

Sprawozdanie specjalne

Centralnie zarządzane interwencje UE dotyczące kapitału wysokiego ryzyka – konieczność lepszego ukierunkowania



EUROPEJSKI
TRYBUNAŁ
OBRACHUNKOWY

Spis treści

	Punkty
Streszczenie	I-IX
Wstęp	01-23
Kapitał wysokiego ryzyka – rodzaj kapitału private equity	02-07
Zaangażowanie Komisji na rynku kapitału wysokiego ryzyka	08-10
Rynek kapitału wysokiego ryzyka w Europie	11-15
Jak funkcjonują centralnie zarządzane interwencje UE	16-21
Rola Europejskiego Funduszu Inwestycyjnego	22-23
Zakres kontroli i podejście kontrolne	24-26
Uwagi	27-110
Uchybienia w ocenach ex ante i ex post	27-46
Interwencje nie były poparte odpowiednią analizą potrzeb rynkowych	29-36
Niewystarczające dowody na oddziaływanie interwencji UE	37-46
Komisja nie posiadała kompleksowej strategii inwestycyjnej	47-80
Podejście kierujące się popytem nie sprzyja rozwojowi słabiej rozwiniętych rynków lub sektorów kapitału wysokiego ryzyka	48-63
Unijny rynek kapitału wysokiego ryzyka nie jest wystarczająco atrakcyjny dla inwestorów prywatnych	64-73
Złożoność będąca wynikiem korzystania z więcej niż jednej interwencji w celu zapewnienia wsparcia UE na rzecz rynku kapitału wysokiego ryzyka	74-80
EFI jest wprawdzie kluczowym inwestorem, ale zarządzanie przez niego interwencjami UE może zostać usprawnione	81-110
EFI jest ważnym graczem	82-85
Zakres instrumentów wspieranych przez UE pokrywa się częściowo z innymi instrumentami zarządzanymi przez EFI, zamiast je uzupełniać	86-95
EFI napotykał trudności z wychodzeniem z funduszy wspieranych przez UE	96-101
Opłaty EFI nie były w pełni przejrzyste ani opracowane w sposób zapewniający osiągnięcie celów polityki	102-110

Wnioski i zalecenia	111-121
Ocena interwencji UE	112-113
Opracowanie kompleksowej strategii inwestycyjnej	114-116
Wdrażanie interwencji UE	117-121

Załączniki

Załącznik I — Typowa struktura funduszu kapitałowego wysokiego ryzyka

Załącznik II — Produkt kapitałowy EFIS SMEW

Załącznik III — Struktura opłat za zarządzanie uiszczanych przez Komisję na rzecz EFI, według poszczególnych instrumentów

Wykaz akronimów

Glosariusz

Odpowiedzi Komisji

Zespół kontrolny

Kalendarium

Streszczenie

I Kapitał wysokiego ryzyka przeznaczany jest głównie na finansowanie małych, innowacyjnych firm na wczesnym etapie rozwoju, które są postrzegane jako posiadające wysoki potencjał wzrostu. Kapitał ten często uznaje się za katalizator tworzenia miejsc pracy i wzrostu gospodarczego. Od ponad 20 lat Unia Europejska (UE) zapewnia małym i średnim przedsiębiorstwom kapitał wysokiego ryzyka, aby wspierać je w dynamicznym rozwijaniu działalności. UE promuje także zrównoważony europejski ekosystem kapitału wysokiego ryzyka.

II Trybunał zdecydował, że przyjrzy się bliżej rynkom kapitału wysokiego ryzyka, gdyż zaangażowanie UE w tym obszarze polityki stale rośnie, a poza tym obszar ten nie był jeszcze przez Trybunał kontrolowany. Trybunał sprawdził, w jaki sposób Komisja wdraża centralnie zarządzane interwencje z udziałem kapitału wysokiego ryzyka. W ramach kontroli ocenił on, czy założenia koncepcyjne tych interwencji opierały się na ocenach skutków i ewaluacjach oraz czy same interwencje były odpowiednio wdrażane. Rozważył również to, czy przyjęto kompleksową strategię inwestycyjną.

III Kontrola objęła sześć centralnie zarządzanych interwencji, które zostały ustanowione od 1998 r., a ponadto uwzględniono w niej wnioski dotyczące instrumentu zastępującego te interwencje w następnych wieloletnich ramach finansowych (na lata 2021–2027). Trybunał dokonał przeglądu odpowiedniej dokumentacji oraz przeprowadził wywiady z pracownikami Komisji i Europejskiego Funduszu Inwestycyjnego (EFI), zainteresowanymi podmiotami z sektora publicznego i prywatnego oraz przedstawicielami środowiska akademickiego. Ponadto przeprowadził ankiety wśród zarządzających funduszami kapitałowymi wysokiego ryzyka.

IV Z ustaleń Trybunału wynika, że Komisja zwiększyła wsparcie dla rynku kapitału wysokiego ryzyka bez dokonania pełnej oceny potrzeb rynkowych, która obejmowałaby wszystkie instrumenty oraz zdolności absorpcyjne. Trybunał stwierdził także, że istnieje niewiele dowodów świadczących o faktycznym oddziaływaniu wsparcia udzielonego przez Komisję.

V Strategia inwestycyjna Komisji nie była kompleksowa, a te rynki kapitału wysokiego ryzyka, które są słabiej rozwinięte, odnosiły niewielkie korzyści z centralnie zarządzanych interwencji UE.

VI Komisja i inni inwestorzy (publiczni i prywatni) uczestniczą w funduszach kapitałowych wysokiego ryzyka na równych zasadach, dzieląc się równo zyskami i stratami (tj. na zasadzie równorzędności). Jednym z powodów słabego zainteresowania kapitałem wysokiego ryzyka ze strony inwestorów prywatnych jest jednak niska stopa zwrotu z inwestycji. Komisja dopuszcza wprawdzie możliwość odejścia od zasady równorzędności w przypadku inwestycji społecznych, lecz nie przeanalizowała jeszcze możliwości zrzeczenia się unijnej części zwrotów z inwestycji na rzecz inwestorów prywatnych.

VII EFI zarządza funduszami głównie w imieniu Komisji, Europejskiego Banku Inwestycyjnego i podmiotów krajowych. Stał się on ważnym graczem na unijnym rynku kapitału wysokiego ryzyka. Stosowane przez niego procedury wymagają jednak usprawnienia, gdyż pozytywne rozpatrzenie wniosków o finansowanie może zajmować nawet ponad 12 miesięcy. Strategia alokacji umów inwestycyjnych przyjęta przez EFI wymaga aktualizacji i udoskonalenia. Trybunał odnotował również, że EFI napotykał trudności w zamykaniu wygasłych mandatów.

VIII Ponadto Komisja nie gromadzi informacji na temat faktycznych kosztów ponoszonych przez EFI podczas wdrażania instrumentów wspieranych ze środków UE. Trybunał stwierdził, że opłaty za uruchomienie przekazywane przez Komisję na rzecz EFI w celu rozpoczęcia wdrażania nowych instrumentów zwiększały się wraz z upływem czasu oraz że nie odnotowano żadnych oszczędności, które wynikałyby z ewentualnej synergii lub wiedzy eksperckiej zdobytej przez EFI w ostatnich dwóch dziesięcioleciach. Trybunał zauważył także, że opłaty nie były w pełni dostosowane do tego, by zachęcać do dążenia do osiągnięcia ogólnych celów funduszy.

IX Trybunał sformułował szereg zaleceń pod adresem Komisji w celu zwiększenia wartości dodanej interwencji UE na rynku kapitału wysokiego ryzyka. Trybunał zaleca, by Komisja:

- (i) przeprowadzała niezbędne analizy w celu udoskonalenia oceny interwencji UE;
- (ii) opracowała kompleksową strategię inwestycyjną;
- (iii) podjęła działania wspólnie z EFI w celu sprawniejszego zarządzania interwencjami UE.

Wstęp

01 Kapitał wysokiego ryzyka może odgrywać rolę katalizatora w zakresie innowacji, tworzenia miejsc pracy i wzrostu gospodarczego. W rezultacie dynamiczny rynek kapitału wysokiego ryzyka może przynosić bezpośrednie korzyści gospodarcze. Eksperci i zainteresowane podmioty w UE, w tym Komisja, dostrzegają związek między innowacjami, przedsiębiorczością, kapitałem wysokiego ryzyka i wzrostem gospodarczym.

Kapitał wysokiego ryzyka – rodzaj kapitału *private equity*

02 Kapitał wysokiego ryzyka to rodzaj kapitału *private equity*, który jest przeznaczony głównie na finansowanie małych, innowacyjnych firm na wczesnym etapie rozwoju lub przedsiębiorstw typu start-up, które postrzegane są jako posiadające wysoki potencjał wzrostu. Przedsiębiorstwa te często rozpoczynają działalność jedynie od pomysłu i nieprzetestowanego modelu biznesowego, co wiąże się ze znacznym poziomem ryzyka. Jeżeli jednak pomysł i model biznesowy okażą się sukcesem, przedsiębiorstwa te mogą ostatecznie generować wysoką stopę zwrotu z inwestycji, dzięki czemu zwroty z kapitału wysokiego ryzyka i kapitału *private equity* w dłuższym okresie mogą być większe niż w przypadku tradycyjnych inwestycji.

03 Innowacyjne firmy na wczesnym etapie rozwoju i przedsiębiorstwa typu start-up potrzebują finansowania w celu rozwijania nowych technologii/innowacji. Jednocześnie przynoszą początkowo niewielkie dochody. Z tego względu przedsiębiorstwom takim może być trudno uzyskać dostęp do wystarczającego finansowania z banków, mogą one bowiem mieć trudności z zapewnieniem wymaganych poziomów zabezpieczeń. Inwestorzy kapitału wysokiego ryzyka wypełniają tę lukę finansową. Są oni gotowi podjąć większe ryzyko niż banki ze względu na możliwość uzyskania zwrotów z inwestycji lub ze względów strategicznych.

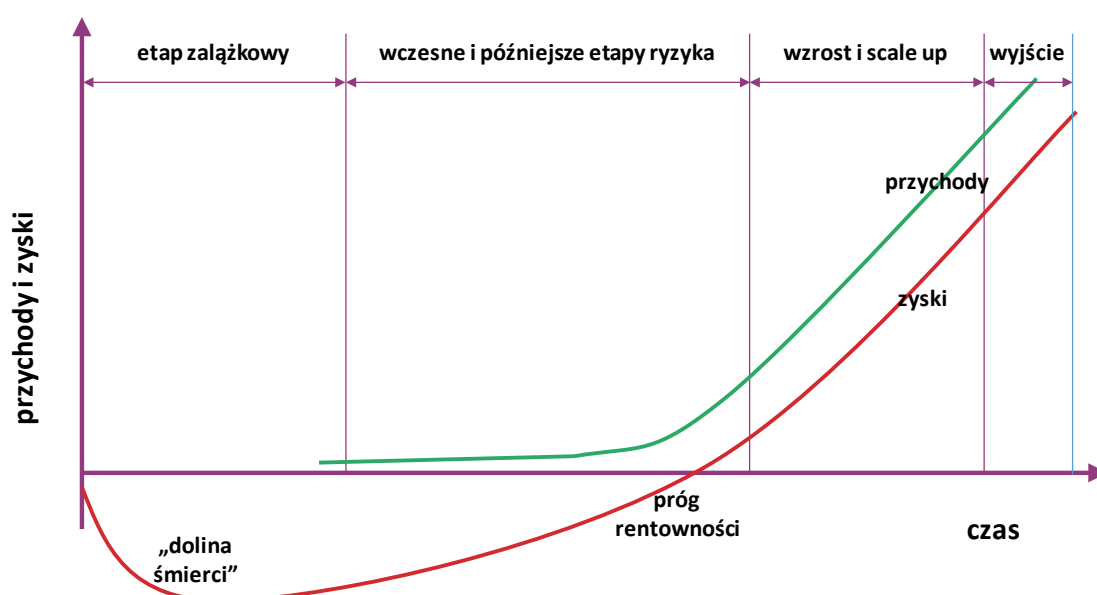
04 Nowe przedsiębiorstwa przechodzą różne etapy rozwoju, jak pokazano na [rys. 1](#).

- Etap załączkowy: kapitał załączkowy wspiera działania wstępne, takie jak badania rynku i produktów lub opracowanie planu biznesowego. Kapitał ten pochodzi głównie od właściciela lub właścicieli przedsiębiorstwa, tzw. aniołów biznesu lub rodziny i znajomych.
- Wczesny i późniejszy etap wysokiego ryzyka: niezbędny jest dodatkowy kapitał w celu opracowania i wdrożenia modelu biznesowego. Zwykle na tym etapie

w działania włączają się inwestorzy kapitału wysokiego ryzyka. Pod koniec tego etapu przedsiębiorstwa, które odniosły sukces, powoli zaczynają przynosić zyski.

- Etap wzrostu i *scale-up*: przedsiębiorstwa, które odniosły sukces, zwiększają przychody i zyski. Jeśli inwestorzy kapitału wysokiego ryzyka zainwestowali w takie przedsiębiorstwa, będą starali się sprzedać je (lub dokonać „wyjścia”), aby uzyskać zwrot z inwestycji.

Rys. 1 – Etapy rozpoczynania działalności a kształtowanie się przychodów i zysków



Źródło: Europejski Trybunał Obrachunkowy.

05 Inwestycje kapitału wysokiego ryzyka są zazwyczaj dokonywane za pośrednictwem funduszu, który stanowi pulę środków finansowych pochodzących od wielu inwestorów (komandytariuszy) i jest zarządzany przez zarządzającego funduszem (komplementariusza). Fundusze kapitałowe wysokiego ryzyka opierają się na zasadzie dywersyfikacji: charakteryzują się szeroką ekspozycją na ryzyko w ramach zróżnicowanego portfela (standardowo od 10 do 20 projektów inwestycyjnych), co pomaga lepiej zarządzać ryzykiem (zob. główne cechy inwestycji kapitału wysokiego ryzyka w Europie w [ramce 1](#)). W [załączniku I](#) przedstawiono typową strukturę funduszu kapitałowego wysokiego ryzyka.

06 Fundusze kapitałowe wysokiego ryzyka mogą także oferować wiedzę ekspercką, z której przedsiębiorcy często korzystają na etapie wzrostu przedsiębiorstwa. To cenne wsparcie ze strony ekspertów może dotyczyć kwestii takich jak dopracowanie strategii i komercjalizacja innowacji, rozwój nowych produktów i usług czy wprowadzenie przedsiębiorstwa na rynek globalny. Dopracowana strategia i wczesna widoczność na

rynku globalnym mają kluczowe znaczenie dla sukcesu przedsiębiorstw wykorzystujących zaawansowane technologie i innych przedsiębiorstw typu start-up.

Ramka 1

Główne cechy inwestycji kapitału wysokiego ryzyka w Europie

- Średnia wielkość inwestycji od 2 do 3 mln euro
- Długoterminowe inwestycje finansowe (perspektywa 10–15 lat)
- Inwestycje nie płynne (trudności z wyjściem ze względu na brak rynku obrotu takimi inwestycjami)
- Aktywne zaangażowanie właścicielskie, aby wspierać wzrost przedsiębiorstw typu start-up
- Oczekiwany wysoki zwrot z inwestycji ze względu na wysokie ryzyko lub interes strategiczny
- Opłata uiszczana podmiotowi zarządzającemu inwestycjami (20% inwestycji)
- Specjalistyczne umiejętności i specjalny zespół zarządzający

07 Fundusz kapitałowy wysokiego ryzyka uzyskuje zwrot z inwestycji, gdy sprzedaje przedsiębiorstwo (lub dokonuje „wyjścia”). Wyjście ma miejsce w drodze pierwszej oferty publicznej na rynku akcji lub poprzez sprzedaż przedsiębiorstwa inwestorowi branżowemu (sprzedaż branżowa) bądź innemu funduszowi kapitałowemu wysokiego ryzyka lub firmie *private equity*. W sytuacji gdy pozostała wartość przedsiębiorstwa z portfela jest zerowa, jego wartość księgową jest odpisywana zgodnie z obowiązującymi standardami rachunkowości.

Zaangażowanie Komisji na rynku kapitału wysokiego ryzyka

08 Strategia „Europa 2020” to bieżący program unijny na rzecz zatrudnienia i wzrostu gospodarczego. Położono w niej nacisk na inteligentny, trwały i sprzyjający włączeniu społecznemu wzrost gospodarczy jako sposób na przezwycięzenie słabości strukturalnych w gospodarce europejskiej, poprawę jej konkurencyjności i wydajności, a także wzmocnienie zrównoważonej społecznej gospodarki rynkowej¹. Jako że kapitał wysokiego ryzyka odgrywa rolę katalizatora w zakresie innowacji, tworzenia miejsc

¹ Komunikat Komisji – EUROPA 2020 Strategia na rzecz inteligentnego i zrównoważonego rozwoju sprzyjającego włączeniu społecznemu – (COM(2010) 2020 final z 3.3.2010).

pracy i wzrostu gospodarczego, UE zapewnia środki finansowe, aby zwiększyć dostęp do tego kapitału dla przedsiębiorstw europejskich na etapach rozpoczynania działalności i wzrostu. UE promuje także zrównoważony ekosystem kapitału wysokiego ryzyka w Europie².

09 Interwencje UE prowadzą do uruchomienia wsparcia w postaci dodatkowych prywatnych i publicznych środków finansowych w celu zmaksymalizowania skuteczności budżetu UE. Te bezpośrednie inwestycje w fundusze kapitałowe wysokiego ryzyka są finansowane z różnych części budżetu UE.

- Centralnie zarządzane interwencje są finansowane w ramach różnych obszarów budżetu, takich jak przedsiębiorczość, przemysł i badania naukowe. Komisja jest bezpośrednio zaangażowana w projektowanie i rozwijanie tych instrumentów, opracowywanie ich strategii inwestycyjnej i określanie wielkości wkładu ze strony UE.
- Interwencje zarządzane w trybie dzielonym³, wykorzystywane w polityce spójności, są finansowane z europejskich funduszy strukturalnych i inwestycyjnych (funduszy ESI). Każda taka interwencja musi być wdrażana w ramach programu operacyjnego zarządzanego przez instytucję zarządzającą w państwie członkowskim. Instytucja zarządzająca jest odpowiedzialna za zaprojektowanie instrumentu finansowego i ustalenie puli środków finansowych dostępnych w jego ramach.

10 Wiele czynników strukturalnych, które mogą przełożyć się na zwiększenie lub ograniczenie kapitału wysokiego ryzyka w całej Europie, nadal stanowi w dużej mierze domenę państw członkowskich. Na przykład krajowe prawo podatkowe może utrudniać rozwój rynku kapitału wysokiego ryzyka⁴, prawo spółek i prawo pracy mogą utrudniać zatrudnianie personelu, a otoczenie regulacyjne może wywierać wpływ na apetyt inwestorów na ryzyko i utrudniać pozyskiwanie środków finansowych⁵.

² http://www.eif.org/what_we_do/equity/venture/index.htm

³ Komisja prowadzi działania we współpracy z państwami członkowskimi.

⁴ Kwestie podwójnego opodatkowania, bariery administracyjne związane z podatkami, brak pewności w zakresie traktowania podatkowego.

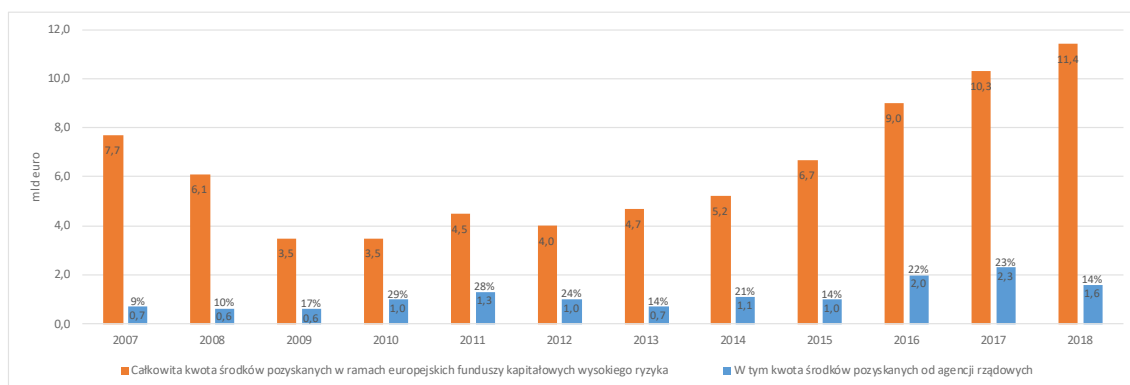
⁵ <https://www.investeurope.eu/policy/key-topics/investor-regulation/insurance/>
<https://www.investeurope.eu/policy/key-topics/investor-regulation/capital-requirements-forbanks/>

Rynek kapitału wysokiego ryzyka w Europie

11 Począwszy od 2012 r. obserwowano ciągły wzrost kwoty środków finansowych pozyskanych przez europejskie fundusze kapitałowe wysokiego ryzyka. Najwyższy poziom na przestrzeni 10 lat (11,4 mld euro pozyskanych środków) odnotowano w 2018 r. Obecnie kwota ta przekracza poziom sprzed kryzysu w 2007 r. Zgodnie z planami od 2014 do 2022 r. Komisja ma przeznaczyć ponad 3,3 mld euro na inwestycje w kapitał wysokiego ryzyka.

