odbiorców50
5.5	Oczekiwany wkład instrumentu finansowego w osiągnięcie celów szczegółowych.50
6	Załączniki 50

6.1	Postęp realizacji inwestycji w ramach poszczególnych instrumentów kapitałowych POIR.....	50
6.2	Spis wykresów i tabel.....	54

Streszczenie

Opracowanie przedstawia wyniki aktualizacji analizy *ex ante* instrumentów finansowych, opracowanej na potrzeby programu FENG 2021-2027. Aktualizacja objęła trzy instrumenty finansowe: (i) instrument gwarancyjny (stanowiący kontynuację FG POIR) oraz (ii) dwa instrumenty kapitałowe, tj. Corporate Venture Capital (CVC) i Konkurencyjny Ogólnopolski Fundusz Funduszy Innowacyjnych (KOFFI).

Celem aktualizacji było (w odniesieniu do instrumentu gwarancyjnego) przeprowadzenie oceny zasadności i możliwości uzupełnienia instrumentu gwarancyjnego o dopłaty do kapitału kredytów inwestycyjnych oraz (w odniesieniu do instrumentów kapitałowych) ocena zasadności i możliwości wdrażania obu instrumentów kapitałowych w modelu z pomocą publiczną, uwzględniającym zróżnicowane traktowanie inwestorów (z asymetrią zysku i/lub straty).

Aktualizacja analizy *ex ante* instrumentów finansowych przeprowadzona została w związku ze znacznymi zmianami otoczenia gospodarczego i prawnego, które wystąpiły od momentu opublikowania analizy pierwotnej (wrzesień 2020 r.).

Analizę oparto na różnego rodzaju danych, zarówno o charakterze zastanym, jak i empirycznym. Wśród technik badawczych wykorzystano: (i) analizę dokumentów zastanych, (ii) spotkania konsultacyjne na szczeblu zarządczym – z interesariuszami instrumentów finansowych w ramach nowego okresu programowania interwencji publicznej w Polsce (2021-2027), indywidualne wywiady pogłębione z przedstawicielami sektora bankowego i środowiska inwestycji kapitałowych w Polsce (m.in. z podmiotami pełniącymi rolę pośredników finansowych, dystrybuujących produkty finansowe wspierane ze środków publicznych) oraz (iv) podsumowujące dwa panele eksperckie, podczas których zaprezentowano i przedyskutowano wnioski płynące z niniejszej aktualizacji oceny *ex ante*.

Wnioski i rekomendacje dotyczące instrumenty gwarancyjnego (kontynuacja FG POIR)

Głównym wnioskiem aktualizacji analizy *ex ante* instrumentów finansowych na potrzeby programu FENG, w części dotyczącej instrumentu gwarancyjnego, jest potwierdzenie zasadności kontynuacji tego instrumentu zarówno w obszarze interwencji CP1, jak i CP2. Instrument umożliwi reakcję na zasadnicze, współczesne wyzwania, dotyczące gospodarki polskiej.

Jako inne kluczowe wnioski i rekomendacje proponujemy uwzględnienie następujących zagadnień:

- 1) Rozważenie wprowadzenia dopłat także dla firm z segmentu *small mid-caps* oraz *mid-caps* w ramach gwarancji w sferze CP1 w wysokości do 10% kredytu objętego gwarancją, dla projektów polegających na wdrażaniu modeli biznesowych opartych na automatyzacji, robotyzacji lub cyfryzacji przedsiębiorstw. Zależnie od decyzji, rozwiązane to może być wprowadzone na późniejszym etapie wdrażania instrumentu

– jako efekt obserwacji / monitoringu kształtowania się portfela gwarancyjnego dla MŚP w początkowej/środkowej fazie wdrażania instrumentu (np. po 1-2 latach funkcjonowania, a także po ew. alokacji nowych środków).

- 2) Wdrożenie modelu dopłat dla inwestujących MŚP w ramach dwóch progów: 10% w przypadku inwestycji związanych z wdrażaniem innowacji na poziomie firmy (lub też – idealnie – wszelkich projektów inwestycyjnych) w ramach tzw. pierwszej ścieżki oceny (zmniejszenie poziomu dopłaty z 15%) oraz pozostawienie poziomu dopłat w wysokości 20% (drugi próg – bez zmian) w przypadku inwestycji w zakresie transformacji cyfrowej, robotyzacji i automatyzacji (tzw. druga ścieżka oceny). W przyszłości, zależnie od kształtowania się portfela poręczeniowego, rozważenie możliwości ograniczenia dopłat wyłącznie dla kredytów obejmujących inwestycje w cyfryzację, robotyzację i automatyzację (poziom dopłaty = 20%), w celu skoncentrowania wsparcia na bardziej innowacyjnych przedsięwzięciach gospodarczych.
- 3) W przypadku gwarancji w ramach CP2, dopuszczenie, być może na kolejnych etapach wdrażania instrumentu, udzielania gwarancji i przede wszystkim dopłat do kapitału także w innym trybie, niż tylko regionalna pomoc inwestycyjna lub pomoc *de minimis*, a więc w ramach tytułów pomocy publicznej, dotyczących wspierania inwestycji w zakresie efektywności energetycznej, wysokosprawnej kogeneracji oraz pozyskiwania energii ze źródeł odnawialnych (art. 38-43 Rozporządzenia o wyłączeniach grupowych / GBER).
- 4) Wzmocnienie działań informacyjnych i szkoleniowych dla banków kredytujących i ich klientów. W szczególności, w części „informacyjnej” opracowanie jasnych i jednoznacznych definicji pojęć i kryteriów (np. dotyczących kwalifikowalności z uwagi na typ projektu), interpretacji kluczowych wymogów i kwestii związanych z udostępnianiem dopłat, zapewnieniem dostępu do wysokiej jakości mechanizmu FAQ oraz rzeczowych i przystępnych językowo materiałów informacyjnych dla klientów.
- 5) Krytyczny przegląd planowanych procedur i dokumentacji, dotyczących całego procesu stosowania instrumentu gwarancyjnego, pod kątem dokonania (maksymalizacji) uproszczeń, a także zapewnienia wysokiej standaryzacji (dokumentów i procedur).
- 6) Wzmocnienie potencjału kadrowego i organizacyjnego BGK w odpowiednich komórkach, w przyszłości odpowiedzialnych za zarządzanie instrumentem gwarancyjnym (przede wszystkim z uwagi na większe skomplikowanie nowego instrumentu wobec funkcjonującego dotychczas FG POIR / Gwarancja BiznesMax).

Wnioski i rekomendacje dotyczące instrumentów kapitałowych (CVC i KOFFI)

W oderwaniu od pozostałych zwrotnych instrumentów zaproponowanych w ramach FENG, zastąpienie wariantu *pari passu* w instrumentach KOFFI i CVC mechanizmem pomocy publicznej na poziomie kapitalizacji tworzonych funduszy i asymetrii w podziale nadwyżki z wyjść z inwestycji należałoby uznać za rozwiązanie poprawne co do zasady. W przypadku instrumentu CVC nasuwa się jednak szereg problemów jakie mogą się pojawić przy zniesieniu zasady *pari passu*.

- Po pierwsze, należy zauważyć, że zaproponowana w instrumencie CVC asymetria pod względem kapitalizacji funduszy (60:40), podziału nadwyżki (1.35x, 1.5x), a dodatkowo także zaplanowanie wariantu koinwestycyjnego dla tego typu funduszy spowoduje znaczne upodobnienie tego instrumentu do Otwartych Innowacji (funkcjonującego praktycznie według takich samych reguł: 60:40, 1.35x, 1.5x). Istnieje więc ryzyko powstania konkurencji pomiędzy oboma instrumentami jako uboczny (niekorzystny) efekt wprowadzonej asymetrii.
- Po drugie zarówno od strony teoretycznej jak i praktycznej celem funduszy korporacyjnych jest przede wszystkim rozpoznawanie trendów technologicznych („*window on technology*”) i pozyskiwanie strategicznych innowacji. W takiej sytuacji korzyść finansowa dla przedsiębiorców posiadających i decydujących się na alokacje nadwyżek finansowych w tego typu funduszach może mieć niską wartość krańcową.

Biorąc pod uwagę szerszą perspektywę należy zwrócić uwagę na zaangażowanie większości krajowych zespołów zarządzających funduszami *venture capital* w realizowane instrumenty kapitałowe POIR. Aby w elementarny sposób zaadresować ryzyko słabości rynku menedżerów konieczne jest umożliwienie tworzenia funduszy „na zakładkę”: dwa fundusze zarządzane przez jeden zespół, w tym fundusz starszy, który nie jest w pełni zainwestowany. Ponadto elementem, który może osłabiać użyteczność zaprojektowanych bodźców (asymetrii) może być także problem z adekwatnym poziomem wynagradzania zespołów zarządzających. Poziom *management fee* przewidziany w FENG został obniżony do 15%. Może to się nałożyć na spadek rozmiarów funduszy (trudność w pozyskaniu kapitału prywatnego), przez co nominalne wartości wynagrodzenia okażą się jeszcze niższe. Rozwiązaniem może być wzrost maksymalnej kapitalizacji funduszy, tworzenie funduszy koinwestycyjnych, zarządzanie więcej niż jednym funduszem (na co wskazujemy wcześniej) lub podwyższenie procentowych stóp wynagrodzenia. Należy także zauważyć, że całkowity brak w portfelu PFR instrumentu „neutralnego” czyli *pari passu* także może mieć pewne ujemne konsekwencje dla rynku VC. Najprawdopodobniej sytuacja ta zniechęci niektóre zagraniczne fundusze do pozyskiwania kapitału z PFR Ventures i inwestowaniu go na terenie Polski z uwagi na problemy związane z pomocą publiczną (kumulacją lub też ogólną niechęcią do angażowania się w takie instrumenty – tj. z pomocą publiczną). Z kolei fundusze

krajowe, których inwestycje realizowane są bez pomocy publicznej (co jest ich elementem strategii inwestycyjnej) będą również zmuszone do poszukiwania kapitału w innych krajach lub na poziomie europejskim (EIF). Rozwiązaniem powyższego problemu jest odpowiednie zaznaczenie w dokumentach konkursowych PFR Ventures możliwości zrezygnowania ze wskazanej asymetrii. Należy jednak pamiętać, że w takiej sytuacji (tj. bez asymetrii zysku i przewagi kapitału publicznego) fundusz nadal będzie dysponował środkami strukturalnymi i wszystkimi obowiązkami i ograniczeniami z tym związanymi.

W efekcie prac analitycznych i dyskusji z przedstawicielami rynku zaproponowano następujące rekomendacje:

- 1) Wdrożenie instrumentu KOFFI uwzględniającego pomoc publiczną przy zachowaniu asymetrii zysku na poziomie 1.5x oraz wyłącznie w modelu *commitmentowym*. Z uwagi na ryzyko konkurencji z instrumentami CVC i Otwartych Innowacji rekomendujemy obniżenie udziału pomocy publicznej maksymalnie do 60%, tak aby zachować proporcje określone w pozostałych programach. Zgodnie z przedstawioną strategią inwestycyjną instrument KOFFI powinien zakładać możliwość inwestycji *multi-stage* przy maksymalnej wartości inwestycji w pojedynczą spółkę zgodnie z przyjętymi zasadami maksymalnej koncentracji funduszu.
- 2) Z uwagi na prognozowane problemy z dostępnością kapitału prywatnego oraz zidentyfikowanym przez PFR Ventures zainteresowaniem prywatnych korporacji instrumentem CVC, rekomendujemy utrzymanie instrumentu CVC z udziałem kapitału publicznego na maksymalnym poziomie 60% oraz asymetrii zysku 1.5x w ramach modelu *commitmentowego*.
- 3) W przypadku utrzymania modelu CVC bez pomocy publicznej (*pari passu*) należy rozważyć możliwość tworzenia funduszy, gdzie zespół zarządzający wywodziłby się wprost z korporacji, natomiast fundusz funkcjonowałby w ramach wydzielonej struktury składającej się ze spółki zarządzającej (będącej spółką zależną danej korporacji) przy kontraktowym zabezpieczeniu realizowanej strategii inwestycyjnej (finansowana ze środków korporacji i PFR Ventures), tak aby faktycznie dotyczyła inwestycji typu *venture capital*.
- 4) Model koinwestycyjny w ramach instrumentu CVC powinien zostać zaniechany, gdyż istnieje możliwość realizacji analogicznych inwestycji w ramach instrumentu Otwartych Innowacji.

Dla podwyższenia średniej wartości inwestycji w spółki, zwłaszcza na wcześniejszych etapach rozwoju oraz utrzymanie udziału funduszu w kolejnych rundach, niezbędne jest zapewnienie możliwości realizacji inwestycji kontynuacyjnych (*follow-on*). Z uwagi na ograniczenia dotyczące wykorzystania środków strukturalnych w ramach perspektywy 2021-2027, rekomendujemy wykorzystanie na ten cel środków pochodzących ze zwrotów z instrumentów finansowych POIR.

Umożliwienie tym zespołom zarządzającym, które jeszcze nie w pełni zakończyły procesy inwestycyjne udziału w naborach na utworzenie tworzenia kolejnego (drugiego) funduszu (jeszcze przed pełnym zamknięciem pierwszego) przy uwzględnieniu możliwości osobowych w zakresie realizacji bieżących zadań oraz pozyskiwania kapitału od inwestorów prywatnych.

1 Wprowadzenie

Prezentowane opracowanie przedstawia wyniki badania przeprowadzonego w ramach uzupełniającej (aktualizującej) analizy *ex ante*, dotyczącej trzech planowanych w przyszłości instrumentów finansowych, które wchodzi w skład architektury wsparcia określonej w nowym programie ogólnokrajowym pn. Fundusze Europejskie dla Nowoczesnej Gospodarki (FENG)¹.

Stanowiące przedmiot analizy *ex ante* instrumenty finansowe to²:

- 1) (instrument gwarancyjny) Fundusz gwarancyjny wsparcia innowacyjnych przedsiębiorstw (FG POIR).
- 2) (instrument kapitałowy) Corporate Venture Capital (CVC).
- 3) (instrument kapitałowy) Konkurencyjny Ogólnopolski Fundusz Funduszy Innowacyjnych (KOFFI).

Proponowaną postać ww. instrumentów finansowych określono w ramach pierwotnej analizy *ex ante*³, jednak, z uwagi na fakt, iż od czasu opublikowania tej analizy (wrzesień 2020 r.) stwierdzono pojawienie się szeregu istotnych przesłanek w sposób znaczący zmieniających kontekst funkcjonowania analizowanych instrumentów finansowych, wystąpiła konieczność aktualizacji analizy pierwotnej. Przesłanki te, formujące oczywiste pole do aktualizacji pierwotnej analizy *ex ante*, stanowią przede wszystkim:

- zmiana sytuacji gospodarczej,
- zarejestrowane wyniki skuteczności angażowania środków wsparcia:
 - w wejścia kapitałowe na poziomie celów inwestycyjnych, przeznaczonych na ww. instrumenty kapitałowe, a także
 - angażowania alokacji przeznaczonej na instrument gwarancyjny (FG POIR), z uwzględnieniem ukierunkowania na poszczególne rodzaje zabezpieczanych kredytów (kredyty inwestycyjne i obrotowe),
- pojawienie się nowych rozwiązań regulacyjnych, umożliwiających kształtowanie instrumentów finansowych z udziałem wsparcia dotacyjnego⁴.

¹ Program Fundusze Europejskie dla Nowoczesnej Gospodarki 2022-2027, zatwierdzony przez Komisję Europejską (27.09.2022 r.), [FENG 2021-2027](#) (pobranie 18.11.2022).

² Instrumenty te wskazał w Opisie Przedmiotu Zamówienia (OPZ) Zamawiający niniejsze opracowanie (MFiPR).

³ „Analiza *ex ante* możliwości realizacji projektów w obszarze innowacyjności przy wykorzystaniu instrumentów finansowych – perspektywie finansowej UE 2021-2027”. Taylor Economics i PAG Uniconsult na zamówienie MFiPR, Warszawa 2020: (1) instrument gwarancyjny FG POIR – str. 129-132, instrumenty kapitałowe CVC i KOFFI – str. 72-77. Zob. [Analiza ex ante instrumentów finansowych FENG, wrzesień 2020 \(analiza pierwotna\)](#) (pobranie 18.11.2022).

⁴ Podsumowując: instrumenty finansowe mogą być łączone ze wsparciem programu w formie dotacji w ramach pojedynczej operacji instrumentu finansowego, w ramach jednej umowy o finansowaniu, w przypadku, gdy obie różne od siebie formy wsparcia są oferowane przez podmiot wdrażający instrument finansowy wraz z zachowaniem innych warunków – zgodnie z regulacjami Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady

W związku z powyższym, przedmiotową aktualizację analizy *ex ante* przeprowadzono pod kątem realizacji dwóch następujących celów szczegółowych:

- 1) Oceny zasadności i możliwości uzupełnienia instrumentu gwarancyjnego o dopłaty do kapitału kredytów inwestycyjnych.
- 2) Oceny zasadności i możliwości wdrażania instrumentów kapitałowych KOFFI i CVC w modelu z pomocą publiczną, uwzględniającym zróżnicowane traktowanie inwestorów (z asymetrią zysku i/lub straty).

Aktualizacja analizy *ex ante* instrumentów finansowych realizowana była w okresie październik-listopad 2022 r. Analizę oparto na różnego rodzaju danych, zarówno o charakterze zastanym, jak i empirycznym.

Zgodnie z przyjętą koncepcją realizacji analizy, w sferze zastosowanych technik badawczych znalazły się:

- Analiza dokumentów (*desk research*), którą objęto rozmaite źródła, zarówno o charakterze strategicznym (dokumenty programowe), jak i operacyjnym (ewaluacje, ekspertyzy, inne dokumenty dotyczące kształtowania instrumentów finansowych, jako narzędzi dystrybucji środków finansowych, stanowiących wsparcie w ramach realizacji celów unijnej / polskiej polityki spójności,
- Spotkania konsultacyjne z interesariuszami szczebla zarządczego (spotkania zespołu eksperckiego w przedstawicielami: Instytucji Zarządzającej FENG, Banku Gospodarstwa Krajowego (BGK), PFR Ventures oraz, Polskiego Stowarzyszenia Inwestorów Kapitałowych).
- Indywidualne wywiady pogłębione – respondentami wywiadów byli przedstawiciele banków korzystających z gwarancji FG POIR, przeprowadzono wywiady z przedstawicielami 4 banków⁵, przedstawicielem Związku Banków Polskich, Instytucji Zarządzającej FENG, BGK oraz przedstawicielami pośredników finansowych (funduszy VC).
- Panel ekspercki, stanowiący platformę do przedyskutowania wniosków i rekomendacji płynących z niniejszej aktualizacji analizy *ex ante* instrumentów finansowych na potrzeby FENG.

(UE) 2021/1060 z dnia 24 czerwca 2021 r., ustanawiającego wspólne przepisy dotyczące Europejskiego Funduszu Rozwoju Regionalnego, Europejskiego Funduszu Społecznego Plus, Funduszu Spójności, Funduszu na rzecz Sprawiedliwej Transformacji i Europejskiego Funduszu Morskiego, Rybackiego i Akwakultury, a także przepisy finansowe na potrzeby tych funduszy oraz na potrzeby Funduszu Azylu, Migracji i Integracji, Funduszu Bezpieczeństwa Wewnętrznego i Instrumentu Wsparcia Finansowego na rzecz Zarządzania Granicami i Polityki Wizowej, Dz. Urz. UE L231/156, 30.06.2020, [Rozporządzenie ogólne \(UE\) 2021/1060 z dnia 24 czerwca 2021 r.](#)

⁵ Były to banki aktywnie współpracujące z BGK w ramach FG POIR tj. mBank, ING Bank Śląski, Santander Bank Polska oraz Bank PEKAO SA.

2 Ustalenia analizy *ex ante* w zakresie instrumentu gwarancyjnego

2.1 Kontekst realizacyjny instrumentu gwarancyjnego FG POIR

Planowany instrument gwarancyjny w ramach programu Fundusze Europejskie dla Nowoczesnej Gospodarki (FENG) bazuje na doświadczeniach z wdrażania zbliżonego instrumentu, jakim był Fundusz Gwarancyjny stworzony w ramach Programu Operacyjnego Inteligentny Rozwój (FG POIR)

Instrument gwarancyjny – FG POIR – pomyślany został jako narzędzie podnoszące dostępność kredytu na cele gospodarcze dla sektora mikro, małych i średnich przedsiębiorstw (MŚP), poprzez oferowanie gwarancji. Jednocześnie instrument ten opatrzone elementem zachęty w postaci dopłat do oprocentowania zaciąganego kredytu. Z kolei, po stronie sektora bankowego, oferta FG POIR prowadziła do ograniczenia ryzyka inwestycyjnego (ryzyka angażowania środków sektora bankowego w finansowanie kredytów dla MŚP). Jednocześnie poprzez system kryteriów dostępowych starano się ukierunkować zaciągane (i gwarantowane) finansowanie dłużne na przedsiębiorstwa, które oceniać można jako innowacyjne (kryteria podmiotowe), a także dla przedsięwzięć prowadzących do tzw. zazieleniania przedsiębiorstw (kryteria przedmiotowe – proekologiczne)⁶.

