

Katarzyna Prędkiewicz

Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

NOWE INSTRUMENTY FINANSOWANIA ODNAWIALNEGO DLA SEKTORA MŚP W RAMACH INICJATYWY JEREMIE

Streszczenie: Artykuł podejmuje temat luki kapitału (*equity gap*) w małych i średnich przedsiębiorstwach i instrumentów jej niwelowania dostępnych w ramach inicjatywy JEREMIE. Opracowanie składa się z czterech części. W pierwszej zarysowano problem luki kapitałowej i przybliżono metodologię jej wyliczania. W drugiej części opisano, na czym w zarysie polega program JEREMIE, oraz w skrócie przedstawiono stan obecny realizacji programu w Polsce. W trzeciej części przybliżono potencjalne instrumenty inżynierii finansowej, które mogą mieć zastosowanie na rynku polskim. Na końcu autorka przedstawia własne spostrzeżenia i uwagi dotyczące potencjalnego rozwoju programu.

Słowa kluczowe: luka kapitału, instrumenty finansowania odnawialnego, małe i średnie przedsiębiorstwa, inicjatywa JEREMIE.

1. Wstęp

Problem dostępu do kapitału małych i średnich przedsiębiorstw i tzw. luki kapitałowej (*equity gap*) już wielokrotnie był podejmowany w różnych publikacjach naukowych. Obecnie jesteśmy świadkami rozwoju w Unii Europejskiej oraz Polsce nowych instrumentów inżynierii finansowej, które w istotny sposób mogą zmienić tę sytuację. Mowa tu o tzw. inicjatywie JEREMIE, czyli specjalnych zasobach finansowych przeznaczonych na dokapitalizowanie sektora MŚP.

Opracowanie składa się z czterech części. W pierwszej zarysowano problem luki kapitałowej i przybliżono metodologię jej wyliczania. W drugiej części opisano, na czym w zarysie polega program JEREMIE, oraz w skrócie przedstawiono stan obecny rozwoju programu w Polsce. W trzeciej części przybliżono potencjalne instrumenty inżynierii finansowej, które mogą mieć zastosowanie na rynku polskim. Na końcu autorka przedstawia własne spostrzeżenia i uwagi dotyczące potencjalnego rozwoju programu.

Niniejszy artykuł ma charakter rozważań teoretycznych i jego celem jest przybliżenie instrumentów inżynierii finansowej dla MŚP, a przede wszystkim określenie potencjalnych korzyści, jakie niesie ze sobą wdrożenie programu JEREMIE

dla polskich MŚP, a także wskazanie możliwości badań empirycznych w opisywanym obszarze.

2. Luka kapitału – problem sektora MŚP

Właściwe funkcjonowanie małych i średnich przedsiębiorstw uzależnione jest od stopnia dostępności źródeł finansowania. Od tego, jakie są zasoby finansowe przedsiębiorstwa, zależą jego zdolności produkcyjne, skala podejmowanych projektów inwestycyjnych, możliwości zwiększania udziałów w rynku itd. Łatwiejszy dostęp do źródeł finansowych warunkuje bieżące funkcjonowanie przedsiębiorstwa, określa jego perspektywy rozwojowe oraz wpływa na ogólną kondycję finansową przedsiębiorstwa.

Mikro-, małym i średnim przedsiębiorstwom trudniej pozyskać kapitał niż przedsiębiorstwom dużym. Wskazać należy na przyczynę tej specyfiki. Przedmiotem częstych dyskusji w literaturze przedmiotu jest tzw. luka kapitału (*equity gap*), czyli brak kapitału dla małych i średnich przedsiębiorstw [Łuczka 2001, s. 91]. Pojęcie luki kapitału wskazuje na to, że istnieje trwała niedoskonałość mechanizmu rynkowego, która polega na tym, że nie istnieje cena, przy której ustaliłaby się równowaga pomiędzy podażą i popytem na kapitał. *Equity gap* to trwała nieciągłość po stronie podaży rynku wyrażająca się brakiem możliwości sfinansowania projektów inwestycyjnych z określonego przedziału wielkości i/lub pochodzących od określonej grupy przedsiębiorców (sektorowe ograniczenie w dostępie do *equity*). Lukę kapitału odnosi się głównie w stosunku do braku kapitałów własnych. Chodzi tu głównie o niedobór kapitału właścicielskiego ze strony funduszy *Private Equity* (PE), *Venture Capitals* (VC) oraz *Business Angels* (BA).