12 Jak pokazano na *rys. 2*, w latach 2015–2017 agencje rządowe⁶ znacznie zwiększyły wsparcie na rzecz europejskich funduszy kapitałowych wysokiego ryzyka. W 2018 r. z kolei kwota wsparcia spadła. W ujęciu względnym najwyższy poziom finansowania ze strony agencji rządowych odnotowano w latach 2010 i 2011. W 2018 r. agencje te zapewniły 14% pozyskanych środków, co oznacza istotny spadek w porównaniu z dwoma poprzednimi latami. Wartość ta jest jednak wyższa od poziomu sprzed kryzysu w 2007 r.

Rys. 2 – Udział publicznych środków finansowych w łącznych środkach pozyskanych przez europejskie fundusze kapitałowe wysokiego ryzyka (w mld euro i w %)



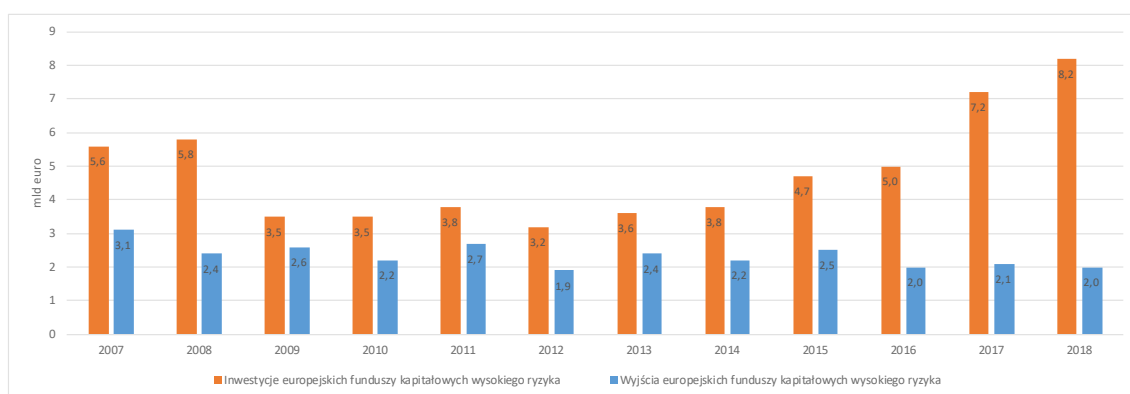
Źródło: dane przekazane Trybunałowi przez Invest Europe.

13 Z danych na *rys. 3* wyłania się podobna tendencja w przypadku inwestycji w przedsiębiorstwa. W ostatnim dziesięcioleciu kwota inwestycji dokonanych przez europejskie fundusze kapitałowe wysokiego ryzyka rosła, a w 2018 r. osiągnęła rekordowy poziom 8,2 mld euro. Obecny poziom inwestycji przekracza poziom sprzed kryzysu w 2007 r.

⁶ W tym EFI i EBI.

14 Od kryzysu finansowego liczba wyjść dokonanych przez europejskie fundusze kapitałowe wysokiego ryzyka była względnie stabilna. W 2018 r. fundusze te dokonały wyjścia z 1 193 przedsiębiorstw typu start-up na kwotę 2,0 mld euro, nie nastąpił jednak powrót do poziomów sprzed kryzysu w 2007 r., kiedy to dokonano wyjścia z 1 629 przedsiębiorstw typu start-up na kwotę 3,1 mld euro. Zob. [rys. 3](#).

Rys. 3 – Inwestycje i wyjścia dokonane przez europejskie fundusze kapitałowe wysokiego ryzyka (w mld euro)



Źródło: dane przekazane Trybunałowi przez Invest Europe.

15 Od 20 lat Komisja wspiera fundusze kapitałowe wysokiego ryzyka za pomocą centralnie zarządzanych interwencji UE. W ramach 140 funduszy zaciągnęła ona zobowiązania na kwotę 1,7 mld euro, z czego do połowy 2018 r. wypłacono 0,9 mld euro. Średnio fundusze te zainwestowały 3 mln euro i doprowadziły do stworzenia 48 miejsc pracy w przeliczeniu na przedsiębiorstwo. W momencie dokonania inwestycji przedsiębiorstwa te zatrudniały około 74 000 osób.

Jak funkcjonują centralnie zarządzane interwencje UE

16 Komisja upoważnia Europejski Fundusz Inwestycyjny / Europejski Bank Inwestycyjny do wdrożenia interwencji z udziałem kapitału wysokiego ryzyka w zamian za uzgodnione wynagrodzenie. Zachowuje ona jednak ogólną odpowiedzialność, z wyjątkiem jednego przypadku, w którym odpowiedzialność jest dzielona z grupą EBI i innymi podmiotami. Ze wsparcia w ramach interwencji UE skorzystała duża liczba przedsiębiorstw typu start-up, a niektóre z nich stały się ważnymi graczami w odnośnych branżach. W [ramce 2](#) przedstawiono przykłady ryzyka i korzyści wynikające z inwestycji dokonanych przez EFI na podstawie upoważnienia Komisji.

Ramka 2

Przykłady ryzyka i korzyści wynikających z inwestycji kapitału wysokiego ryzyka UE

EFI zainwestował 15 mln euro w fundusz kapitałowy wysokiego ryzyka skoncentrowany na technologiach informacyjno-komunikacyjnych. Jak dotąd fundusz ten przyniósł EFI zwrot z inwestycji w wysokości 76 mln euro w wyniku sprzedaży przedsiębiorstw. W połowie 2018 r. wartość pozostałych udziałów (tj. przedsiębiorstw nadal znajdujących się w portfelu funduszu) szacowano na 35 mln euro. Tak wysoki zwrot z inwestycji wynikał przede wszystkim z inwestycji w jedno odnoszące sukcesy przedsiębiorstwo typu start-up. Na koniec 2018 r. przedsiębiorstwo to zatrudniało około 3 600 osób, z czego 43% w UE.

EFI zainwestował 17 mln euro w inny fundusz kapitałowy wysokiego ryzyka działający w tej samej branży. W latach 2005–2007 fundusz ten dokonał 11 inwestycji w przedsiębiorstwa typu start-up. W późniejszym okresie, ze względu na ich słabe wyniki, fundusz musiał dokonać odpisów z tytułu utraty wartości przedsiębiorstw lub sprzedać siedem z nich poniżej kosztów. Do połowy 2018 r. fundusz przyniósł zwrot z inwestycji na poziomie jedynie 4 mln euro, a wartość pozostałych udziałów EFI oszacowano na 0,5 mln euro. Tym samym według stanu na połowę 2018 r. strata w ramach tej inwestycji wyniosła 12,5 mln euro.

17 Na przestrzeni ostatnich dziesięciu lat kwota zainwestowana w ramach centralnie zarządzanych interwencji ukierunkowanych na kapitał wysokiego ryzyka znacznie się zwiększyła, z poziomu 33 mln euro rocznie (średnia w latach 1998–2000) do 458 mln euro rocznie (średnia w latach 2014–2020).

18 Te instrumenty UE zostały opracowane tak, by udzielać wsparcia w zależności od popytu, co oznacza, że zapewniają one finansowanie, gdy fundusze kapitałowe wysokiego ryzyka o takowe wnioskuje, o ile fundusze spełnią kryteria kwalifikowalności, pomyślnie przejdą proces due diligence i zostaną zatwierdzone. W **tabeli 1** przedstawiono sześć interwencji UE zapewniających przede wszystkim kapitał wysokiego ryzyka, które są zarządzane centralnie w ten sposób⁷.

⁷ Na potrzeby niniejszego sprawozdania przez centralnie zarządzane interwencje UE rozumie się instrumenty finansowe (ESU 1998, ESU 2001, GIF, IFE i EFG) oraz gwarancję budżetową na rzecz produktu kapitałowego EFIS w segmencie MŚP (SMEW), jak wspomniano w **tabeli 1**.

Tabela 1 – Centralnie zarządzane interwencje UE ukierunkowane na kapitał wysokiego ryzyka

Instrumenty finansowe / gwarancja budżetowa	Program	Okres programowania	Finansowanie UE (w mln euro) na 31.12.2018 r.
Instrument European Technology Facility Start-up (ESU 1998)	Inicjatywa na rzecz wzrostu i zatrudnienia ⁸	1998–2000	101
Instrument European Technology Facility Start-up (ESU 2001)	Wieloletni program dla przedsiębiorstw i przedsiębiorczości ⁹	2001–2006	209
Instrument na rzecz Wysokiego Wzrostu i Innowacji w MŚP (GIF)	Program ramowy na rzecz konkurencyjności i innowacji ¹⁰	2007–2013	625
Instrument kapitałowy na rzecz wzrostu (EFG)	Program na rzecz konkurencyjności przedsiębiorstw oraz małych i średnich przedsiębiorstw (COSME) ¹¹	2014–2020	325 ¹²
Instrument kapitałowy InnovFin na rzecz wczesnego etapu rozwoju (IFE)	„Horyzont 2020” – program ramowy w zakresie badań naukowych i innowacji ¹³	2014–2020	488
Produkt kapitałowy EFIS w segmencie MŚP (SMEW)	Europejski Fundusz na rzecz Inwestycji Strategicznych (EFIS) ¹⁴	2014–2020	1 270

Źródło: Europejski Trybunał Obrachunkowy w oparciu o podstawę prawną.

19 W 2015 r. ustawodawcy UE przyjęli rozporządzenie ustanawiające Europejski Fundusz na rzecz Inwestycji Strategicznych (EFIS) (zob. [załącznik II](#)). Komisja powierzyła

⁸ Decyzja Rady 98/347/WE z dnia 19 maja 1998 r. w sprawie środków pomocy finansowej dla innowacyjnych i tworzących nowe miejsca pracy małych i średnich przedsiębiorstw (MŚP) – inicjatywa na rzecz wzrostu i zatrudnienia (Dz.U. L 155 z 29.5.1998, s. 43).

⁹ Decyzja Rady 2000/819/WE z dnia 20 grudnia 2000 r. w sprawie wieloletniego programu na rzecz przedsiębiorstw i przedsiębiorczości, w szczególności małych i średnich przedsiębiorstw (MŚP) (2001–2005) (Dz.U. L 333 z 29.12.2000, s. 84).

¹⁰ Decyzja nr 1639/2006/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 24 października 2006 r. ustanawiająca Program ramowy na rzecz konkurencyjności i innowacji (2007–2013) (Dz.U. L 310 z 9.11.2006, s. 15).

EBI zarządzanie EFIS, a następnie EBI delegował część tych zadań na rzecz EFI¹⁵. EFIS został uruchomiony w celu zapewniania zdolności do ponoszenia ryzyka, na co składały się gwarancja z budżetu UE w wysokości 16 mld euro i zasoby własne EBI w wysokości 5 mld euro, tak aby umożliwić grupie EBI (EBI i EFI) zapewnienie dodatkowego finansowania. EFIS będzie zapewniać finansowanie kapitału wysokiego ryzyka w wysokości 2 320 mln euro, co oznacza, że będzie on największym z sześciu programów¹⁶.

20 W kwietniu 2018 r. Komisja uruchomiła paneuropejski program funduszu funduszy. Wraz z EFI wybrała ona sześć europejskich funduszy funduszy, z których dwa podpisały już umowy. Fundusz funduszy stanowi pulę środków przekazywanych przez wielu partnerów w celu inwestowania w fundusze kapitałowe wysokiego ryzyka, które z kolei inwestują w przedsiębiorstwa typu start-up. Taka struktura umożliwia wprowadzić większą dywersyfikację ryzyka, ale ustanowienie funduszu funduszy

¹¹ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 1287/2013 z dnia 11 grudnia 2013 r. ustanawiające program na rzecz konkurencyjności przedsiębiorstw oraz małych i średnich przedsiębiorstw (COSME) (2014–2020) i uchylające decyzję nr 1639/2006/WE (Dz.U. L 347 z 20.12.2013).

¹² Ta kwota odzwierciedla przydział środków budżetowych według stanu na 31.12.2018 r. Wielkość tego przydziału mogła w międzyczasie ulec zmianie, ponieważ EFG wchodzi w zakres ogólnej linii budżetowej w ramach rozporządzenia COSME.

¹³ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 1291/2013 z dnia 11 grudnia 2013 r. ustanawiające „Horyzont 2020” – program ramowy w zakresie badań naukowych i innowacji (2014-2020) oraz uchylające decyzję nr 1982/2006/WE (rozporządzenie w sprawie programu „Horyzont 2020”) (Dz.U. L 347 z 20.12.2013, s. 104),

¹⁴ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2015/1017 z dnia 25 czerwca 2015 r. w sprawie Europejskiego Funduszu na rzecz Inwestycji Strategicznych, Europejskiego Centrum Doradztwa Inwestycyjnego i Europejskiego Portalu Projektów Inwestycyjnych oraz zmieniające rozporządzenia (UE) nr 1291/2013 i (UE) nr 1316/2013 – Europejski Fundusz na rzecz Inwestycji Strategicznych (Dz.U. L 169 z 1.7.2015, s. 1). Rozporządzenie to, przyjęte w 2015 r., nie obejmuje całego okresu 2014–2020.

¹⁵ EFIS zmienił rolę odgrywaną przez EFI, zobowiązując go na mocy umowy do zapewnienia wkładu finansowego na rzecz dwóch podsegmentów produktu kapitałowego SMEW (zob. [załącznik II](#)).

¹⁶ Trybunał opublikował opinię na temat EFIS: Opinia nr 2/2016 pt. „EFIS: wstępny wniosek do dalszego opracowania i rozwinięcia”, a także sprawozdanie specjalne nr 3/2019 pt. „Europejski Fundusz na rzecz Inwestycji Strategicznych – konieczne jest podjęcie działań, by Fundusz osiągnął pełen sukces”.

oznacza dodanie jeszcze jednego szczebla administracji. W ramach programu dostępna jest kwota maksymalnie 343 mln euro z centralnie zarządzanych interwencji, a ponadto 67 mln euro z zasobów własnych EFI. Oczekuje się, że sześć funduszy funduszy pozyska dodatkowe 1,7 mld euro od innych inwestorów (publicznych lub prywatnych), co ma przełożyć się na inwestycje o wartości 6,5 mld euro w przedsiębiorstwa typu start-up.

21 W czerwcu 2018 r. Komisja opublikowała wniosek dotyczący przyszłej interwencji o nazwie „InvestEU”¹⁷, stanowiący część pakietu wniosków na następne wieloletnie ramy finansowe (2021–2027).

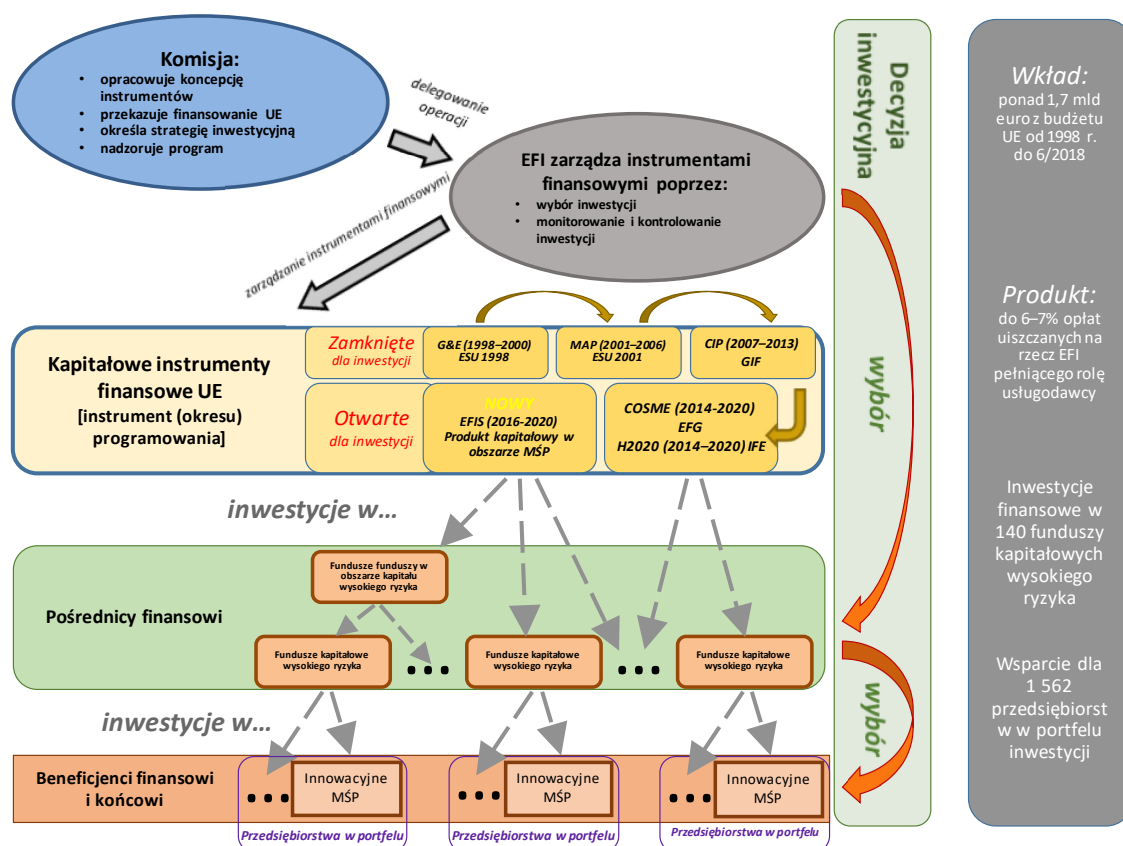
Rola Europejskiego Funduszu Inwestycyjnego

22 EFI wspiera pośredników finansowych zapewniających środki finansowe na rzecz MŚP w całej Europie. Jego głównymi udziałowcami są EBI (58,6% kapitału), UE reprezentowana przez Komisję (29,7%) i inne zainteresowane podmioty, w tym publiczne i prywatne banki oraz instytucje finansowe¹⁸. EFI wdraża interwencje z udziałem kapitału wysokiego ryzyka przede wszystkim w imieniu innych podmiotów, takich jak UE, EBI (w ramach mandatu w zakresie zasobów kapitału ryzyka), organy krajowe lub regionalne oraz inwestorzy prywatni. Na *rys. 4* przedstawiono sposób działania instrumentów kapitału wysokiego ryzyka wspieranych przez UE, a także rolę EFI.

¹⁷ Wniosek dotyczący rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady ustanawiającego Program InvestEU (COM(2018) 439 final z dnia 6.6.2018 r.).

¹⁸ http://www.eif.org/who_we_are/index.htm

Rys. 4 – Struktura operacyjna instrumentów kapitału wysokiego ryzyka wspieranych przez UE



Źródło: Europejski Trybunał Obrachunkowy, na podstawie danych EFI.

23 EFI stał się jednym z największych graczy na europejskim rynku kapitału wysokiego ryzyka. W 2018 r. podpisał on umowy z funduszami kapitałowymi wysokiego ryzyka, zobowiązując się do zainwestowania 1,4 mld euro.

Zakres kontroli i podejście kontrolne

24 Trybunał zdecydował, że przyjrzy się bliżej rynkom kapitału wysokiego ryzyka, gdyż zaangażowanie UE w tym obszarze polityki stale rośnie, a poza tym obszar ten nie był jeszcze kontrolowany przez Trybunał. Trybunał ocenił, czy Komisja prawidłowo wykorzystywała instrumenty kapitału wysokiego ryzyka, i przeanalizował w tym celu, czy:

- a) Komisja przeprowadzała dobrej jakości oceny *ex ante*, *śródkresowe* i *ex post*;
- b) strategia inwestycyjna stosowana przez UE w celu zapewniania pomocy była kompleksowa;
- c) instrumenty UE były odpowiednio wdrażane przez EFI.

25 Trybunał oczekuje, że jego sprawozdanie pomoże Komisji w wydajniejszym i skuteczniejszym wdrażaniu polityki. Podczas oceny stosowności założeń koncepcyjnych interwencji Trybunał skupił się na latach 2014–2020. W odniesieniu do innych aspektów wziął pod uwagę wszystkie centralnie zarządzane interwencje UE od 1998 r. W odpowiednich przypadkach uwzględnił także projekt Programu InvestEU na lata 2021–2027.

26 Aby pozyskać dowody kontroli, Trybunał dokonał przeglądu odpowiedniej dokumentacji, w tym próby dokumentującej proces wyboru funduszy kapitałowych wysokiego ryzyka przez EFI. Przeprowadził także wywiady z pracownikami Komisji, EFI, francuskiego Banque Publique d'Investissement i stowarzyszenia Invest Europe¹⁹, a także z przedstawicielami środowiska akademickiego i z zarządzającymi funduszami. Ponadto Trybunał odwiedził stowarzyszenia kapitału wysokiego ryzyka i przedsiębiorstw typu start-up, banki prorozwojowe, ministerstwa oraz fundusze kapitałowe wysokiego ryzyka w Danii i we Włoszech. Przeprowadził również dwie ankiety wśród zarządzających funduszami kapitałowymi wysokiego ryzyka.

¹⁹ Invest Europe to stowarzyszenie reprezentujące sektory *private equity*, kapitału wysokiego ryzyka i infrastruktury w Europie, a także ich inwestorów.