W trakcie wdrażania oferta FG POIR podlegała znacznym zmianom. W pierwszej kolejności wprowadzono dopłaty do oprocentowania kredytu (bardzo atrakcyjne, bo nie wymagające żadnych rozliczeń), następnie dopuszczono gwarantowanie kredytów na realizację inwestycji proekologicznych (tzw. wariant 2 dostępu), uelastyczniono kryteria dostępu, a wreszcie (w znacznym stopniu w związku z pojawieniem się pandemii COVID-19 i w celu minimalizacji jej niekorzystnych rezultatów) dopuszczono gwarantowanie także kredytów obrotowych, w tym w rachunku bieżącym (oczywiście tylko dla klientów spełniających odpowiednie kryteria podmiotowe), wreszcie takie kredyty objęto także dopłatami. Poszerzenie oferty FG POIR o gwarancje dla kredytów obrotowych pozwoliło na zasadnicze zwiększenie liczby i wartości udzielanych gwarancji. Przykładowo, w ramach FG POIR, w 2021 roku udzielono 812 gwarancji na łączną kwotę 1 599,6 mln zł⁷, a więc ponad 2-krotnie więcej, niż w 2020 roku.

W czasie, gdy dokonywana była pierwotna analiza *ex ante* w odniesieniu do instrumentu gwarancyjnego, głównym czynnikiem zakłócającym funkcjonowanie rynku kredytowego była pandemia COVID-19, która powodowała pewne zaostrzenie polityki kredytowej⁸ (w związku z rosnącym ryzykiem gospodarczym) – ostatecznie jednak nie tak dotkliwe jak tego

⁶ (Dokumentacja FG POIR) „Warunki uzyskania w Banku Gospodarstwa Krajowego gwarancji spłaty kredytu i dopłaty do oprocentowania kredytu objętego gwarancją w ramach portfelowej linii gwarancyjnej FG POIR”, § 3. (przedmiot gwarancji), str. 4-9. [FG POIR warunki uzyskania gwarancji i dopłaty](#) (pobranie 18.11.2022).

⁷ „Sprawozdanie Zarządu z działalności grupy kapitałowej Banku Gospodarstwa Krajowego w 2021 roku”, 14 kwietnia 2022.

⁸ „Przez koronawirusa o kredyt będzie jeszcze trudniej? Banki zaostrzą politykę”, [aleBank.pl](#), 30.04.2020 r., [Koronawirus - konsekwencje kredytowe](#) (pobranie 18.11.2022).

oczekiwano⁹. Jednocześnie jednak prognozowano stopniowo (w miarę szybko) dostosowywanie się gospodarki do nowych warunków, w tym jej powrót do wcześniejszej ścieżki rozwoju, m.in. dzięki działaniom regulacyjnym (wdrażanie tzw. tarcz antykryzysowych). W sumie, ocenia się, iż w owym czasie gospodarka polska radziła sobie całkiem nieźle na tle innych gospodarek europejskich¹⁰. Faktycznie rynki stosunkowo szybko zaczęły powracać do równowagi, co było widoczne na poziomie wskaźników wzrostu PKB i inflacji (tylko nieznaczny wzrost cen).

Uwzględniając zarysowany kontekst, pierwotna analiza *ex ante* proponowała kontynuację instrumentu gwarancyjnego, z ewentualnymi korektami, dotyczącymi rozszerzenia kręgu potencjalnych odbiorców gwarancji o firmy sektora *small mid-caps*, czyli zatrudniające od 250 do 499 pracowników, wraz z niewielkim podwyższeniem maksymalnej kwoty gwarancji (do 3 mln euro lub do 6 mln w sytuacji dopuszczenia firm z sektora *mid-caps*).

W analizie zasugerowano także rozważenie możliwości łączenia gwarancji ze wsparciem dotacyjnym (ale jedynie w kontekście powiązania jej z instrumentem kredytu technologicznego). Szerzej nie analizowano możliwości bardziej powszechnego łączenia gwarancji z dotacjami, np. pokrywającymi / zmniejszającymi poziom kapitału do spłaty (poza akceptacją dla wcześniejszego rozwiązania, opartego na dopłatach do odsetek), uznając, że nie jest to konieczne (także, częściowo z uwagi na fakt, iż w owym czasie nie były jeszcze dostępne ostateczne uregulowania na poziomie unijnym, dotyczące łączenia instrumentów finansowych).

Zasugerowano także wzmocnienie odpowiednich działań promocyjnych, dotyczących oferty gwarancyjnej i większe wykorzystanie potencjału instytucji otoczenia biznesu, takich jak parki naukowo-technologiczne, inkubatory przedsiębiorczości, czy też fundusze kapitałowe, w celu identyfikacji firm zainteresowanych skorzystaniem z gwarancji i przekazania im informacji o ofercie gwarancyjnej w ramach FENG.

Warto również, zaznaczyć, że podstawą ówczesnych rozstrzygnięć było stwierdzone w badaniach sektora MŚP występowanie ograniczeń w dostępie do finansowania

⁹ „Jak pandemia koronawirusa wpływa na banki, będzie zaostrzenie polityki kredytowej? Raport Deloitte”, aleBank.pl, 26.10.2020 r., [Jak pandemia koronawirusa wpływa na banki](#) (pobranie 18.11.2022) oraz „Większość banków w regionie Europy Środkowo-Wschodniej nie planuje znaczącego zaostrzenia polityki kredytowej”, Informacje prasowe Deloitte na podstawie badań (‘COVID-19 CEE banking sector impact survey’), 26.10.2020, [Deloitte – informacje prasowe](#) (pobranie 18.11.2022).

¹⁰ P. Bukowski, W. Paczos ‘Why is Poland’s economy emerging so strongly from the pandemic? A comparison with the UK’, London School of Economics, 19.05.2021, [LSC UK Why is Poland's economy emerging so strongly](#) (pobranie 18.11.2022). W konkluzjach autorzy zaznaczają jednak, że choć wyniki polskiej gospodarki w czasie pandemii okazały się bardzo solidne, to jednak nie było to efektem specjalnie przemyślanej strategii. Pozytywnie kształtujące się „punkty procentowe” w danych makroekonomicznych nie mogą uzasadnić ceny prawie 100 tys. dodatkowych zgonów, których nie udało się uniknąć w Polsce (pod tym względem kraj znalazł się w czołówce najbardziej dotkniętych pandemią).

zewnętrznego, wynikające z braku zdolności zabezpieczeniowej po stronie potencjalnych kredytobiorców¹¹ (nie był to oczywiście jedyny czynnik, ale uznano go za kluczowy)¹².

Ostatecznie, z perspektywy dnia dzisiejszego powiedzieć można, iż dalsze kształtowanie się pandemii (a więc już po sformułowaniu ustaleń i rekomendacji pierwotnej analizy *ex ante* instrumentów finansowych na potrzeby FENG) nie podważyło racjonalności propozycji, dotyczących ukształtowania przyszłego instrumentu gwarancyjnego. Niestety w późniejszym czasie (wkrótce, a więc począwszy od mniej więcej połowy 2021 r.) otoczenie ekonomiczne planowanego instrumentu gwarancyjnego, uległo znacznemu pogorszeniu. Mianowicie, spotęgowały się niekorzystne czynniki, co prawda obserwowane już wcześniej, ale w mniejszej skali, jak również pojawiły się zupełnie nowe czynniki. Doprowadziło to obecnie, do ukształtowania się znacznie zmienionego kontekstu gospodarczego, w którym będzie zapewne funkcjonować nowy instrument gwarancyjny (co stanowi uzasadnienie do rozważenia jego rekonstrukcji).

2.2 Główne czynniki kształtujące otoczenie gospodarcze nowego instrumentu gwarancyjnego

Kluczowe z czynników, które należy uwzględnić w ramach modyfikacji postaci nowego instrumentu gwarancyjnego, programowanego na potrzeby FENG są następujące:

- 1) Niski (i wciąż malejący) poziom inwestycji prywatnych w gospodarce. Czynnik ten ma bezsprzecznie kluczowe znaczenie dla długookresowego wzrostu konkurencyjności gospodarki (zasoby kapitału wytwórczego i wydajność produkcji są czynnikami zależnymi od inwestycji¹³), a w średnim okresie szczególnie dla amortyzowania rozwijającego się kryzysu gospodarczego, będącego skutkiem napaści Rosji na Ukrainę (trwającej wojny), jej konsekwencji w postaci silnego wzrostu cen nośników energii oraz niekorzystnych ruchów inflacyjnych. Jak wykazują to autorzy raportu na temat znaczenia inwestycji dla wzrostu gospodarczego, od 2015 roku stopa inwestycji, czyli relacja nakładów brutto na środki trwałe do PKB, w Polsce zaczęła systematycznie spadać (wcześniej, od roku 1997 pozostawała zbliżona do średniej unijnej). W latach 2019 i 2020 była już o prawie jedną trzecią niższa niż przeciętnie

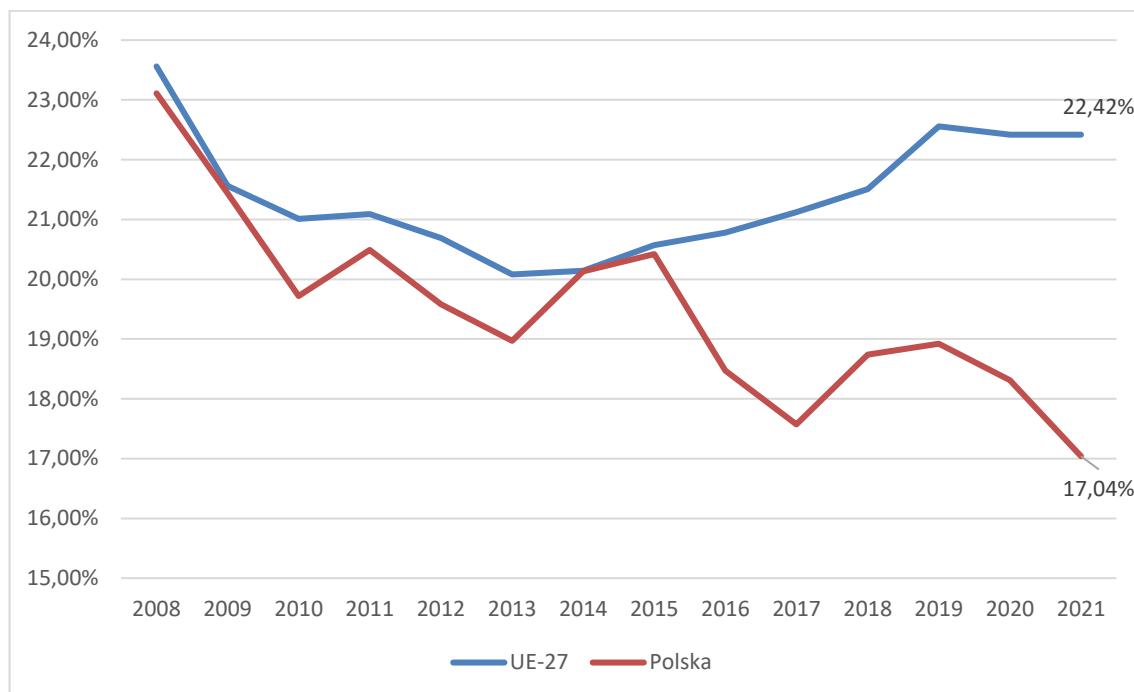
¹¹ Przede wszystkim były to: brak lub niewystarczająca wartość lub płynność aktywów spełniających wymogi źródła finansowania, jeśli chodzi o zabezpieczanie długu, oraz zbyt niska wielkość przychodów. Czynniki te wskazywane były zarówno, jako ograniczające pozyskiwanie kredytu obrotowego, jak i inwestycyjnego. Uzupełniającymi czynnikami były: brak historii kredytowej oraz zbyt krótki czas prowadzenia działalności gospodarczej. Jak wynika z oszacowań pierwotnej analizy *ex ante*, czynniki te stanowiły istotne ograniczenia dla ponad 1/5 badanej populacji MŚP. Wnioski te uwzględnio przy szacowaniu luki finansowej, którą określono na poziomie ok. 2,2 mld zł (finansowanie obrotowe) oraz około 4 mld zł dla finansowania celów inwestycyjnych (dolne granice, odpowiednio: 1,7 mld zł i 3,2 mld zł), „Analiza *ex ante* możliwości realizacji projektów w obszarze innowacyjności /.../”, op. cit., str. 7.

¹² „Analiza *ex ante* możliwości realizacji projektów w obszarze innowacyjności /.../”, op. cit., str. 7, 105 i 110.

¹³ Znaczenie tych czynników wyraźnie podkreślono w ‘2022 Country Report – Poland’, Commission Staff Working Document, 23.05.2022, str. 9, SWD(2022) 622 final, [2022 European semester country reports](#) (pobranie 18.11.2022).

w Czechach, na Słowacji i Węgrzech oraz o jedną piątą niższa niż w Unii Europejskiej¹⁴. W roku 2021 po raz kolejny stopa inwestycji zmniejszyła się – do poziomu około 17% (średnia unijna wyniosła ok. 24,2%)¹⁵.

Wykres 1. Stopa inwestycji – Polska na tle UE (od 2008 – UE27)



Źródło: Eurostat, dane statystyczne (investment share of GDP).

- 2) Należy przewidywać, iż w krótkim okresie nie nastąpią samoistne wywołane zmiany, powodujące odwrócenie trendów związanych z inwestycjami prywatnymi w Polsce, szczególnie w świetle konsekwencji rozwijającego się kryzysu gospodarczego oraz wysokiego poziomu inflacji. Czynniki te obniżają gotowość inwestycyjną – redukują skłonność do ryzyka, jak również deprecjonują oszczędności prywatne i obniżają zainteresowanie oszczędzaniem, co w dłuższym okresie ograniczy bazę inwestycji¹⁶. Wszystko to oznacza, że problem tworzenia zachęt inwestycyjnych tym bardziej przybiera na sile. Dodać można jedynie, że w obecnym, wybitnie turbulentnym

¹⁴ J. Hagemeyer i inni „Inwestycje i ich determinanty a wzrost gospodarczy Polski w długim okresie”, CASE Reports, No. 505 (2021), [CASE Research](#) (pobranie 18.11.2022). Abstrahujemy tu od przyczyn tego stanu rzeczy, aczkolwiek warto pamiętać, iż jednym z czynników wpływających na gotowość inwestycyjną jest klimat inwestycyjny, przejrzystość polityki gospodarczej, trwałość regulacji prawnych i inne (zob. np. Częste są głosy, że czynniki te wymagają również zdecydowanej poprawy).

¹⁵ K. Wołowicz „Niska stopa inwestycji pochodną modelu gospodarki”, Parkiet / felietony, 14.11.2022, [Parkiet – felietony](#) (pobranie 18.11.2022).

¹⁶ Dodatkowo, polityka wysokich ujemnych realnych stóp procentowych praktykowana obecnie w Polsce odbija się bardzo negatywnie na krajowej stopie oszczędności w niedalekiej przyszłości, K. Wołowicz „Niska stopa inwestycji /.../”, op. cit.

środowisku ekonomicznym, zachęty te muszą być zdecydowane, aby rzeczywiście oddziaływać pozytywnie na wzrost poziomu inwestycji prywatnych w Polsce.

- 3) Ważne znaczenie ma również struktura inwestycji – konieczność ich odpowiedniego kierunkowania. Pod tym kątem inwestycje w Polsce również wypadają niekorzystnie, bowiem większość wolumenu nakładów dotyczy budynków i infrastruktury (ok. 70%, wobec średniej dla UE w wysokości ok. 43%)¹⁷, a nie wartości niematerialnych i prawnych (w tym patentów, licencji), czy też wydatków związanych z nowoczesnymi technologiami, nakładami na działalność badawczo-rozwojową, czy też rozwiązaniami cyfrowymi. Taka struktura inwestycji oznacza (niezależnie od ich wielkości), że w przyszłości potencjał konkurencyjny gospodarki będzie spadać. Zauważyć można również, że niezła rentowność sektora przedsiębiorstw w Polsce nie przekłada się na wysoki poziom inwestycji. Pracochłonny charakter sektora wytwórczego w Polsce zmniejsza potrzebę modernizacji mocy produkcyjnych tj. opierania ich na nowych rozwiązaniach technologicznych¹⁸.
- 4) Ważną kwestię w ramach problematyki kierunkowania nakładów inwestycyjnych stanowi innowacyjność (gospodarki, przedsiębiorstw). Należy zauważyć, że na przestrzeni ostatnich lat w Polsce mamy do czynienia ze znacznym wzrostem nakładów na działalność innowacyjną, będącą (m.in.) zasługą odpowiedniego ukierunkowania Programu Operacyjnego Inteligentny Rozwój (2014-2020), który pod tym kątem trafnie kierunkował wsparcie publiczne.

Z drugiej strony te pozytywne zmiany wydają się wciąż niewystarczające. Ostatni raport oceniający innowacyjność gospodarek Unii Europejskiej ('European Innovation Scoreboard 2022'¹⁹) plasuje Polskę nadal na bardzo odległej pozycji (czwartej od końca; UE-27). Przy czym, należy również odnotować, iż w przywołanym raporcie zaznacza się, że Polska będąc tzw. „wschodzącym innowatorem” (*emerging innovator*) odnotowuje wskaźnik globalny na poziomie 60,5% średniej UE (w porównaniu do 50% w roku 2013²⁰) oraz wskaźnik lepszy od średniej dla całej grupy „wschodzących innowatorów”. Co więcej, zmiana wskaźnika globalnego dla Polski jest wyższa niż średnio dla UE (11,3 p.proc wobec 9,9 p.proc), co oznacza stopniowo zmniejszającą się różnicę wobec średniej unijnej²¹.

Wskazane powyżej sygnały te są więc niewątpliwie pozytywne, natomiast sam proces „doganiania” gospodarek wiodących jest zbyt wolny. Ponownie, oznacza to

¹⁷ J. Hagemeyer i inni „Inwestycje i ich determinanty /.../”, op. cit..

¹⁸ „Inwestowanie w przyszłość – Europa – inwestycje w Polsce”, [EC Europa info – PL country file](#) (pobranie 18.11.2022).

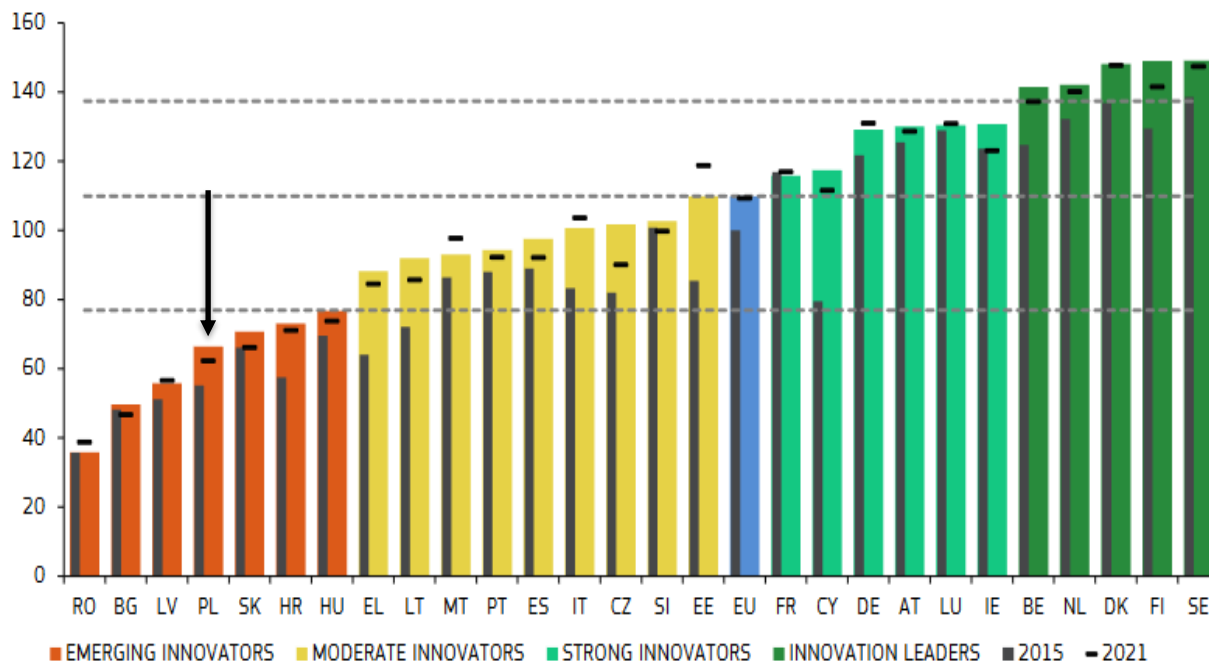
¹⁹ H. Hollanders, N. Es-Sadki, A. Khalilova 'Innovation Union Scoreboard 2022', EU 2022, [EU publications](#) (pobranie 18.11.2022).

²⁰ H. Hollanders, N. Es-Sadki 'Innovation Union Scoreboard 2014', EU 2014, str. 63.