Niektórzy twierdzą, że oszacowanie rozmiaru luki i trendów w „luce” nie może być wskazane bezpośrednio przez badania empiryczne. Niezaspokojony popyt na kapitał nie może być zmierzony *ex post*, gdyż nie można określić, ile firm nigdy nie pojawiło się na rynku z powodu braku kapitału. Poza tym ilość informacji o potrzebach kapitałowych MŚP osiągalna dla potencjalnych dawców kapitału jest znikoma. Występuje więc asymetria informacji pomiędzy poszukującymi kapitału MŚP a potencjalnymi kapitałodawcami. Co więcej, koszt uzyskania informacji o potrzebach kapitałowych MŚP jest wysoki w stosunku do uzyskania informacji o potrzebach dużych firm. Dlatego też nieekonomiczne dla dawców kapitału jest spędzanie czasu na rozpatrywaniu projektów MŚP, skoro istnieją na rynku bardziej atrakcyjne, rzetelniej przedstawione i o mniejszym ryzyku [Łuczka 2001, s. 20, 80].

W praktyce lukę kapitału próbuje się szacować, aczkolwiek jest to dosyć trudne wyzwanie, chociażby ze względu na dostępność danych statystycznych dotyczących sektora MŚP.

Metodologia badania *equity gap* sprowadza się do analizy strony podaży rynku instytucji dostarczających kapitał o charakterze właścicielskim dla MŚP (np. rynku funduszy VC, PE, BA) polegającej na określeniu aktualnej oferty inwestycyj-

nej, wielkości dostępnego kapitału, obowiązujących limitów inwestycyjnych i preferencji sektorowych inwestorów [Tamowicz 2007, s. 14]. Alternatywnym rozwiązaniem jest badanie przedsiębiorców poszukujących finansowania, czyli określenie, ile firm nie było w stanie pozyskać środków, tzn. nie uzyskało finansowania w ogóle, jak też nie uzyskało finansowania dlatego, że oferowane warunki były nie do zaakceptowania. Analiza strony popytowej jest o tyle trudna, że dotarcie do potencjalnych przedsiębiorców, którzy nie utworzyli firmy z braku finansowania, jest bardzo trudne lub wręcz niemożliwe. Jeśli nawet udałoby się do nich dotrzeć, to wiarygodność badania wymagałaby zmierzenia się z problemem ograniczenia selekcyjnego (tzw. *selection bias*), czyli odseparowania tych, którzy nie uzyskali finansowania ze względu na *equity gap*, od tych, którzy po prostu mieli nieatrakcyjne projekty.

Do tej pory *equity gap* w Polsce kształtowała się w przedziale finansowania od 0,1 mln-2 mln zł do 8 mln-10 mln zł [Venture capital... 2005, s. 20].

Ograniczony dostęp małych przedsiębiorstw do kapitału, a zatem wspomniana luka finansowa, w istotny sposób hamują rozwój przedsiębiorczości. Inicjatywą, która ma to zmienić, jest program JEREMIE, który został podjęty na szczeblu UE.

3. Program JEREMIE w pigułce

JEREMIE (*Joint European Resources for Micro-to-Medium Enterprises*), czyli wspólne europejskie zasoby dla małych i średnich przedsiębiorstw, jest nowym mechanizmem wsparcia mikro-, małych i średnich przedsiębiorstw ze środków publicznych, ustanowionym w Unii Europejskiej. Inicjatywa JEREMIE została podjęta w styczniu 2007 r. przez Komisję Europejską, Europejski Fundusz Inwestycyjny i Europejski Bank Inwestycyjny w celu wspierania rozwoju małych i średnich przedsiębiorstw w Unii Europejskiej [JEREMIE: A Joint REGIO... 2006, s. 1-3]. Stanowi odpowiedź na zwiększone zapotrzebowanie sektora MŚP w zakresie poprawy dostępu do funduszy wsparcia rozwoju mikro-, małych i średnich przedsiębiorstw w Unii Europejskiej, pomagając w przełamywaniu jednej z największych barier utrudniających dynamiczny rozwój tego sektora gospodarki. W odróżnieniu od unijnych dotacji pomoc oferowana w ramach JEREMIE nie ma charakteru bezpośredniego dofinansowania przedsiębiorstw, ale udzielana jest w formie rynkowych instrumentów finansowych, co sprawia, że jest to pomoc zwrotna, w odróżnieniu od dotacji, które są pomocą bezzwrotną.