Uwagi

Uchybienia w ocenach *ex ante* i *ex post*

27 Przed rozpoczęciem nowej interwencji Komisja musi przeprowadzić ocenę *ex ante* lub ocenę skutków, w tym analizę potrzeb rynkowych. Oceny takie powinny również obejmować analizę struktury i potrzeb finansowych firm, na które ukierunkowany jest instrument, a także dostępnych źródeł finansowania. Korzystając z tych informacji, Komisja może oszacować lukę finansową oraz określić odpowiednią skalę wsparcia dla rynku kapitału wysokiego ryzyka.

28 Głównym celem wszystkich interwencji UE od 1998 r. była poprawa dostępu do środków finansowych dla przedsiębiorstw, w szczególności MŚP, w drodze wsparcia przedsiębiorczości i innowacji. W przypadku każdej interwencji Komisja powinna przeprowadzić ocenę śródkresową lub ocenę *ex post* w celu przeanalizowania skuteczności takiej interwencji.

Interwencje nie były poparte odpowiednią analizą potrzeb rynkowych

29 Trybunał zbadał, czy i w jaki sposób Komisja określiła pod względem ilościowym wielkość luki finansowej dla interwencji w obecnym okresie programowania (2014–2020). Przeanalizował także, czy dokonano tego zarówno na zagregowanym szczeblu UE, jak i na szczeblu państw członkowskich. Ponadto sprawdził on, czy luka finansowa została ustalona dla poszczególnych etapów cyklu życia przedsiębiorstwa (zob. [rys. 1](#)).

30 Trybunał stwierdził, że chociaż Komisja przeprowadzała oceny *ex ante* i oceny skutków oraz analizowała potrzeby rynkowe, przyglądając się w tym celu podaży i popytowi, luka finansowa nie została oszacowana w sposób kompleksowy, co wynikało przede wszystkim z braku danych. Komisja zauważyła także, że „w literaturze akademickiej nie ma konsensusu co do tego, czy niskie poziomy inwestycji kapitału wysokiego ryzyka w porównaniu z PKB w większości państw członkowskich UE stanowią problem głównie po stronie podaży czy popytu, tj. czy podaż kapitału

wysokiego ryzyka jest niewystarczająca lub czy nie ma wystarczającej liczby przedsiębiorstw, w które można inwestować”²⁰.

31 Na przykład w 2011 r. Komisja przeprowadziła ocenę *ex ante* i ocenę skutków centralnie zarządzanego instrumentu kapitałowego na rzecz wzrostu (EFG). Trybunał stwierdził, że leżące u podstaw tych ocen badanie przeprowadzone w imieniu Komisji nie zawierało wyjaśnienia sposobu oszacowania luki finansowej²¹.

32 W przypadku kolejnego centralnie zarządzanego instrumentu, jakim jest instrument kapitałowy InnovFin (IFE), Trybunał stwierdził, że ocena z 2013 r. została przeprowadzona dopiero po sporządzeniu wniosku ustawodawczego oraz omówieniu orientacyjnego budżetu przez Komisję, Parlament i Radę.

33 Trybunał zauważył także, że kiedy w 2015 r. uruchamiano EFIS, Komisja nie przeprowadziła wszechstronnej oceny *ex ante* ani oceny skutków dotyczącej wielkości luki finansowej lub potrzeb rynkowych. Nie przeprowadziła także takiej oceny w 2017 r., kiedy to gwarancja UE została zwiększona o 10 mld euro (do 26 mld euro), a okres inwestycyjny został przedłużony z 31 lipca 2019 r. do 31 grudnia 2020 r.²²

34 W 2015 r. w imieniu Komisji przeprowadzono także specjalną ocenę w celu zbadania możliwości zastosowania struktury funduszu funduszy²³. Na podstawie wywiadów ze 105 zarządzającymi funduszami kapitałowymi wysokiego ryzyka ocena ta wykazała, że opinie na temat stanu i potrzeb rynku kapitału wysokiego ryzyka były podzielone. W ocenie nie oszacowano ilościowo luki finansowej ani nie uwzględniono

²⁰ Sprawozdanie JRC Science for Policy, „Improving access to finance: which schemes best support the emergence of high-growth innovative enterprises?” [Poprawa dostępu do finansowania: które systemy najlepiej wspierają powstawanie innowacyjnych przedsiębiorstw wysokiego wzrostu?], s. 12.

²¹ Załącznik A do sprawozdania z 2011 r. sporządzonego przez Economisti Associati srl we współpracy z EIM Business & Policy Research, The Evaluation Partnership, Centre for Strategy and Evaluation Services oraz Centrum Studiów nad Polityką Europejską, s. A.13.

²² Opinia Europejskiego Trybunału Obrachunkowego nr 2/2016 pt. „EFIS: wstępny wniosek do dalszego opracowania i rozwinięcia”, pkt 26, oraz sprawozdanie specjalne nr 3/2019 pt. „Europejski Fundusz na rzecz Inwestycji Strategicznych – konieczne jest podjęcie działań, by Fundusz osiągnął pełen sukces”, pkt 17.

²³ Oxford Research Centre for Strategy & Evaluation Services, „Assessing the Potential for EU Investment in Venture Capital and Other Risk Capital Fund of Funds” [Ocena potencjału inwestycji UE w fundusz funduszy w obszarze kapitału wysokiego ryzyka i innego kapitału podwyższonego ryzyka], październik 2015 r.

kwestii absorpcji przy formułowaniu zaleceń co do skali finansowej funduszu funduszy, który miałyby zostać utworzony.

35 Komisja przeprowadziła już ocenę *ex ante* / ocenę skutków w odniesieniu do przyszłych interwencji z udziałem kapitału wysokiego ryzyka w ramach przyszłego Programu InvestEU w nadchodzącym okresie 2021–2027. Ponownie jednak nie oszacowano wielkości luki finansowej.

36 Zdaniem Trybunału zwiększanie zasobów budżetowych przeznaczanych na rzecz funduszy kapitałowych wysokiego ryzyka (zob. [tabela 1](#)) bez ilościowego określenia wielkości luki finansowej może skutkować ryzykiem braku możliwości absorpcji takich środków finansowych (zob. [ramka 3](#)).

Ramka 3

Zwiększanie publicznych środków finansowych bez odpowiedniej oceny wielkości rynku skutkuje ryzykiem braku absorpcji

Znaczne zwiększenie publicznych środków finansowych na rynku kapitału wysokiego ryzyka może skutkować ryzykiem braku absorpcji, w szczególności jeśli występuje brak: (i) funduszy kapitałowych wysokiego ryzyka, w które można inwestować; (ii) zainteresowanych inwestorów prywatnych; (iii) MŚP z potencjałem wzrostu, w które można inwestować.

Badanie z 2011 r.²⁴ wykazało, że zainwestowanie więcej niż 300 mln euro rocznie w okresie 2014–2020 stanowiłoby wyzwanie dla UE ze względu na ryzyko braku absorpcji. Tymczasem środki finansowe przeznaczone przez UE na kapitał wysokiego ryzyka już zbliżają się do tego prognozy. W okresie 2014–2020 średnia roczna kwota inwestycji w ramach interwencji UE sięga około 285 mln euro (tj. 1 989 mln euro w okresie siedmiu lat). Ponadto środki finansowe przydzielone na rzecz produktu kapitałowego EFIS SMEW zostały zwiększone o 1 050 mln euro (zob. pkt [07](#) w [załączniku II](#)).

Presja związana z absorpcją niesie za sobą ryzyko wystąpienia efektu domina. Wygórowana kwota może stwarzać presję na szybkie angażowanie środków finansowych. Tymczasem, jako że nowo utworzone fundusze lub rynki dziewicze potrzebują więcej czasu na rozwój, taka presja czasowa może prowadzić do koncentracji finansowania na „zwyczajowych” rynkach lub podmiotach, jako że pierwszeństwo przyznawane jest rynkom dojrzałym i ugruntowanym funduszom. Co więcej, jak zauważono w badaniu z 2011 r., „presja, by angażować środki, może

²⁴ Sprawozdanie z 2011 r. sporządzone przez Economisti Associati srl we współpracy z EIM Business & Policy Research, The Evaluation Partnership, Centre for Strategy and Evaluation Services oraz Centrum Studiów nad Polityką Europejską.

spowodować, że finansowanie będzie udzielane podmiotom, które nie spełniają wszystkich standardów, co z kolei w miarę upływu czasu doprowadzi do nieuniknionego spadku zwrotu z inwestycji”.

Niewystarczające dowody na oddziaływanie interwencji UE

37 Trybunał zbadał, czy wcześniejsze oceny śródkresowe i oceny *ex post* wykazały faktyczną skuteczność wsparcia UE na rzecz kapitału wysokiego ryzyka. Prawidłowe oceny śródkresowe i oceny *ex post* zapewniają cenne informacje na potrzeby projektowania nowych instrumentów.

38 Od chwili rozpoczęcia wspierania kapitału wysokiego ryzyka Komisja zaprezentowała sześć ocen śródkresowych i dwie oceny końcowe. Standardowo oceny zawierały informacje o produktach i rezultatach, takich jak liczba wspieranych funduszy kapitałowych wysokiego ryzyka czy liczba przedsiębiorstw, w które fundusze te zainwestowały. W ocenach nie uwzględniono jednak analizy oddziaływania interwencji UE na sektor kapitału wysokiego ryzyka ani analizy ich skutków gospodarczych (takich jak wpływ na wzrost gospodarczy, innowacje czy liczbę utrzymanych lub utworzonych miejsc pracy).

39 Obydwie oceny *ex post* zostały przeprowadzone zbyt wcześnie. Przykładowo ocena końcowa dotycząca Instrumentu na rzecz Wysokiego Wzrostu i Innowacji w MŚP została opublikowana w 2011 r. Tymczasem EFI mógł zatwierdzać umowy spółki komandytowej z funduszami kapitałowymi wysokiego ryzyka aż do 2013 r., co oznacza, że fundusze te miały około pięciu lat na inwestowanie w przedsiębiorstwa.

40 Na jakość oceny śródkresowej GIF oraz ocen *ex post* ESU 1998 i ESU 2001 niekorzystnie wpłynęła z kolei ograniczona dostępność danych.

- Wczesne instrumenty, tj. European Technology Facility Start-up 1998 i European Technology Facility Start-up 2001, nie posiadały żadnych wskaźników dotyczących osiągniętych wyników. W ocenie *ex post* tych instrumentów zalecono zatem korzystanie z właściwie zaprojektowanych wskaźników wykonania.
- Choć w podstawie prawnej instrumentu GIF przewidziano wskaźniki i wartości docelowe, dotyczyły one głównie produktów. W ocenie śródkresowej dotyczącej tego instrumentu ponownie zostało zatem zawarte zalecenie opracowania wskaźników rezultatu i oddziaływania, tak aby umożliwić końcową ocenę skuteczności. Komisja dodała wprawdzie wskaźniki, ale w ocenie końcowej nie

można było ich uwzględnić, gdyż została przeprowadzona w ciągu jednego roku od oceny śródkresowej.

41 Oceny opierały się głównie na metodach jakościowych, takich jak wywiady i ankiety. Zgromadzone informacje były wprawdzie przydatne, lecz nie zostały poparte metodami ilościowymi.

42 Oceny śródkresowe i końcowe przeprowadzone przez Komisję nie obejmowały analizy scenariusza alternatywnego. Oceniający nie przeanalizowali, ile miejsc pracy zostało utworzonych lub utrzymanych przez przedsiębiorstwa, które skorzystały z finansowania kapitału wysokiego ryzyka, w porównaniu z teoretyczną liczbą miejsc pracy, które mogłyby zostać utworzone w przypadku braku finansowania.

43 W 2011 r. w ramach projektu badawczego²⁵ finansowanego przez UE przeprowadzono taką analizę alternatywną, w której uwzględniono kapitał wysokiego ryzyka ze wszystkich źródeł (nie tylko z UE) oraz przedsiębiorstwa z siedmiu państw członkowskich i jednego państwa spoza UE. W podsumowaniu stwierdzono, że „Wnioski zasadniczo wspierały pogląd, że inwestorzy w obszarze kapitału wysokiego ryzyka wywierali znaczny pozytywny wpływ na wzrost firm, produktywność oraz wyniki inwestycyjne i innowacyjne. Inwestorzy pomogli firmom wchodzącym w skład ich portfeli osiągać lepsze wyniki niż firmy niepoparte kapitałem wysokiego ryzyka, nawet podczas kryzysu finansowego w latach 2008–2009. Zapewniali oni firmom wchodzącym w skład ich portfeli zasoby i kompetencje konieczne do szybkiego dostosowania ich oferty produktowej/rynkowej w okresie globalnego kryzysu”.

44 Jeśli chodzi o pozytywne aspekty, EFI opublikował serię dokumentów roboczych na temat wkładu gospodarczego inwestycji wspieranych przez EFI oraz wyników przedsiębiorstw typu start-up objętych wsparciem²⁶, z uwzględnieniem analizy alternatywnych scenariuszy. Jedynym zastrzeżeniem jest to, że w dokumentach tych

²⁵ Projekt VICO, „Final Report Summary – Financing Entrepreneurial Ventures in Europe: Impact on innovation, employment growth, and competitiveness” [Podsumowanie sprawozdania końcowego – finansowanie przedsiębiorczości w Europie: oddziaływanie na innowacje, wzrost zatrudnienia i konkurencyjność], wrzesień 2011 r. (<https://cordis.europa.eu/project/rcn/88431/reporting/en>).

²⁶ Dokument roboczy EFI 2016/34 (Helmut Kraemer-Eis, Simone Signore, Dario Prencipe), „The impact of EIF on the Venture Capital ecosystem” [Oddziaływanie EFI na ekosystem kapitału wysokiego ryzyka], tom I *The European venture capital landscape: an EIF perspective*, 2016 r.

przeanalizowano wszystkie inwestycje kapitału wysokiego ryzyka EFI, nie tylko te wspierane przez UE.

45 W odniesieniu do instrumentów na okres programowania 2014–2020 Komisja ustanowiła wskaźniki rezultatu i oddziaływania dla EFG, IFE i EFIS. W przypadku EFG i IFE wartości docelowe zostały ustanowione dla wszystkich wskaźników z wyjątkiem wielkości obrotu oraz liczby pracowników przedsiębiorstw będących beneficjentami (zob. [tabela 2](#)). Ponadto wartości docelowe dla IFE odnoszą się nie do kapitału wysokiego ryzyka, ale do kapitału wysokiego ryzyka w połączeniu ze wsparciem w zakresie finansowania dłużnego, co utrudnia ocenę osiągnięć w ramach każdego z tych instrumentów.

Tabela 2 – Wskaźniki dla EFG i IFE

Instrument	Wskaźniki	Wartość docelowa
EFG	Liczba inwestycji z udziałem kapitału wysokiego ryzyka	360-450
	Całkowita zainwestowana kwota	od 2,6 mld euro do 3,6 mld euro
	Wskaźnik dźwigni	4-6
	Dodatkowość EFG	Zwiększenie udziału beneficjentów końcowych zainteresowanych finansowaniem z EFG lub LGF, którego nie można byłoby osiągnąć w inny sposób, w porównaniu z wartością bazową
IFE	Łączne inwestycje uruchomione dzięki inwestycjom z udziałem kapitału wysokiego ryzyka	25 mld euro łącznie w przypadku kapitału wysokiego ryzyka i finansowania dłużnego
	Liczba finansowanych podmiotów	5 000 podmiotów finansowanych za pośrednictwem kapitału wysokiego ryzyka i finansowania dłużnego
	Wartość pozyskanych prywatnych środków finansowych	35 mld euro pozyskanych prywatnych środków finansowych (kapitał wysokiego ryzyka i finansowanie dłużne)
	Wielkość obrotu przedsiębiorstwa i liczba pracowników	Do dopracowania

Źródło: Europejski Trybunał Obrachunkowy, na podstawie przepisów oraz dokumentów Komisji.

46 Ocena śródkresowa EFIS obejmowała zalecenie, by wyjaśnić – z wykorzystaniem scenariuszy alternatywnych – oddziaływanie inicjatywy na rynku finansowym, a w szczególności jej wpływ na niedoskonałości rynku i możliwy efekt wypierania. W ocenie tej docenione zostały obecne starania grupy EBI w zakresie testowania takich

podejść do produktów EFIS, w szczególności tworzenia koniecznej infrastruktury danych²⁷.

Komisja nie posiadała kompleksowej strategii inwestycyjnej

47 Aby poprawić dostęp do finansowania dla przedsiębiorstw za pośrednictwem paneuropejskiego rynku kapitału wysokiego ryzyka, niezbędna jest spójna i kompleksowa strategia polityczna i inwestycyjna mająca na celu wspieranie słabiej rozwiniętych rynków, zmniejszenie zależności od sektora publicznego oraz uproszczenie interwencji.

Podejście kierujące się popytem nie sprzyja rozwojowi słabiej rozwiniętych rynków lub sektorów kapitału wysokiego ryzyka

48 Aby ocenić strategię inwestycyjną Komisji, Trybunał przeanalizował aktualną sytuację pod kątem państw, w których siedziby miały wspierane przez UE fundusze kapitałowe wysokiego ryzyka i przedsiębiorstwa będące beneficjentami, a także pod kątem etapów rozwoju i sektorów działalności.

Słabo rozwinięte rynki kapitału wysokiego ryzyka odnosiły niewielkie korzyści z centralnie zarządzanych interwencji UE

49 Odkąd w 1998 r. Komisja podjęła działalność w obszarze kapitału wysokiego ryzyka, zapewniane przez nią finansowanie było przydzielane na podstawie wartości merytorycznej projektów, a nie na podstawie lokalizacji geograficznej funduszy kapitałowych wysokiego ryzyka czy sektora inwestycji.

50 Wobec braku strategii, która zapewniałaby kierowanie adekwatnych inwestycji na słabo rozwinięte rynki, może to oznaczać, że otrzymują one mniejsze wsparcie. Ryzyko to potwierdzają przeprowadzone przez Komisję oceny *ex ante* / oceny skutków dotyczące interwencji w okresie 2014–2020 (IFE i EFG), w których zwrócono uwagę na dużą koncentrację inwestycji kapitału wysokiego ryzyka w niektórych państwach członkowskich.

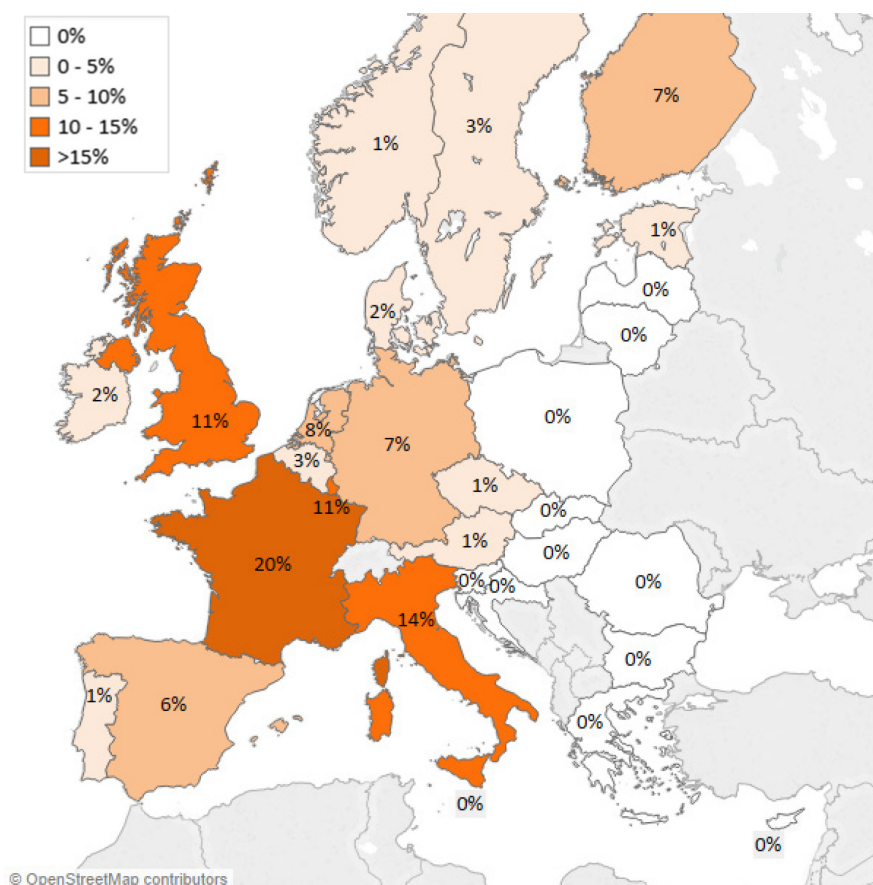
²⁷ Komisja Europejska, „Independent Evaluation of the EFSI Regulation. Final Report” [Niezależna ocena rozporządzenia w sprawie EFIS. Sprawozdanie końcowe], czerwiec 2018 r., s. 140.