²¹ 'Innovation Union Scoreboard 2022', op. cit., str. 68.

konieczność wspierania odpowiednio ukierunkowanych inwestycji w sektorze prywatnym.

Wykres 2. Poziom innowacyjności gospodarek krajów członkowskich Unii Europejskiej



Źródło: European Innovation Scoreboard 2022' (Executive Summary).

- 5) Bez wątpienia, istotnym czynnikiem kierunkowania inwestycji w Polsce są wyzwania związane z polityką klimatyczną, zagrażające egzystencji współczesnego świata. Wyzwania te w dużym stopniu odzwierciedlają cele unijnej strategii Europejskiego Zielonego Ładu, która ma pomóc przekształcić Unię Europejską w nowoczesną, zasobooszczędną i konkurencyjną gospodarkę, która osiągnie zerowy poziom emisji gazów cieplarnianych netto, oraz w której nastąpi uniezależnienie wzrostu gospodarczego od zużycia nieodnawialnych zasobów i w której żadna osoba ani żaden region nie pozostaną w tyle²². Zatem, nie chodzi tu tylko o wspieranie procesów inwestycyjnych oraz kierunkowane ich w obszary nowoczesnej gospodarki (czwartej / piątej ery przemysłowej – automatyzacji, robotyzacji i innowacyjności), ale również wspieranie inwestycji gwarantujących „zazielenienie” procesów gospodarczych zachodzących w sektorze przedsiębiorstw. W świetle palących wyzwań i konieczności zdecydowanego przeciwdziałania zmianom klimatycznym, kierunek ten powinien być bezwzględnie utrzymany²³.

²² Komisja Europejska, [założenia priorytetu KE - Europejski Zielony Ład](#) (pobranie 18.11.2022).

²³ W tym kontekście należy pozytywnie oceniać ofertę dotychczas funkcjonującego FG POIR, w której to znalazły odzwierciedlenie sprawy związane z inwestycjami o charakterze innowacji proekologicznych (z efektem ekologicznym) – nie ulega wątpliwości, że tak ukierunkowana oferta gwarancyjna jest z gruntu słuszna

- 6) Ostatnia kluczowa kwestia dotyczy oceny dostępności finansowania dłużnego w Polsce. W sposób oczywisty czynnik ten ma również wpływ na inwestycje, które w części powinny opierać się na zewnętrznych zasobach finansowych. Jak wspomnieliśmy na wstępie, obraz dostępności finansowania dłużnego, pochodzącego z sektora bankowego, podlegał badaniu w ramach pierwotnej analizy ex ante, zrealizowanej na potrzeby programowania instrumentów finansowych w ramach programu FENG. W tym natomiast miejscu warto dodatkowo odwołać się do europejskiego raportu na temat dostępności finansowania ('Survey on the access to finance of enterprises (SAFE). Analytical Report 2021').

W ostatnim raporcie²⁴ wskazuje się, że głównymi barierami w dostępie do finansowania zewnętrznego w Polsce są:

- niewystarczająca zdolność przedsiębiorstw do zabezpieczenia transakcji pozyskania finansowania dłużnego,
- wysoki koszt finansowania dłużnego oraz
- skomplikowane i nadmiernie obciążające procedury pozyskania finansowania dłużnego.

Ponadto, zauważa się jeszcze rozmaite inne ograniczenia (np. wysoki udział w sektorze MŚP firm, które doświadczają opóźnień w pozyskiwaniu posiadanych należności – 65% wskazań dla polskiego sektora MŚP wobec średniej unijnej, wynoszącej 45%; na tle innych krajów charakterystyczny jest również wysoki udział odmów kredytowania, wynoszący 14% – jest to jeden z najwyższych poziomów odnotowanych w krajach Unii Europejskiej)²⁵.

- 7) Pozostając przy sprawie źródeł finansowania, warto zauważyć, że dostępne obecnie dane wskazują, iż operujący w niedalekiej przyszłości instrument gwarancyjny może funkcjonować w raczej sprzyjającym otoczeniu, biorąc pod uwagę jakość portfela kredytowego – innymi słowy, ryzyko gwarancyjne nie będzie szczególnie wysokie (bazując na obecnie dostępnych danych). Oczywiście, stwierdzenie to należy przyjmować z dużą ostrożnością, bowiem narastający kryzys może diametralnie zmienić obecny obraz sytuacji w tym zakresie.

Nawiązując do (ww.) ostatniej uwagi:

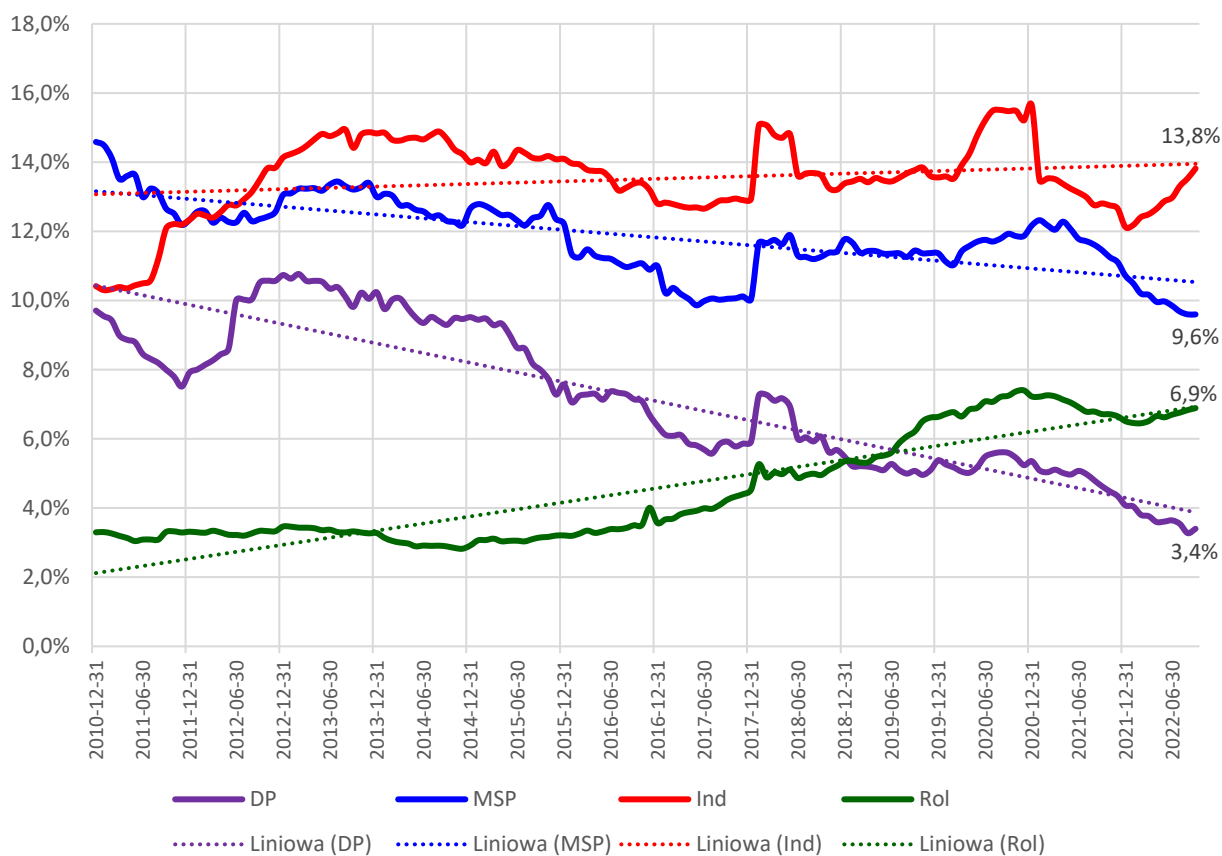
(odpowiada też założeniom programu FENG). Zob. przywołany wcześniej § 3. (przedmiot gwarancji) dokumentacji FG POIR [w:] „Warunki uzyskania w Banku Gospodarstwa Krajowego gwarancji spłaty kredytu i dopłaty /.../”. op. cit., str. 5-6 oraz program FENG – w szczególności interwencje planowane w ramach Priorytetu 3. „Zazielenienie przedsiębiorstw” (Cel szczegółowy „Wspieranie efektywności energetycznej i redukcji emisji gazów cieplarnianych”), FENG, op. cit., str. 75-83.

²⁴ T. Kwaak, M. Clarke et. al. 'Survey on the access to finance of enterprises (SAFE). Analytical Report 2021, Panteia and EC, Nov. 2021, [Analytical Report 2021](#), str. 123 (pobranie 18.11.2022).

²⁵ T. Kwaak, M. Clarke et. al. 'Survey on the access /.../', op. cit., str. 150.

- już obecnie widać znaczące pogorszenie się jakości kredytów udzielanych dla tzw. indywidualnej działalności gospodarczej (tj. działalności gospodarczej prowadzonej przez osoby fizyczne),
- stopniowe pogarszanie się portfela kredytowego dotyczy także finansowania rolników indywidualnych (udział kredytów o stwierdzonej utracie wartości pozostaje tu jednak nadal stosunkowo niewielki),
- nie obserwuje się istotnych zmian *in minus* w przypadku portfeli kredytowych dla sektora MŚP i dużych przedsiębiorstw.

Wykres 3. Jakość portfela kredytowego banków (należności ze stwierdzoną utratą wartości)



Źródło: Urząd Komisji Nadzoru Finansowego (wybrane dane miesięczne / dane na temat jakości portfeli kredytowych – do końca września 2022, UKNF, listopad 2022, [KNF – dane miesięczne sektora bankowego \(aktualizacja 16.11.2022\)](#) (pobranie 18.11.2022).

2.3 Planowany instrument gwarancyjny w ramach FENG

Poniżej opisujemy kluczowe charakterystyki planowanego instrumentu gwarancyjnego w ramach FENG, bazując na obecnych, roboczych, wersjach odpowiednich dokumentów przygotowanych przez BGK²⁶. Oba dokumenty mają charakter roboczy i ich postanowienia mogą jeszcze ulegać zmianom (szczególnie dotyczy to mniej zaawansowanego dokumentu, opisującego charakterystyki gwarancji planowanych w ramach tzw. Celu Polityki 2).

Tabela 1. Kluczowe charakterystyki instrumentu gwarancyjnego w ramach FENG

	Gwarancje w ramach CP1	Gwarancje w ramach CP2
Maksymalna kwota gwarancji	2,5 mln euro	
Maksymalny czas trwania gwarancji	20 lat, ale nie dłużej niż to wynika z ograniczeń związanych z pomocą publiczną	
Maksymalny udział gwarancji w kredycie	80%	
Ostateczni odbiorcy	Firmy MŚP, <i>small mid-caps</i> oraz <i>mid-caps</i> , realizujące projekty inwestycyjne kwalifikujące się do wsparcia. Firmy MŚP, <i>small mid-caps</i> oraz <i>mid-caps</i> , , które chcą pozyskać kredyt obrotowy i jednocześnie spełniają odpowiednie kryteria podmiotowe.	Firmy MŚP, <i>small mid-caps</i> oraz <i>mid-caps</i> , realizujące projekty kwalifikujące się do wsparcia.
Gwarantowane zobowiązania	<ul style="list-style-type: none"> Kredyty inwestycyjne, udzielane w tzw. przedmiotowej ścieżce oceny z przeznaczeniem na finansowanie projektów polegających na wdrożeniu innowacji produktowych, procesowych, organizacyjnych lub marketingowych, w tym opartych na automatyzacji, robotyzacji lub cyfryzacji przedsiębiorstw. kredyty obrotowe odnawialne oraz nieodnawialne z przeznaczeniem na finansowanie kapitału 	<ul style="list-style-type: none"> Kredyty inwestycyjne udzielane w tzw. przedmiotowej ścieżce oceny z przeznaczeniem na finansowanie rozwiązań efektywnych energetycznie. Kredyty obrotowe nieodnawialne z przeznaczeniem na finansowanie kapitału obrotowego powiązanego z realizacją kontraktu na rzecz podmiotu trzeciego (zamawiającego).

²⁶ „Strategia Inwestycyjna Funduszu Gwarancyjnego dla wzrostu i konkurencyjności przedsiębiorstw”, (FG FENG CP1 - Biznesmax Plus), Bank Gospodarstwa Krajowego, Warszawa, sierpień 2022 oraz „Strategia Inwestycyjna Funduszu Gwarancyjnego dla wspierania efektywności energetycznej i redukcji emisji gazów cieplarnianych (FG FENG CP2 – Ekomax)”, Bank Gospodarstwa Krajowego, Warszawa, sierpień 2022.

	Gwarancje w ramach CP1	Gwarancje w ramach CP2
	obrotowego powiązanego z nakładami inwestycyjnymi w celu uruchomienia, utrzymania lub zwiększenia działalności produkcyjno-usługowej przedsiębiorstw lub na finansowanie bieżącej działalności przedsiębiorstw, w tym zapewnienie płynności finansowej.	
Dopłaty do oprocentowania	Dopłaty będą dostępne tylko dla firm z sektora MŚP. Okres objęty dopłatą wynosi maksymalnie 3 lata kredytowania. Wartość dopłaty w całym okresie objętym dopłatą nie może przekroczyć 10% całkowitej kwoty wypłaconego kredytu w części objętej gwarancją.	Brak ²⁷
Dopłaty do kapitału	Dopłaty będą dostępne tylko dla firm z sektora MŚP, zaciągających kredyty inwestycyjne. Wartość dopłaty wynosi: <ul style="list-style-type: none"> do 15% kapitału kredytu objętego gwarancją (wdrożenie innowacji identyfikowanej co najmniej na poziomie firmy), lub do 20% kapitału kredytu objętego gwarancją (transformacja cyfrowa przedsiębiorstw, w tym zastosowanie automatyzacji, robotyzacji) 	Dopłaty będą dostępne dla wszystkich firm uprawnionych do korzystania z gwarancji, zaciągających kredyty inwestycyjne. Dopłata jest udzielana po zrealizowaniu inwestycji i wynosi: <ul style="list-style-type: none"> 20% dla kredytów udzielonych przedsiębiorcom z sektora MŚP, 15% dla kredytów udzielonych przedsiębiorcom typu <i>small mid-caps</i> i <i>mid-caps</i>.
Zastosowane przepisy dotyczące dopuszczalności pomocy publicznej	Gwarancje kredytów obrotowych – pomoc <i>de minimis</i> . Gwarancje kredytów inwestycyjnych – pomoc <i>de minimis</i> lub regionalna pomoc inwestycyjna. Dopłata do oprocentowania – pomoc <i>de minimis</i> .	Gwarancje kredytów obrotowych – pomoc <i>de minimis</i> . Gwarancje kredytów inwestycyjnych – pomoc <i>de minimis</i> lub regionalna pomoc inwestycyjna. Dopłata do kapitału – pomoc <i>de minimis</i> lub regionalna pomoc inwestycyjna.

²⁷ Przynajmniej w obecnej roboczej wersji strategii inwestycyjnej w ramach CP2 (FG FENG CP2 – Ekomax) tego typu instrument nie jest przewidziany.

	Gwarancje w ramach CP1	Gwarancje w ramach CP2
	Dopłata do kapitału – pomoc <i>de minimis</i> lub regionalna pomoc inwestycyjna.	

Źródło: Odpowiednie strategie inwestycyjne dla obu planowanych instrumentów gwarancyjnych.

2.4 Ocena planowanego instrumentu na podstawie przeprowadzonych wywiadów oraz analizy desk research

Z całą pewnością planowany instrument jest dobrą odpowiedzią na zarysowane wcześniej problemy, związane z malejącym udziałem inwestycji w polskiej gospodarce, a także wyzwania dotyczące zmian klimatu i odchodzenia od stosowania paliw kopalnych. Także przedstawiciele banków, z którymi przeprowadzono wywiady oraz Związku Banków Polskich są pozytywnie nastawieni do planowanego instrumentu, generalnie, oceniając korzystnie dotychczasowe gwarancje w ramach FG POIR (choć zgłaszając także szereg ważnych i interesujących uwag, mających potencjalnie usprawnić ich funkcjonowanie, zarówno od strony banków, jak i beneficjentów gwarancji). Warto przy tym wskazać, że nasi rozmówcy nie znali szczegółów planowanego instrumentu, stąd też, siłą rzeczy, trudno było dyskutować pewne szczegółowe rozwiązania.

Poniżej wskazujemy kluczowe grupy uwag, mogących z jednej strony usprawnić funkcjonowanie instrumentu, z drugiej zaś powiększyć krąg jego potencjalnych odbiorców.

Zakres oferowanych dopłat

Bardzo wiele uwag dotyczyło rozszerzenia (w stosunku do POIR) kręgu potencjalnych beneficjentów gwarancji o firmy typu *small mid-caps* oraz *mid-caps*. W zasadzie wszyscy badani wskazywali, że jest to bardzo dobry krok, podkreślając, że to właśnie firmy z tego segmentu realizują stosunkowo dużo projektów inwestycyjnych, a wsparcie ze środków publicznych może je do tego dodatkowo zachęcić.

Jako dyskusyjne posunięcie uznawano natomiast rezygnację z dopłat do oprocentowania i kapitału w ramach gwarancji w CP1 dla firm typu *small mid-caps* oraz *mid-caps*. Takie rozwiązanie wprawdzie koncentruje się na firmach o mniejszym potencjale i większych ograniczeniach rozwojowych (co jest oczywiście zasadne), jednak w rezultacie większe firmy mogą być mniej zainteresowane korzystaniem z samej gwarancji, a dopłata stanowiłaby dodatkowy bodziec pobudzający inwestycje. Sama gwarancja może zatem nie stanowić dodatkowego, wystarczająco silnego czynnika wspomagającego zainteresowanie podejmowaniem inwestycji przez takie firmy.

Dlatego też proponujemy, aby w CP1 rozważyć zastosowanie dopłat także dla firm z segmentu *small mid-caps* oraz *mid-caps*. Proponujemy, aby były to tylko dopłaty do kapitału, w obniżonej wysokości (10% kapitału kredytu) i wyłącznie w wariantcie 2

(odpowiadającym dopłacie w wysokości 20% dla firm sektora MŚP), czyli wdrażaniu modeli biznesowych opartych na automatyzacji, robotyzacji lub cyfryzacji przedsiębiorstw²⁸.

Do rozważenia pozostaje także model stosowania dopłat do kapitału w CP1²⁹. Możliwe są tu dwa rozwiązania:

- wariant 1 – pozostawienie dwóch progów wielkości dopłat dla MŚP dokonujących inwestycji, przy czym w przypadku progu pierwszego (inwestycje wywołujące innowacje na poziomie firmy), współczynnik dopłaty wynosiłby 10% (obecnie proponowane jest 15%). Dodatkowo, można by osłabić wymogi dotyczące charakteru finansowanego projektu, tak, aby (idealnie) przyjąć, że wszelkie inwestycje mają, co do zasady, charakter innowacji na poziomie firmy, co także oszczędziłoby pracy personelowi banków kredytujących. W przypadku drugiej grupy (inwestycje w zakresie transformacji cyfrowej, robotyzacji i automatyzacji) współczynnik dopłaty pozostałby nie zmieniony (20%) – zmiana ta ma na celu zwiększenie znaczenia preferencji dla projektów o wyższym poziomie innowacyjności wobec przedsięwzięć mających jednak charakter bardziej standardowy (pozwoli to także na szersze wykorzystanie instrumentu gwarancyjnego).
- wariant 2 – ograniczenie dopłaty wyłącznie do kredytów dla drugiej grupy projektów (o silniejszym efekcie innowacyjności – cyfryzacja, robotyzacja i automatyzacja), dla której zakładana jest dopłata w wysokości 20%. Rozwiązanie to ograniczy krąg potencjalnych odbiorców, natomiast uprości cały instrument, ułatwi pracę bankom, a ponadto skoncentruje wsparcie publiczne na projektach rzeczywiście innowacyjnych. Jego poważną wadą byłoby natomiast znacznie mniejsze pobudzanie inwestycji o mniej innowacyjnym charakterze.

Sądzymy, że w początkowej fazie wdrażania programu należałoby zastosować wariant pierwszy, zasadny z uwagi na nasilanie się recesji i (prawdopodobne) dalsze ograniczanie działalności inwestycyjnej (w takiej sytuacji instrument będzie operował „szerzej” – silniej, a więc w odniesieniu do większej grupy potencjalnie inwestujących). Z czasem, po rozpoznaniu skali i skutków recesji, można będzie ograniczyć instrument do (ww.) wariantu drugiego, koncentrując przepływy środków do projektów bardziej ambitnych (o wyższym stopniu innowacyjności).

²⁸ W przypadku obaw, że rozwiązanie to będzie zbyt silnie motywować – w konsekwencji szybko wyczerpując zdolność gwarancyjną programu – sugerujemy uruchomienie dopłat w późniejszym okresie, odpowiednio do doświadczeń z wdrażania programu w wersji „bez dopłat” dla firm small mid caps i mid-caps (a więc, o ile okaże się, że firmy tego typu nie pojawiają się w portfelu - lub też są rzadkością - i jednocześnie zainteresowanie rynku gwarancjami będzie umiarkowane).