Mechanizm działania programu JEREMIE w większości krajów członkowskich UE jest podobny [Opinia w sprawie... 2006, s. 42]. Zakłada się utworzenie specjalnego funduszu powierniczego, tzw. *holding fund*, który zarządza środkami i finansuje pełen zakres instrumentów finansowych dla MŚP. Menedżer funduszu zostaje wybrany w drodze konkursu przez instytucję zarządzającą. Następnie fundusz określa, jakie instrumenty inżynierii finansowej zostaną wprowadzone i przeprowadza konkurs, na podstawie którego dokonuje selekcji i akredytacji lokalnych pośredników finansowych, tj. banków, funduszy gwarancyjnych itd. Wyłonieni w drodze konkur-

su pośrednicy będą otrzymywać środki pieniężne służące udzieleniu np. pożyczek, poręczeń małym i średnim przedsiębiorstwom.

JEREMIE ma na celu przede wszystkim wypełnienie istniejącej luki w kreowaniu aktywności gospodarczej mikro- i małych przedsiębiorstw będących najczęściej w początkowej fazie działalności. Działanie funduszu powierniczego JEREMIE ma być z założenia ukierunkowane na obszar „niesprawności” rynku i niwelowanie luki kapitałowej.

Zwrotność środków zapewnia wystąpienie efektu rolowania, czyli wielokrotnego wykorzystania tych samych kapitałów do pomnażania wartości przedsiębiorstwa. Z szacunków wynika, że na każde euro wydane z budżetu UE powstaną instrumenty finansowe o wartości od 2 do 10 euro [*JEREMIE – Joint European Resources...* 2009, s. 1]. Co jest bardzo ważne, przedsiębiorcy będą mieli dostęp do środków również po roku 2013, pod warunkiem wykorzystania ich po raz pierwszy w obecnej perspektywie budżetowej (2007-2013). Po 2013 Unia Europejska planuje znacznie ograniczyć system grantów i dotacji dla pojedynczych przedsiębiorstw i jednocześnie planuje rozwinąć innowacyjne i odnawialne instrumenty finansowe, które są już wprowadzane obecnie.

Europejski Fundusz Inwestycyjny przeprowadził do tej pory 55 analiz luki kapitału w państwach członkowskich i regionach zainteresowanych programem JEREMIE [*JEREMIE – Joint European Resources...* 2009, s. 4]. Dokumenty takie powstały również w Polsce, w województwach, które przystąpiły do inicjatywy JEREMIE. Na podstawie danych statystycznych i innych źródeł określono stronę podażową różnych źródeł kapitałów dla MŚP, badano tendencje i zmiany w tych źródłach, następnie analizowano obecny poziom wsparcia publicznego w celu zdiagnozowania luki. Na tej podstawie tworzono propozycje w zakresie instrumentów inżynierii finansowej.

Środki pieniężne, które są przekazane na realizowanie inicjatywy JEREMIE w Polsce, pochodzą z Funduszy Strukturalnych na lata 2007-2013, a szczególnie z Regionalnych Programów Operacyjnych. W Polsce inicjatywa JEREMIE jest wdrażana na dwóch poziomach: krajowym w ramach Programu Operacyjnego Rozwój Polski Wschodniej oraz na poziomie regionalnym w ramach Regionalnych Programów Operacyjnych Województw: Dolnośląskiego, Łódzkiego, Pomorskiego, Wielkopolskiego i Zachodniopomorskiego (stan na 1.12.2009) [*JEREMIE – Joint European Resources...* 2009, 24].

Środki finansowe z programu JEREMIE mają wspierać przedsiębiorców w pozyskaniu zewnętrznych źródeł finansowania prowadzonej działalności, np. w postaci pożyczki, którą trzeba będzie spłacić. Jednak dzięki temu przedsiębiorca uzyska możliwość wielokrotnego ubiegania się o poręczenie czy gwarancje finansowe. Po spłaceniu kredytu będzie można wziąć kolejny z tego samego programu.

Dotychczasowe konkursy na menedżera funduszu powierniczego w Polsce wygrał Bank Gospodarstwa Krajowego. BGK jest menedżerem pięciu funduszy powierniczych [bgk.pl, 5.01.2009]:

– Dolnośląskiego Funduszu Powierniczego o wartości 405,73 mln zł,

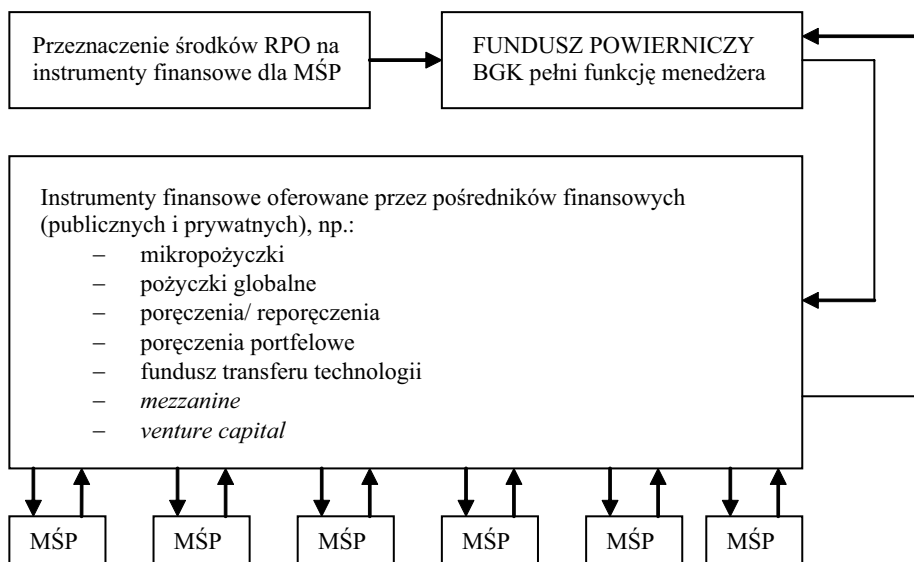
- Łódzkiego Regionalnego Funduszu Powierniczego o wartości 188,63 mln zł,
- Pomorskiego Regionalnego Funduszu Powierniczego JEREMIE o wartości 287,39 mln zł,
- Wielkopolskiego Regionalnego Funduszu Powierniczego JEREMIE o wartości 501,30 mln zł,
- Zachodniopomorskiego Regionalnego Funduszu Powierniczego JEREMIE o wartości 280,00 mln zł.

Zadania, jakie stoją przed BGK, to m.in.:

- przygotowanie, realizacja i aktualizacja strategii inwestycyjnej,
- przygotowanie warunków konkursowych, przeprowadzanie konkursów oraz wybór pośredników finansowych,
- negocjowanie i zawieranie umów operacyjnych z pośrednikami finansowymi,
- zarządzanie portfelem wkładów z funduszu powierniczego JEREMIE w operacje oraz saldem niewypłaconych środków funduszu powierniczego JEREMIE,
- monitorowanie wyników osiąganych przez pośredników finansowych i stosowane przez nich instrumenty inżynierii finansowej.

Wśród planowanych pośredników finansowych wymienia się m.in.: fundusze poręczeniowe, pożyczkowe, banki spółdzielcze, sieciowe, fundusze transferu technologii, parki technologiczne, fundusze *mezzanine*.

Planowane instrumenty i uproszczony schemat działania menedżera funduszu powierniczego zaprezentowano na rys. 1.



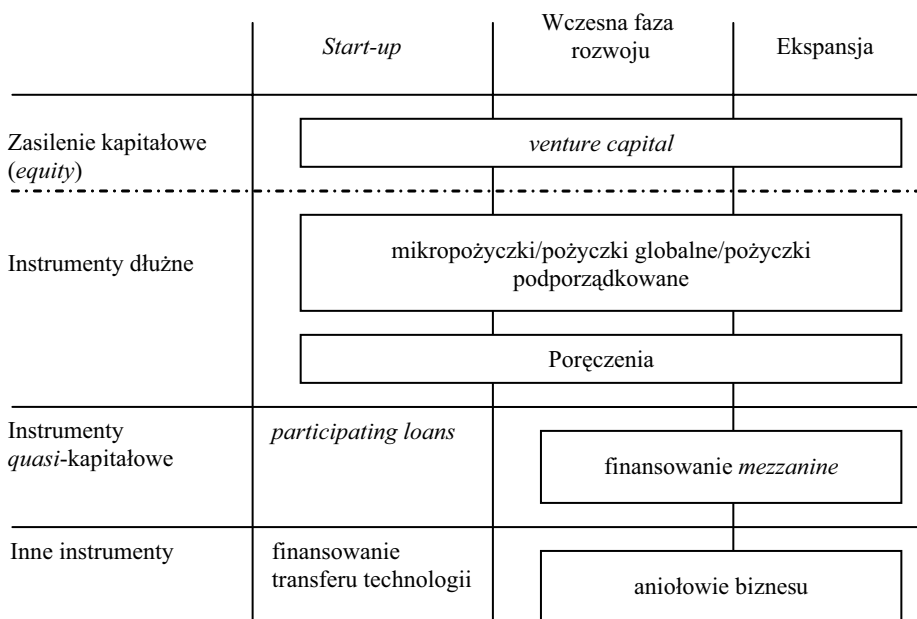
Rys. 1. Schemat działania inicjatywy JEREMIE

4. Instrumenty inżynierii finansowej dostępne w ramach JEREMIE

Najistotniejszym elementem programu JEREMIE jest opracowanie takiej oferty instrumentów finansowych, która w maksymalny sposób pozwoli ograniczyć lukę finansową. Polska korzysta z doświadczeń innych krajów UE, które wprowadziły już odnawialne instrumenty finansowe.