51 Trybunał stwierdził, że na koniec czerwca 2018 r. dwoma państwami członkowskimi o największej liczbie zarejestrowanych funduszy kapitałowych wysokiego ryzyka wspieranych przez UE były Francja i Włochy, na które przypadało odpowiednio 20% i 14% łącznej liczby funduszy. Kolejnymi państwami pod tym względem były Luksemburg, Zjednoczone Królestwo, Niderlandy, Niemcy i Finlandia. Ani jeden ze wspieranych przez UE funduszy kapitałowych wysokiego ryzyka nie dokonał inwestycji w fundusze zarejestrowane w 12 państwach członkowskich (zob. [rys. 5](#)).

52 Jednym z czynników branych pod uwagę przez zarządzających funduszami przy podejmowaniu decyzji o miejscu zarejestrowania funduszu kapitałowego wysokiego ryzyka jest system regulacyjny mający zastosowanie w danym państwie. Jak wynika z ankiety²⁸ przeprowadzonej przez EFI, „zarządzający funduszami apelowali o wspieranie paneuropejskich funduszy, większą liczbę inwestycji transgranicznych oraz harmonizację ram prawnych i systemów opodatkowania”.

²⁸ Dokument roboczy EFI 2018/48, „EIF VC Survey 2018 – Fund managers' market sentiment and views on public intervention” [Ankieta EFI dotycząca kapitału wysokiego ryzyka z 2018 r. – nastroje zarządzających funduszami na rynku i opinie na temat interwencji publicznych], kwiecień 2018 r.

Rys. 5 – Wspierane przez UE fundusze kapitałowe wysokiego ryzyka w podziale na państwa rejestracji na dzień 30 czerwca 2018 r.



Źródło: Europejski Trybunał Obrachunkowy, na podstawie danych EFI.

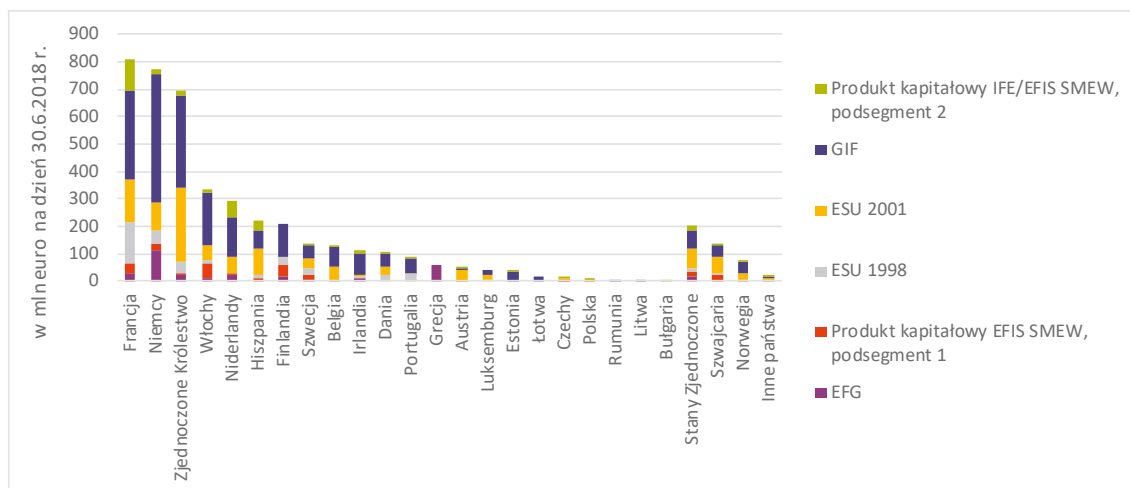
53 Fundusze kapitałowe wysokiego ryzyka mogą inwestować w przedsiębiorstwa tylko w swoim państwie rejestracji bądź mogą funkcjonować w kilku państwach. Na dzień 30 czerwca 2018 r. 42% wspieranych przez UE funduszy kapitałowych wysokiego ryzyka prowadziło działalność w wielu państwach.

54 Pod względem kwot, jakie wspierane przez UE fundusze kapitałowe wysokiego ryzyka zainwestowały w przedsiębiorstwa, na **rys. 6** pokazano, że największe korzyści z interwencji UE odnosiły państwa członkowskie, które były atrakcyjne dla kapitału wysokiego ryzyka²⁹. Wyróżniają się tu Francja, Niemcy i Zjednoczone Królestwo, gdyż na te trzy kraje przypada 50% inwestycji. Jako że są to państwa członkowskie o największych gospodarkach w UE, koncentrowanie się na nich nie pomaga w rozwoju europejskiego rynku kapitału wysokiego ryzyka.

²⁹ Wskaźnik atrakcyjności państw pod względem kapitału wysokiego ryzyka i *private equity* (<https://blog.iese.edu/vcpeindex/>).

55 Według stanu na połowę 2018 r. żaden ze wspieranych przez UE funduszy kapitałowych wysokiego ryzyka nie zainwestował na Cyprze, Malcie, w Słowenii lub na Słowacji, a jedynie ograniczonych inwestycji (na łączną kwotę 29 mln euro) dokonano w Bułgarii, Czechach, na Węgrzech, w Polsce i Rumunii.

Rys. 6 – Inwestycje w przedsiębiorstwa dokonane przez wspierane przez UE fundusze kapitałowe wysokiego ryzyka na dzień 30 czerwca 2018 r.



Źródło: Europejski Trybunał Obrachunkowy, na podstawie danych EFI.

56 Analiza danych przeprowadzona przez Trybunał wskazuje, że przydział pomocy na podstawie popytu faworyzuje najbardziej rozwinięte rynki kapitału wysokiego ryzyka. Takie podejście nie przyczynia się w pełni do osiągnięcia celu wyznaczonego przez UE, jakim jest rozwój paneuropejskiego rynku kapitału wysokiego ryzyka, ani do realizacji części priorytetów wspomnianych w umowach o przyznanie wkładu. Przykładowo w podstawach prawnych dotyczących trzech najnowszych instrumentów kapitałowych (tj. EFG, IFE i EFIS) każdorazowo znalazło się odniesienie do wspierania rozwoju kapitału wysokiego ryzyka na szczeblu UE. Ponadto w art. 2 umowy upoważniającej GIF stwierdzono, że jednym z celów instrumentu jest zmniejszenie różnicy rynkowej między kapitałem własnym i kapitałem ryzyka, a tym samym udoskonalenie unijnego rynku kapitału wysokiego ryzyka. W kilku ocenach interwencji UE przeprowadzonych przez Komisję lub w jej imieniu skrytykowano podejście opierające się na popycie i zalecono zastąpienie go podejściem bardziej proaktywnym.

57 Na przykład ocena skutków z 2018 r. dotycząca przyszłego Programu InvestEU (okres 2021–2027) zawiera zalecenie, by zrównoważyć podejście podyktowane popyciem na poziomie indywidualnych operacji poprzez bardziej rygorystyczną weryfikację zgodności z celami polityki. Komisja nie określiła, w jaki sposób takie

zrównoważenie miałyby zostać osiągnięte w praktyce lub jaki wywarłoby ono wpływ na podejście dyktowane popytem.

Potrzeby w zakresie finansowania nie zostały skwantyfikowane według poszczególnych etapów rozwoju lub sektorów działalności

58 Przez 20 lat, odkąd Komisja wspiera fundusze kapitałowe wysokiego ryzyka za pomocą różnych centralnie zarządzanych interwencji, inwestowała ona w MŚP na różnych etapach rozwoju. Na *rys. 7* pokazano, ile środków z kwoty 4,6 mld euro zainwestowanej w tym okresie przez fundusze kapitałowe wysokiego ryzyka wspierane przez UE zostało wykorzystanych na poszczególnych etapach rozwoju przedsiębiorstw.

Rys. 7 – Inwestycje ze wspieranych przez UE funduszy kapitałowych wysokiego ryzyka w rozbiciu na etapy rozwoju MŚP



Źródło: Europejski Trybunał Obrachunkowy, na podstawie danych EFI.

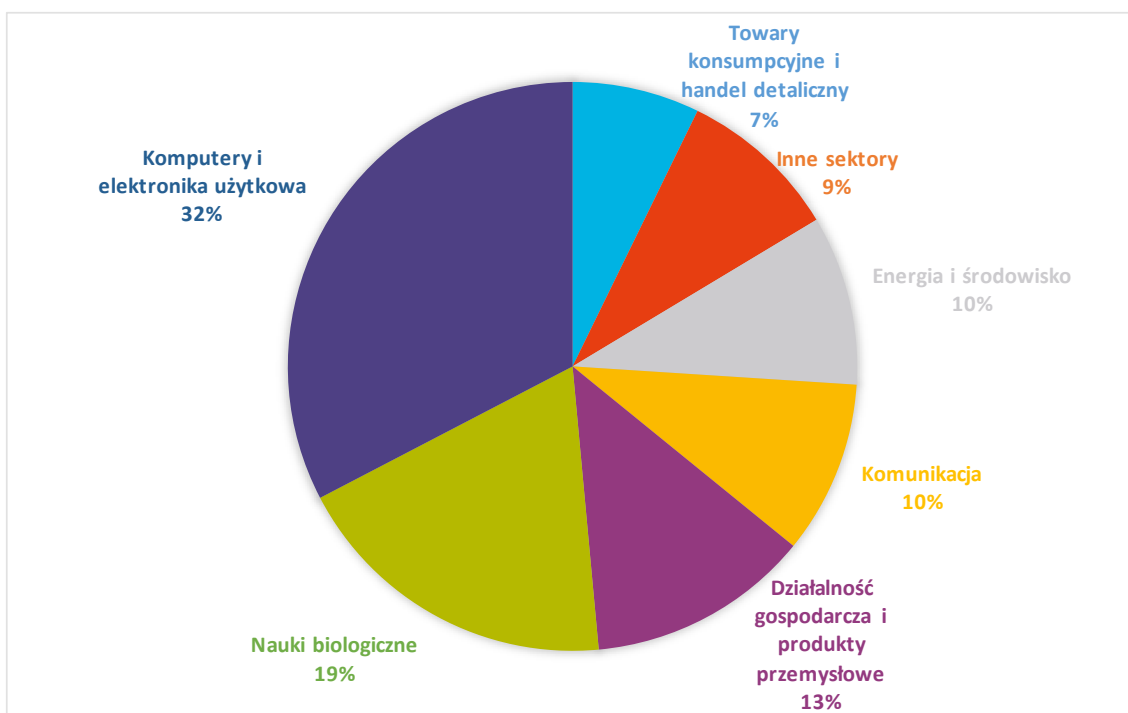
59 Na wczesne etapy (tj. etap załączkowy i rozpoczynania działalności) przypada 56% łącznych inwestycji. Fundusze kapitałowe wysokiego ryzyka inwestują zazwyczaj w większą liczbę przedsiębiorstw na wczesnym etapie rozwoju niż na etapach późniejszych. Niemniej jednak średnie kwoty inwestycji w przeliczeniu na MŚP są niższe na wczesnych etapach. Wspierane przez UE fundusze kapitałowe wysokiego ryzyka inwestowały średnio 1,36 mln euro i 2,56 mln euro na MŚP odpowiednio na etapie załączkowym i etapie rozpoczynania działalności, podczas gdy średnie inwestycje

na etapie wzrostu i wykupu³⁰ wynosiły odpowiednio 4,82 mln euro i 7,16 mln euro na MŚP.

60 W ankiecie Trybunału 68% zarządzających funduszami kapitałowymi wysokiego ryzyka uznało, że udział środków publicznych w kapitale wysokiego ryzyka jest najbardziej potrzebny dla inwestycji na etapach załączkowym i rozpoczynania działalności.

61 Jeśli chodzi o podział według sektorów, przedsiębiorstwa działające w branży komputerów i elektroniki użytkowej oraz w sektorze nauk biologicznych odpowiadają za ponad 50% łącznych inwestycji dokonywanych przez fundusze kapitałowe wysokiego ryzyka wspierane przez UE (zob. *rys. 8*).

Rys. 8 – Inwestycje ze wspieranych przez UE funduszy kapitałowych wysokiego ryzyka w podziale na sektory



Źródło: Europejski Trybunał Obrachunkowy, na podstawie danych EFI.

62 Chociaż UE inwestowała na różnych etapach rozwoju i w różne sektory działalności, alokacja środków finansowych nie opierała się na dogłębnej analizie podaży i popytu na europejskim rynku kapitału wysokiego ryzyka. W ocenach *ex ante*

³⁰ Klasyfikacja etapów inwestycji stosowana przez EFI w odniesieniu do zakupu udziałów większościowych lub pakietów kontrolnych przedsiębiorstwa, zazwyczaj na zaawansowanym etapie rozwoju, takim jak wzrost i *scale-up*.

przeprowadzonych przez Komisję brakowało danych na temat luki finansowej dla różnych etapów rozwoju lub sektorów działalności (zob. pkt 36).

63 Trybunał odnotował, że w swojej ocenie skutków dotyczącej InvestEU (okres 2021–2027) Komisja zasugerowała, by instrumenty kapitałowe mogły być ukierunkowywane „na podstawie sektorowej [...] oraz na podstawie cyklu życia przedsiębiorstwa (w oparciu o analizę luki finansowej)”³¹. W ocenie nie wspomina się o ukierunkowaniu ani analizie według państw członkowskich.

Unijny rynek kapitału wysokiego ryzyka nie jest wystarczająco atrakcyjny dla inwestorów prywatnych

64 Interwencje wspierane przez UE powinny stanowić reakcję na niedoskonałości rynku, a w szczególności – w celu zachowania zgodności z zasadą pomocniczości i osiągnięcia wartości dodanej – na problemy, których nie są w stanie wyeliminować same państwa członkowskie³². Ostatecznym celem interwencji publicznych jest przyciąganie inwestorów prywatnych, tak aby wspierać rozwój zrównoważonego rynku kapitału wysokiego ryzyka. Trybunał zbadał, czy Komisji udało się zachęcić innych inwestorów publicznych i prywatnych do udostępnienia środków finansowych wraz z UE. W ocenie *ex ante* IFE z 2013 r. zwrócono uwagę na niską stopę zwrotu jako jeden z głównych powodów niskiego zainteresowania inwestorów prywatnych kapitałem wysokiego ryzyka. „Poza okresem bańki internetowej w latach 1997–2000 średnie roczne zwroty z inwestycji w ramach europejskich funduszy kapitałowych wysokiego ryzyka wynosiły poniżej 10%, a w ostatnich mniej więcej dziesięciu latach były ujemne, przy czym nawet wyniki najlepiej zarządzanych funduszy nie były na tyle wysokie, by zapewnić zwroty z inwestycji na poziomie oczekiwanym przez inwestorów instytucjonalnych”³³.

65 Aby zapewnić zgodność interwencji UE z zasadami pomocy państwa, Komisja ustanowiła minimalne wartości docelowe dla udziału inwestorów prywatnych we wspieranych przez UE funduszach kapitałowych wysokiego ryzyka. Wartości te

³¹ Dokument roboczy służb Komisji, Ocena skutków, SWD(2018) 314 final z dnia 6.6.2018 r.

³² Art. 209 ust. 4 rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE, Euratom) 2018/1046 z dnia 18 lipca 2018 r. w sprawie zasad finansowych mających zastosowanie do budżetu ogólnego Unii (Dz.U. L 193 z 30.7.2018, s. 1).

³³ Ocena *ex ante* przeprowadzona przez Komisję, „Financial instrument facilities supporting access to risk finance for research and innovation in Horizon 2020” [Instrumenty finansowe wspierające dostęp do finansowania podwyższonego ryzyka na potrzeby badań naukowych i innowacji w ramach programu „Horyzont 2020”], 2013 r.

ustalono na poziomie 50% w przypadku wczesnych instrumentów takich jak ESU 1998 i ESU 2001, ale dla interwencji w latach 2014–2020 zostały one obniżone do 30%. Jest to o tyle istotne, że w opinii Komisji inwestycje dokonywane przez EFI/EBI oraz banki prorozwojowe na ryzyko własne są niezależne i prywatne. Oprócz tych wartości Komisja nie określiła żadnych innych celów co do poziomu zaangażowania sektora prywatnego.

66 Komisja nie przyjęła osiągnięcia wysokiej stopy zwrotu za cel dla swoich interwencji ani nie wymagała od EFI osiągnięcia zysków ze środków finansowych UE. Na mocy przepisów i umów o przyznanie wkładu od EFI wymaga się jednak stosowania zasady równorzędności, zgodnie z którą inwestorzy publiczni i prywatni uczestniczą na równych zasadach w funduszach kapitałowych wysokiego ryzyka, dzieląc się równo zyskami i stratami. Przyciągnięcie inwestorów prywatnych – co ma kluczowe znaczenie dla zrównoważonego rynku kapitału wysokiego ryzyka – jest możliwe tylko wówczas, gdy inwestycje mają wysoką stopę zwrotu.

67 Jak wynika ze sprawozdania finansowego z 2017 r., ESU 1998 zainwestował 101 mln euro i od czasu utworzenia poniósł ogólne straty netto w wysokości 12 mln euro. Podobna sytuacja rysuje się w przypadku zrealizowanych portfeli ESU 2001 i GIF (już odpisanych lub sprzedanych). ESU 2001 zgłosił poniesioną stratę netto w wysokości 82 mln euro z zainwestowanych 207 mln euro, natomiast GIF zgłosił stratę w wysokości 88 mln euro z 470 mln euro³⁴. Te dwa ostatnie instrumenty nadal posiadają w portfelach znaczną część swoich inwestycji (ESU 2001: 31%; GIF: 64%). Zbyt wcześnie jest, by zaprezentować dane na temat nowszych interwencji UE (zob. [tabela 3](#)).

68 W niektórych z ocen końcowych i śródkresowych przeprowadzonych przez Komisję dotyczących programów zarządzanych centralnie stwierdzono, że zasada równorzędności nie stymulowała inwestycji prywatnych lub była dla nich barierą. W innej ocenie z kolei (ocena *ex ante* EFG z 2011 r.) nie przedstawiono jednoznacznych wniosków, czy należy odstąpić od stosowania tej zasady, odkładając decyzję w tej kwestii do czasu szczegółowej oceny rynku. Do momentu przeprowadzenia kontroli przez Trybunał Komisja nie dokonała takiej oceny. Dopuszcza ona jednak możliwość odejścia od zasady równorzędności w przypadku inwestycji społecznych w ramach segmentu MŚP w EFIS.

³⁴ Zgodnie ze sprawozdaniem finansowym instrumentów z 2017 r. wartość przedsiębiorstw, które nadal znajdowały się w portfelach funduszy wspieranych ze środków ESU 2001 i GIF (niezrealizowane zyski), wynosiła odpowiednio 97 mln euro i 79 mln euro.

69 Jednym z argumentów Komisji przemawiających za stosowaniem zasady równorzędności jest to, że w przeciwnym razie wystąpiłoby ryzyko uznania inwestycji za pomoc państwa. Tymczasem niezgodna z rynkiem wewnętrznym pomoc przyznawana przez państwa członkowskie zakłóca konkurencję i może być odzyskana przez Komisję. Wytyczne Komisji³⁵ i prawo unijne³⁶ wyraźnie określają jednak, w jakich okolicznościach asymetryczny podział zysku nie narusza zasad pomocy państwa.

70 Na przykład inwestor publiczny może zwiększyć stopę zwrotu dla inwestorów prywatnych, zrzekając się części swojego zwrotu (w przypadku asymetrycznej struktury zwrotów z inwestycji). Oznaczałoby to, że inwestor publiczny nie dokonywałby inwestycji na takich samych zasadach co inni inwestorzy, wbrew zasadzie równorzędności.

71 W ocenie funduszu funduszy z 2015 r. stwierdza się, że: „Większość zarządzających funduszami *private equity* i funduszami kapitałowymi wysokiego ryzyka, z którymi przeprowadzono wywiady, twierdziło, że jeśli UE podchodzi poważnie do zachęcania sektora prywatnego do ponownego zainteresowania się europejskim kapitałem wysokiego ryzyka, powinna pozwolić sektorowi prywatnemu na wykorzystanie potencjału wzrostu w zamian za inwestowanie w etapy inwestycji o wyższym ryzyku. Asymetryczne zwroty z inwestycji były postrzegane za potencjalnie sprzyjające eliminowaniu barier dla przyciągania inwestorów prywatnych na poziomie funduszu funduszy.”

72 Przed ustanowieniem europejskiego programu funduszu funduszy Komisja utworzyła grupę roboczą na potrzeby jego analizy. Grupa ta zasugerowała uwzględnienie asymetrycznych zwrotów z inwestycji w zaproszeniu do wyrażenia zainteresowania, chociaż faworyzowane powinny być fundusze kapitałowe wysokiego ryzyka działające na zasadzie równorzędności. Zaproponowała ona też zrównoważenie tego inwestycjami w państwach o słabiej rozwiniętych środowiskach kapitału wysokiego ryzyka. Wbrew temu zaleceniu w zaproszeniu do wyrażenia zainteresowania nie uwzględniono możliwości dokonywania asymetrycznych zwrotów z inwestycji.

³⁵ Komisja Europejska, Wytyczne Unii w sprawie pomocy państwa na rzecz promowania inwestycji w zakresie finansowania ryzyka (2014/C 19/04), pkt 108–109.

³⁶ Art. 21 ust. 13 rozporządzenia Komisji (UE) nr 651/2014 z dnia 17 czerwca 2014 r. uznającego niektóre rodzaje pomocy za zgodne z rynkiem wewnętrznym w zastosowaniu art. 107 i 108 Traktatu (Dz.U. L 187 z 26.6.2014, s. 1).