²⁹ Przedstawione dalej potencjalne modele kierowania dopłat i ich rozmiaru, wynikają z całokształtu badań wspomagających opracowanie niniejszej aktualizacji analizy ex ante instrumentów finansowych, w tym konsultacji z przedstawicielami BGK.

Odpowiedzialność poszczególnych instytucji

Jako bardzo ważną kwestię przedstawiciele banków podkreślali kwestię odpowiedniego podziału kompetencji pomiędzy banki kredytujące oraz BGK. Ich zdaniem, banki kredytujące mogą brać odpowiedzialność za sprawdzanie kwestii całkowicie jednoznacznych lub opisanych bardzo precyzyjnie, w nie budzący żadnych wątpliwości sposób. Bardzo trudno jest im natomiast brać odpowiedzialność za podjęcie decyzji na podstawie niezbyt precyzyjnych, ogólnych definicji. W tym kontekście przedstawiciele banków wskazywali na bardzo poważne obawy, związane z ustalaniem przez nich kwalifikowalności projektów w ramach gwarancji w sferze CP1. Takie bowiem pojęcia jak „*wprowadzanie na rynek wyrobów, usług, które różnią się swoimi cechami lub przeznaczeniem od produktów wytwarzanych w branży będącej przedmiotem dotychczasowej działalności firmy*”, czy też (choć już w mniejszym stopniu) „*rozwój produktów i usług opartych na technologiach informacyjno-komunikacyjnych (ICT), w tym wykorzystanie technologii informacyjno-komunikacyjnych w relacjach pomiędzy przedsiębiorcą, a klientem lub kontrahentem (e-biznes, B2B, B2C)*” są z konieczności stosunkowo ogólne, tymczasem odpowiednia ich kwalifikacja pozwala na skorzystanie z gwarancji kredytu inwestycyjnego oraz ewentualnej dopłaty.

Kwestia ta ma dwa aspekty – informacyjny i decyzyjny, poniżej proponujemy pewne rozwiązania, które powinny pomóc usprawnić odpowiednie procesy podejmowania decyzji oraz ujednoczenia interpretacji.

Jeżeli chodzi o aspekt informacyjny, to proponujemy rozważenie zastosowania następujących rozwiązań:

- Opracowanie szczegółowego przewodnika dla banków kredytujących, zawierającego operacyjne interpretacje poszczególnych pojęć, wraz z przykładami³⁰.

³⁰ Element ten obejmuje wszelkie dokumenty operacyjne, które powinny zapewnić przejrzystość i jednoznaczność wykorzystywanych pojęć, tak aby zawęzić pole dyskusyjnych interpretacji. W tym mamy na myśli zestawy kryteriów określające typy kwalifikowalnych projektów (w CP1 – pierwsza i druga ścieżka oceny oraz CP2). Stosowane tu określenia należy przejrzeć pod kątem ewentualnych uproszczeń, szczególnie w zakresie pierwszej ścieżki oceny w ramach CP1 oraz w CP2. Przykładowo, w CP2 (w strategii inwestycyjnej, str. 18 pkt 3.4), w części specyfikującej przeznaczenie kredytów, należy wyraźnie zaznaczyć, że jedna z występujących tu opcji inwestycyjnych („inwestycje w rzeczowe aktywa trwałe lub wartości niematerialne i prawne, których źródłem zasilania będzie energia wytworzona przy pomocy instalacji odnawialnych źródeł energii”), powinna występować obok co najmniej jednej z pozostałych, zapewniających ukierunkowanie inwestycji na sprawy efektywności energetycznej i propagowania OZE. Rozumiemy, że takie właśnie znaczenie ma tu słowo „będzie”, zawarte w opisie tej opcji. Rozumiemy, że podnoszona tu kwestia jest bardzo detaliczna, ale sądzimy (mimo wszystko), że warto pod tym względem przejrzeć / ewentualnie zmodyfikować istniejące dokumenty i oczywiście pamiętać o tego typu kwestiach na etapie tworzenia dokumentacji operacyjnej dla poszczególnych instrumentów).

- Przeprowadzenie warsztatów lub szkoleń dla pracowników BGK oraz banków kredytujących, na których przekazano by informacje dotyczące podejścia do interpretacji poszczególnych pojęć.
- Przygotowanie materiałów informacyjnych dla potencjalnych klientów, napisanych prostym, jasnym językiem, także wraz z odpowiednimi przykładami.
- Stworzenie, aktualizowanej okresowo, co najmniej raz na 2-3 miesiące, strony z odpowiedziami na najczęściej zadawane pytania (FAQ), obsługiwanej przez BGK i dostępnej dla przedstawicieli banków kredytujących. Stosowanie się do odpowiedzi umieszczonych na stronie nie powinno pociągać negatywnych konsekwencji dla banków.

Jeżeli chodzi o aspekt decyzyjny, dotyczący kwalifikowania poszczególnych podmiotów i realizowanych przez nie projektów do skorzystania z gwarancji, to uznajemy, że proponowany model koncentracji decyzji w tym zakresie na bankach kredytujących jest ostatecznie wykonalny, aczkolwiek należy oczekiwać, iż będzie on częściowo kwestionowany przez sektor bankowy³¹. Sądzymy jednak, że ewentualnym problemom w tym zakresie można w dużej mierze zaradzić poprzez odpowiednie zarządzanie informacjami, w tym przygotowanie i wdrożenie (następnie utrzymanie) działań, o których była mowa powyżej (chodzi o wskazane działania w zakresie aspektu informacyjnego). Oczywiście, kluczowe znaczenie będzie mieć również wysoka jakość tych działań, a także wspomniana powyżej jednoznaczność i klarowność dokumentacji.

Niewątpliwą zaletą tego modelu, w którym obsługa dopłat powiązana jest z instrumentem finansowym, jest fakt możliwości realizacji programu w formie gwarancji portfelowej, z drugiej zaś strony, słabszą stroną tego rozwiązania jest włączenie banków w dystrybucje komponentu dotacyjnego, co w ich praktyce (choć nie zawsze) stanowić będzie novum (w związku z tym wystąpi konieczność dostosowania po stronie banków systemów informacyjnych do zarządzania nowymi, niestandardowymi produktami) oraz – w przypadku części z nich – opory przed podejmowaniem takich decyzji.

Regulacje dotyczące pomocy publicznej

Dość poważnym problemem, z punktu widzenia zarówno banków, jak i samych klientów są regulacje, dotyczące pomocy publicznej. Problemy mogą dotyczyć następujących kwestii:

- dużego lub całkowitego wykorzystania przez wiele firm (szczególnie firm aktywnych, rozwijających się i korzystających z kredytów bankowych) limitu pomocy *de minimis*, co oznacza, że część przedsiębiorstw do momentu „uwolnienia” się przysługującego im limitu nie będzie w stanie korzystać z tej

³¹ Odwołujemy się tu do treści wywiadów / dyskusji z przedstawicielami czterech wiodących w Polsce banków (byli to respondenci wywiadów przeprowadzonych dla potrzeb niniejszego opracowania), zainteresowanych korzystaniem z nowych instrumentów gwarancyjnych.

formy pomocy lub też będzie ona dla nich dostępna tylko w bardzo niewielkim stopniu.

- braku świadomości firm korzystających z gwarancji i ewentualnie dopłaty, jakie są konsekwencje i wymogi, związane z korzystaniem z poszczególnych form pomocy (jak limit pomocy *de minimis* czy np. konieczność spełnienia efektu zachęty w przypadku regionalnej pomocy inwestycyjnej).
- przypisywania odpowiedniego katalogu kosztów kwalifikowalnych danej formie pomocy (oczywiście dotyczy to przede wszystkim RPI).
- problemów ze sprawdzaniem statusu danego przedsiębiorstwa (jako kwalifikującego do odpowiedniej intensywności pomocy) oraz niewystarczającej aktualizacji danych zawartych w prowadzonej przez UOKiK bazie SUDOP³².
- wyłączenia z możliwości korzystania z regionalnej pomocy inwestycyjnej firm z terenu miasta Warszawy i wybranych okolicznych powiatów. O ile w przypadku gwarancji, które będą oferowane w ramach CP1 można to uznać za zasadne, to w przypadku gwarancji w ramach CP2 będzie to poważnym mankamentem, polegającym na eliminacji wsparcia dla z gruntu uzasadnionych działań w sferze polityki klimatycznej (których nie należy ograniczać).

Naturalnie, biorąc pod uwagę to, że przepisy dotyczące pomocy publicznej są ustalane na poziomie unijnym, w tych kwestiach „pole manewru” jest niestety bardzo niewielkie. Warto także wskazać, że w ramach projektowanego instrumentu, problemy, które występowały już w ramach gwarancji BiznesMax się jeszcze nasilą, ze względu na fakt pojawienia się dotacji do kapitału kredytu, a także zmienionej, mniej korzystnej mapy pomocy regionalnej. Korzystnym (choć zdaniem wielu niewystarczającym) czynnikiem będzie projektowane podniesienie limitu pomocy *de minimis* do 275 000 euro³³.

Zdaniem autorów, do czego nawiązujemy dalej we wnioskach i rekomendacjach, całkowite rozwiązanie tych problemów nie jest niestety możliwe, można natomiast prowadzić pewne działania, które zminimalizują ich znaczenie i dolegliwość. Przede wszystkim warto się zastanowić, czy dla instrumentu dotyczącego CP2, nie należałoby dopuścić udzielania gwarancji i przede wszystkim dopłaty do kapitału także w innym trybie, niż regionalna pomoc inwestycyjna lub pomoc *de minimis*, a więc na przykład w ramach art. 38-43 Rozporządzenia o wyłączeniach grupowych (GBER), tj. w zakresie tytułów pomocy publicznej, dotyczących wspierania inwestycji w zakresie efektywności energetycznej, wysokosprawnej kogeneracji oraz pozyskiwania energii ze źródeł odnawialnych. Pozwoliłoby to na realizację inwestycji, związanych z ochroną środowiska i efektywnością energetyczną także na terenie miasta stołecznego Warszawy i ościennych powiatów.

³² [UOKiK / System udostępniania danych o pomocy publicznej](#).

³³ Zob. [EC info – state aid exemptions for small amounts of aid *de minimis* aid update](#) (pobranie 18.11.2022).

Usprawnienie procesu udzielania gwarancji i dopłat

Na bazie dotychczasowych doświadczeń z FG POIR, celowe byłoby wprowadzenie pewnych uproszczeń w całym procesie udzielania gwarancji. Już w ramach FG POIR nie był on łatwy, a w planowanym FG FENG będzie on jeszcze trudniejszy, głównie ze względu na pojawienie się nowego instrumentu dopłat do kapitału.

W związku z powyższym, w momencie uzgodnienia ostatecznego kształtu instrumentu i projektów kluczowych dokumentów formalnych, celowe byłoby dogłębne przedyskutowanie całej procedury z przedstawicielami banków kredytujących. Naturalnie, pewne wymogi nie mogą być zmienione (głównie te, wynikające z przepisów, dotyczących pomocy publicznej), ale należałoby doprowadzić do maksymalnego (możliwego) uproszczenia procedur i dokumentacji (zresztą, choć na niezbyt wielką skalę, takie działania były już prowadzone w ramach FG POIR).

Przykładami tego typu uproszczeń³⁴ mogą być:

- zmiana wymogu przedkładania tzw. planu projektu na załączenie biznes planu, składanego jako załącznik do wniosku kredytowego³⁵, a także
- uporządkowanie wymaganych formularzy oraz podpisów – pojawiają się bowiem pewne niespójności pomiędzy standardowymi formularzami UOKiK, a tymi wymaganymi przez BGK³⁶.

Wzmocnienie potencjału BGK

Biorąc pod uwagę to, że projektowany instrument będzie bardziej wymagający, niż dotychczasowa gwarancja BiznesMax, rekomendujemy wzmocnienie potencjału kadrowego i organizacyjnego BGK w odpowiednich komórkach, mających zarządzać FG FENG.

Naturalnie, decyzje w tym względzie należy pozostawić uznaniu BGK, aczkolwiek uważamy, że dla powodzenia planowanych instrumentów niezbędne jest zapewnienie odpowiedniego potencjału kadrowego i organizacyjnego.

³⁴ Przy czym oczywiście nie przesadzamy, które z nich są możliwe formalnie.

³⁵ Pewnym problemem może być to, że biznes plan nie zawiera dodatkowych wymaganych danych, jak na przykład zakładanych wskaźników, być może jednak można to rozwiązać w ten sposób, że do biznes planu dołączany będzie niewielki załącznik z innymi wymaganymi danymi. Wydaje się, że optymalne rozwiązanie można opracować we współpracy z bankami kredytującymi.

³⁶ Chodzi o drobne, ale zwykle bardzo utrudniające życie kwestie, jak to kto podpisuje dany dokument, czy wymagana jest pieczęć etc.

3 Ustalenia analizy *ex ante* w zakresie instrumentów kapitałowych

3.1 Kapitałowe instrumenty zwrotne w ramach POIR 2014-2020

3.1.1 Założenia dotyczące logiki interwencji na rynku *venture capital*

Instrumenty finansowe wsparcia rynku VC zaprojektowane w ramach POIR 2014-2020 miały stanowić kluczowy mechanizm ograniczania (zmniejszania) barier w dostępie do kapitału typu *equity* służącego finansowaniu sektora MŚP. Zaplanowana interwencja stanowiła element realizacji celu głównego POIR (wzrost innowacyjności gospodarki) wspierając jego realizację dwutorowo. Po pierwsze, chodziło o zbudowanie samej infrastruktury rynku *equity* (który był uznawany za bardzo słaby pod względem liczby funduszy, kapitalizacji i skali inwestycji) i po drugie, wykorzystanie jej do (uruchomienia) finansowania sektora MŚP, głównie w zakresie projektów innowacyjnych, w tym innowacji pozyskiwanych z krajowego sektora B+R (w ten sposób przyczyniając się do wzrostu ogólnego poziomu innowacyjności sektora przedsiębiorstw, który również był uznawany za wciąż niezadowalający)³⁷.

Konstrukcja instrumentów finansowych została osadzona na doświadczeniach poprzedniego okresu programowania (POIG 2007-2013). W wyjściowej diagnozie programu (POIR) wskazywano na konieczność zróżnicowania instrumentów wsparcia w zależności od rodzaju adresowanego problemu (dopasowanie instrumentu do cyklu innowacji), odpowiednim dobraniu alokacji (na instrument), właściwym określeniu limitów inwestycyjnych, ustanowieniu odpowiednich systemów wynagradzania zespołów zarządzających i szerszemu wykorzystaniu instytucji aniołów biznesu³⁸.

Istotne zmiany jakościowe – zwiększające skuteczność i efektywność całego systemu wsparcia – zaplanowano (i ostatecznie zrealizowano) w warstwie wdrożeniowo-koordynacyjnej. Instrumenty finansowe zostały zintegrowane w ramach całościowego pakietu, a ich wdrażanie, koordynowanie i monitorowanie zostało powierzone dedykowanej profesjonalnej instytucji (PFR Ventures)³⁹. Dzięki temu posunięciu udało się znacznie ograniczyć rozproszenie i małą spójność mechanizmów wsparcia, jakie funkcjonowały w POIG. Wsparcie, choć niewyłącznie w formie instrumentów finansowych, było wówczas wdrażane przez KFK SA (działanie 3.2 POIG) oraz PARP (poddziałanie 3.1 POIG; a wcześniej 1.2.3 SPOWKP) i także częściowo NCBR (pilotaż programu Bridge Alfa, Bridge VC). Podporządkowując cały system wsparcia (w sensie wykonawczym) PFR Ventures udało się jednocześnie uprościć warstwę regulacyjną, gdyż poprzednio procesy wdrożeniowe były podporządkowane przepisom unijnym, jak i ustawie o KFK, co znacznie ograniczało

³⁷ Szerzej na temat diagnozy, założeń i celów patrz: Program Operacyjny Inteligentny Rozwój na lata 2014-2020, str. 4 i n.

³⁸ Tamże, szczególnie strony: 8, 15, 16.

³⁹ Na temat zastosowanego modelu wdrożeniowego i szczegółowych rozwiązań prawnych do konstrukcji poszczególnych instrumentów patrz raport: Analiza ex-ante możliwości realizacji projektów w obszarze innowacyjności przy wykorzystaniu instrumentów finansowych w perspektywie finansowej UE 2021-2027; punkt 3.3.1.

elastyczność działania KFK⁴⁰. Sytuacja taka nie miała już miejsca w POIR, co dało efekt w postaci stosunkowo łatwego dostosowywania parametrów operacyjnych instrumentów finansowych do wymogów rynku.

Wsparcie w ramach POIR 2021-2027 zostało zorganizowane w formie pięciu instrumentów finansowych, obejmujących swoim zakresem cały cykl rozwoju przedsiębiorstwa, poczynając od fazy załączkowej i startu (instrumenty Starter i Biznest), a następnie fazy rozwoju, ekspansji i wzrostu (instrument Otwarte Innowacje, KOFFI i CVC). Dla wyeliminowania konkurencji pomiędzy funduszami o te same cele inwestycyjne wprowadzono rozgraniczenia pomiędzy instrumentami posługując się dwoma parametrami: limitem kwotowym inwestycji (dla inwestycji pierwotnej i kontynuacyjnej) oraz oczekiwaną strukturą portfela. W tym ostatnim przypadku posłużono się wskazaniem typów przedsiębiorstw kwalifikowanych (A, B, C)⁴¹, jakie mogły znaleźć się w portfelach funduszy, jednocześnie określając (dla instrumentu Starter i Biznest) proporcję pomiędzy poszczególnymi grupami⁴². Tam, gdzie takiej proporcji nie wskazano (Otwarte Innowacje, KOFFI, CVC) elementem oddzielającym instrumenty miał być limit kwotowy inwestycji wynikający też pośrednio z rozmiarów kapitałowych funduszu⁴³. Elementami ograniczającymi konkurencję były też pewne wymogi dodatkowe co do celu inwestycyjnego. W przypadku Otwartych Innowacji był to wymóg występowania elementów innowacji technologicznej⁴⁴, a w CVC – polski pierwiastek, zdefiniowany jako nawiązanie więzi pomiędzy spółką portfelową a Polską poprzez bezpośredni wpływ na polski sektor badawczo-rozwojowy.

Obok zróżnicowania na poziomie elementów polityki inwestycyjnej, kluczowe różnice dotyczyły sfery kapitalizacji powstających funduszy i pozycji inwestorów prywatnych. Instrument Biznest, analogicznie jak większość podobnych zagranicznych rozwiązań tego typu, zakładał koinwestycyjny charakter funduszu z zaangażowaniem aniołów biznesu na poziomie inwestycji portfelowej. Instrument Otwartych Innowacji dopuszczał dwa warianty kapitalizacji – model „*commitmentowy*” i koinwestycyjny - podczas gdy pozostałe

⁴⁰ Przykładowo: zmiana (podwyższenie) limitu inwestycyjnego wymagała zmiany rozporządzenia wykonawczego do ustawy o KFK; proporcja pomiędzy kapitałem prywatnym a publicznym mogła wynosić wyłącznie 50:50, co między innymi uniemożliwiało tworzenie funduszy koinwestycyjnych.

⁴¹ Grupa A – przedsiębiorstwo nie prowadzące działalności na żadnym rynku; grupa B – przedsiębiorstwo prowadzące działalność nie dłużej niż 7 lat licząc od pierwszej komercyjnej sprzedaży; grupa C – przedsiębiorstwo prowadzące działalność (licząc od pierwszej komercyjnej sprzedaży) dłużej niż 7 lat.

⁴² Fundusze wspierane z instrumentu Starter musiały inwestować nie mniej niż 70% swojego portfela (w ujęciu wartościowym) w spółki z grupy A; portfel funduszy wspieranych z instrumentu Biznest musiał w całości składać się ze spółek grupy A i B ($A + B = 100\%$).

⁴³ W takiej sytuacji nawet jeżeli w instrumencie Otwarte Innowacje dopuszczone było inwestowanie w projekty będące w fazie startu, to musiały być to znacznie większe projekty niż te, które znajdowały się w sferze zainteresowania funduszy Starter i Biznest (które także inwestowały w fazę startu).

⁴⁴ Przedmiotem inwestycji mogły być wyłącznie projekty technologiczne realizowane w formule tzw. Otwartych innowacji, obejmujące między innymi uzyskanie certyfikacji wyników prac B+R, budowy wersji demonstracyjnej lub prototypu, kontynuacji prac B+R celem ich wdrożenia oraz akceleracji już ukończonych / pozyskanych prac B+R.

instrumenty (KOFFI, CVC) dopuszczaly jedynie model „*commitmentowy*”. Wkład poszczególnych instrumentów do tworzonych funduszy był różny. Największy udział kapitału publicznego był w przypadku instrumentu Starter (80:20) i Biznest (96:4)⁴⁵; w Otwartych Innowacjach proporcja ta wynosiła 60:40. Dwa pozostałe instrumenty (KOFFI, CVC) funkcjonowały na zasadzie *pari passu* (50:50). Dla uzyskania skutecznego wsparcia tych segmentów rynku VC, które wykazywały największy deficyt kapitałów prywatnych asymetrii na poziomie kapitalizacji funduszy towarzyszyła asymetria w dystrybucji nadwyżki finansowej i/lub straty. Rozwiązanie takie (uprzywilejowanie inwestorów prywatnych „na wyjściu” z inwestycji) zastosowano w instrumencie Starter, Biznest i Otwarte Innowacje⁴⁶.