Instrumenty finansowe dostępne w ramach inicjatywy JEREMIE można podzielić na [Instrumenty JEREMIE Polska 2007, s. 1]:

- instrumenty typu *equity* – zasilające kapitał własny (fundusze *venture capital*),
- instrumenty dłużne (mikropożyczki, pożyczki globalne, pożyczki podporządkowane, poręczenia),
- instrumenty *quasi*-kapitałowe (np. finansowanie *mezzanine*, *participating loans*),
- inne instrumenty (finansowanie transferu technologii, aniołowie biznesu).



Rys. 2. Potencjalne instrumenty JEREMIE

Źródło: [Instrumenty JEREMIE Polska 2007].

Zasilenie kapitału własnego MŚP ma się odbywać głównie przez fundusze VC, które przeprowadząby inwestycję w przedsiębiorstwo we wczesnej fazie jego funkcjonowania. Menedżer funduszu powierniczego może dokapitalizować wybra-

ne fundusze VC, które będą inwestować głównie w przedsiębiorstwa innowacyjne, z wysokim potencjałem wzrostu.

Dodatkowo fundusze VC mogą zostać wsparte z funduszu gwarancyjnego dla inwestycji kapitałowych. Fundusz ten będzie oferował gwarancje dla inwestorów kapitałowych, np. funduszy *venture capital*, aniołów biznesu itp. Gwarancja ta ma na celu zwiększenie dostępności środków inwestowanych w przedsiębiorstwa, prowadząc do poprawy ich sytuacji. Wypłata środków z funduszu gwarancyjnego funduszowi VC nastąpi, kiedy MŚP wsparte przez ten fundusz zbankrutuje lub też nastąpi niekorzystne wyjście z inwestycji (np. ze stratą dla VC).

Instrumenty dłużne to głównie pożyczki oraz wszelkiego rodzaju poręczenia.

Pożyczki globalna (*global loan*) polega na przekazaniu środków pieniężnych pośrednikom finansowym (np. bankom, funduszom pożyczkowych, instytucjom mikropożyczkowym). Pośrednicy finansowi przekazują natomiast pożyczki firmom już istniejącym na rynku bądź też takim, które dopiero powstają. Początkowy transfer środków może nastąpić bezpośrednio z funduszu powierniczego. Menedżer funduszu ma także możliwość zainicjowania pożyczki globalnej ze środków międzynarodowej instytucji finansowej, np. Europejskiego Banku Inwestycyjnego.

Istotą działania funduszy poręczeniowych jest udostępnianie dodatkowych zabezpieczeń w formie poręczenia, które umożliwiają zaciągnięcie kredytu lub pożyczki przedsiębiorcom mającym zdolność kredytową, a niedysponującym wymaganym przez instytucję finansującą zabezpieczeniem. Poręczenie udzielane przedsiębiorcy stanowi od 50 do 80% kwoty kredytu lub pożyczki.

Poręczenia będą udzielane w ramach działania:

- krajowych lub regionalnych funduszy poręczeniowych,
- funduszy mikroporęczeniowych,
- funduszy regwarancyjnych,
- funduszu gwarancji dla inwestycji kapitałowych.

Regionalny lub krajowy fundusz poręczeniowy oferuje poręczenia bankom lub innym instytucjom finansowym, które dzięki temu rozszerzają dostępność pożyczek i kredytów dla małych i średnich przedsiębiorstw. Dzięki poręczeniom banki są skłonne udzielać kredytów i pożyczek większej liczbie małych i średnich przedsiębiorstw, gdyż w sytuacji, gdy przedsiębiorca nie spłaci kredytu lub pożyczki, fundusz poręczeniowy pokrywa straty banku. Z drugiej strony w przypadku funduszy poręczeniowych mamy do czynienia z efektem mnożnikowym, gdyż udzielone poręczenia mogą być większe niż kapitał, którym dysponuje fundusz poręczeniowy.