73 Innym sposobem dla inwestorów publicznych na wspieranie samowystarczalnego rynku kapitału wysokiego ryzyka jest umożliwienie stopniowego wycofywania się, tj. wczesnego wyjścia z funduszy kapitałowych wysokiego ryzyka. Jednak ani umowy podpisywane między EFI a funduszami kapitałowymi wysokiego ryzyka, ani dwie umowy w sprawie funduszu funduszy podpisane dotychczas przez EFI nie zawierały postanowień umożliwiających wczesne wyjście. Trybunał odnotował, że w ocenie z 2015 r. dotyczącej funduszu funduszy zasugerowano włączenie mechanizmów wczesnego wyjścia.

Złożoność będąca wynikiem korzystania z więcej niż jednej interwencji w celu zapewnienia wsparcia UE na rzecz rynku kapitału wysokiego ryzyka

74 Podczas gdy w poprzednich okresach Komisja kierowała wsparcie dla rynku kapitału wysokiego ryzyka za pomocą jednego instrumentu, w okresie 2014–2020 wykorzystuje w tym celu trzy interwencje (tj. EFG, IFE i produkt kapitałowy EFIS SMEW). Trybunał zbadał, czy Komisja zapewniła spójność między tymi trzema interwencjami.

75 Celem EFG jest poprawa dostępu MŚP do kapitału na etapie rozwijania działalności i wzrostu, zaś IFE jest ukierunkowany na inwestycje na wczesnym etapie. W obydwu regulujących je rozporządzeniach przewidziano możliwość inwestycji krzyżowych na różnych etapach. Instrumenty te miały bowiem stanowić dwa komponenty jednego unijnego finansowego instrumentu kapitałowego.

76 Po uruchomieniu produktu kapitałowego EFIS SMEW w połowie 2016 r. (zob. [załącznik II](#)) stopień złożoności wzrósł ze względu na połączenie gwarancji budżetowej z instrumentem finansowym, przy jednoczesnym zaangażowaniu Komisji, EBI i EFI.

77 Aby zapobiec pokrywaniu się tego nowego produktu z istniejącym już EFG, w 2016 r. Komisja zdecydowała o zmianie ukierunkowania EFG przede wszystkim na projekty inwestycyjne kapitału wysokiego ryzyka w państwach uczestniczących spoza UE³⁷, które nie mogły zostać objęte wsparciem z produktu kapitałowego EFIS SMEW.

78 Istnienie trzech instrumentów o podobnych celach, zarządzanych przez trzy różne służby w Komisji, oznaczało zwielokrotnienie wysiłków w zakresie zarządzania,

³⁷ Program COSME jest otwarty dla uczestników z państw trzecich, którzy muszą porozumieć się co do konkretnych rozwiązań z Komisją.

sprawozdawczości i monitorowania. Zgodnie z różnymi przepisami od EFI wymaga się przygotowania odrębnych sprawozdań operacyjnych dla każdego z instrumentów, co najmniej dwa razy do roku.

79 Obecnie sprawozdania operacyjne EFI na temat produktu kapitałowego EFIS SMEW nie zapewniają wystarczająco jasnych informacji na temat różnych podsegmentów, a ponadto trudno jest uzyskać całościowy obraz struktury mieszanych interwencji.

80 Trybunał odnotował, że Komisja dostrzegła te niedociągnięcia i nakładające się zakresy instrumentów, w związku z czym zaproponowała znacznie uproszczoną strukturę dla przyszłego Programu InvestEU (na lata 2021–2027). Zgodnie z tą propozycją zamiast trzech instrumentów (EFG, IFE i EFIS) ma powstać jeden instrument zapewniający jedną gwarancję budżetową.

EFI jest wprawdzie kluczowym inwestorem, ale zarządzanie przez niego interwencjami UE może zostać usprawnione

81 Komisja ukierunkowywała swoje centralnie zarządzane interwencje z udziałem kapitału wysokiego ryzyka za pomocą EFI od czasu ich ustanowienia pod koniec lat 90. XX w. Komisja musi zatem dopilnować, by EFI właściwie wdrażał interwencje UE.

EFI jest ważnym graczem

82 Kwota środków finansowych pozyskanych przez unijny sektor kapitału wysokiego ryzyka od inwestorów publicznych podwoiła się między 2015 a 2016 r., a w 2018 r. nadal przekraczała poziom sprzed kryzysu w 2007 r. (zob. *rys. 2*). EFI, który zarządza wciąż rosnącą liczbą mandatów (zob. pkt **22**), stał się jednym z największych graczy na europejskim rynku kapitału wysokiego ryzyka. W 2018 r. sam EFI podpisał umowy z funduszami kapitałowymi wysokiego ryzyka, zobowiązując się do zainwestowania 1,4 mld euro, w tym 214 mln euro z instrumentów wspieranych przez UE. Trybunał zbadał, czy EFI zarządza instrumentami w wydajny sposób.

83 W 2018 r. EFI przeprowadził ankietę³⁸, z której wynika, że jego uczestnictwo jest uznawane za ważne, gdyż odgrywa on rolę kluczowego inwestora i pomaga

³⁸ Dokument roboczy EFI 2018/51, „EIF venture capital Survey 2018 – Fund managers' perception of EIF's Value Added” [Ankieta EFI z 2018 r. dotycząca kapitału wysokiego ryzyka – postrzeganie wartości dodanej EFI przez zarządzających funduszami], wrzesień 2018 r.

przyciągnąć inwestorów prywatnych dzięki wzmacnianiu wiarygodności funduszu. Uczestnictwo EFI w inwestycjach było zasadniczo postrzegane pozytywnie przez zarządzających funduszami.

84 Większość zarządzających funduszami kapitałowymi wysokiego ryzyka, którzy wzięli udział w ankiecie Trybunału, wysoko oceniała proces due diligence prowadzony przez EFI, którego jakość oznacza, że często jest on postrzegany jako „pieczęć aprobaty”. Respondenci twierdzili jednak także, że EFI działa w sposób formalistyczny i zorientowany na zgodność z przepisami, a proces zatwierdzania wniosków o finansowanie trwa zbyt długo. Jak wynika z ankiety, 45% zarządzających funduszami stwierdziło, że zatwierdzenie wniosku przez EFI zajęło ponad rok, a 41% podało, że trwało to od 6 miesięcy do roku. Większość respondentów (66%) stwierdziła, że podczas procesu zatwierdzania kontaktowała się z trzema do pięciu rozmówców w EFI, przy czym nie wszyscy rozmówcy byli zaznajomieni ze szczególnymi warunkami krajowymi.

85 W ocenie funduszu funduszy z 2015 r. zwrócono uwagę na „antycykliczną rolę odgrywaną przez EFI, który zapewnia, by innowacyjne przedsiębiorstwa typu start-up i MŚP miały nieprzerwany dostęp do kapitału w okresach słabszej koniunktury gospodarczej”. Ponadto stwierdzono w niej, że „szereg zainteresowanych stron, w szczególności funduszy kapitałowych wysokiego ryzyka, stowarzyszeń kapitału wysokiego ryzyka i niektórych krajowych operatorów funduszy funduszy, wyraziło opinię, że dominująca rola EFI jako kluczowego inwestora na europejskim rynku kapitału wysokiego ryzyka oraz zarządzającego funduszem funduszy rodziła pytania dotyczące trwałości w dłuższej perspektywie”.

Zakres instrumentów wspieranych przez UE pokrywa się częściowo z innymi instrumentami zarządzanymi przez EFI, zamiast je uzupełniać

86 EFI opracował strategię dotyczącą przydzielania środków finansowych z różnych mandatów (tj. strategię alokacji umów inwestycyjnych). Trybunał zbadał, czy EFI wdrażał ją w odpowiedni sposób, uwzględniając charakter różnych mandatów.

87 EFI musi zdecydować, w który fundusz kapitałowy wysokiego ryzyka zainwestować oraz na podstawie którego mandatu. Odpowiednie podstawy prawne i umowy o przyznanie wkładu dotyczące finansowanych przez UE centralnie zarządzanych instrumentów zezwalają lub nie zezwalają na współinwestowanie z wykorzystaniem środków finansowych pochodzących z innych mandatów.

88 W ramach ESU 1998 współinwestycje z EFI lub z instrumentami zarządzanymi przez EFI były wyraźnie zakazane³⁹. Wynikało to z faktu, że ESU 1998 zaprojektowano z myślą o uzupełnieniu mandatów zarządzanych przez EFI, z ukierunkowaniem na „te MŚP, których nie może wspierać EBI ani EFI ze względu na ich statutowe wyższe kryteria ryzyka⁴⁰”.

89 Koncepcja wyższych kryteriów ryzyka została zastosowana również w odniesieniu do ESU 2001 i GIF, chociaż w ich przypadku współinwestycje były dozwolone. Na koniec 2017 r. w przypadku 30% funduszy kapitałowych wysokiego ryzyka wspieranych przez te instrumenty odnotowano współinwestycje na podstawie innych mandatów EFI (głównie mandatu EBI dotyczącego środków dostępnych w ramach kapitału wysokiego ryzyka⁴¹). Pokazuje to, że wybrane fundusze nie były ukierunkowane na inny segment ryzyka niż pozostałe mandaty EFI.

90 W podstawach prawnych dotyczących EFG, IFE i EFIS nie ma już mowy o wyższych kryteriach ryzyka. We wszystkich trzech sprecyzowano za to, że instrumenty te powinny uzupełniać instrumenty finansowane z programów krajowych lub regionalnych. Podczas gdy w podstawie prawnej EFIS znalazły się wyraźne zachęty do zapewnienia komplementarności z istniejącymi operacjami i działaniami EBI, w podstawach prawnych w przypadku pozostałych dwóch instrumentów nie wspomniano o tej kwestii.

91 W rozporządzeniu w sprawie EFIS znalazło się wezwanie do opracowania wytycznych dotyczących łącznego wykorzystywania instrumentów UE i finansowania z EBI w ramach gwarancji UE w celu zapewnienia komplementarności. Komisja wydała wytyczne dotyczące komplementarności między EFIS i funduszami ESI. Nie ma natomiast wytycznych w odniesieniu do współinwestycji z innymi mandatami

³⁹ Trybunał odnotował jedną współinwestycję z wykorzystaniem zasobów własnych EFI, mimo że inwestycje takie były zakazane.

⁴⁰ Komisja Europejska, wniosek dotyczący decyzji Rady w sprawie środków pomocy finansowej dla nowatorskich i tworzących nowe miejsca pracy małych i średnich przedsiębiorstw (COM(1998) 26 final z dnia 21.1.1998 r.).

⁴¹ EBI udzielił EFI mandatu do zainwestowania 9,5 mld euro w zdolności do ponoszenia ryzyka w obszarze wspierania technologii i innowacji przemysłowych. Mandat EBI dotyczący środków dostępnych w ramach kapitału wysokiego ryzyka jest ukierunkowany na fundusze inwestujące w przedsiębiorstwa średniej wielkości, które koncentrują się konkretnie na Europie.

zarządzanymi przez EFI, np. z mandatem EBI dotyczącym środków dostępnych w ramach kapitału wysokiego ryzyka.

92 Ze względu na dużą liczbę mandatów w ramach EFI przeprowadzona na zlecenie Komisji ocena śródkresowa interwencji w ramach GIF obejmowała zalecenie, by EFI opracował strategię alokacji umów inwestycyjnych⁴². EFI posiada taką strategię od 2009 r. Po kilku aktualizacjach pozostała ona niezmienną od końca 2011 r. do 2018 r., kiedy to miał miejsce jej generalny przegląd.

93 W strategii alokacji umów inwestycyjnych z 2011 r. nie zaobserwowano żadnego znacznego nakładania się zakresów różnych mandatów. W przypadku interwencji w ramach GIF współinwestycje miały już jednak miejsce, tj. EFI inwestował środki finansowe z różnych mandatów w ten sam fundusz kapitałowy wysokiego ryzyka⁴³. W strategii alokacji z 2018 r. nie znalazły się żadne informacje na temat ewentualnego nakładania się zakresów. Biorąc jednak pod uwagę preferencje w ramach poszczególnych mandatów (na przykład dla określonych sektorów lub wyników) i ich ukierunkowanie geograficzne, zakres centralnie zarządzanych interwencji UE pokrywa się częściowo z innymi mandatami.

94 Podczas gdy początkowa strategia (obowiązująca do 2018 r.) przewidywała, że EFI będzie podejmował decyzje w sprawie alokacji umów inwestycyjnych wyłącznie na podstawie własnego profesjonalnego osądu, nowa strategia obejmuje kryteria na potrzeby oceny ilościowej⁴⁴ i jakościowej ułatwiające decyzję, który mandat najlepiej wykorzystać w przypadku danego funduszu kapitałowego wysokiego ryzyka. EFI nie przekazał Trybunałowi żadnych dowodów na potwierdzenie, że pracownicy otrzymali wytyczne dotyczące stosowania tych kryteriów.

95 EFI przetestował tę nową strategię przez zastosowanie jej do umów inwestycyjnych zawartych w 2017 i 2018 r. Wyniki tej weryfikacji historycznej pokazały,

⁴² DG ds. Przedsiębiorstw i Przemysłu Komisji Europejskiej (GHK i Technopolis), „Interim evaluation of the Entrepreneurship and Innovation Programme” [Ocena śródkresowa programu na rzecz przedsiębiorczości i innowacji], 2009 r., s. IV.

⁴³ EFI wykorzystał środki finansowe z innych mandatów w przypadku 41% funduszy kapitałowych wysokiego ryzyka wspieranych przez GIF.

⁴⁴ Ranking jest sporządzany na podstawie na przykład strategii funduszu kapitałowego wysokiego ryzyka, sektorów lub etapów, w których dokonana ma być inwestycja, lub ukierunkowania geograficznego. Istnieją także kryteria wykluczające, takie jak kryterium „początkujący zarządzający”, jako że niektóre mandaty mające zastosowanie w krajach poza UE nie dopuszczają początkujących zarządzających.

że, opierając się wyłącznie na ocenie ilościowej, w przypadku niektórych inwestycji dokonanych z wykorzystaniem centralnie zarządzanych interwencji UE EFI mógł skorzystać z innych mandatów publicznych, gdyż inwestycje otrzymały taką samą lub wyższą punktację niż inwestycje wspierane przez UE. EFI nie przekazał Trybunałowi szczegółowych dowodów pokazujących, w jaki sposób obliczano punktację indywidualną.

EFI napotykał trudności z wychodzeniem z funduszy wspieranych przez UE

96 Fundusz kapitałowy wysokiego ryzyka uzyskuje zwrot z inwestycji, gdy sprzedaje przedsiębiorstwo (lub dokonuje „wyjścia”). Wyjście ma miejsce w drodze pierwszej oferty publicznej na rynku akcji lub poprzez sprzedaż przedsiębiorstwa inwestorowi branżowemu (sprzedaż branżowa) bądź innemu funduszowi kapitałowemu wysokiego ryzyka lub firmie *private equity*. W sytuacji gdy pozostała wartość przedsiębiorstwa z portfela jest zerowa, jego wartość księgową jest odpisywana zgodnie z obowiązującymi standardami rachunkowości. Trybunał przeanalizował strategię wyjścia stosowaną przez fundusze w celu zmaksymalizowania zwrotu z inwestycji. Dokonał również przeglądu strategii zamykania mandatów objętych niniejszą kontrolą.

97 W 2018 r. trzy najpopularniejsze metody wyjścia na europejskim rynku kapitału wysokiego ryzyka obejmowały: (i) sprzedaż na rzecz inwestora branżowego – 35%; (ii) pierwsze oferty publiczne – 22%; (iii) odpisy – 12%⁴⁵. Zarządzający europejskimi funduszami kapitałowymi wysokiego ryzyka postrzegają wyjście z inwestycji i rynek pierwszych ofert publicznych za największe wyzwania⁴⁶.

98 W dokumencie Partnerstwa Europy na rzecz przedsiębiorstw typu start-up z 2017 r. stwierdzono, że „tylko 2% europejskich przedsiębiorstw *scale-up* dokonuje pierwszej oferty publicznej, zaś około 15% całkowitej kwoty pozyskanej w Europie

⁴⁵ Invest Europe, 2018 European Private Equity Activity Report [Sprawozdanie z działalności w obszarze private equity w Europie za 2018 r.]. Inne metody wyjścia obejmują spłatę udziałów uprzywilejowanych, sprzedaż innej spółce kapitałowej, sprzedaż na rzecz instytucji finansowej, odkup przez zarząd/właściciela oraz inne działania.

⁴⁶ Dokument roboczy EFI 2018/48 (Helmut Kraemer-Eis, Antonia Botsari, Salome Gvetadze, Frank Lang), „EIF venture capital Survey 2018: Fund managers’ market sentiment and views on public intervention” [Ankieta EFI dotycząca kapitału wysokiego ryzyka z 2018 r. – nastroje zarządzających funduszami na rynku i opinie na temat interwencji publicznych], 2018 r.

pochodzi z takich ofert [...]. Stanowi to problem, gdyż pierwsze ofert publiczne, oprócz zapewniania kapitału wzrostu, oferują funduszom kapitałowym wysokiego ryzyka możliwości wyjścia z inwestycji. Bez takich możliwości mechanizmowi kapitału wysokiego ryzyka grozi dysfunkcja”⁴⁷.

99 W *tabeli 3* przedstawiono liczbę dokonanych wyjść oraz inwestycji pozostałych w portfelach w podziale na wszystkie interwencje centralnie wspierane przez UE na dzień 30 czerwca 2018 r.

100 Okres funkcjonowania funduszu jest określony w umowie spółki komandytowej. EFI miał trudności z zamknięciem dwóch mandatów Komisji (ESU 1998 i ESU 2001), ponieważ funduszom kapitałowym wysokiego ryzyka nie udało się sprzedać w okresie ich funkcjonowania wszystkich przedsiębiorstw znajdujących się w ich portfelach. Podczas oceny, w które fundusze warto zainwestować w ramach ESU 1998 i ESU 2001, EFI zwracał w niewielkim stopniu uwagę na zdolności funduszy do zbywania przedsiębiorstw. Problemem związanym z wyjściem z inwestycji zajęto się późno, a dwa wczesne instrumenty (ESU 1998 i ESU 2001), które już wygasły, musiały zostać przedłużone, aby dać EFI czas na znalezienie sposobów na zbycie.

Tabela 3 – Wyjścia funduszy kapitałowych wysokiego ryzyka centralnie wspieranych przez UE

Stan na dzień 30.6.2018 r.	Liczba dokonanych inwestycji (A)	Odpisy (B)	Całkowita sprzedaż (C)	Łączna liczba wyjść (D)=(B)+(C)	Liczba pozostałych inwestycji (E)=(A)-(D)	(E) / (A) % w zaokrągleniu	Data upływu mandatu (miesiąc/rok)
ESU 1998	315	135	168	303	12	4%	lipiec 2014 r.
ESU 2001	317	103	116	219	98	31%	grudzień 2018 r.
GIF	623	89	138	227	396	64%	listopad 2026 r.
EFG	69	1	1	2	67	97%	grudzień 2034 r.
Produkt kapitałowy IFE/EFIS SMEW, podsegment 2	195	1	2	3	192	98%	grudzień 2042 r.
Produkt kapitałowy EFIS SMEW, podsegment 1	43	0	0	0	43	100%	grudzień 2042 r.
Suma	1 562	329	425	754	808	52%	

Źródło: Europejski Trybunał Obrachunkowy, na podstawie danych EFI.

101 W rezultacie w połowie 2018 r. ESU 1998, którego mandat wygasł w lipcu 2014 r., nadal uczestniczył w funduszach mających zainwestowane środki w 12 firmach, co stanowiło 4% przedsiębiorstw, w które zainwestował. Podobnie w połowie

⁴⁷ Partnerstwo Europy na rzecz przedsiębiorstw typu start-up (SEP), SEP Monitor: Scale-up report [Monitor SEP: sprawozdanie na temat przedsiębiorstw *scale-up*], czerwiec 2017 r.

2018 r. ESU 2001 nadal uczestniczył w funduszach z udziałem w 98 przedsiębiorstwach, co stanowiło 31% jego inwestycji.

Opłaty EFI nie były w pełni przejrzyste ani opracowane w sposób zapewniający osiągnięcie celów polityki

102 Komisja uiszcza na rzecz EFI opłaty za zarządzanie tytułem wdrażania w jej imieniu unijnych interwencji z udziałem kapitału wysokiego ryzyka⁴⁸. Ponadto zwraca ona EFI pewne uznane za kwalifikowalne koszty za wdrażanie funduszy unijnych (inne koszty zarządzania). Trybunał zbadał, czy opłaty za zarządzanie uiszczane przez Komisję były uzasadnione i czy przyczyniały się do osiągnięcia celów polityki.

103 W umowach o przyznanie wkładu określono maksymalną wysokość opłat na poziomie od 5,7% do 8,5% wartości interwencji UE (zob. szczegółowe informacje na temat maksymalnej wysokości opłat w przeliczeniu na interwencję w [tabeli 4](#)).