Tabela 2. Ogólna charakterystyka instrumentów finansowych wspierających rynek VC wdrażanych w POIR 2014-2020

Zmienna / instrument	Starter	Biznest	Otwarte Innowacje	KOFFI	CVC
Faza rozwoju projektu / przedsiębiorstwa	Seed / startup	Seed / startup	Startup / rozwój	Rozwój / ekspansja / wzrost	Rozwój / ekspansja / wzrost
Limit kwotowy inwestycji w spółkę portfelową (*)	4(**)	4	5-60	<60	<60
Kapitał publiczny: kapitał prywatny	80 : 20	96 : 4	60 : 40	50 : 50	50 : 50
Upriwilejowanie na etapie wyjścia	Tak	Tak	Tak	Nie	Nie
Dodatkowe wymagania	Brak	Brak	B+R	Brak	Tak

(*) łącznie z inwestycją kontynuacyjną

(**) początkowo było to 3 mln PLN

Źródło: opracowanie własne na podstawie materiałów PFR Ventures.

3.1.2 Wdrażanie zwrotnych instrumentów kapitałowych

Od maja 2017 roku PFR Ventures rozpoczęło proces ogłaszania naborów na wyłonienie pośredników finansowych mających stworzyć fundusze VC w ramach poszczególnych instrumentów finansowych. Łącznie do końca listopada 2021 roku przeprowadzono 32 nabory oraz dwa nabory w trybie ciągłym. W trakcie tych naborów zespoły zarządzające

⁴⁵ Była to proporcja na poziomie funduszu koinwestycyjnego; na poziomie konkretnej spółki portfelowej proporcja udziału kapitału publicznego/prywatnego musiała wynosić 50:50.

⁴⁶ W funduszach Starter istniały dwa modele podziału środków z wyjść: model 1 – pokrycie straty (do 20% kapitalizacji pośrednika finansowego) z małą asymetrią zysku; model 2 – asymetria zysku. W pozostałych dwóch instrumentach przewidziano wyłącznie asymetrię w podziale zysków. Na temat szczegółowych rozwiązań w zakresie kapitalizacji funduszy oraz uprzywilejowania inwestorów prywatnych patrz: metryki poszczególnych instrumentów finansowych dostępne na stronie www.pfrventures.pl

ubiegające się o dokapitalizowanie ze środków publicznych złożyły 340 ofert. Po procesie oceny i selekcji umowy podpisano z 35 funduszami.

- Najwięcej funduszy powstało w ramach instrumentu Starter. Utworzono tu 14 funduszy o deklarowanej kapitalizacji wynoszącej 710 mln PLN, w tym 537,3 mln PLN stanowił wkład PFR ventures.
- Pięć funduszy⁴⁷ koinwestycyjnych o kapitalizacji wynoszącej 166 mln PLN powstało ze wsparciem instrumentu Biznest.
- W ramach 9 naborów w instrumencie Otwarte Innowacje umowy podpisano z pięcioma funduszami⁴⁸ o kapitalizacji 358,8 mln PLN, przy czym wszystkie zespoły zarządzające zadeklarowały funkcjonowanie wyłącznie w modelu koinwestycyjnym. Po sześć funduszy powstało w dwóch instrumentach funkcjonujących na zasadzie pari passu.
- W przypadku instrumentu KOFFI deklarowana łączna kapitalizacja funduszy wyniosła 329,9 mln PLN przy wkładzie PFR Ventures wynoszącym 164,9 mln PLN. W instrumencie CVC wyniosło to odpowiednio 648,7 mln PLN i 328,6 mln PLN.

Tabela 3. Ogólna charakterystyka dokapitalizowanych funduszy VC w POIR 2014-2020 (na 30.09.2022 r.)

Pozycja / instrument	Starter	Biznest	Otwarte Innowacje	KOFFI	CVC
Liczba naborów	11	12	9	Nabór otwarty	Nabór otwarty
Podpisane umowy (*)	14	5	5	5	6
Łączna deklarowana kapitalizacja (mln PLN)	710	166	358,8	329,9	648,7
Wkład PFR Ventures (mln PLN)	537,3	158,7	345,7	164,9	328,6
Kapitalizacja najmniejszego funduszu (mln PLN)	26	30	37,2	80	60
Kapitalizacja największego funduszu (mln PLN)	71,3	30	81,3	124	160
Łączna liczba spółek w portfelach funduszy	137	60	22	17	46
Łączna kwota inwestycji w spółki (**) (mln PLN)	299,4	132,3	238,7	152	280,4
Średnia wartość inwestycji (mln PLN)	2,2	2,2	10,8	8,9	6,1

⁴⁷ Umowy podpisano z sześcioma zespołami zarządzającymi jednakże jedna umowa została rozwiązana.

⁴⁸ Umowy podpisano z sześcioma zespołami jednakże jedna umowa została rozwiązana.

Pozycja / instrument	Starter	Biznest	Otwarte Innowacje	KOFFI	CVC
Łączny stopień wykorzystania deklarowanej kapitalizacji (%)	54,8	49,3	41,6	59,1	53,9
Liczba zespołów zarządzających, którym wypłacono co najmniej 75% środków w części wkładu UE	4	1	1	1	0

(*) liczba umów aktywnych

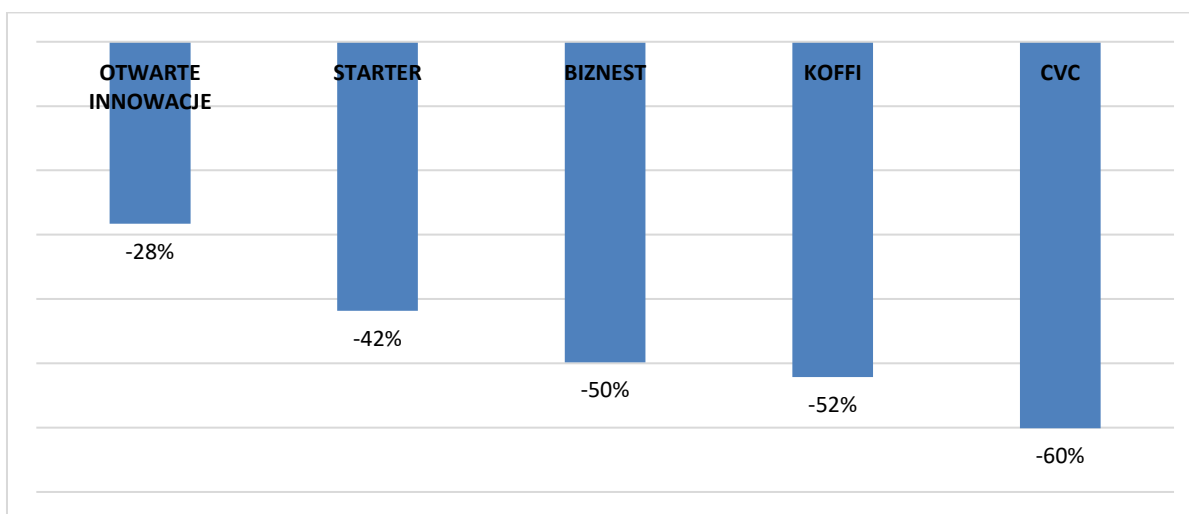
(**) deklarowane kwoty inwestycji wskazywane w umowach z ostatecznym odbiorcami

Źródło: opracowanie własne na podstawie materiałów MFiPR.

Ostateczne alokacje zaproponowane w ramach poszczególnych instrumentów były kilkukrotnie obniżane, w tym ostatni raz w maju 2022 r. Najwyższa obniżka dotyczyła instrumentu CVC, ale tutaj przyczyna związana była z rozwiązaniem umowy z jednym z funduszy funduszy na początku okresu inwestycyjnego.

Początkowe problemy związane z późnym uruchomieniem wsparcia na rynku *venture capital* (tj. pierwsza inwestycja została zrealizowana pod koniec 2018 r., gdzie dla większości funduszy akceleracja inwestycji to rok 2019 i 2020) oraz sytuacja spowodowana pandemią COVID-19, wpłynęły na brak możliwości realizacji alokacji na poziomie założonym w 2015 r.

Wykres 4. Spadek wysokości alokacji – ujęcie procentowe



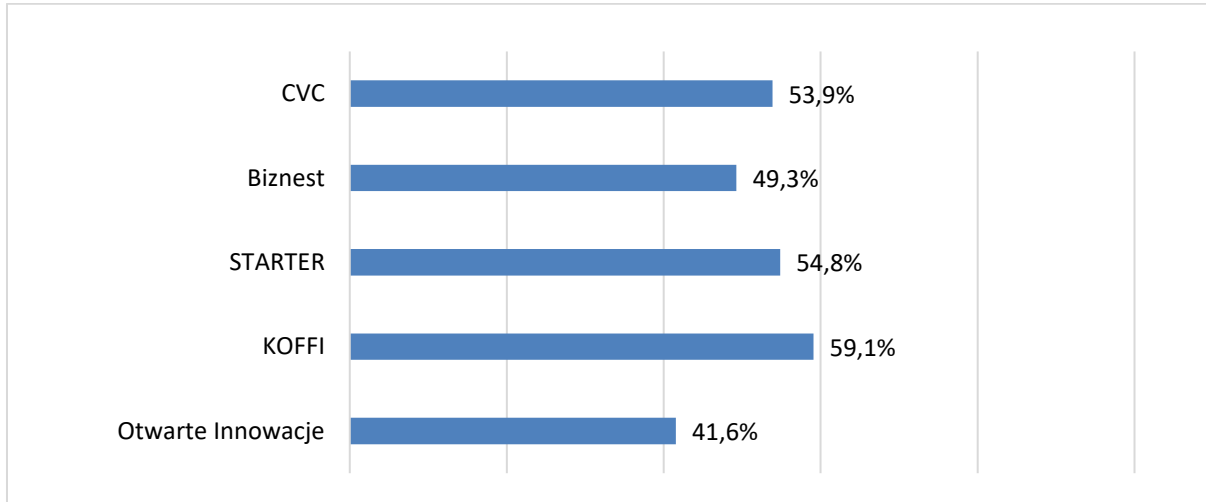
Źródło: opracowanie własne na podstawie materiałów MFiPR.

3.1.3 Postęp realizacji inwestycji w ramach kapitałowych instrumentów zwrotnych

Postęp realizacji inwestycji w ramach kapitałowych instrumentów zwrotnych znajduje się na poziomie około 52%. Najstabilniej z tempem inwestycji radzą sobie fundusze koinwestycyjne, co jest zrozumiałe z uwagi na czas potrzebny zarówno w zakresie przygotowania inwestycji oraz efektywnego skierowania jej do odpowiedniej grupy inwestorów. Przy założeniu, że

okres kwalifikacji inwestycji kończy się z końcem 2023 r. wydatkowanie całej alokacji będzie bardzo trudnym zadaniem. Pod uwagę należy wziąć możliwość realizacji inwestycji typu *follow-on* ale dotyczy to tylko części z funduszy.

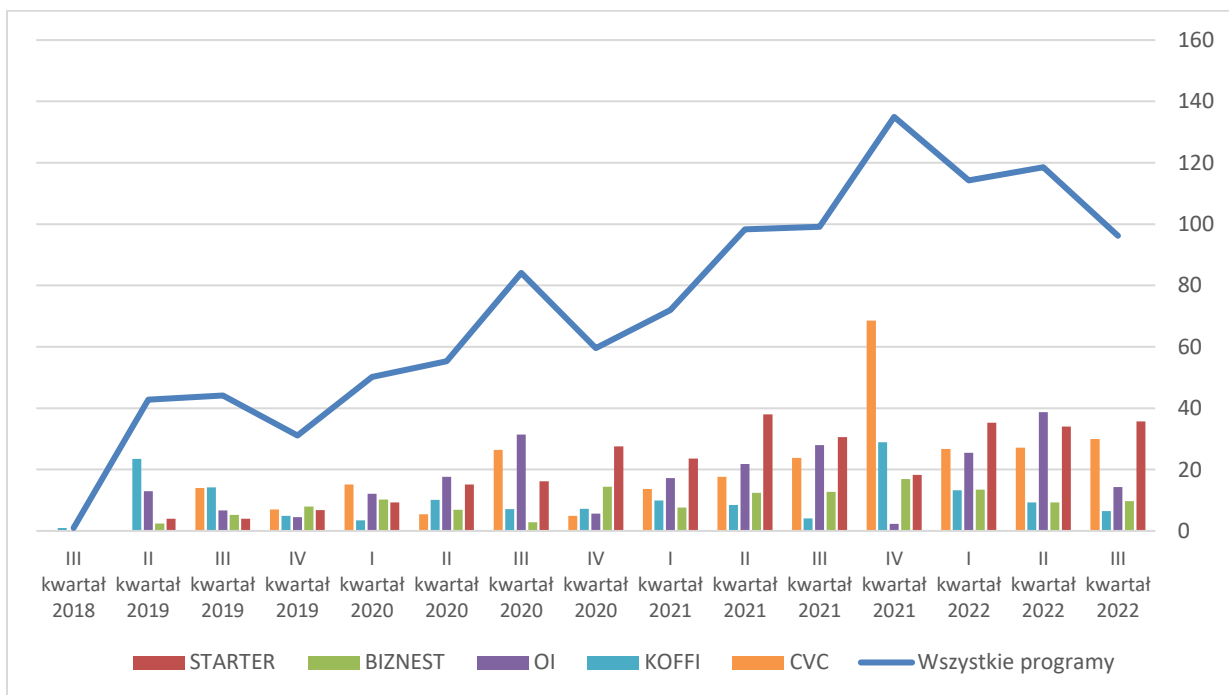
Wykres 5. Postęp realizacji programów – procent wypłaconego wkładu UE (wrzesień 2022)



Źródło: opracowanie własne na podstawie materiałów MFIPR.

Na tempo realizacji inwestycji niewątpliwie negatywny wpływ ma sytuacja makroekonomiczna, co widoczne jest po tempie alokowania środków finansowych na rynek.

Wykres 6. Postęp realizacji programów w ujęciu kwartalnym – kwoty wypłaconych transz w mln PLN (wrzesień 2022)



Źródło: opracowanie własne na podstawie materiałów MFIPR.

Wraz z rosnącą liczbą funduszy oraz zbliżającym się terminem zakończenia okresu inwestycyjnego wartość kapitału powinna się zwiększać, natomiast na rynku widoczny jest spadek inwestycji. Wzrost tempa inwestycji będzie możliwy wraz z realizacją większych inwestycji w programach KOFFI i CVC ale dokładna prognoza w tym zakresie nie jest możliwa.

3.1.4 Kluczowe problemy w okresie POIR 2014-2020

Ponad pięcioletni okres funkcjonowania poszczególnych instrumentów finansowych umożliwił rozpoznanie ich skuteczności i efektywności, wzajemnych zależności, stopnia dopasowania do możliwości i potrzeb rynków (menedżerów, kapitału prywatnego). Poniżej przedstawiamy kluczowe kwestie w naszej ocenie istotne z punktu widzenia rozwiązań projektowanych w nowym okresie programowania (2022-2027).

- 1) Wąskim gardłem procesu wdrażania była podaż zespołów zarządzających. Liczba zespołów, z jakimi rozpoczął się proces formowania rynku VC była stosunkowo mała, a proces ich kształtowania powolny. Brak doświadczenia inwestycyjnego powodował, że w przypadku kilku naborów (pomimo złożenia ofert) do podpisania umowy i zawiązania funduszu nie doszło; szereg funduszy powstało w oparciu o *first-time-teams*. O znacznym zróżnicowaniu jakości pracy zespołów może świadczyć też fakt zróżnicowania tempa budowy portfeli inwestycyjnych, które waha się od kilku do kilkudziesięciu procent (patrz: wykresy w Załączniku).
- 2) Niezwykle istotną barierą w uruchamianiu funduszy okazała się mała podaż kapitałów prywatnych. Stosunkowo dobrze obrazuje to rozrzut wielkości funduszy, gdzie różnica pomiędzy najmniejszym, a największym funduszem mogła wynosić 1:3 nawet w tych instrumentach, w których pomoc publiczna był dość intensywna. Dobrze pokazuje to także fakt, że instrument Otwartych Innowacji zaistniał wyłącznie w modelu koinwestycyjnym, który jest „łatwiejszy” z punktu widzenia gromadzenia rozproszonych kapitałów prywatnych. Na problemy z pozyskiwaniem kapitałów prywatnych złożył się szereg przyczyn, takich jak:
 - atrakcyjność inwestowania na innych rynkach – np. nieruchomości, rynek giełdowy, kryptowaluty,
 - słaba sieć kontaktów członków zespołów zarządzających,
 - mała wiarygodność inwestycyjna zespołów vis a vis inwestorów,
 - konkurencja ze strony innych schematów wsparcia, np. Bridge Alfa,
 - brak zachęt podatkowych dla inwestorów⁴⁹.

⁴⁹ W 2016 r. wprowadzono pierwsze ulgi w podatku dochodowym dla spółek, których przedmiotem było jedynie inwestowanie w spółki prowadzące działalność B+R. Pierwotnie zwolnienie dotyczyło udziałów nabytych w spółkach w 2016 i 2017 r., ale następnie zostało rozszerzone do roku 2023. Z kolei od stycznia 2022 r. wprowadzono ulgi dla osób fizycznych inwestujących bezpośrednio w fundusze *venture capital* oraz jako koinwestycja z funduszem *venture capital*.

- 3) Pomimo wprowadzenia dosyć ostrych rozgraniczeń okazało się, że istnieje ryzyko „nakładania” na siebie instrumentów, czyli konkurowania o te same projekty. Ryzyko takie sygnalizują zbliżone wartości inwestycji szczególnie w przypadku funduszy Starter i Biznest. De facto mamy tu więc do czynienia z jednym instrumentem plus wariant z aniołami biznesu jako inwestorami. Patrząc przez pryzmat średnich wartości inwestycji i rodzajów spółek portfelowych trudno też dostrzec istotną różnicę pomiędzy trzema pozostałymi instrumentami.
- 4) Pewnym problemem okazały się zdefiniowane kwoty limitów inwestycyjnych szczególnie w instrumencie Starter i Biznest. Jakkolwiek mogą się one wydawać adekwatne do kapitałochłonności fazy *pre-seed* i *seed*, to jednak dla fazy startu są one stosunkowo niskie, a szczególnie niskie, gdy w grę wchodzi konieczność inwestycji kontynuacyjnej (w warunkach europejskich faza *seed* to około 750 tys. EUR, a faza startu to 2 mln EUR). Niski limit eliminował więc fundusze z partycypacji w korzyściach z kontynuacji inwestycji szybko doprowadzając do „rozmycia” ich własności.

Tabela 4. Średnia wartość inwestycji VC w Polsce i UE, 2018-2021 (w tys. EUR)

Faza	Kraj	2018	2019	2020	2021
Seed	Polska	431,25	370,74	537,74	403,16
	EU-27	494,39	585,40	517,48	748,39
Start-up	Polska	1 299,04	1 345,75	1 127,27	2 229,83
	EU-27	1 709,65	1 796,19	2 088,52	2 088,96
Later Stage Venture	Polska	1 890,17	10 963,65	4 179,79	1 189,57
	EU-27	3 002,31	4 803,11	4 287,31	13 150,83
Razem VC	Polska	1 124,33	1 770,61	1 364,86	1 605,04
	EU-27	1 613,39	1 963,07	2 124,86	3 573,95

Źródło: opracowanie własne na podstawie Invest Europe / EDC

3.2 Sytuacja w otoczeniu makroekonomicznym (pod kątem inwestycji kapitałowych)

Analiza *ex ante* dotycząca wykorzystania instrumentów finansowych (kapitałowych, gwarancyjnych) w perspektywie finansowej UE 2021-2027 była przygotowywana w okresie sierpień – wrzesień 2020 r. Praktycznie jedynym czynnikiem zakłócającym wówczas funkcjonowanie rynków, który należało uwzględnić w planowaniu średniookresowym była pandemia COVID-19. Prognozy dotyczące rozwoju sytuacji zakładały, że pandemia będzie

miała wpływ na podażową stronę rynków (rozerwanie łańcuchów dostaw) oraz popytową poprzez wzrost inflacji (skutki programów pomocowych/tarcz dla przedsiębiorców). Dostępne prognozy sugerowały jednak stosunkowo szybkie dostosowanie się gospodarek do nowych warunków i szybką akomodację zakłóceń (działania regulatorów/banków centralnych).

Faktycznie rynki stosunkowo szybko zaczęły powracać do równowagi, co było widoczne na poziomie wskaźników wzrostu PKB i inflacji (tylko nieznaczny wzrost cen). Jednocześnie, wpływ pandemii na rynek VC był krótki i ograniczony, a niektóre z obszarów inwestycyjnych przeżywały znaczny rozkwit (*med-tech*, *e-commerce* czy rozwiązania ICT dla pracy i komunikacji zdalnej). W grudniu 2020 roku indeks nastrojów na rynku PE/VC dla regionu Europy Środkowej publikowany przez Deloitte wykazywał najbardziej dynamiczny wzrost w swojej historii, aby w czerwcu 2021 roku osiągnąć wartość 149 pkt. (tylko 10 pkt mniej od rekordu z kwietnia 2007 roku)⁵⁰.