Fundusz poręczeniowy może współpracować z bankami lub funduszami pożyczkowymi w trybie portfelowym (pożyczka jest automatycznie obejmowana poręczeniem przy spełnieniu wcześniej ustalonych kryteriów) lub indywidualnym (każda pożyczka jest oceniana indywidualnie).

Fundusz mikropożyczkowy funkcjonuje na podobnej zasadzie co regionalne i krajowe fundusze poręczeniowe, z tą różnicą, że poręcza portfel mikropożyczek w instytucji finansowej trudniącej się udzielaniem takich mikropożyczek przedsiębiorcom.

Lokalne fundusze poręczeniowe będą mogły otrzymywać tzw. regwarranty w sytuacji, gdy będą one instytucjami dobrze rozwiniętymi. Dzięki regwarranty lokalne fundusze poręczeniowe będą mogły rozszerzyć działalność poręczeniową, gdyż część ryzyka ponoszonego przez nie zostanie przejęta przez fundusz regwarranty. Taki system pozwala na osiągnięcie wysokiego mnożnika na środkach publicznych.

Do instrumentów *quasi*-kapitałowych zalicza się m.in. pożyczki podporządkowane, partycypacyjne czy finansowanie typu *mezzanine* dla rozwijających się przedsiębiorstw.

Pożyczki podporządkowane (*subordinated loans*) są przeznaczone głównie dla osób fizycznych i mikroprzedsiębiorstw. Pożyczka podporządkowana (*junior debt*) tym się różni od zwykłej pożyczki (*senior debt*), że należności z tego tytułu są zaspokajane w ostatniej kolejności w razie likwidacji lub upadłości dłużnika, co powoduje, że często są kwalifikowane jako instrumenty *quasi-equity*. Pożyczki te mogą także dawać prawo (warrant) do zakupu nowych udziałów/akcji. Pożyczki tego typu udzielane są bezpośrednio przedsiębiorstwom przez przekazywanie środków równych co do wysokości środkom przekazywanym przez pozostałych pożyczkodawców (określanych jako senior) lub też w formie refinansowania instytucji pośredniczących oferujących pożyczki, zapewniając w ten sposób zwiększenie ich dostępności.

Innym rodzajem pożyczki miałyby być pożyczki partycypacyjne (*participating loans*) na projekty badawczo-rozwojowe w fazie przedzałączkowej.

Zastępują one skutecznie dotacje bezzwrotne (granty) przeznaczone na projekty badawczo-rozwojowe. Odsetki od tego typu pożyczek byłyby kumulowane, co oznaczałoby, że nie będą wypłacane pożyczkodawcy. Kwota pożyczki wraz ze skumulowanymi odsetkami miałyby zostać przekształcana w udziały w momencie przeprowadzania tzw. kwalifikowanej rundy finansowej, tj. oferowania udziałów inwestorom kwalifikowanym (np. zarejestrowanym funduszom *venture capital*), po cenie oferowanej w ramach tej rundy. Pożyczka tego typu byłaby podporządkowana (drugorzędna) w stosunku do innych pożyczek udzielonych przez banki. Kwota pożyczki wraz z odsetkami stawałaby się wymagalna w przypadku zaistnienia ustalonych wcześniej okoliczności, np. po upływie określonej w umowie pożyczki liczby lat bez przeprowadzenia kwalifikowanej rundy finansowej.

Mezzanine jest jedną z form finansowania *private equity* [Panfil 2008, s. 381-383] i zalicza się je do instrumentów *quasi*-kapitałowych. *Mezzanine* jako specyficzny rodzaj inwestycji *private equity* wypełnia lukę kapitałową, przed jaką staje przedsiębiorstwo. Wyróżnia się następującymi cechami:

- zabezpieczony jest w drugiej kolejności po zabezpieczeniu wierzytelności banku,
- długość inwestycji wynosi 6-10 lat,
- w przypadku inwestycji *mezzanine* fundusz dofinansowujący otrzymuje warranty, przez co nabywa później część udziałów przedsiębiorstwa, stając się mniejszościowym akcjonariuszem,

- decyzja o inwestycji *mezzanine* uzależniona jest od przepływów pieniężnych firmy, ponieważ fundusze decydują o dokapitalizowaniu spółki na podstawie dodatnich przepływów pieniężnych.

Wśród instrumentów *mezzanine* wyróżnia się m.in.: pożyczki mające prawo opcji, pożyczki niższego rzędu, których zwrot jest w głównej mierze uzależniony od wzrostu wartości przedsiębiorstwa, papiery wartościowe z prawem udziału w zyskach oraz prawo do innych przywilejów związanych z jej działalnością, pożyczki niezabezpieczone, pożyczki podporządkowane.