Tabela 4 – Maksymalne wartości opłat za zarządzanie w przeliczeniu na interwencję

	ESU 1998 ESU 2001	GIF	EFG	IFE	EFIS
Opłaty administracyjne (A)	Nie określono	Nie określono	2,8%	2,8%	2,8%
Opłaty motywacyjne w ramach polityki (B)	Nie określono	Nie określono	3,2%	3,2%	2,9%
Łączny pułap opłat za zarządzanie (C) = (A)+(B)	8,5%	6,0%	6,0%	6,0%	5,7%
Opłaty za zarządzanie zasobami finansowymi i inne koszty zarządzania	-	-	1,0%	1,5%	-

Źródło: Europejski Trybunał Obrachunkowy, na podstawie umów o przyznanie wkładu.

104 Oprócz opłat uiszczanych przez Komisję na rzecz EFI opłaty za zarządzanie pobierane są również przez zarządzających funduszami kapitałowymi wysokiego ryzyka wspieranymi przez UE. Opłaty te kształtują się zwykle na poziomie 2% kwoty zaangażowanej rocznie. Ponadto w wyniku ustanowienia paneuropejskiego programu funduszy funduszy w obszarze kapitału wysokiego ryzyka pojawił się dodatkowy szczebel administracji (zob. pkt [20](#)). Zarządzający każdym funduszem funduszy również

⁴⁸ Komisja wnosi także opłaty na rzecz EBI za gwarancję dla kapitału wysokiego ryzyka związaną z EFIS.

nalicza opłaty za zarządzanie, które wahają się od 8% do 12% wkładu UE przeznaczonego na cały okres działania funduszu (często około 12 lat).

Brak przejrzystości w odniesieniu do uzasadnienia opłat za uruchomienie instrumentów

105 Umowy o przyznanie wkładu zawierane między Komisją a EFI przewidują obowiązek uiszczania, w ramach opłat administracyjnych, opłat za uruchomienie instrumentów na początku okresu wdrażania (*załącznik III*). Opłaty te mają pokrywać wydatki na: (i) przygotowanie zaproszenia do wyrażenia zainteresowania (które obejmuje szczegółowe warunki i wymogi dotyczące sprawozdawczości); (ii) ustanowienie wewnętrznych procesów i systemów informatycznych EFI, w tym opracowanie strony internetowej; (iii) opracowanie standardowej dokumentacji prawnej.

106 Zważywszy na to, że EFI zarządza wspieranymi przez UE instrumentami od 20 lat, można by oczekiwać, że wypracował synergię i wiedzę ekspercką, które mogłyby przełożyć się na oszczędności, w szczególności na etapie uruchamiania nowych instrumentów. Tak się jednak nie stało, a opłaty za uruchomienie uiszczane przez Komisję na rzecz EFI wzrastały wraz z upływem czasu. W przypadku instrumentu GIF Komisja uiszczała opłaty za uruchomienie w kwocie 0,3 mln euro (0,8% łącznych opłat maksymalnych). Jeśli chodzi o nowsze instrumenty, opłata za uruchomienie wzrosła do 2,5 mln euro w przypadku instrumentu EFG (13% łącznych opłat maksymalnych); 4,0 mln euro w przypadku IFE (14% łącznych opłat maksymalnych) oraz 5,0 mln euro w przypadku produktu kapitałowego EFIS SMEW (7% łącznych opłat maksymalnych).

107 Komisja nie gromadzi informacji na temat faktycznych kosztów uruchomienia ponoszonych przez EFI. Trybunał przedstawił swoje uwagi na temat procesu negocjowania opłat między Komisją a EFI w sprawozdaniu specjalnym nr 20/2017 na temat instrumentów gwarancji kredytowych⁴⁹. W ramach niniejszej kontroli Trybunał stwierdził, że wnioski zawarte w tym sprawozdaniu mają także zastosowanie do instrumentów kapitału wysokiego ryzyka, zwłaszcza ustalenie dotyczące tego, że Komisja nie dysponowała szczegółowymi informacjami na temat faktycznych kosztów wcześniej wdrażanych programów.

⁴⁹ Sprawozdanie specjalne Europejskiego Trybunału Obrachunkowego nr 20/2017 pt. „Instrumenty gwarancji kredytowych finansowane przez UE – rezultaty są pozytywne, konieczne jest jednak lepsze ukierunkowanie na beneficjentów i skoordynowanie z systemami krajowymi”.

Opłaty motywacyjne w ramach polityki nie spełniają w pełni swojego celu

108 Obowiązujące opłaty motywacyjne nie przyczyniają się do rozwoju europejskiego rynku kapitału wysokiego ryzyka. Na przykład EFI otrzymuje opłatę motywacyjną za każdą umowę podpisaną z zarządzającym funduszem, której wysokość zależy od liczby podpisanych umów. Struktura opłat motywacyjnych nie przewiduje jednak powiązania między wysokością takiej opłaty a jakąkolwiek ustaloną wartością docelową dotyczącą liczby funduszy, w które EFI powinien zainwestować. Ponadto Trybunał zauważył, że opłata ta nie zwiększa się progresywnie wraz z liczbą podpisanych umów. W ramach instrumentów GIF i EFG EFI otrzymuje opłatę ryczałtową, zaś w przypadku instrumentu IFE najwyższe opłaty są wypłacane za pierwsze cztery podpisane umowy.

109 Opłaty motywacyjne nie są w pełni dostosowane do tego, by przyczynić się do osiągnięcia celów ustanowionych dla interwencji. Na przykład w przypadku EFG Komisja określiła minimalny cel, jakim jest udzielenie wsparcia co najmniej 360 kwalifikującym się przedsiębiorstwom. Wypłaca ona jednak część opłat motywacyjnych na rzecz EFI, nawet jeśli cel ten nie zostanie osiągnięty (zob. [tabela 2](#)).

110 Opłaty motywacyjne w ramach polityki nie zachęcają w pełni do inwestowania w słabiej rozwinięte rynki wysokiego ryzyka lub sektory działalności w UE. W ramach instrumentów ESU 1998/2001 nie przewidziano żadnych zachęt dla EFI do inwestowania na nowych rynkach. W przypadku pozostałych instrumentów taka zachęta przynajmniej istnieje – chociaż jest ona niska w porównaniu z innymi rodzajami zachęt – ale mimo to słabiej rozwiniętych rynków wysokiego ryzyka nie traktuje się priorytetowo.

Wnioski i zalecenia

111 UE angażuje się na rynku kapitału wysokiego ryzyka od ponad dwóch dziesięcioleci. W tym czasie Komisja znacznie zwiększyła swoje wsparcie na rzecz tego rynku. W celu wzmocnienia rynku kapitału wysokiego ryzyka w UE udostępniono wprawdzie znaczne środki finansowe, jednak nadal występują pewne trudności.

Ocena interwencji UE

112 Trybunał stwierdził, że decyzje w sprawie skali interwencji UE były oparte na niewystarczających informacjach, bądź to z uwagi na brak oceny *ex ante* lub oceny skutków, bądź z powodu przeprowadzenia tych ocen już po podjęciu decyzji budżetowej. W analizie luki finansowej nie uwzględniono wielu aspektów, w tym nie przeprowadzono żadnej analizy na szczeblu państw członkowskich ani w odniesieniu do sektorów działalności bądź etapów rozwoju przedsiębiorstw (zob. pkt 29–36).

113 Przy opracowywaniu założeń koncepcyjnych przyszłych interwencji Komisja powinna przeprowadzić terminowe i istotne oceny śródkresowe i oceny *ex post*, w których uwzględni wyciągnięte dotychczas wnioski. Oceny *ex post*, które zostały przeprowadzone, miały zasadniczo miejsce zbyt wcześnie, często nawet przed zakończeniem programów. Ponadto nie one obejmowały analizy opartej na danych ilościowych i pomijały scenariusze alternatywne. W związku z tym, pomimo zapewniania od 20 lat wsparcia na rzecz kapitału wysokiego ryzyka, Komisja jak dotąd przedstawiła niewiele dowodów na potwierdzenie osiągniętych rezultatów (zob. pkt 37–46).

Zalecenie 1 – Przeprowadzenie analiz koniecznych w celu udoskonalenia oceny interwencji UE

Komisja powinna udoskonalić swoją bazę informacyjną na potrzeby podejmowania decyzji. W szczególności powinna:

- a) przeprowadzić szczegółową analizę niedoskonałości rynku i nieoptymalnych inwestycji na szczeblu UE, państw członkowskich i sektorów, jak również w odniesieniu do poszczególnych etapów rozwoju przedsiębiorstw, tak aby

przeznaczyć odpowiednie zasoby finansowe na rzecz interwencji z udziałem kapitału wysokiego ryzyka.

Termin wdrożenia: do momentu podpisania umów o przyznanie wkładu z partnerami wdrażającymi (koniec 2022 r.).

Aby udoskonalić swoje oceny, Komisja powinna:

- b) zapewnić, by gromadzone były odpowiednie dane na potrzeby oceniających, umożliwiające skoncentrowanie się na skuteczności wsparcia z wykorzystaniem analizy alternatywnych scenariuszy w odpowiednich przypadkach;
- c) przeprowadzić retrospektywne oceny ESU 1998, ESU 2001 i GIF po upływie pewnego czasu od zakończenia ich okresów inwestycyjnych, tak aby umożliwić wyciągnięcie istotnych wniosków na temat oddziaływania tych interwencji.

Termin wdrożenia: najszybciej jak to możliwe, ale nie później niż do końca 2021 r.

Opracowanie kompleksowej strategii inwestycyjnej

114 Komisja nie wdrożyła kompleksowej strategii inwestycyjnej w celu rozwoju paneuropejskiego rynku kapitału wysokiego ryzyka. W ramach interwencji UE nie przyznawano pierwszeństwa słabiej rozwiniętym rynkom wysokiego ryzyka bądź słabiej rozwiniętym sektorom działalności. Rynek UE nadal jest bardzo uzależniony od zaangażowania ze strony sektora publicznego, a ponadto charakteryzuje się nadmierną złożonością ze względu na wykorzystanie różnych instrumentów.

115 Interwencje Komisji na europejskim rynku kapitału wysokiego ryzyka opierają się na podejściu podyktowanym popytem. Zgodnie z takim podejściem wsparcie na rzecz projektów udzielane jest podstawie ich wartości merytorycznej, a nie w zależności od położenia geograficznego czy sektora. Z ustaleń Trybunału wynika jednak, że podejście to wyraźnie faworyzuje najbardziej rozwinięte rynki kapitału wysokiego ryzyka, prowadząc do koncentracji inwestycji, co nie przyczynia się w pełni do rozwoju paneuropejskiego rynku kapitału wysokiego ryzyka (zob. pkt [49–63](#)).

116 Komisja nie przyjęła osiągnięcia wysokiej stopy zwrotu za cel dla swoich interwencji. Ogólnie rzecz ujmując, przyciągnięcie inwestorów prywatnych – co ma kluczowe znaczenie dla zrównoważonego rynku kapitału wysokiego ryzyka – jest możliwe tylko wówczas, gdy inwestycje mają wysoką stopę zwrotu. Tymczasem ESU 1998, który zainwestował 101 mln euro, od czasu utworzenia poniósł ogólne straty netto w wysokości 12 mln euro. Podobną sytuację można zaobserwować

w zrealizowanych portfelach ESU 2001 i GIF. Dotychczas Komisja zapewniała wsparcie w oparciu o zasadę równorzędności, tj. nie zrzekała się części swoich zwrotów z inwestycji na rzecz inwestorów prywatnych ani nie przyjmowała na siebie większych strat (zob. pkt [64–73](#)).

Zalecenie 2 – Opracowanie kompleksowej strategii inwestycyjnej

W celu rozwijania paneuropejskiego rynku kapitału wysokiego ryzyka Komisja powinna:

- a) podjąć konkretne działania w celu wspierania inwestycji na słabiej rozwiniętych rynkach kapitału wysokiego ryzyka i w słabiej rozwiniętych sektorach działalności.

Termin wdrożenia: terminowo na potrzeby prac przygotowawczych do nowego okresu programowania (koniec 2020 r.).

Aby ograniczyć zależność unijnego rynku kapitału wysokiego ryzyka od zaangażowania ze strony sektora publicznego, Komisja powinna:

- b) ustalić odpowiednie wartości docelowe na poziomie poszczególnych instrumentów w celu przyciągnięcia inwestorów prywatnych, biorąc pod uwagę konkretne cele polityki oraz stopień rozwoju różnych lokalnych rynków kapitału wysokiego ryzyka i sektorów działalności;
- c) przeanalizować opcję wprowadzenia klauzul umożliwiających stopniowe wychodzenie z inwestycji;
- d) zbadać możliwość asymetrycznego podziału zysków lub asymetrycznego podziału ryzyka w przypadku poważnych niedoskonałości rynku, co oznaczałoby zrzeczenie się przez Komisję części swoich zwrotów z inwestycji na rzecz innych inwestorów lub przyjęcie na siebie pierwszych strat w przypadku zwrotów ujemnych.

Termin wdrożenia: przed rozpoczęciem negocjacji w sprawie nowych umów o przyznanie wkładu (koniec 2022 r.).

Wdrażanie interwencji UE

117 EFI stał się jednym z największych graczy na europejskim rynku kapitału wysokiego ryzyka, zarządzającym coraz większą liczbą mandatów. Proces due diligence prowadzony przez EFI jest gruntowny, a jego dobra jakość powoduje, że często jest on postrzegany jako „pieczęć aprobaty”. Jednocześnie proces ten był jednak często

postrzegany jako zbyt długi i formalistyczny, przy czym 45% zarządzających funduszami stwierdziło, że zatwierdzenie wniosku przez EFI zajmowało ponad rok. Ponadto w trakcie całej procedury zarządzający musieli kontaktować się z licznymi rozmówcami, w różnym stopniu zaznajomionymi z ich sprawą.

118 Zakres centralnie zarządzanych interwencji UE pokrywa się z szeregiem innych interwencji publicznych, także zarządzanych przez EFI. Komisja otrzymywała niewiele informacji na temat tego, w jaki sposób EFI podejmował decyzję, w który fundusz kapitałowy wysokiego ryzyka zainwestować oraz na podstawie którego mandatu (zob. pkt 86–95).

119 EFI miał trudności z zamknięciem dwóch mandatów Komisji przewidzianych do likwidacji (ESU 1998 i ESU 2001), ponieważ funduszom kapitałowym wysokiego ryzyka nie udało się sprzedać w okresie ich funkcjonowania wszystkich przedsiębiorstw znajdujących się w ich portfelach. Jako że kwestia ta stała się przedmiotem uwagi dopiero na późniejszym etapie, te dwa instrumenty, które już wygasły, musiały zostać przedłużone, aby dać EFI czas na znalezienie sposobów na zbycie inwestycji (zob. pkt 96–101).

120 Trybunał stwierdził, że Komisja uiszczała wysokie opłaty za uruchomienie każdego nowego instrumentu. Nie odnotowano żadnych oszczędności wynikających z synergii lub wiedzy eksperckiej, którą EFI mógł zdobyć w wyniku zarządzania instrumentami wspieranymi przez UE przez dwa dziesięciolecia. Ponadto Komisja nie otrzymywała informacji na temat faktycznych kosztów ponoszonych przez EFI (zob. pkt 105–107).

121 Opłaty motywacyjne w ramach polityki nie są w pełni dostosowane do tego, by przyczynić się osiągnięcia celów ustanowionych dla interwencji. Nie zostały też zaprojektowane w taki sposób, by w pełni zachęcać do inwestycji w krajach, w których rynki wysokiego ryzyka są słabiej rozwinięte, lub w słabiej rozwiniętych sektorach działalności (zob. pkt 108–110).

Zalecenie 3 – Usprawnienie zarządzania przez EFI interwencjami UE

Aby zwiększyć wydajność, Komisja powinna współpracować z EFI w celu:

- a) usprawnienia procesu zatwierdzania projektów poprzez skrócenie obecnych terminów;

- b) dopilnowania, by EFI stosował strategię alokacji umów inwestycyjnych zapewniającą komplementarność między interwencjami UE a innymi zarządzanymi przez siebie mandatami;
- c) zapewnienia, by EFI wskazywał wystarczające opcje wyjścia podczas zatwierdzania inwestycji w dany fundusz.

Termin wdrożenia: terminowo na potrzeby negocjacji dotyczących nowego okresu programowania (koniec 2022 r.).

Opłaty za zarządzanie uiszczane przez Komisję na rzecz EFI powinny:

- d) odpowiadać kwocie faktycznych kosztów uruchomienia ponoszonych na etapie przygotowania nowych interwencji;
- e) być zaprojektowane w taki sposób, by stanowić zachętę do dążenia do ogólnych celów interwencji, a zwłaszcza do rozwoju europejskiego rynku kapitału wysokiego ryzyka, oraz zwiększać się stopniowo, w miarę jak osiągnane będą kolejne uzgodnione minimalne cele pośrednie w zakresie rezultatów.

Termin wdrożenia: terminowo na potrzeby negocjacji dotyczących nowego okresu programowania (koniec 2022 r.).

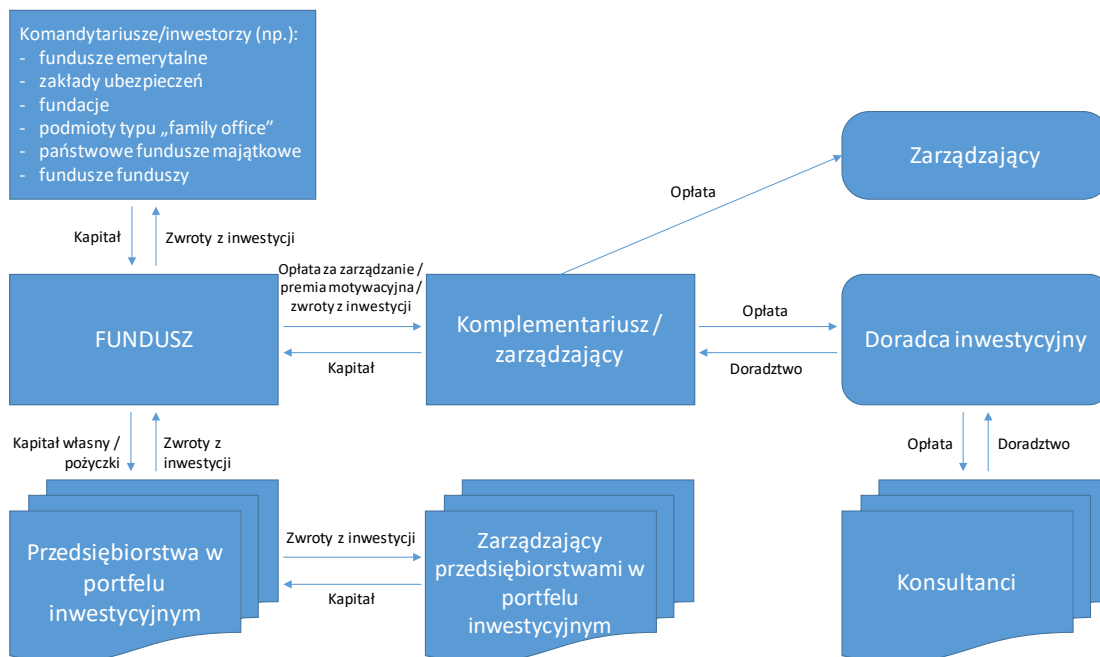
Niniejsze sprawozdanie zostało przyjęte przez Izbę IV, której przewodniczy Alex Brenninkmeijer, członek Trybunału Obrachunkowego, na posiedzeniu w Luksemburgu w dniu 17 września 2019 r.

W imieniu Europejskiego Trybunału Obrachunkowego

Klaus-Heiner Lehne
Prezes

Załączniki

Załącznik I — Typowa struktura funduszu kapitałowego wysokiego ryzyka

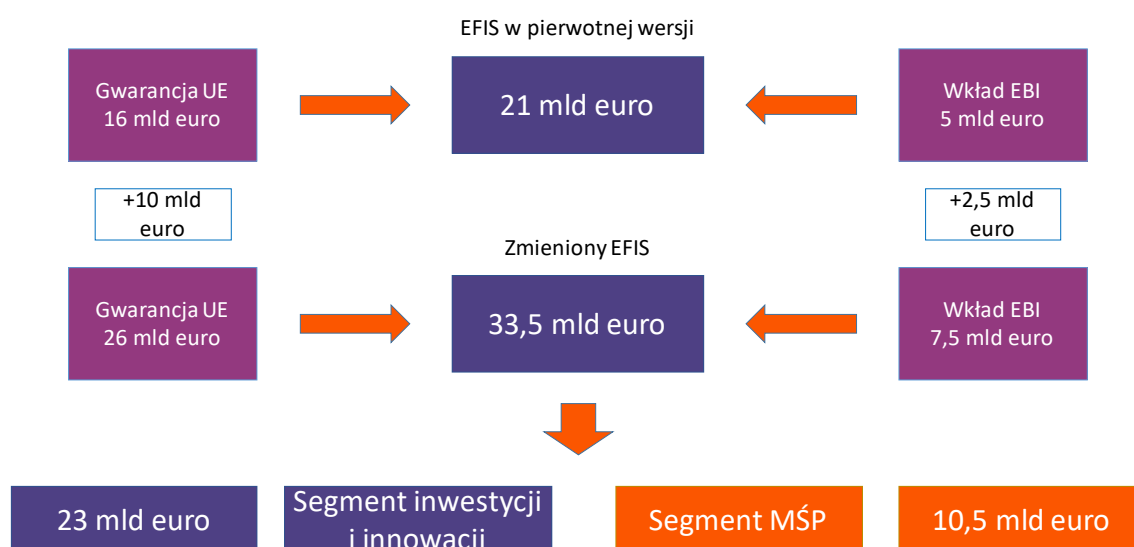


Źródło: informacje zaczerpnięte z „2018 Professional Standards Handbook” [Podręcznik norm zawodowych z 2015 r.] – Invest Europe.