Czynnikiem, który dramatycznie zmienił sytuację makroekonomiczną i warunki funkcjonowania rynków kapitałowych była napaść Rosji na Ukrainę. Wspomniany indeks nastrojów Deloitte w lipcu 2022 roku spadł do poziomu 49 pkt, co odpowiada wartościom notowanym w okresie kryzysu finansowego z 2008 roku⁵¹. 86% ankietowanych przez Deloitte menedżerów funduszy oczekuje dalszego pogorszenia się sytuacji gospodarczej, a 59% zmniejszenia aktywności rynkowej (na rynku PE/VC).

Negatywne zmiany na rynku VC są konsekwencją pogarszania się ogólnego klimatu i wchodzenia gospodarek europejskich w recesję. Obliczany przez Komisję Europejską, wskaźnika nastrojów ESI (*Economic Sentiment Indicator*) w sierpniu 2022 r. po raz szósty z rzędu wykazywał tendencję spadkową i był najniższy od stycznia 2021 r., gdy Europa zmagająca się z drugą falą epidemii COVID-19⁵². Obecnie podstawą rosnącego pesymizmu są m.in. rosnące ceny energii i gazu oraz ryzyko głębokiej recesji: w październiku 2022 roku wskaźnik inflacji w Polsce wyniósł 17,9% rok do roku, a według wstępnych danych Narodowego Banku Polskiego tempo wzrostu PKB w III kwartale 2022 roku pogorszyło się względem początku bieżącego roku⁵³. Ponadto, od dłuższego już czasu obserwuje się spadek inwestycji, mierzony ich udziałem w PKB.

Prognozy sytuacji makroekonomicznej w Polsce w najbliższych latach są pesymistyczne. Według analiz Narodowego Banku Polskiego, listopadowa projekcja inflacji i PKB obejmująca okres od końca 2022 roku do końca 2025 roku wskazuje na szczyt poziomu inflacji CPI

⁵⁰ [Deloitte – fundusze private equity 2020](#) (pobranie 18.11.2022).

⁵¹ [Bankier / Deloitte nastroje sektora Private Equity w Europie Środkowej](#) (pobranie 18.11.2022).

⁵² Zob. „Fatalne nastoje konsumentów i firm w UE. W Polsce jedno z najgorszych”, rp.pl, wrzesień 2022.

⁵³ Mimo wciąż relatywnie wysokiego tempa wzrostu PKB w II kwartale 2022 roku (5,8% rok do roku), zauważalna jest utrata impetu polskiej gospodarki w ostatnich miesiącach z uwagi na spadek dynamiki PKB względem początku roku (przyrost PKB w I kwartale 2022 wyniósł 8,6% rok do roku) i dostępne dane miesięczne za III kwartał 2022. Listopadowa projekcja wskazuje na osłabienie dynamiki wzrostu PKB do 1,5% r/r. w IV kwartale 2022.

(konsumenckiej) w I kwartale 2023 roku (poziom 19,6% r/r.) przy jednoczesnym istotnym spadku dynamiki PKB (-0,8% r/r.), przybliżając perspektywę recesji⁵⁴. Spadek dynamiki wzrostu PKB w Polsce w 2023 roku do poziomu 0,7% r/r. (i jej powolne tempo potencjalnego odbicia w latach następnych) wskazuje na istotne spowolnienie gospodarcze. Towarzyszyć mu będą problemy z zatrudnieniem w polskiej gospodarce - stopa bezrobocia wzrośnie do poziomu 3,5% w 2023, osiągając szczyt na koniec 2025 wynoszący 4,8%. Jednocześnie należy zwrócić uwagę na fakt, że zbliżanie się gospodarki do celu inflacyjnego (inflacja CPI równa 2,5%, +/- 1 p.p.) następować będzie dopiero na koniec horyzontu analizy, co wskazuje na ryzyko zakotwiczenia się inflacji i oczekiwań inflacyjnych, przekładając się na trwały wzrost cen. Szczegółowe dane odnośnie szacunku poziomu PKB, inflacji i stopy bezrobocia w latach 2022-2025 znajdują się w Tabeli 4.

Tabela 5. Projekcja inflacji, PKB i stopy bezrobocia w Polsce w latach 2022-2025, NBP (listopad 2022 r.)

Wyszczególnienie	2022 r.	2023 r.	2024 r.	2025 r.
Inflacja CPI (% r/r)	14,5	13,1	5,9	3,5
PKB (% r/r)	4,6	0,7	2,0	3,1
Stopa bezrobocia (%)	2,8	3,5	4,6	4,8

Źródło: Narodowy Bank Polski (Raport o Inflacji – Listopad 2022). Dostęp online: [NBP raport o inflacji / listopad 2022](#) (pobranie 16.11.2022).

W Polsce w 2021 r. deklaracje inwestorów co do kapitału alokowanego do nowych funduszy VC spadły o 53% w stosunku do roku poprzedniego, gdzie w przypadku krajów Unii Europejskiej (EU-27) nastąpił wzrost o 17% a dla całego regionu CEE zanotowano wzrost o 13% (rekordowy wzrost w przypadku krajów bałtyckich o 367% r/r)⁵⁵. Perspektywy na bieżący rok nie są pewne. Z jednej strony na rynku szereg zespołów zarządzających zadeklarowało uruchomienie nowych funduszy finansowanych z kapitałów prywatnych o charakterze regionalnym (Market One Capital fundusz o wartości 80 mln EUR, OTB Ventures 150 mln EUR) ale także fundusze krajowe (AIP Seed 25 mln EUR, bValue 70 mln EUR, Simpack 20 mln EUR). Należy jednak pamiętać, że proces pozyskiwania inwestorów do tych funduszy w wielu wypadkach rozpoczął się jeszcze przed rozpoczęciem wojny w Ukrainie. Z drugiej strony na rynku nie ma już kapitału publicznego, który w ostatnich czterech latach dostarczał średnio 58% kapitału do nowych funduszy VC⁵⁶. Oznacza to, że

⁵⁴ Raport o Inflacji – Listopad 2022. Narodowy Bank Polski, [NBP raport o inflacji / listopad 2022](#) (pobranie 16.11.2022). Analiza opracowana przez Departament Analiz i Badań Ekonomicznych (DABE) NBP oparta na modelu makroekonomicznym NECMOD. Co istotne, szacunki są wykonane dla założenia o niezmienności poziomu stóp procentowych z października 2022 roku (tzn. dla stopy referencyjnej równej 6,75%)

⁵⁵ 2021 Central and Eastern Europe Private Equity Statistics, Invest Europe Research, June 2022 oraz dane Invest Europe / EDC.

⁵⁶ Op. cit.

przy znacznej aktywności inwestorów prywatnych fundraising w 2022 r. może osiągnąć wartość zbliżoną do roku 2021.

Obecna sytuacja – przy założeniu, że wielce prawdopodobne jest, iż konflikt w Ukrainie będzie z większym lub mniejszym natężeniem trwał także przez cały rok 2023 - może oznaczać następujące konsekwencje dla rynku VC:

- wzrost awersji do ryzyka inwestorów prywatnych; zmniejszenie zainteresowania lokowaniem kapitałów w ryzykowne aktywa na długie terminy,
- realny spadek wartości pieniądza (inflacja) spowoduje erozję wartości kwotowych limitów inwestycyjnych (tj. ich realne obniżenie),
- mniejsza podaż kapitałów prywatnych będzie oznaczać ogólną mniejszą kapitalizację funduszy,
- spowolnienie w inwestycjach do tej pory preferowanych przez PE/VC (e-commerce, marketplaces) i jednocześnie boom na rynku inwestycji w segmenty “zyskujące” na wojnie (transformacja energetyczna, odnawialne źródła energii, cyberbezpieczeństwo, cleantech),
- mniejsza podaż kapitałów prywatnych i recesja spowodują trudności w pełnym zainwestowaniu działających funduszy (szczególnie tych, których portfele są na wczesnym etapie - < 50% zaawansowania).

4 Wnioski i rekomendacje analizy *ex ante*

4.1 Instrument gwarancyjny (FG FENG)

Głównym wnioskiem aktualizacji analizy *ex ante* instrumentów finansowych na potrzeby programu FENG, w części dotyczącej instrumentu gwarancyjnego, jest potwierdzenie zasadności kontynuacji tego instrumentu zarówno w obszarze interwencji CP1, jak i CP2.

Proponowane obecnie parametry instrumentu gwarancyjnego zapewniają ukierunkowanie inwestycji przedsiębiorstw (beneficjentów gwarancji), odpowiednio do wyzwań stojących przed polską gospodarką (wskazanych w podrozdziale 2.1 i 2.2 niniejszego opracowania). W związku z planowanymi w ramach instrumentu dopłatami (w różnych wariantach – do oprocentowania i do kapitału) stanowiącymi istotne zachęty, w szczególności możliwe będzie oddziaływanie instrumentu na wzrost inwestycji prywatnych, wraz z poprawą ich struktury (ukierunkowanie na inwestycje technologiczne, oparte na cyfryzacji, obejmujące robotyzację i automatyzację procesów wytwórczych i usługowych), wzrost inwestycji, zapewniających lepszą innowacyjność oraz dotyczących sfery zazieleniania procesów gospodarczych (zgodnie z wyzwaniami polityki klimatycznej), jak również polepszenie warunków w zakresie dostępności finansowania zewnętrznego (dłużnego), polegający na łatwiejszym dostępie do pieniądza kredytowego. Ważne znaczenie mieć będzie również ułatwianie dostępu do finansowania bieżącego (obrotowego).

Jako ważne dodatkowe wnioski i rekomendacje, proponujemy następujące rozwiązania:

- 1) Rozważenie wprowadzenia dopłat także dla firm z segmentu *small mid-caps* oraz *mid-caps* w ramach gwarancji w sferze CP1 w wysokości do 10% kredytu objętego gwarancją, dla projektów polegających na wdrażaniu modeli biznesowych opartych na automatyzacji, robotyzacji lub cyfryzacji przedsiębiorstw. Zależnie od decyzji, rozwiązanie to może być wprowadzone na późniejszym etapie wdrażania instrumentu – jako efekt obserwacji / monitoringu kształtowania się portfela gwarancyjnego dla MŚP w początkowej/środkowej fazie wdrażania instrumentu (np. po 1-2 latach funkcjonowania), a także po ew. alokacji nowych środków (np. w wyniku oszczędności w ramach innych działań FENG), obecnie bowiem alokacja na FG FENG nie jest bardzo wysoka, szczególnie biorąc pod uwagę nowy instrument dopłat do kapitału.
- 2) Wdrożenie modelu dopłat dla inwestujących MŚP w ramach dwóch progów: 10% w przypadku inwestycji związanych z wdrażaniem innowacji na poziomie firmy (lub też – idealnie – wszelkich projektów inwestycyjnych⁵⁷) w ramach tzw. pierwszej ścieżki oceny (zmniejszenie poziomu dopłaty z 15%) oraz pozostawienie poziomu dopłat w wysokości 20% (drugi próg – bez zmian) w przypadku inwestycji w zakresie

⁵⁷ Wydaje to się możliwe w ramach celu szczegółowego (iii) w ramach CP1, który koncentruje się na wzmocnieniu trwałego wzrostu i konkurencyjności MŚP oraz tworzeniu miejsc pracy w MŚP, w tym poprzez inwestycje produkcyjne.

transformacji cyfrowej, robotyzacji i automatyzacji (tzw. druga ścieżka oceny). W przyszłości, zależnie od kształtowania się portfela poręczeniowego, rozważenie możliwości ograniczenia dopłat wyłącznie dla kredytów obejmujących inwestycje w cyfryzację, robotyzację i automatyzację (poziom dopłaty = 20%), w celu skoncentrowania wsparcia na bardziej innowacyjnych przedsięwzięciach gospodarczych.

- 3) W przypadku gwarancji w ramach CP2, dopuszczenie, być może na kolejnych etapach wdrażania instrumentu, udzielania gwarancji i przede wszystkim dopłat do kapitału także w innym trybie, niż tylko regionalna pomoc inwestycyjna lub pomoc de minimis, a więc w ramach tytułów pomocy publicznej, dotyczących wspierania inwestycji w zakresie efektywności energetycznej, wysokosprawnej kogeneracji oraz pozyskiwania energii ze źródeł odnawialnych (art. 38-43 Rozporządzenia o wyłączeniach grupowych / GBER). Takie rozwiązanie wymagać będzie zapewne zmian w zakresie notyfikowanej metodologii obliczania ekwiwalentu dotacji brutto w odniesieniu do pomocy państwa w formie poręczeń i gwarancji ⁵⁸, dotyczy ona bowiem wyłącznie regionalnej pomocy inwestycyjnej oraz pomocy de minimis.
- 4) Wzmocnienie działań informacyjnych i szkoleniowych dla banków kredytujących i ich klientów. W szczególności, w części „informacyjnej” opracowanie jasnych i jednoznacznych definicji pojęć i kryteriów (np. dotyczących kwalifikowalności z uwagi na typ projektu), interpretacji kluczowych wymogów i kwestii związanych z udostępnianiem dopłat, zapewnieniem dostępu do wysokiej jakości mechanizmu FAQ oraz rzeczowych i przystępnych językowo materiałów informacyjnych dla klientów.
- 5) Krytyczny przegląd planowanych procedur i dokumentacji, dotyczących całego procesu stosowania instrumentu gwarancyjnego, pod kątem dokonania (maksymalizacji) uproszczeń, a także zapewnienia wysokiej standaryzacji (dokumentów i procedur).
- 6) Wzmocnienie potencjału kadrowego i organizacyjnego BGK w odpowiednich komórkach, w przyszłości odpowiedzialnych za zarządzanie instrumentem gwarancyjnym (przede wszystkim z uwagi na większe skomplikowanie nowego instrumentu wobec funkcjonującego dotychczas FG POIR / Gwarancja BiznesMax).

⁵⁸ Zob. https://ec.europa.eu/competition/state_aid/cases/254549/254549_1673231_114_2.pdf

7)

4.2 Instrumenty kapitałowe (CVC i KOFFI)

Tabela 6. Wybrane elementy strategii inwestycyjnych w planowanych instrumentach w ramach FENG

Wyszczególnienie	Starter	Biznest	Otwarte Innowacje	KOFFI	CVC
Alokacja w ramach FENG (budżet inwestycyjny) mln PLN	704	202,4	385	164	272
FENG/POIR (budżet inwestycyjny)	131%	127%	111%	99%	85%
Inwestycja publiczna w pojedynczy fundusz (mln PLN)	25-65 (MAX 85)	29,4-44,1	45-80 (MAX 95)	MAX 70	brak
Planowana liczba funduszy	20	6	5	3-5	4
Udział kapitału publiczny / prywatny	80:20	60:40	60:40	70:30	60:40
Asymetria zysku dla inwestora prywatnego	2,5x	1,5x	1,5x (1,35x koinwestycyjny)	1,5x	1,5x (1,35x koinwestycyjny)
Model commitment	Tak	Nie	Tak	Tak	Tak
Model koinwestycyjny	Nie	Tak	Tak	Nie	Tak
Udział zespołu zarządzającego w kapitalizacji funduszu	Nie	2%	1% (3% koinwestycyjny)		1% (3% koinwestycyjny)
Ticket inwestycyjny	do 5 (3+2)	do 5	od 3 (5 koinwestycyjny) do 15% BI	4-70	do 70

Źródło: opracowanie własne na podstawie Strategii inwestycyjnych i biznes planów BGK.

Projekty strategii inwestycyjnych instrumentów finansowych, jakie planuje się wdrożyć w ramach FENG 2022-2027 zakładają kilka modyfikacji względem rozwiązań funkcjonujących w POIR 2014-2020. Zmiany te można scharakteryzować następująco:

- 1) W przypadku instrumentu KOFFI i CVC formuła *pari passu* ma zostać zastąpiona pomocą publiczną. Asymetria została zaproponowana w zakresie kapitalizacji funduszy i podziału środków z wyjść. W przypadku instrumentu CVC, kapitalizacja funduszy ma się odbywać w formule 60:40 (kapitał publiczny/prywatny), a stopa preferencji dla kapitału prywatnego przy podziale nadwyżki z wyjść ma wynieść

(w relacji do wielkości wkładu prywatnego) 1.5x lub 1.35x w przypadku funduszu działającego w modelu koinwestycyjnym. W instrumencie KOFFI, proporcja kapitałów ma wynieść 70:30, a stopa preferencji 1.5x. Novum w stosunku do warunków POIR jest dopuszczenie – w przypadku instrumentu CVC - możliwości tworzenia funduszy koinwestycyjnych. W przypadku instrumentu KOFFI takiego rozwiązania nie zaplanowano.

- 2) W instrumencie KOFFI obniżono oczekiwaną maksymalną wartość kapitalizacji funduszy. W POIR mogło to być ok. 120 mln PLN (zakładając, że inwestor prywatny nie będzie chciał zwiększać swojego zaangażowania ponad 50%), podczas gdy w FENG taki fundusz będzie miał ok. 100 mln PLN. W instrumencie CVC limit zaangażowania PFR nie został wskazany.
- 3) W instrumencie Otwarte Innowacje reguły uprzywilejowania kapitału prywatnego na etapie podziału nadwyżki z wyjścia zostały uproszczone – mechanizm minimalnej stopy zwrotu i mnożnika (1.7x lub 1.2x) zastąpiono mnożnikiem 1.5x i 1.35x; podwyższeniu uległ dolny limit inwestycyjny; reszta zasad inwestycyjnych pozostała na tym samym lub bardzo zbliżonym poziomie.
- 4) W instrumencie Starter zrezygnowano z asymetrii w pokrywaniu strat (tzw. model 1 – pokrycie straty z małą asymetrią zysku) pozostawiając wyłącznie jeden mnożnik (2.5x); podniesiono też kwotę limitu inwestycyjnego z 2 do 3 mln PLN wprowadzając także opcję tzw. *super follow-on*. Podobnie w instrumencie Biznest uproszono reguły rozliczania nadwyżki z wyjść (jeden mnożnik 1.5x) oraz podwyższono limit inwestycyjny do 5 mln PLN (z 4), wprowadzając również opcję *super-follow on*. Pozostałe warunki zasadniczo nie uległy zmianie, przy czym na oba instrumenty zwiększono alokację środków odpowiednio o 31% i 27%.

W świetle przedstawionych powyżej uwag można sformułować następujące wnioski i rekomendacje aktualizujące analizę *ex ante*:

- 1) Teoretycznie – jeśli instrument KOFFI i CVC analizować indywidualnie w oderwaniu od całego systemu wsparcia VC w tym innych instrumentów wdrażanych przez PFR – to zaproponowane modyfikacje strategii inwestycyjnych polegające na zastąpieniu wariantu *pari passu* mechanizmem pomocy publicznej na poziomie kapitalizacji tworzonych funduszy i asymetrii w podziale nadwyżki z wyjść z inwestycji należałoby uznać za rozwiązanie poprawne co do zasady. Najprawdopodobniej taka asymetria jako bodziec zmniejszający awersję do ryzyka powinna – w obecnej sytuacji społeczno-politycznej (wojna w Ukrainie) - ułatwić pozyskiwanie kapitału prywatnego do tworzonych nowych funduszy VC. Zaproponowana asymetria w podziale nadwyżki (1.5x w przypadku funduszy „commitmentowych” i 1.35x w przypadku funduszy

„koinwestycyjnych”) jest stosunkowo niewielka⁵⁹, co minimalizuje ryzyko oportunistyczne ze strony inwestorów. Jakkolwiek w zagranicznych instrumentach najczęściej spotyka się rozwiązania polegające na wskazaniu tzw. *hurdle rate*⁶⁰ dla inwestorów prywatnych, to zaproponowanie takiego rozwiązania byłoby trudne, gdyż *hurdle rate* powinna odpowiadać co najmniej poziomowi inflacji plus premia, co jest trudne do określenia (*ex ante*) dla perspektywy 10 lat (w obecnych warunkach zagrożenia stagflacją).

2) Ponieważ jednak oba instrumenty (KOFFI, CVC) funkcjonują w ramach szerszego pakietu instrumentów połączonych licznymi wzajemnymi relacjami należy wskazać na szereg problemów jakie mogą się pojawić przy zniesieniu zasady *pari passu*.