W przypadku funduszy JEREMIE jako finansowanie typu *mezzanine* rozumie się pożyczkę o koszcie rynkowym, podporządkowaną w stosunku do pozostałych pożyczek, uzupełnioną o instrument kapitałowy, np. opcje na objęcie udziałów. W ten sposób skonstruowany instrument zwiększa potencjalne zyski instytucji udostępniającej środki pieniężne i jednocześnie zachęca do podjęcia większego ryzyka. Przedsiębiorstwu natomiast pozwala się zadłużać, dzięki czemu zdobywa ono niezbędne środki na finansowanie dalszej działalności.

Wśród innych instrumentów dostępnych dla MŚP dzięki funduszowi JEREMIE wyróżnia się m.in.:

- finansowanie transferu technologii przez prefinansowanie przychodów z tytułu honorariów autorskich wynikających z własności intelektualnej (*royalties*),
- fundusz transferu technologii,
- fundusz wspierający inwestycje aniołów biznesu – BAMF (*Business Angels Matching Fund*).

Finansowanie transferu technologii przez prefinansowanie przychodów z tytułu honorariów autorskich wynikających z własności intelektualnej miałyby polegać na zakupie części praw do patentów przez tzw. fundusz własności intelektualnej, który stałby się odpowiedzialny za maksymalizację wartości patentów zgromadzonych w portfelu funduszu. Współwłaścicielem funduszu miałyby być instytucja badawczo-rozwojowa.

Fundusze transferu technologii mogą działać na podstawie trzech modeli. W modelach tych istotną rolę odgrywa zewnętrzny menedżer funduszy transferu technologii, które pomagają w realizacji zysków wynikających z własności intelektualnej, która zostaje „wytworzona” w instytucjach badawczych przez sprzedaż patentów, licencji lub utworzenie nowych przedsiębiorstw bazujących na własności intelektualnej (*spin-out*) [*Instrumenty JEREMIE Polska 2007*, s. 11].

Fundusz wspierający inwestycje aniołów biznesu – BAMF (*Business Angels Matching Fund*) może powstać w ramach JEREMIE, kiedy w danym kraju lub regionie funkcjonuje zorganizowana sieć aniołów biznesu. Fundusz BAMF może być zarządzany przez sieć aniołów biznesu bądź inną firmę zarządzającą. Anioł biznesu, który wybrał konkretne przedsiębiorstwo, w które chce zainwestować, składa aplikację do funduszu BAMF o koinwestycję, tj. inwestycję środków tej samej wysokości. Fundusz BAMF działa na podstawie wcześniej opracowanych kryteriów dla regionu, które dotyczyć mogą np. wielkości przedsiębiorstwa, sektora, w którym

działa przedsiębiorstwo, podejmuje decyzję o dofinansowaniu inwestycji ze środków publicznych.

W sytuacji gdy sieć aniołów biznesu nie jest ukształtowana, fundusz JEREMIE wspiera rozwój lokalnych sieci oraz ich integrację z Europejską Siecią Aniołów Biznesu (EBAN).

5. Wnioski

Inicjatywa JEREMIE z pewnością przyczyni się do zmniejszenia luki kapitałowej dla MŚP. Na rynek trafi spory zasób środków finansowych, a dzięki efektowi mnożnikowemu będą one mogły być wielokrotnie wykorzystane, co przyczyni się do poprawy dostępności kapitału dla większej liczby przedsiębiorstw. Inicjatywa JEREMIE również pośrednio wpłynie na dostępność kapitału dla MŚP. Przepuszczalnie wzrośnie świadomość pośredników finansowych, np. banków, funduszy doręczenia, jeżeli chodzi o możliwości w tworzeniu finansowych instrumentów dostosowanych do specyfiki działalności MŚP.

Inicjatywa JEREMIE to przede wszystkim szansa dla innowacyjnych koncepcji biznesu, nowe możliwości dla projektów B+R oraz finansowanie transferu technologii. Fundusze VC, aniołowie biznesu czy specjalnie tworzone fundusze transferu technologii przede wszystkim kierują swoje kapitały do przedsiębiorstw, które działają w wysoce innowacyjnych branżach, o dużych perspektywach rozwoju. Szansę na dokapitalizowanie mają również tradycyjne branże, gdyż mogą one pozyskać środki z funduszy pożyczkowych, mikropożyczkowych czy funduszy poręczeniowych.