Załącznik II — Produkt kapitałowy EFIS SMEW

01 W czerwcu 2015 r. Parlament zatwierdził rozporządzenie w sprawie EFIS przewidujące gwarancję UE w wysokości 16 mld euro. Wraz z wkładem ze strony grupy EBI w wysokości 5 mld euro daje to łączną kwotę 21 mld euro. W grudniu 2017 r. Parlament zatwierdził zwiększenie gwarancji UE o 10 mld euro do kwoty 26 mld euro. Grupa EBI także zwiększyła swój wkład o 2,5 mld euro – do 7,5 mld euro. Łączna zaplanowana w budżecie kwota wynosi zatem 33,5 mld euro. Zmiany te zilustrowano na *rys. 9*.

Rys. 9 – Zmiana wysokości unijnej gwarancji EFIS



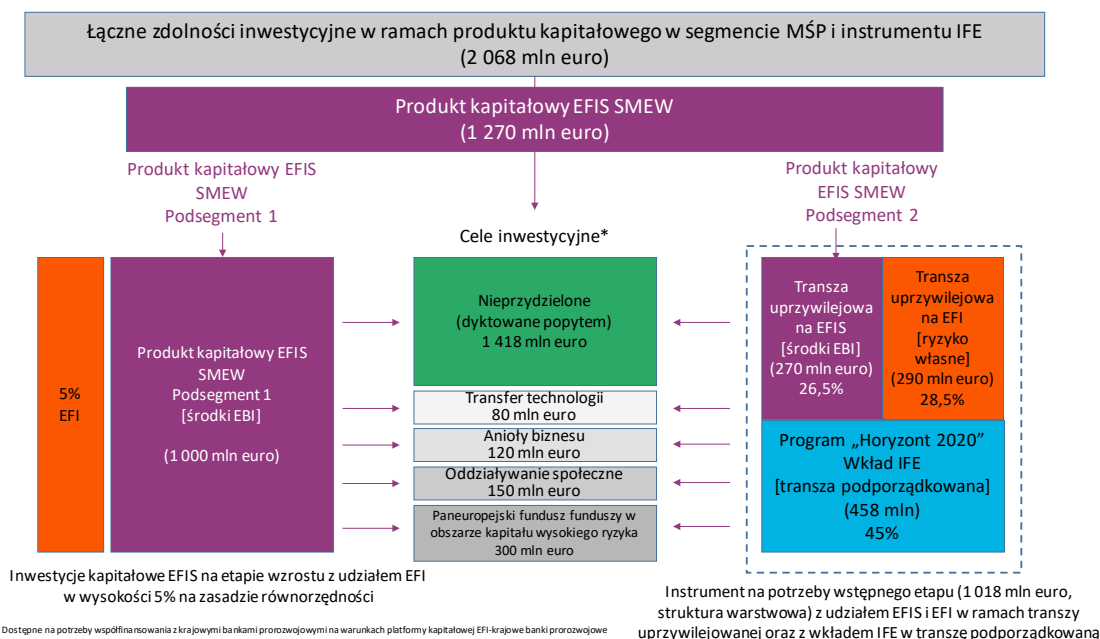
Źródło: sprawozdanie EBI/EFI z 2017 r.

02 Łączna kwota 33,5 mld euro rozkłada się na dwa segmenty: (i) segment infrastruktury i innowacji; (ii) segment MŚP. Po zwiększeniu wysokości unijnej gwarancji EFIS kwota na segment MŚP zwiększyła się o 5,5 mld euro do 10,5 mld euro, z czego 6,5 mld euro będzie pokryte z budżetu UE.

03 Produkt kapitałowy EFIS SMEW stanowi część segmentu MŚP. Składa się z dwóch podsegmentów. W ramach podsegmentu 1 EFI zapewnia inwestycje kapitałowe w: (i) fundusze kapitału wysokiego ryzyka na etapie rozwoju działalności i wzrostu; (ii) fundusze kapitału wysokiego ryzyka na wielu etapach; (iii) oddziaływanie społeczne. Maksymalna gwarancja UE pokrywa 1 mld euro, a płynność jest zapewniana przez EBI. Ponadto EFI musi sfinansować 50 mln euro na własne ryzyko.

04 Podsegment 2 stanowi transzę uprzywilejowaną dla IFE. Wraz z transzą uprzywilejowaną EBI została ona dodana do już istniejącego instrumentu IFE (program „Horyzont 2020”). Na *rys. 10* przedstawiono produkt kapitałowy EFIS SMEW przed zwiększeniem unijnej gwarancji EFIS.

Rys. 10 – Struktura produktu kapitałowego EFIS SMEW przed zwiększeniem unijnej gwarancji EFIS



Źródło: Rada kierownicza EFIS SB/16/16.

05 Inwestycja o wartości 100 euro w ramach podsegmentu 1 byłaby finansowana kwotą 95,2 euro z EBI, gwarantowaną przez UE, oraz kwotą 4,8 euro z udziału własnego EFI. Ryzyko byłoby dzielone na zasadzie równorzędności, w stosunku 4,8/95,2.

06 W podsegmentie 2 każda inwestycja jest finansowana zgodnie z wartością procentową transz. W przypadku inwestycji o wartości 100 euro kwota 45 euro byłaby finansowana z transzy podporządkowanej IFE, 26,5 euro z transzy uprzywilejowanej EBI (gwarantowanej z budżetu UE za pośrednictwem produktu kapitałowego EFIS SMEW), a 28,5 euro z transzy uprzywilejowanej EFI. IFE pokrywałby straty do wysokości 45 euro. Powyżej tej wartości progowej strata byłaby pokrywana na zasadzie równorzędności z budżetu UE i transzy uprzywilejowanej EFI w stosunku 26,5/28,5.

07 W konsekwencji zwiększenia unijnej gwarancji EFIS, w październiku 2018 r. rada kierownicza EFIS podjęła decyzję o zwiększeniu gwarancji UE dla produktu kapitałowego EFIS SMEW o 1 050 mln euro do kwoty 2 320 mln euro. Z tej dodatkowej

kwoty 950 mln euro przeznaczono na podsegment 1, natomiast 100 mln euro na podsegment 2.

08 Ze względu na strukturę podziału ryzyka pokazaną na *rys. 10* EFI będzie zobowiązany do zainwestowania kolejnych 47 mln euro (4,8%) w podsegment 1. Dodatkowe zwiększenie gwarancji UE dla podsegmentu 2 EFIS o 100 mln euro oznacza także zwiększenie wkładu UE w IFE o 170 mln euro i zwiększenie transzy uprzywilejowanej EFI o 108 mln euro.

09 Łączne zdolności inwestycyjne w wysokości 2 068 mln euro, jak pokazano na *rys. 10*, zostaną zatem zwiększone o 1 375 mln euro do kwoty 3 443 mln euro. Na tę kwotę składa się 2 948 mln euro z centralnie zarządzanych programów oraz 495 mln euro z transzy własnego ryzyka EFI.

10 Planowane zwiększenie wymagało kolejnej zmiany umowy o przyznanie wkładu EFIS, która nie została podpisana do połowy grudnia 2018 r.

Załącznik III — Struktura opłat za zarządzanie uiszczanych przez Komisję na rzecz EFI, według poszczególnych instrumentów

		ESU 1998 ESU 2001	GIF	EFG	IFE	EFIS
Opłata administracyjna	Opłata za uruchomienie	√	√	√	√	√
	Opłata za podpisanie	√	√	√		√
	Roczna opłata za monitorowanie		√	√		√
	Opłata podstawowa		√		√	
	Opłata za zakończenie działalności					√
Opłaty motywacyjne w ramach polityki	Liczba funduszy	√	√	√	√	
	Liczba nowych państw, w których odbiorcy końcowi otrzymali finansowanie			√	√	√
	Osiągnięta dźwignia finansowa			√	√	
	Liczba kwalifikujących się odbiorców końcowych		√	√		
	Kwota zainwestowana w kwalifikujących się odbiorców końcowych		√	√	√	√
	Liczba operacji obejmujących aniołów biznesu lub transfer technologii				√	√
	Zobowiązania dotyczące operacji obejmujących aniołów biznesu lub transfer technologii				√	
Opłaty za zarządzanie zasobami finansowymi			√	√	√	

Źródło: Europejski Trybunał Obrachunkowy, na podstawie umów o przyznanie wkładu.

Wykaz akronimów

CIP – Program ramowy na rzecz konkurencyjności i innowacji

COSME – Program na rzecz konkurencyjności przedsiębiorstw oraz MŚP

EBI – Europejski Bank Inwestycyjny

EFG – instrument kapitałowy na rzecz wzrostu

EFI – Europejski Fundusz Inwestycyjny

EFIS – Europejski Fundusz na rzecz Inwestycji Strategicznych

ESU 1998 – instrument European Technology Facility Start-up w wieloletnim okresie planowania rozpoczynającym się w 1998 r.

ESU 2001 – instrument European Technology Facility Start-up w wieloletnim okresie planowania rozpoczynającym się w 2001 r.

GIF – Instrument na rzecz Wysokiego Wzrostu i Innowacji w MŚP

IFE – Instrument kapitałowy InnovFin na rzecz wczesnego etapu rozwoju

InvestEU – projekt programu na wieloletni okres planowania 2021–2027

MAP – Wieloletni program dla przedsiębiorstw i przedsiębiorczości

MŚP – małe i średnie przedsiębiorstwa

PKB – produkt krajowy brutto

Produkt kapitałowy EFIS SMEW – produkt kapitałowy Europejskiego Funduszu na rzecz Inwestycji Strategicznych w segmencie małych i średnich przedsiębiorstw
(załącznik II)

WiZ – Inicjatywa na rzecz wzrostu i zatrudnienia

Glosariusz

Centralnie zarządzana interwencja – interwencja finansowana lub wspierana z budżetu UE i zarządzana przez Komisję.

Fundusz funduszy – fundusz wspólnego inwestowania, który inwestuje w inne fundusze, a nie bezpośrednio.

Fundusz kapitałowy wysokiego ryzyka (typu venture capital) – fundusz inwestycyjny zarządzający środkami profesjonalnych inwestorów, inwestujący w małe i średnie przedsiębiorstwa o dużym potencjale wzrostu.

Gwarancja budżetowa – zobowiązanie prawne do wsparcia inwestycji dokonanych przez partnerów finansowych poprzez zapewnienie środków finansowych z budżetu UE pod pewnymi warunkami w celu wykonania zobowiązania pieniężnego w ramach programu wspieranego przez UE.

Instrument finansowy – wsparcie finansowe z budżetu UE, które przybiera formę inwestycji kapitałowych lub quasi-kapitałowych, pożyczek lub gwarancji bądź innych instrumentów opartych na podziale ryzyka.

Kapitał wysokiego ryzyka – środki zainwestowane, w zamian za udziały, w przedsiębiorstwa typu start-up lub innowacyjne firmy na wczesnym etapie rozwoju, których działalność wiąże się ze znacznym poziomem ryzyka i które potrzebują wsparcia ze strony ekspertów w celu rozwijania działalności.

Kluczowy inwestor – wiarygodny inwestor, który dokonuje zakupu znacznej liczby udziałów w funduszu kapitałowym wysokiego ryzyka. Inwestorzy tacy odgrywają ważną rolę, ponieważ gwarantują, że pewna część udziałów zostanie sprzedana, a ponadto stymulują popyt dzięki swojej wiarygodności.

Ocena ex ante – ocena przeprowadzana przed wdrożeniem interwencji, uwzględniająca na przykład potrzeby, skalę inwestycji w stosunku do luki finansowej, wartość dodaną UE oraz potencjalną synergię z innymi instrumentami finansowymi.

Ocena skutków – gromadzenie i analiza informacji dotyczących planowanych działań oraz ocena ich potencjalnych zalet i wad w celu wsparcia procesu podejmowania decyzji.

Pierwsza oferta publiczna – proces rozpoczęcia sprzedaży lub dystrybucji udziałów przedsiębiorstwa po raz pierwszy do publicznego obrotu.

Pomoc państwa – bezpośrednia lub pośrednia pomoc finansowa udzielana przez rząd przedsiębiorstwom lub organizacjom, które uzyskują w ten sposób przewagę nad konkurencją. W UE istnieją przepisy regulujące pomoc państwa, by zapobiec zakłóceniom jednolitego rynku. Przestrzeganie tych przepisów jest nadzorowane przez Komisję.

Private equity – inwestycja w przedsiębiorstwo prywatne nienotowane na giełdzie papierów wartościowych w zamian za udziały w perspektywie średnio- i długoterminowej, które później można sprzedać. Ów zastrzyk kapitału pełni rolę wsparcia finansowego na rozpoczęcie lub rozwój działalności.

Zasada równorzędności – zasada, zgodnie z którą wszyscy inwestorzy inwestują na tych samych warunkach i mają te same prawa.

ODPOWIEDZI KOMISJI NA SPRAWOZDANIE SPECJALNE EUROPEJSKIEGO TRYBUNAŁU OBRACHUNKOWEGO

„CENTRALNIE ZARZĄDZANE INTERWENCJE UE DOTYCZĄCE KAPITAŁU WYSOKIEGO RYZYKA – ZNACZNE ŚRODKI FINANSOWE WYMAGAJĄ LEPSZEGO UKIERUNKOWANIA”

STRESZCZENIE

I. Głównym celem sześciu instrumentów poddanych kontroli jest poprawa dostępu do finansowania kapitałowego dla małych przedsiębiorstw w latach 1998–2036. Strategia inwestycyjna dotycząca tych instrumentów, wdrażana w ramach kilku kolejnych generacji, naturalnie ewoluowała na przestrzeni czasu w odpowiedzi na zmieniające się sytuacje rynkową i priorytety w zakresie polityki.

Mimo że w sprawozdaniu nie skupiono się w pierwszej kolejności na wpływie na finansowane przedsiębiorstwa, zawarto w nim liczne uwagi dotyczące tego, czy przedmiotowe instrumenty przyczyniają się do rozwoju rynku kapitału wysokiego ryzyka w UE, a w szczególności słabo rozwiniętych rynków, co stanowi zaledwie poboczny cel niektórych instrumentów poddanych kontroli.

Inne interwencje Komisji – w ramach jej kompetencji z zakresu regulacji i spójności – również mogły wpłynąć na rozwój rynku w poszczególnych państwach członkowskich, w tym w państwach o słabo rozwiniętych rynkach. Takie interwencje nie weszły w zakres kontroli.

IV. Komisja wykorzystała oceny *ex ante* oraz dostępne badania rynku. Przedmiotowe instrumenty były oparte na zintegrowanych mechanizmach strukturalnych, które umożliwiały reagowanie na potencjalne zmiany zdolności absorpcyjnej.

Co roku Komisja przedstawia władzy budżetowej ogólnodostępne sprawozdania, takie jak sprawozdanie, o którym mowa w art. 41 ust. 4 rozporządzenia finansowego. Komisja dysponuje ponadto sprawozdaniami zawierającymi między innymi szczegółowe informacje na temat wpływu na uruchomione inwestycje oraz zatrudnienie.

V. Prawodawca nie przewidział, aby celem któregośkolwiek z przedmiotowych programów było „inwestowani[e] środków finansowych w słabo rozwinięte rynki kapitału wysokiego ryzyka lub sektory działalności”. Komisja ocenia programy i ich strategie inwestycyjne, biorąc pod uwagę określone w nich cele, a nie inne kryteria.

Komisja wdrożyła stosunkowo kompleksowe podejście do wspierania dostępu małych i średnich przedsiębiorstw (MŚP) do finansowania za pośrednictwem rynku kapitału wysokiego ryzyka. W ramach tego podejścia wykorzystuje się zestaw środków, które mogą bezpośrednio lub pośrednio przyczynić się do wspierania finansowania z udziałem kapitału wysokiego ryzyka: interwencję regulacyjną, interwencję za pośrednictwem zarządzania dzielonego, a także programy zarządzane centralnie. Instrumenty poddane kontroli stanowią jedynie podzbiór tych środków.

Wiele państw członkowskich o słabo rozwiniętych rynkach kapitału wysokiego ryzyka odniosło znaczącą korzyść dzięki tym instrumentom.

VI. Komisja przeanalizowała możliwość przekazania części zwrotu z inwestycji UE inwestorom prywatnym. Możliwość tę poddano analizie w fazie projektowania kilku instrumentów.

Co więcej inwestycje realizowane na zasadzie równorzędności są już wyraźnie dopuszczalne w przypadku inwestycji społecznych w ramach produktu kapitałowego EFIS. Komisja w dalszym ciągu analizuje też procedurę dotyczącą inwestycji nierealizowanych na zasadzie równorzędności w ramach Europejskiego Funduszu na rzecz Inwestycji Strategicznych (EFIS) w segmencie MŚP.

VII. Komisja zauważa, że inwestycję Europejskiego Funduszu Inwestycyjnego (EFI) w dany fundusz często uznaje się za „pieczęć aprobaty”. Wiele kategorii inwestorów polega na zaangażowaniu EFI i dokonuje własnych inwestycji w ten sam fundusz. Tym samym zaangażowanie EFI stanowi siłę napędową i pełni funkcję animatora rynku. Taką reputację można utrzymać wyłącznie dzięki zapewnieniu wysokiej jakości procesu oceny i badania due diligence, a to bez wątplenia wymaga czasu.

W 2018 r. miał miejsce przegląd strategii alokacji umów inwestycyjnych EFI. Przegląd ten został przedstawiony Komisji, a EFI zobowiązał się do omówienia wraz z Komisją ewentualnych aktualizacji systemu. Podstawę systemu stanowią obiektywne i uprzednio określone kryteria, które łączą w sobie analizę czynników ilościowych i jakościowych. Proces jest koordynowany przez niezależną służbę, a wszystkie decyzje dotyczące alokacji rejestruje się odpowiednio w systemach EFI.

Obecnie cały rynek zmaga się z problemem związanym z zamykaniem starszych funduszy (ang. *tail-end*).

W związku z tym uzgodniono kompleksową strategię zamykania mandatów zgodnie z podstawą prawną.

VIII. Jak również podkreślono w uwagach dotyczących podobnej kontroli, zawartych w odpowiedziach Komisji na sprawozdanie specjalne ETO nr 20/2017 na temat gwarancji kredytowych finansowanych przez UE, a w szczególności do pkt 40 tego sprawozdania, Komisja uważa za użyteczne uzyskanie od partnera wdrażającego danych na temat kosztów przed rozpoczęciem negocjacji. W związku z tym Komisja uzyskuje szacunki kosztów, gdy tylko jest to możliwe, oraz przeprowadza regularne analizy sprawozdań finansowych EFI, aby dowiedzieć się, jaki jest przychód EFI z opłat i jego wkład w ogólną rentowność EFI, a także – w bardziej ogólnym ujęciu – dokłada wszelkich starań, aby uzyskać kolejne istotne szczegółowe dane na temat kosztów funkcjonujących instrumentów finansowych. Takie dane nie muszą jednak odnosić się do instrumentów, które można bezpośrednio porównać. Nawet w przypadku braku takich danych Komisja powinna być jednak w stanie zakończyć negocjacje na podstawie dostępnych informacji.

Opłaty za uruchomienie mają na celu skompensowanie partnerowi wdrażającemu szczegółowych negocjacji prowadzonych w celu ustanowienia instrumentów, konieczności zredagowania nowych zharmonizowanych umów dotyczących nowych lub wznowionych instrumentów, publikacji zaproszeń do wyrażenia zainteresowania oraz dostosowania systemów sprawozdawczych i systemów kontroli. Komisja pragnie przypomnieć, że ramy prawne regulujące wdrażanie instrumentów finansowych znacząco ewoluowały na przestrzeni czasu (np. przepisy rozporządzenia finansowego dotyczące instrumentów finansowych stały się wyjątkowo złożone i szczegółowe, co z kolei wymaga wzmoczonego wysiłku i większej wiedzy fachowej po stronie partnera wdrażającego).

Wobec powyższego uiszczanie opłat za uruchomienie jest uzasadnione, a ich wysokość jest odpowiednia.

Opłaty motywacyjne związane z instrumentami odpowiadają ponadto określonym dla nich celom.

IX. Ze względów określonych w odpowiedziach na zalecenia Komisja nie może w pełni zaakceptować wszystkich spośród tych zaleceń.

WSTEP

10. Przepisy UE zawierają już zharmonizowane zasady dotyczące prywatnych funduszy oznaczonych jako unijne w projektach związanych z kapitałem wysokiego ryzyka, to znaczy europejskich funduszy *venture capital* (rozporządzenie 345/2013 w sprawie europejskich funduszy *venture capital*), europejskich funduszy infrastrukturalnych (rozporządzenie 2015/760 w sprawie europejskich długoterminowych funduszy inwestycyjnych) oraz europejskich funduszy na rzecz przedsiębiorczości społecznej (rozporządzenie nr 346/2013 w sprawie europejskich funduszy na rzecz przedsiębiorczości społecznej). Wyżej wymienione rozporządzenia umożliwiają łatwą identyfikację europejskich funduszy kapitału wysokiego ryzyka posiadających zdefiniowane cechy wspólne i tym samym ułatwiają zarządzającym alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi, inwestorom oraz przedsiębiorstwom, w które zainwestowano, zidentyfikowanie tych funduszy będących odpowiednio potencjalnymi instrumentami inwestycyjnymi, celami inwestycyjnymi lub inwestorami instytucjonalnymi. Spójności sprzyjają również zadania podjęte przez Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych.