- Po pierwsze należy zauważyć, że zaproponowana w instrumencie CVC asymetria pod względem kapitalizacji funduszy (60:40), podziału nadwyżki (1.35x, 1.5x), a dodatkowo także zaplanowanie wariantu koinwestycyjnego dla tego typu funduszy spowoduje znaczne upodobnienie tego instrumentu do Otwartych Innowacji (funkcjonującego praktycznie według takich samych reguł: 60:40, 1.35x, 1.5x). Istnieje więc ryzyko powstania konkurencji pomiędzy oboma instrumentami jako uboczny (niekorzystny) efekt wprowadzonej asymetrii.
- Po drugie pomimo, że asymetria zaproponowana w instrumencie CVC jest teoretycznie poprawnym bodźcem i niewątpliwie będzie ważkim argumentem eksponowanym przez zespoły zarządzające w trakcie procesu poszukiwania kapitału prywatnego, to ogólna użyteczność (z punktu widzenia interesu FENG) takiego bodźca będzie niska. Jak podkreśla się w literaturze, celem funduszy korporacyjnych jest przede wszystkim rozpoznawanie trendów technologicznych („*window on technology*”) i pozyskiwanie strategicznych innowacji; korzyść finansowa ma znaczenie drugoplanowe. Obecnie za kluczowy problem instrumentu CVC należy uznać nie tyle jego atrakcyjność finansową, ale dostęp do sprawnie zarządzanych korporacji, posiadających realne strategie rozwoju oparte o innowacje. Jest dosyć symptomatyczne, że obecnie źródłem kapitału są wyłącznie korporacje z dużym udziałem Skarbu Państwa (choć niektóre korporacje prywatne realizują inwestycje w formule CVC, a także występują jako koinwestorzy w funduszach Otwartych Innowacji). Dla tego typu podmiotów korzyść finansowa (wynikająca z asymetrii) może mieć niezwykle małą wartość krańcową, gdyż faktycznie będzie niezauważalna

⁵⁹ Hipotetycznie można przyjąć, że przy mnożniku 1.35x nadwyżka przypadająca na kapitał prywatny jest o około 17,4% wyższa od nadwyżki przypadającej na kapitał PFR.

⁶⁰ Przykładowo po zwrocie wkładów do funduszu w instrumencie VC w Chorwacji dalsza nadwyżka jest wypłacana inwestorom prywatnym aż do osiągnięcia *hurdle rate* na poziomie 4% p.a., w instrumencie VC na Litwie było to 6% p.a. natomiast w Enterprise Capital Funds było tzw. *cap* (ograniczenie) na poziomie 3% dla nadwyżki przypadającej na kapitał publiczny.

w rachunku wyników (będzie to więc niezauważalny bonus dla korporacji i duży koszt alternatywny dla PFR). Pytaniem otwartym jest, czy proponowana asymetria stanie się bodźcem przyciągającym uwagę dużych/średnich korporacji prywatnych, z których szereg prowadzi już działalność inwestycyjną zbliżoną do VC. W chwili obecnej działa kilka funduszy w formule CVC, które nie korzystają ze wsparcia publicznego m.in. Pracuj Ventures, Vigo Ventures, fundusz Alior Banku RBL VC, czy zespoły wewnątrz korporacyjne działające na zasadach *venture capital* (Adamed czy Ciech). Z pozyskanych informacji wynika, że dla tego typu podmiotów atrakcyjnym rozwiązaniem może być uzyskanie wzmocnienia kapitałowego dla własnej strategii inwestycyjnej, a nie partycypacja w „zewnętrznym” funduszu CVC, zarządzanym przez zupełnie „obcy” zespół skrzepowany „zewnętrznymi” wytycznymi inwestycyjnymi.

- Należy wskazać także kilka innych kwestii, które mogą spowodować, że zaplanowana asymetria okaże się zbyt słaba lub nie zadziała w ogóle (tj. nie uatrakcyjni instrumentów). Po pierwsze, jak wynika z danych zaprezentowanych wcześniej, na rynku nadal będzie występował deficyt zespołów zarządzających (zakładając, że uruchomienie nowych instrumentów rozpocznie się pod koniec 2023 roku). Pomimo, że mamy już za sobą co najmniej cztery okresy (1.2.3 SPOWKP, KFK, Bridge Alfa, POIR), w których możliwe było zdobywanie doświadczenia i budowanie renomy, to rynek menedżerski nadal jest płytki z niewielką liczbą w miarę stałych zespołów o długim tzw. „*track record*”, czy menadżerów mogących pochwalić się atrakcyjnymi stopami zwrotu z wyjścia z inwestycji. Jest możliwe, że wiele zespołów funkcjonujących obecnie rozpadnie się i proces formowania i zgrywania nowych potrwa jakiś czas, co nieco utrudni ocenę ich skuteczności i wiarygodności. Ponadto tempo budowy portfeli funduszy dokapitalizowanych przez PFR zostało spowolnione (pandemia COVID-19), czego efektem jest to, że pod koniec 2023 roku tylko niewielka ich liczba (z posiadanych danych wynika, że portfele zaawansowane na poziomie 75% posiada obecnie jedynie siedem zespołów) będzie miała zdolność do udziału w nowych naborach. Aby w elementarny sposób zaadresować ryzyko słabości rynku menedżerów konieczne jest umożliwienie tworzenia funduszy „na zakładkę”: dwa fundusze zarządzane przez jeden zespół, w tym fundusz starszy, który nie jest w pełni zainwestowany⁶¹. Po drugie elementem, który może osłabiać użyteczność zaprojektowanych bodźców (asymetrii) może być także problem z adekwatnym poziomem wynagradzania zespołów zarządzających. Poziom *management fee* przewidziany w FENG został obniżony do 15%. Może to się nałożyć na spadek

⁶¹ Jest to obecnie możliwe pod warunkiem że „stary” fundusz jest zainwestowany w ok 70%; konieczna jest zatem analiza ile zespołów byłoby dostępnych (i mogło brać udział w nowych naborach), gdyby granicę tą obniżyć np. do 68%, 66%, 64%, 62%, itd.

rozmiarów funduszy (trudność w pozyskaniu kapitału prywatnego), przez co nominalne wartości wynagrodzenia okażą się jeszcze niższe. Może to zniechęcić bardziej doświadczone zespoły do tworzenia funduszy (i zachęcić je do patrzenia w stronę EFI) oraz/lub zrodzić wątpliwość po stronie dawców kapitału w to, czy zespoły zarządzające będą w stanie racjonalnie dbać o jakość inwestowania ich pieniędzy. Rozwiązaniem może być zwiększenie maksymalnej alokacji do jednego funduszu w ramach środków europejskich, tworzenie funduszy koinwestycyjnych, zarządzanie więcej niż jednym funduszem (na co wskazujemy wcześniej) lub podwyższenie procentowych stóp wynagrodzenia.

- 3) Należy także zauważyć, że całkowity brak w portfelu PFR instrumentu „neutralnego” czyli *pari passu* także może mieć pewne ujemne konsekwencje dla rynku VC. Najprawdopodobniej sytuacja ta zniechęci niektóre zagraniczne fundusze do pozyskiwania kapitału z PFR Ventures i inwestowaniu go na terenie Polski z uwagi na problemy związane z pomocą publiczną (kumulacją lub też ogólną niechęcią do angażowania się w takie instrumenty – tj. z pomocą publiczną). Z kolei fundusze krajowe, których inwestycje realizowane są bez pomocy publicznej (co jest ich elementem strategii inwestycyjnej) będą również zmuszone do poszukiwania kapitału w innych krajach lub na poziomie europejskim (EIF). Rozwiązaniem powyższego problemu jest odpowiednie zaznaczenie w dokumentach konkursowych PFR Ventures możliwości zrezygnowania ze wskazanej asymetrii. Należy jednak pamiętać, że w takiej sytuacji (tj. bez asymetrii zysku i przewagi kapitału publicznego) fundusz nadal będzie dysponował środkami strukturalnymi i wszystkimi obowiązkami i ograniczeniami z tym związanymi.

W związku z przedstawionymi powyżej implikacjami związanymi z planowanym wdrożeniem asymetrii w dwóch instrumentach rekomendujemy:

- 1) Wdrożenie instrumentu KOFFI uwzględniającego pomoc publiczną przy zachowaniu asymetrii zysku na poziomie 1.5x oraz wyłącznie w modelu *commitmentowym*. Z uwagi na ryzyko konkurencji z instrumentami CVC i Otwartych Innowacji rekomendujemy obniżenie udziału pomocy publicznej maksymalnie do 60%, tak aby zachować proporcje określone w pozostałych programach. Zgodnie z przedstawioną strategią inwestycyjną instrument KOFFI powinien zakładać możliwość inwestycji *multi-stage* przy maksymalnej wartości inwestycji w pojedynczą spółkę zgodnie z przyjętymi zasadami maksymalnej koncentracji funduszu.
- 2) Z uwagi na prognozowane problemy z dostępnością kapitału prywatnego oraz zidentyfikowanym przez PFR Ventures zainteresowaniem prywatnych korporacji instrumentem CVC, rekomendujemy utrzymanie instrumentu CVC z udziałem kapitału publicznego na maksymalnym poziomie 60% oraz asymetrii zysku 1.5x w ramach modelu *commitmentowego*.

- 3) W przypadku utrzymania modelu CVC bez pomocy publicznej (*pari passu*) należy rozważyć możliwość tworzenia funduszy, gdzie zespół zarządzający wywodziłby się wprost z korporacji, natomiast fundusz funkcjonowałby w ramach wydzielonej struktury składającej się ze spółki zarządzającej (będącej spółką zależną danej korporacji) przy kontraktowym zabezpieczeniu realizowanej strategii inwestycyjnej (finansowana ze środków korporacji i PFR Ventures), tak aby faktycznie dotyczyła inwestycji typu *venture capital*.
- 4) Model koinwestycyjny w ramach instrumentu CVC powinien zostać zaniechany, gdyż istnieje możliwość realizacji analogicznych inwestycji w ramach instrumentu Otwartych Innowacji. Na powyższą rekomendację składają się następujące argumenty:
 - model koinwestycyjny w ramach CVC nie zapewnia gwarancji wykorzystania alokacji środków publicznych w okresie kwalifikowalności FENG, co przy dotychczasowych problemach (POIR) związanych z pozyskaniem inwestorów do instrumentu CVC dodatkowo podwyższa ryzyko realizacji programu,
 - model koinwestycyjny utrudnia realizację specjalistycznej strategii inwestycyjnej funduszu z uwagi na potrzebę doboru inwestorów osobno dla każdej inwestycji przy jednoczesnym konflikcie interesów pomiędzy korporacjami pochodzącymi z tej samej branży. Tym samym transakcje będą realizowane przez fundusze zgodnie ze strategią *generalist* tj. bez specjalizacji sektorowej co wzmocni konkurencję z instrumentem Otwartych Innowacji działającym na zbliżonych samych zasadach.
- 5) Dla podwyższenia średniej wartości inwestycji w spółki, zwłaszcza na wcześniejszych etapach rozwoju oraz utrzymanie udziału funduszu w kolejnych rundach, niezbędne jest zapewnienie możliwości realizacji inwestycji kontynuacyjnych (*follow-on*). Z uwagi na ograniczenia dotyczące wykorzystania środków strukturalnych w ramach perspektywy 2021-2027, rekomendujemy wykorzystanie na ten cel środków pochodzących ze zwrotów z instrumentów finansowych POIR.
- 6) Umożliwienie tym zespołom zarządzającym, które jeszcze nie w pełni zakończyły procesy inwestycyjne (w istniejącym funduszu), ale których poziom zainwestowania w ocenie PFR Ventures wskazuje na skuteczność, wiarygodność i efektywność działania, udziału w naborach na utworzenie kolejnego (drugiego) funduszu (jeszcze przed pełnym zamknięciem pierwszego) przy uwzględnieniu możliwości osobowych w zakresie realizacji bieżących zadań oraz pozyskiwania kapitału od inwestorów prywatnych.

5 Aktualizacja analizy ex ante możliwości realizacji projektów w obszarze innowacyjności przy wykorzystaniu instrumentów finansowych w perspektywie finansowej UE 2021-2027 w związku z koniecznością zwiększenia atrakcyjności instrumentu gwarancyjnego CP2

W związku z niskim poziomem wykorzystania środków z Zielonego Funduszu Gwarancyjnego FENG wdrażanego przez Bank Gospodarstwa Krajowego w ramach działania 03.02 FENG niezbędne jest wprowadzenie zmian, które spowodują zwiększenie zainteresowania przedsiębiorców gwarancjami udzielanymi z Funduszu, zgodnie z Art. 58 ust. 3 i 5 rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2021/1060 z dnia 24 czerwca 2021 r., IZ FENG dokonuje aktualizacji Analizy ex-ante możliwości realizacji projektów w obszarze innowacyjności przy wykorzystaniu instrumentów finansowych w perspektywie finansowej UE 2021-2027 w zakresie instrumentów gwarancyjnych FENG, w zakresie analizy możliwości zwiększenia dopłaty do kapitału kredytu dla gwarancji z Zielonego Funduszu Gwarancyjnego FENG z 20 do 30% w celu zwiększenia rynkowej atrakcyjności produktu Gwarancja Ekomax i wzrostu popytu rynku na gwarancję.

Dopłata do kapitału stanowi wsparcie na rzecz przedsiębiorcy który:

- 1) uzyskał kredyt objęty gwarancją FG FENG CP2 i wykorzystał go zgodnie z celem określonym w umowie kredytu (w przypadku pomocy de minimis) lub na sfinansowanie kosztów kwalifikowanych projektu inwestycyjnego wykazanych w planie projektu inwestycyjnego (w przypadku regionalnej pomocy inwestycyjnej);
- 2) zrealizował projekt objęty kredytowaniem (kredyt inwestycyjny);
- 3) nie posiada zaległości w spłacie kredytu;

Wartość dopłaty przed aktualizacją wynosiła 20% kapitału kredytu, z zastrzeżeniem przepisów o pomocy publicznej

5.1 Uzasadnienie aktualizacji Analizy ex-ante

Choć gwarancje z Zielonego Funduszu Gwarancyjnego FENG są dostępne na rynku od 1,5 roku to dotychczasowe wykorzystanie środków z wkładu programu do instrumentu finansowego jest niewielkie.

29 grudnia 2023 r. IZ FENG przekazała BGK w formie zaliczki środki z stanowiące 30% kwoty Wkładu z Programu - 231 300 000 zł. Do 31 sierpnia 2025 r. w systemie CST2021 BGK zarejestrował 22 umowy kredytu inwestycyjnego zabezpieczone Gwarancją Ekomax na łączną kwotę 30 mln zł, co po uwzględnieniu w gwarancjach mnożnika (x4) oznacza zakontraktowanie do 31 sierpnia 2025 r. 1,7% alokacji na gwarancje. Zgodnie ze wskaźnikiem

rezultatu *Liczba inwestycji proekologicznych realizowanych przez małe i średnie przedsiębiorstwa (MŚP)* oczekiwana wartość liczby inwestycji po zakończeniu projektu wynosi 580 a do 31 sierpnia 2025 r. w systemie CST2021 zarejestrowano tylko 22 umowy kredytowe z Gwarancją Ekomax.

Jednocześnie, na rynku notowany jest bardzo wysoki popyt przedsiębiorców na gwarancje z drugiego finansowanego z FENG instrumentu gwarancyjnego – Funduszu Gwarancyjnego (produkt Gwarancja Biznesmax Plus), w ramach którego od 2024 r. do 31 lipca 2025 r. udzielono 942 gwarancji na kwotę 1,8 mld zł, co pozwoliło uruchomić dla przedsiębiorców finansowanie dłużne z banków na kwotę ponad 3,1 mld zł.

Tabela 7 - Porównanie wykorzystania alokacji na gwarancje pomiędzy FG FENG a ZFG FENG

Działanie FENG	Fundusz Gwarancyjny FENG	Zielony Fundusz Gwarancyjny FENG
Produkt BGK	Gwarancja Biznesmax Plus	Gwarancja Ekomax
Alokacja na gwarancje	670 mln zł	440 mln zł
Alokacja po zastosowaniu mnożnika x4	2,68 mld zł	1,76 mld zł
Gwarancje udzielone przez BGK	1,83 mld zł	30 mln zł
Współczynnik udzielonych gwarancji do alokacji	68,28%	1,70%

Wymogi dotyczące konieczności przeprowadzania audytów energetycznych i zrealizowania 30% oszczędności energii pierwotnej w porównaniu do stanu sprzed inwestycji, dotyczące wszystkich instrumentów finansowych w CP2 w ramach perspektywy 2021-2027, stanowią barierę dla popytu na instrumenty finansowe wspierające efektywność energetyczną, w tym również barierę popytu na produkt Ekomax. Inwestycje w poprawę efektywności energetycznej napotykają również na barierę wynikającą z niskiej świadomości przedsiębiorstw w zakresie transformacji energetycznej i ograniczonych potrzeb inwestycyjnych firm w tym obszarze.

Gwarancja Ekomax konkuruje na rynku z wieloma innymi instrumentami pożyczkowymi i kredytowymi wspierającymi inwestycje w poprawę efektywności energetycznej i zwiększenie skali transformacji energetycznej przedsiębiorstw oferowanymi w ramach programów regionalnych finansowanych ze środków unijnych perspektywy finansowej 2021-2027, w tym z niskooprocentowanymi pożyczkami (0-2%).

W ramach programów krajowych, Gwarancja Ekomax uzupełnia wsparcie dostępne w FENG ze środków działania Kredyt Ekologiczny (03.01 FENG) - instrument skierowany do

przedsiębiorstw planujących modernizację infrastruktury technicznej (budynków, maszyn, urządzeń) w celu obniżenia zużycia energii pierwotnej o minimum 30%, w którym przedsiębiorcy mogą uzyskać premię ekologiczną - dotację pokrywającą część kapitału kredytu, która wynosi od 15% do 80% w zależności od rodzaju wydatku, wielkości przedsiębiorstwa oraz lokalizacji inwestycji. Działania dotychczas zrealizowane w ramach FENG, mające na celu zwiększenie zainteresowania przedsiębiorców Gwarancją Ekomax, poprzez zmianę kryteriów wyboru projektów dla konkurencyjnego dla Zielonego Funduszu Gwarancyjnego Kredytu Ekologicznego, polegające na wprowadzeniu we wrześniu 2024 r. progu 2 mln zł jako minimalnej kwoty wydatków kwalifikowanych dla projektów, w ramach których Beneficjenci wnoszą o wsparcie na inwestycję w ramach Kredytu, nie przyniosły oczekiwanych rezultatów w postaci widocznego zwiększenia zainteresowania Gwarancją Ekomax przez przedsiębiorców realizujących mniejsze projekty inwestycyjne (do 2 mln zł).

Należy podkreślić, że w przypadku zwiększenia dopłaty do kapitału w Gwarancji Ekomax z 20 do 30%, zgodnie z Wytycznymi *Combination of financial instruments and grants under shared management funds in the 2021-2027 programming period*, kwota kapitału kredytu inwestycyjnego dofinansowana w formie dopłaty nie będzie mogła być objęta gwarancją (dopłata do kapitału może objąć tylko tę część kredytu zaciągniętego przez przedsiębiorcę, która nie jest zabezpieczona gwarancją Ekomax).

5.2 Proponowaną kwota wkładu z Programu do instrumentu finansowego i szacowany efekt dźwigni, wraz z krótkim uzasadnieniem

Proponowana w związku z aktualizacją analizy ex-ante kwota Wkładu finansowego z Programu do instrumentu Zielony Fundusz Gwarancyjny, nie ulega zwiększeniu.

Zwiększenie poziomu dopłaty do kapitału z 20 do 30% w Zielonym Funduszu Gwarancyjnym nie spowoduje zwiększenia ryzyka szkodowości portfela wynikającej z oszacowania oczekiwanego i nieoczekiwane ryzyka – współczynnik mnożnikowy pozostaje na poziomie 25%. Dźwignia finansowa jako relacja wygenerowanego potencjału gwarancyjnego i alokacji do FG FENG wyniesie 4 krotność zaangażowanych środków publicznych pochodzących z wkładu finansowego.

5.3 Proponowane produkty finansowe, w tym ewentualna potrzeba zróżnicowanego traktowania inwestorów

Podstawowe parametry finansowe gwarancji FG FENG CP2 nie ulegają zmianie - szczegóły zostały wskazane w Tabeli 8.

Tabela 8 - Parametry produktowe w zakresie gwarancji FG FENG CP2

Maksymalna kwota gwarancji	Do 2 500 000 EUR
Minimalna kwota gwarancji	Brak minimum
Maksymalny czas trwania gwarancji	<p>Do 20 lat, jednakże nie dłużej niż to wynika z ograniczeń związanych z pomocą publiczną.</p> <p>Uzasadnienie:</p> <p>W przypadku gwarancji udzielanych jako pomoc de minimis albo regionalna pomoc inwestycyjna, istnieje możliwość wyliczenia ekwiwalentu dotacji brutto (EDB) w oparciu o metodologię zgłoszoną do Komisji Europejskiej.</p> <p>Ograniczenia czasu trwania gwarancji wynikają z maksymalnych dopuszczalnych poziomów EDB, przy czym każdy rok trwania gwarancji wiąże się z naliczeniem określonej wartości EDB.</p> <p>Suma tych wartości zdyskontowanych na dzień udzielenia gwarancji, nie może przekraczać:</p> <ul style="list-style-type: none"> - równowartości 200 000 EUR dla pomocy de minimis (zgodnie z rozporządzeniem 1407/2013), - maksymalnej intensywności pomocy publicznej (relacja EDB do kosztów kwalifikowanych).
Prowizja	Bez prowizji
Procent pokrycia ryzyka kredytowego	Do 80% pozostającego do spłaty kapitału kredytu.
Beneficjenci końcowi	MŚP, small mid-caps oraz mid-caps
Pośrednicy finansowi	Brak pośredników, dystrybucja poprzez Banki Kredytujące, które podpiszą umowę portfelową z BGK w ramach FG FENG CP2.
Pomoc publiczna	De minimis lub regionalna pomoc inwestycyjna
Ocena ryzyka	Dokonywana przez Bank Kredytujący
Kryteria kwalifikowalności	Gwarancja jako zabezpieczenie kredytów inwestycyjnych udzielanych w przedmiotowej ścieżce oceny z przeznaczeniem na finansowanie rozwiązań efektywnych energetycznie.