Dzięki inicjatywie JEREMIE perspektywę rozwoju mają lokalne sieci aniołów biznesu. W Polsce sieci te dopiero raczkują, zatem na początku środki z programu JEREMIE posłużą do ich rozwoju, a następnie dzięki funduszowi BAMF nastąpi dynamiczny rozwój inwestycji aniołów biznesu w przedsiębiorstwa. Aniołowe biznesu wypełnią lukę w zakresie zapotrzebowania na finansowanie mniejszych inwestycji.

Dla przedsiębiorców początkowo instrumenty mogą być nieczytelne, szczególnie te bardziej zaawansowane, jak np. pożyczki podporządkowane. Do 2013 r., kiedy to różnego rodzaju dotacje unijne będą stosunkowo łatwo dostępne dla przedsiębiorców, instrumenty inżynierii finansowej będą cieszyć się mniejszą popularnością niż po roku 2013, kiedy to nastąpi drastyczne ograniczenie programów, w których będzie można uzyskać bezpośrednią dotację. Obecnie jednak inicjatywa JEREMIE daje szansę na wypracowanie odpowiednich narzędzi inżynierii finansowej, dostosowanie ich do warunków i potrzeb polskich przedsiębiorców. Dzięki temu po roku 2013 będzie mógł nastąpić dalszy rozwój i dokapitalizowanie już częściowo sprawdzonych i przetestowanych na rynku narzędzi.

Z punktu widzenia nauki natomiast należałoby dopracować metodologię wyliczania luki kapitałowej, gdyż studiując analizy luki kapitałowej [*SME Access...* 2008, s. 22] przeprowadzone w poszczególnych województwach, odnosi się wraże-

nie, że nie ma ona solidnych podstaw teoretycznych. Niewłaściwe oszacowanie luki kapitałowej może prowadzić do wyboru nieodpowiednich instrumentów inżynierii finansowej w danym regionie. Poza tym prawidłowa i spójna metodologia szacowania *equity gap* potrzebna jest w ewaluacji programu, monitoringu rzeczywistej i prawdopodobnie zmniejszającej się w przyszłości luki kapitałowej. Nauka ma również pole w zakresie proponowania nowych instrumentów inżynierii finansowej, które jeszcze lepiej wypełniłyby zapotrzebowanie MŚP na kapitały zewnętrzne. Instrumenty te powinny być stosunkowo proste, czytelne dla małych przedsiębiorców, a jednocześnie skuteczne.

Literatura

- Dostęp MŚP do finansowania w regionie Wielkopolski Ewaluacja Okresowa*, Poznań 2008.
- Instrumenty JEREMIE Polska 2007*, Europejski Fundusz Inwestycyjny, www.eif.org.
- JEREMIE – Joint European Resources for Micro to Medium Enterprises. Progress Report on Evaluation and Implementation Activities in 27 EU Member States*, 2009, www.eif.org.
- JEREMIE: A Joint REGIO – EIF/EIB Initiative Supporting Improved Access to Finance for SMEs*, 2006, www.jeremie.europa.eu.
- Łuczka T., *Kapitał obcy w małym i średnim przedsiębiorstwie. Wybrane aspekty mikro- i makroekonomiczne*, PWN, Warszawa-Poznań 2001.
- Opinia w sprawie wspólnej inicjatywy JEREMIE*, Dziennik Urzędowy Unii Europejskiej 2006/C 110/08.
- Panfil M. (red.), *Finansowanie rozwoju przedsiębiorstwa. Studia przypadków*, Difin, Warszawa 2008.
- SME Access to Finance in Dolnośląskie Region. Interim Evaluation study*, Wrocław 2008.
- Tamowicz P., *Zapotrzebowanie mikro-, małych i średnich przedsiębiorstw (MŚP) na finansowanie kapitałem private equity/venture capital (PE/VC)*, Raport przygotowany na zlecenie Departamentu Instrumentów Wsparcia Ministerstwa Gospodarki, Gdańsk 2007.
- Venture capital – szansą dla przedsiębiorczych*, Ministerstwo Gospodarki i Pracy. Departament Przedsiębiorczości, Warszawa 2005.

NEW FINANCIAL REVOLVING INSTRUMENTS FOR SMES IN THE JEREMIE INITIATIVE

Summary: The article consists of three parts. In the first part, the author discusses the topic of equity gap in small and medium companies. In the second, she describes a joint initiative to support improved access to finance for SMEs in the Regions of the European Union: the Joint European Resources for Micro to Medium Enterprises, known by its acronym, JEREMIE. In third part, there are some of innovative and traditional financial instruments described which can be used in Poland. In summary, the author presents some thoughts regarding the implementation of JEREMIE in Poland.