Weryfikacja kryteriów kwalifikowalności	Bank Kredytujący wpisuje gwarancję do gwarantowanego portfela na podstawie oceny potwierdzającej spełnienia warunków FG FENG CP2 oraz dopuszczalność udzielenia pomocy publicznej.
Maksymalna wysokość finansowania	Kredyt bankowy gwarantowany max. do 80% ze środków FG FENG CP2. Wysokość wkładu własnego przedsiębiorcy zależna od polityki kredytowej banku.
Dźwignia finansowa	Wartość akcji gwarancyjnej – 4 krotność w stosunku do alokacji z FG FENG CP2 przeznaczonej na gwarancje. Wartość akcji kredytowej – 5 krotność w stosunku do alokacji z FG FENG CP2 przeznaczonej na gwarancje

Podstawowe parametry finansowe dopłaty do kapitału kredytów inwestycyjnych zostały wskazane w Tabeli 9.

Tabela 9 - Parametry produktowe w zakresie dopłaty do kapitału kredytów inwestycyjnych objętych gwarancją FG FENG CP2

Kryteria dostępu	<p>Dopłata do kapitału kredytu stanowi wsparcie na rzecz przedsiębiorcy który:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. uzyskał kredyt objęty gwarancją FG FENG CP2 i wykorzystał go zgodnie z celem (w przypadku pomocy de minimis) lub na sfinansowanie kosztów kwalifikowanych projektu inwestycyjnego ponoszonych zgodnie z kosztorysem projektu inwestycyjnego załączonego do wniosku o udzielenie gwarancji (w przypadku regionalnej pomocy inwestycyjnej); 2. zrealizował projekt objęty kredytowaniem (kredyt inwestycyjny); 3. nie posiada zaległości w spłacie kredytu; 4. spełnia warunki dla otrzymania pomocy de minimis lub regionalnej pomocy inwestycyjnej. <p>Wartość dopłaty wynosi 30% kapitału kredytu, z zastrzeżeniem przepisów o pomocy publicznej</p>
------------------	--

	Inwestycja finansowana kredytem z gwarancją FG FENG CP2, która polega na modernizacji przedsiębiorstwa w kierunku zwiększenia efektywności energetycznej będzie cechować się ustalonym na etapie wnioskowania poziomem oszczędności energii w zakresie poprawy efektywności energetycznej przedsiębiorstwa. W celu zachowania zgodności z wytycznymi Combination of financial instruments and grants under shared management funds in the 2021-2027 programming period kwota kapitału kredytu inwestycyjnego dofinansowana w formie dopłaty nie może być objęta gwarancją.	
Beneficjenci końcowi	MŚP	
Pomoc publiczna	Dopłata do kapitału stanowi pomoc de minimis lub regionalną pomoc inwestycyjną. Datą udzielenia pomocy jest dzień, w którym dopłata została przyznana w wyniku pozytywnego rozpatrzenia wniosku. Kosztem kwalifikowanym jest kapitał kredytu przeznaczony na sfinansowanie inwestycji.	
Tryb naboru wniosków	Wnioski będą przyjmowane i rozpatrywane w trybie ciągłym	

5.4 Proponowana grupa docelowa ostatecznych odbiorców

Zielony Fundusz Gwarancyjny to instrument skierowany do przedsiębiorstw z sektora MŚP oraz przedsiębiorstw typu small mid caps i mid-caps, realizujących projekty spełniające kryteria kwalifikowalności gwarancji FG FENG CP2. Dopłaty do kapitału kredytu objętego gwarancją dotyczą tylko MŚP, zatem wnioskowana zmiana dotyczy tylko przedsiębiorstw z sektora MŚP.

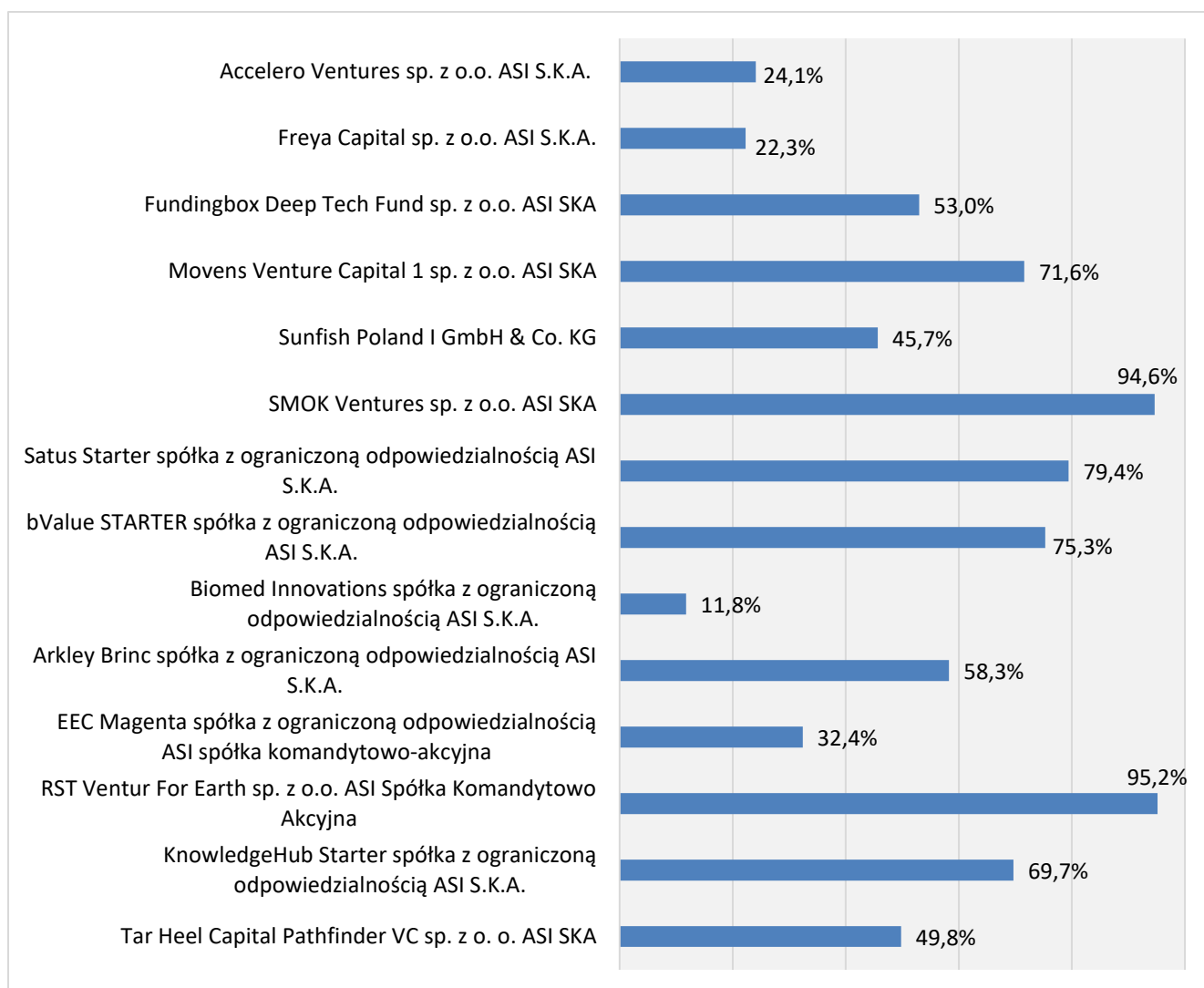
5.5 Oczekiwany wkład instrumentu finansowego w osiągnięcie celów szczegółowych.

Wkład instrumentu finansowego w osiągnięcie celów szczegółowych został określony we wskaźnikach rezultatu.

6 Załączniki

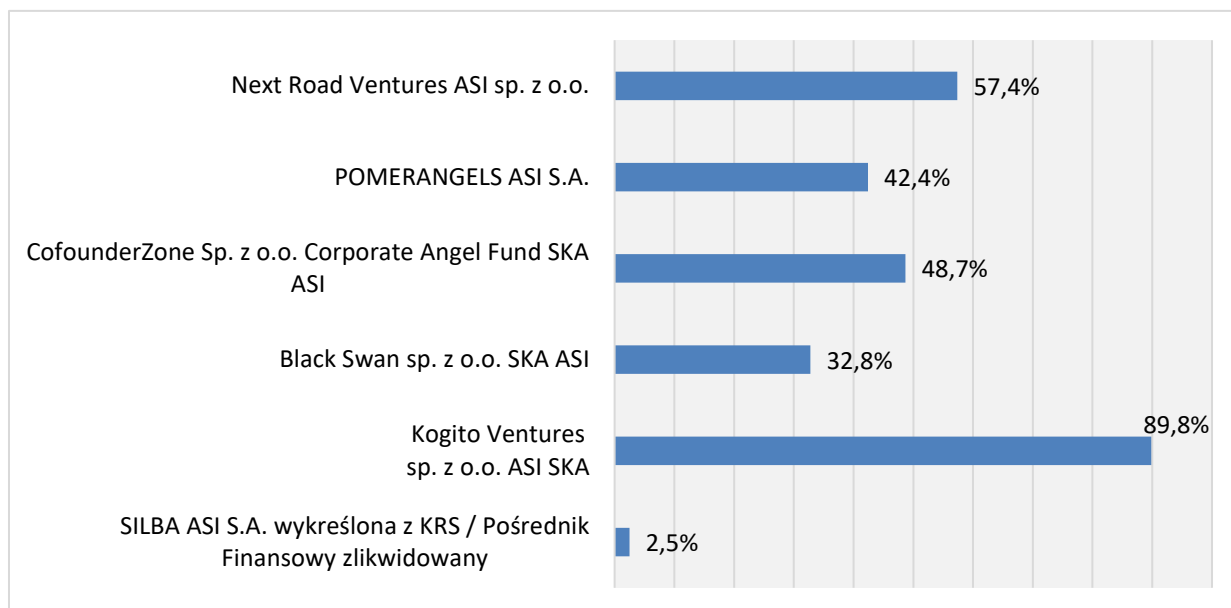
6.1 Postęp realizacji inwestycji w ramach poszczególnych instrumentów kapitałowych POIR

Wykres 7. Postęp realizacji programu Starter – procent wypłaconego wkładu UE (wrzesień 2022)



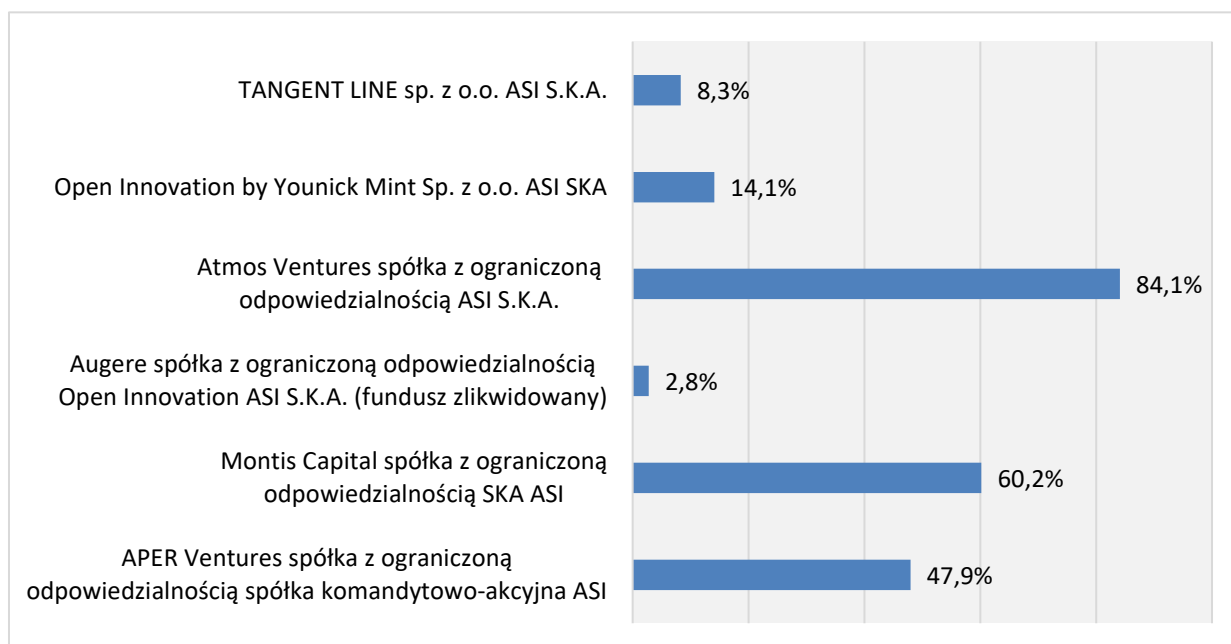
Źródło: opracowanie własne na podstawie materiałów MFIPR.

Wykres 8. Postęp realizacji programu Biznest – procent wypłaconego wkładu UE (wrzesień 2022)



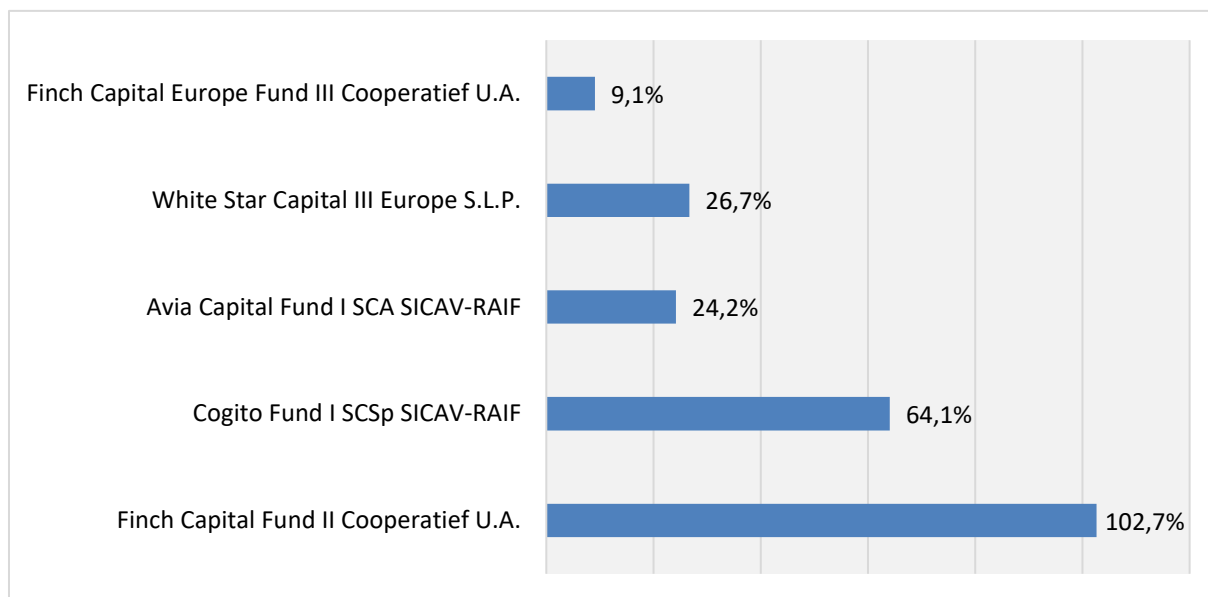
Źródło: opracowanie własne na podstawie materiałów MFIPR.

Wykres 9. Postęp realizacji programu Otwarte Innowacje – procent wypłaconego wkładu UE (wrzesień 2022)



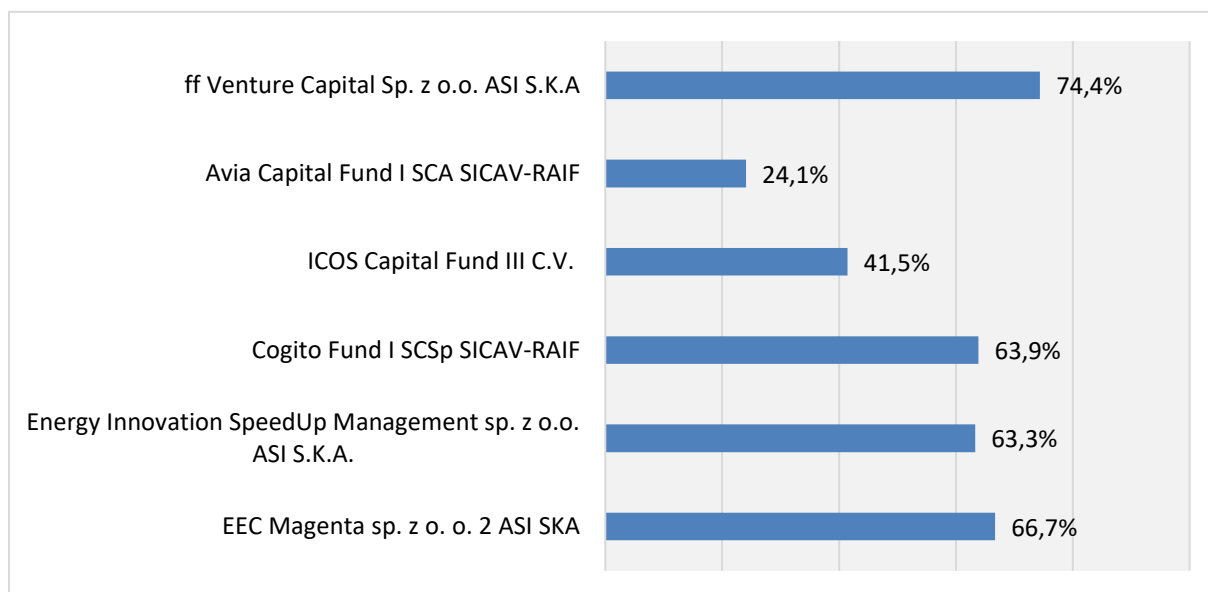
Źródło: opracowanie własne na podstawie materiałów MFIPR.

Wykres 10. Postęp realizacji programu KOFFI – procent wypłaconego wkładu UE (wrzesień 2022)



Źródło: opracowanie własne na podstawie materiałów MFIPR.

Wykres 11. Postęp realizacji programu CVC – procent wypłaconego wkładu UE (wrzesień 2022)



Źródło: opracowanie własne na podstawie materiałów MFIPR.

6.2 Spis wykresów i tabel

Spis wykresów

Wykres 1.	Stopa inwestycji – Polska na tle UE (od 2020 – UE27)	13
Wykres 2.	Poziom innowacyjności gospodarek krajów członkowskich Unii Europejskiej	15
Wykres 3.	Jakość portfela kredytowego banków (należności ze stwierdzoną utratą wartości)	17
Wykres 4.	Spadek wysokości alokacji – ujęcie procentowe	30
Wykres 5.	Postęp realizacji programów – procent wypłaconego wkładu UE (wrzesień 2022)	31
Wykres 6.	Postęp realizacji programów w ujęciu kwartalnym – kwoty wypłaconych transz w mln PLN (wrzesień 2022)	31
Wykres 7.	Postęp realizacji programu Starter – procent wypłaconego wkładu UE (wrzesień 2022)	50
Wykres 8.	Postęp realizacji programu Biznest – procent wypłaconego wkładu UE (wrzesień 2022)	52
Wykres 9.	Postęp realizacji programu Otwarte Innowacje – procent wypłaconego wkładu UE (wrzesień 2022).....	52
Wykres 10.	Postęp realizacji programu KOFFI – procent wypłaconego wkładu UE (wrzesień 2022) ..	53
Wykres 11.	Postęp realizacji programu CVC – procent wypłaconego wkładu UE (wrzesień 2022)	53

Spis tabel

Tabela 1.	Kluczowe charakterystyki instrumentu gwarancyjnego w ramach FENG	18
Tabela 2.	Ogólna charakterystyka instrumentów finansowych wspierających rynek VC wdrażanych w POIR 2014-2020	28
Tabela 3.	Ogólna charakterystyka dokapitalizowanych funduszy VC w POIR 2014-2020 (na 30.09.2022 r.).....	29
Tabela 4.	Średnia wartość inwestycji VC w Polsce i UE, 2018-2021 (w tys. EUR)	33
Tabela 5.	Projekcja inflacji, PKB i stopy bezrobocia w Polsce w latach 2022-2025, NBP (listopad 2022 r.).....	35
Tabela 6.	Wybrane elementy strategii inwestycyjnych w planowanych instrumentach w ramach FENG	39
Tabela 7	- Porównanie wykorzystania alokacji na gwarancje pomiędzy FG FENG a ZFG FENG.....	46
Tabela 8	- Parametry produktowe w zakresie gwarancji FG FENG CP2.....	48
Tabela 9	- Parametry produktowe w zakresie dopłaty do kapitału kredytów inwestycyjnych objętych gwarancją FG FENG CP2.....	49