12. Zmiany w zakresie pozyskiwania środków na cały okres, począwszy od 2007 r., dają bardziej kompleksowy obraz. Zgodnie z danymi InvestEurope¹ udział środków publicznych w finansowaniu kapitału wysokiego ryzyka wzrósł od 2007 r., osiągając w 2011 r. szczytową wartość równą 34,7 %, a następnie był bardzo zmienny, wzrastając i malejąc aż do 2018 r., kiedy to osiągnął poziom 18 %.

Należy też zauważyć, że oprócz UE dane te obejmują również inne podmioty publiczne. W 2018 r. udział objętych badaniem mandatów UE w pozyskanych środkach ogółem wyniósł około 1,9 %.

Ramka 2. Z aktualnych wycen wynika, że w ogólnym ujęciu portfele inwestycyjne mogą przynieść zysk, umożliwiając tym samym osiągnięcie w skuteczny sposób celów polityki. Instrumenty kapitału wysokiego ryzyka stanowiły wsparcie dla funduszy, w ramach których zapewniono dostęp do finansowania setkom innowacyjnych przedsiębiorstw na kluczowych etapach ich rozwoju, w tym kluczowym, przełomowym innowacyjnym przedsiębiorstwom takim jak Skype, Spotify czy przedsiębiorstwa typu start-up rozwijające produkty z zastosowaniem grafenu, za który w 2010 r. przyznano nagrodę Nobla w dziedzinie fizyki.

17. Zwiększenie budżetu dostępnego na potrzeby tych instrumentów było spowodowane faktem, że wskutek badań pilotażowych prowadzonych w późnych latach 90. XX w. i we wczesnych latach XXI w. instrumenty te stały się ugruntowanym mechanizmem wsparcia. Dodatkowo po kryzysie finansowym i gospodarczym EFIS znacząco poszerzył zakres wsparcia jako mechanizmu stymulującego inwestycje.

18. Oprócz wymogu spełnienia kryteriów kwalifikowalności przyznanie wsparcia jest uzależnione od weryfikacji spójności z polityką oraz od oceny wartości dodanej uzyskanej poprzez wsparcie danego instrumentu – tj. jeżeli nie istnieje możliwość uzyskania wartości dodanej, inwestycja nie dojdzie do skutku.

¹ InvestEurope, 2018 European Private Equity Activity [Europejska działalność w obszarze *private equity* w 2018 r.].
<https://www.investeurope.eu/media/811517/invest-europe-2018-european-private-equity-activity.pdf>

20. Komisja zauważa, że na potrzeby inwestycji w fundusze funduszy dostępne są nawet 343 mln EUR, ale środki te można również automatycznie przeznaczyć na innego rodzaju inwestycje w ramach danych instrumentów, jeżeli nie dojdzie do inwestycji w fundusze funduszy.

23. Należy zwrócić uwagę na relatywną rolę, jaką EFI odgrywa na europejskim rynku kapitału wysokiego ryzyka.

Kwotę 1,4 mld EUR, na którą EFI zaciągnął zobowiązania w 2018 r., należy porównać z kwotą 11,4 mld EUR, która w 2018 r. stanowiła ogólną kwotę środków finansowych pozyskanych na rzecz kapitału wysokiego ryzyka w UE. W związku z tym w 2018 r. udział EFI stanowił 12 % pozyskanych środków finansowych w UE w tym segmencie rynku. EFI wykorzystuje ponadto wiele mandatów na rzecz tej działalności, m.in. mandaty handlowe i zasoby własne EFI. Inwestycje, jakie EFI kieruje na rynek przy wsparciu z budżetu UE, stanowią zaledwie około 1,9 % całkowitego pozyskanego kapitału wysokiego ryzyka w UE. Rolą mandatów wspieranych przez UE jest zatem skupienie się na lukach rynkowych, w przypadku których wsparcie publiczne jest najbardziej potrzebne.

UWAGI

30. Wspólna odpowiedź do pkt 30–36:

Komisja przeprowadza ocenę ilościową *ex ante* potrzeb rynku – oraz, w szczególności, luk w finansowaniu – i zdolności absorpcyjnej, wykorzystując w tym celu najlepsze informacje rynkowe, jakich dostarczają standardowe techniki statystyczne i dostępne usługi doradcze. Ze względu na sam charakter finansowania kapitału wysokiego ryzyka istnieją jednak znaczne ograniczenia dotyczące danych, ponieważ jednostka, w której dokonano inwestycji, nie ujawnia informacji prywatnych na temat swoich perspektyw biznesowych ani swojej wypłacalności.

Wobec braku wiarygodnych, wystarczających danych Komisja uważa, że badania i analizy jakościowe stanowią odpowiednią metodę oceny niedoskonałości rynku.

Obierając podobne podejście, Parlament Europejski pisze: „Podsumowując, Europa zmaga się z niskim poziomem finansowania, tj. z niskim poziomem środków pozyskiwanych od prywatnych inwestorów instytucjonalnych. Europa zmaga się również z niską jakością finansowania, o czym świadczy niewielka liczba wykwalifikowanych, doświadczonych i dostatecznie dużych funduszy kapitału wysokiego ryzyka. Problemy te są oczywiście ze sobą powiązane: wyższa jakość funduszy kapitału wysokiego ryzyka przyciągnęłaby inwestorów instytucjonalnych i doprowadziła do zwiększenia kapitału wysokiego ryzyka” [źródło: „Potential of Venture Capital in the European Union” (Potencjał kapitału wysokiego ryzyka w Unii Europejskiej), Parlament Europejski, Dyrekcja Generalna ds. Polityki Wewnętrznej, 2012].

Niemal wszystkie dokumenty Komisji poświęcone tej tematyce potwierdzają istnienie luki w finansowaniu MŚP (w tym w finansowaniu kapitału wysokiego ryzyka), co oznacza, że w UE źródła finansowania kapitału wysokiego ryzyka są niewystarczające.

33. Komisja wykorzystwała badania rynku. Kilka z nich – zarówno tych przeprowadzonych przez Komisję (np. Buti 2014a² i 2014b³), jak i tych przeprowadzonych przez podmioty zewnętrzne (np. Barkbu et al. 2015⁴ i EBI 2013⁵) – wykazało lukę inwestycyjną. Lukę tę uwzględniono w dokumentach wewnętrznych. Jeżeli chodzi o luki w finansowaniu kapitału wysokiego ryzyka w MŚP, dostępne były badania oparte na danych Europejskiego Stowarzyszenia Private Equity i Venture Capital (EVCA) i InvestEurope (np. ESRI 2014⁶ lub Lopez de Silanes et al. 2015⁷), które wykazały zarówno istnienie luk oraz niedostateczny rozwój rynku kapitału wysokiego ryzyka.

36. Ryzyku braku możliwości absorpcji środków przeciwdziałała się w sposób strukturalny: w ramach wszystkich instrumentów przydzielane są środki, które nie mają ustalonej wysokości, ale dla których wyznaczono maksymalny pułap i które charakteryzują się elastycznością w zakresie ich przesunięcia na inne działania. Pięć spośród sześciu skontrolowanych instrumentów opierało się ponadto bezpośrednio na rocznych wkładach budżetowych, których wielkość można modyfikować. W związku z tym w przypadkach, w których całkowicie wypełniono lukę rynkową, na instrumenty nie były przeznaczane dalsze środki. Tym samym Komisji udało się dotychczas przeciwdziałać wspomnianemu ryzyku.

Ramka 3. Badanie z 2011 r. opierało się na ówczesnych realiach rynkowych. Ponieważ od tamtej pory rozmiar rynku kapitału wysokiego ryzyka niemal się podwoił, zdaniem Komisji wnioski z tego badania mogą nie mieć w pełni zastosowania do dzisiejszych realiów. W ramach badania nie było możliwości przewidzenia rozwoju rynku, a mandaty Komisji pozwalają – jak potwierdzają obecne osiągnięcia – na bezproblemowe wykonanie budżetów przeznaczonych na interwencje kapitału wysokiego ryzyka. W 2018 r. udział skontrolowanych interwencji kapitału wysokiego ryzyka w całkowitych pozyskanych środkach w UE wyniósł 1,9 %.

38. Komisja pragnie zauważyć, że: i) skutki gospodarcze i wpływ na zatrudnienie (w przypadku instrumentów od 2007 r.) dostatecznie opisano w sprawozdaniach przedstawionych przez EFI; oraz ii) naturalnie w badaniach pierwotnie nie analizowano

² Marco Buti i Philipp Mohl: „Lacklustre investment in the Eurozone: Is there a puzzle?” („Słabe inwestycje w strefie euro: jak rozwiązać zagadkę?”), *Vox*, czerwiec 2014 r. <https://voxeu.org/article/raising-investment-eurozone>

³ Marco Buti: „Lacklustre investment in the Eurozone: The policy response” („Słabe inwestycje w strefie euro: reakcja w postaci zmiany polityki”), *Vox*, grudzień 2014 r. <https://voxeu.org/article/lacklustre-investment-eurozone-policy-response>

⁴ Bergljot B. Barkbu, Pelin Berkmen, Pavel Lukyantsau, Sergejs Saksonovs i Hanni Schoelermann: „Investment in the Euro Area: Why Has It Been Weak?” („Inwestycje w strefie euro: dlaczego są słabe?”), *Dokument roboczy MFW* nr 15/32, 19 lutego 2015 r. <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/31/Investment-in-the-Euro-Area-Why-Has-It-Been-Weak-42717>

⁵ EBI: *Inwestycje i ich finansowanie w Europie w 2013 r.*, 14 listopada 2013 r. <https://www.eib.org/en/infocentre/publications/all/investment-and-investment-finance-in-europe.htm>

⁶ ESRI: *Access to External Financing and Firm Growth*. Background Study for the European Competitiveness Report 2014 (Dostęp do finansowania zewnętrznego a wzrost przedsiębiorstwa. Badanie pomocnicze przeprowadzone na potrzeby sprawozdania na temat europejskiej konkurencyjności z 2014 r.), maj 2014 r. https://www.google.be/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=2&ved=2ahUKEwjY_475pujeAhVQKwKHTn6AI4QFjABegQIAxAC&url=https%3A%2F%2Fec.europa.eu%2Fdocsroom%2Fdocuments%2F8786%2Fattachments%2F1%2Ftranslations%2Fen%2Frenditions%2Fpdf&usq=AOvVaw2SPzw1L4aRoQVrA_MZ19Y8

⁷ Florencio Lopez de Silanes Molina, Joseph McCahery, Dirk Schoenmaker i Dragana Stanisic: *The European Capital Markets Study. Estimating the Financing Gaps of SMEs*. Report sponsored by the Dutch Ministry of Finance and the EBRD (Badanie dotyczące europejskich rynków kapitałowych. Szacunek luk w finansowaniu MŚP. Sprawozdanie sponsorowane przez niderlandzkie Ministerstwo Finansów oraz EBOR), lipiec 2015 r. https://web.archive.org/web/20161213054417/http://www.dsfnl.nl/wp-content/uploads/2015/09/European-Capital-Markets-Study_2015_FINAL-15-7.pdf

wpływu na sektor kapitału wysokiego ryzyka, ponieważ celem wielu kontrolowanych instrumentów nie był w ogóle rozwój rynku ani wpływ na sektor, a w przypadku innych instrumentów były to zaledwie cele poboczne.

39. Harmonogram sprawozdań i ocen *ex post* jasno określono w podstawowym prawodawstwie przyjętym przez Radę i Parlament Europejski.

Nawet jeżeli Komisja mogłaby wpłynąć na te terminy, istnieje wyraźny kompromis między przydatnością a dostępnością kompleksowych danych. Aby można było uwzględnić zalecenia z oceny, jej wyniki muszą być znane przed opracowaniem nowego programu. Późniejsza ocena może opierać się na większej ilości danych, ale jej wyniki będą dostępne zbyt późno, aby móc je uwzględnić w kolejnym programie.

40. Tired drugie: Instrumenty finansowe na rzecz Wysokiego Wzrostu i Innowacji w MŚP (GIF) stanowiły tylko jeden z segmentów Programu ramowego na rzecz konkurencyjności i innowacji. Harmonogram przeprowadzania ocen przewidziano w podstawie prawnej, wobec czego nie można było go zmienić.

41. Metody jakościowe, wywiady i badania są ważnym źródłem informacji, w szczególności w sytuacjach, w których nie są dostępne wyczerpujące, szczegółowe dane statystyczne. Od niedawna, tj. od 2015 r., EFI przeprowadza ponadto oceny skutków gospodarczych, które obejmują również kapitał wysokiego ryzyka (w tym mandaty UE) i są przedmiotem szczegółowej analizy Komisji.

42. Analizę alternatywnych scenariuszy można przeprowadzić dopiero kilka lat po finansowym zamknięciu programu, które w niektórych przypadkach może nastąpić ponad dwadzieścia lat po jego rozpoczęciu. Dane dotyczące stworzonych i utrzymanych miejsc pracy przekazywano regularnie w ramach standardowej sprawozdawczości; dane te można łatwo porównać ze zmianami w zakresie zatrudnienia w całej gospodarce.

43. Fakt, że Trybunał Obrachunkowy odwołuje się do projektów VICO jako przykładowych programów oceny, potwierdza zdanie Komisji dotyczące trudnego kompromisu między terminowością a kompleksowym charakterem ocen *ex post*. Projekty VICO istotnie były realizowane przez konsorcjum dziewięciu uniwersytetów i centrów badawczych na przestrzeni trzech lat; takie przedsięwzięcie trudno uznać za wzór terminowej i szczegółowej oceny poszczególnych programów. Co istotne, projekty VICO nie polegają na ocenie konkretnych programów przeprowadzanej na przestrzeni czasu, lecz raczej po prostu na porównaniu reprezentatywnej grupy przedsiębiorstw, które korzystały z kapitału wysokiego ryzyka, z przedsiębiorstwami, które z niego nie korzystały, przy czym w przypadku pierwszej z tych grup pod uwagę bierze się przedsiębiorstwa korzystające z publicznego kapitału wysokiego ryzyka – czy to ze środków krajowych, czy ze środków centralnych lub strukturalnych z UE, czy też z innych, niezależnie od terminu finansowania i od tego, czy finansowanie przyznano w ramach Inicjatywy na rzecz wzrostu i zatrudnienia, Wieloletniego programu dla przedsiębiorstw i przedsiębiorczości, Instrumentu na rzecz Wysokiego Wzrostu i Innowacji w MŚP, czy w innym trybie. Zasadniczo ta odmienna perspektywa wiązała się z zastosowaniem metodyki, której nie można zastosować w przypadku ocen programów.

45. Podczas gdy w stosunku do szeregu pracowników przedsiębiorstw będących beneficjentami nie określono żadnej wartości docelowej, monitoruje się wpływ interwencji na tworzone i utrzymywane miejsc pracy oraz sporządza sprawozdania na ten temat.

47. Odpowiedź Komisji do pkt 47 i powyższego działu

Komisja wdrożyła stosunkowo kompleksowe podejście do wspierania dostępu MŚP do finansowania poprzez rynek kapitału wysokiego ryzyka. W ramach tego podejścia wykorzystuje się zestaw środków, które mogą bezpośrednio lub pośrednio przyczynić się do wspierania finansowania z udziałem kapitału wysokiego ryzyka: interwencję regulacyjną, interwencję za pośrednictwem zarządzania dzielonego, a także programy zarządzane centralnie. Instrumenty poddane kontroli stanowią jedynie podzbiór tych środków. Głównym celem interwencji UE nie było tworzenie rynków kapitału wysokiego ryzyka, lecz wspieranie miejsc pracy oraz wzrost i innowacje.

48. Komisja uważa, że kraj, w którym fundusz ma siedzibę, ma niewielkie znaczenie. Nie wszystkie państwa członkowskie UE zapewniają odpowiednie otoczenie regulacyjne dla funduszy kapitału wysokiego ryzyka. Jest to szczególnie istotne w odniesieniu do funduszy międzynarodowych, które zazwyczaj mają siedziby wyłącznie w wybranych państwach członkowskich UE posiadających rozwinięte i przetestowane ramy prawne. Kraj, w którym fundusz ma siedzibę, często nie określa ponadto w jasny sposób rzeczywistego zasięgu geograficznego inwestycji funduszy.

50. Wszystkie instrumenty poddane kontroli wymagają dywersyfikacji geograficznej i stanowią zachętę dla EFI do działania w możliwie największej liczbie państw członkowskich UE, wyraźnie motywując EFI do interweniowania również w państwach członkowskich posiadających słabo rozwinięte rynki.

W granicach polityki ustanowionych dla danego instrumentu finansowego wykorzystanie tego instrumentu jest „oparte na rynku”. Jak podkreślił w swojej analizie Europejski Trybunał Obrachunkowy, istotną rolę we wdrażaniu instrumentów odgrywa zdolność absorpcyjna. Jeżeli słabo rozwinięte rynki nie składają dobrej jakości wniosków (tj. wniosków spełniających minimalne standardy), nie ma możliwości dokonania inwestycji. Zapewnia się równy dostęp do instrumentów, ponieważ wnioski przyjmowane są na podstawie otwartych zaproszeń do wyrażenia zainteresowania.

51. Zob. odpowiedź Komisji do pkt 48.

52. Komisja zaproponowała wprowadzenie szeregu środków mających na celu sprawienie, by transgraniczna dystrybucja funduszy inwestycyjnych, w tym europejskich funduszy kapitału wysokiego ryzyka, stała się bardziej skuteczna (prostsza, szybsza i tańsza).

Zgodnie z planem działania unii rynków kapitałowych celem tych inicjatyw jest usprawnienie penetracji prywatnych funduszy inwestycyjnych kapitału wysokiego ryzyka w UE, dalsza mobilizacja i kierowanie kapitału do innowacyjnych małych i średnich przedsiębiorstw, harmonizacja rozbieżnych wymogów krajowych i sprawienie, by wymogi te były bardziej przejrzyste i mniej obciążające.

W 2017 r. wprowadzono ukierunkowane zmiany w rozporządzeniu nr 345/2013 w sprawie europejskich funduszy *venture capital*, które obowiązują od dnia 1 marca 2018 r. (rozporządzenie 2017/1991 zmieniające rozporządzenie nr 345/2013). W lutym 2019 r. po raz kolejny Komisja doprecyzowała przepisy mające zastosowanie do europejskich funduszy kapitału wysokiego ryzyka (rozporządzenie delegowane 2019/820), a zmiany w tych przepisach będą obowiązywały od dnia 11 grudnia 2019 r. Z kolei w lipcu/sierpniu 2019 r. wejdą w życie dodatkowe inicjatywy, przyjęte przez współustawodawców w kwietniu 2019 r., ułatwiające transgraniczną dystrybucję europejskich funduszy kapitału wysokiego ryzyka.

W chwili prowadzenia prac przygotowawczych w ramach badania EFI powyższe inicjatywy ustawodawcze były w trakcie realizacji (badanie opublikowano w kwietniu 2018 r.). Celem

tych inicjatyw było ponadto ułatwienie transgranicznej dystrybucji europejskich inwestycji kapitału wysokiego ryzyka oraz dalsze usprawnienie obowiązujących przepisów w celu rozwiązania kwestii podniesionych w badaniu EFI.

Jeżeli jednak chodzi o systemy podatkowe, obecny system podatkowy stanowi w dużej mierze domenę państw członkowskich, a jakkolwiek inicjatywa w sprawie zbliżenia na poziomie UE wymagałaby jednomyślnej decyzji Rady.

54. Największe skoncentrowanie inwestycji obserwuje się w państwach o największych gospodarkach w UE. Francja, Niemcy i Zjednoczone Królestwo to kraje, których gospodarka była największa, biorąc pod uwagę ich udział w PKB UE w 2017 r., a udział ten wyniósł łącznie 51,4 % PKB UE. W związku z tym sytuacja ta jest całkowicie naturalna i nie sugeruje nadmiernego skoncentrowania inwestycji w tych państwach członkowskich. Odzwierciedla ona zwyczajnie rzeczywistość gospodarczą.

56. Komisja chciałaby podkreślić, że rozwój słabo rozwiniętych rynków nie jest głównym celem instrumentów poddanych kontroli – wyjątek stanowi instrument GIF, w którym ten cel wymienia się po celu wniesienia wkładu w tworzenie i finansowanie MŚP, podczas gdy w niektórych innych instrumentach wymieniono go jako cel pomocniczy. W celu uzasadnienia inwestycji należy zagwarantować zarówno kwalifikowalność w ramach wymogów polityki danego mandatu, jak i elementy stanowiące wartość dodaną.

Komisja stosuje również inne interwencje mogące przyczynić się do „promowania europejskiego rynku kapitału wysokiego ryzyka”, które nie były przedmiotem przedmiotowej kontroli.

Wspierane przez UE fundusze kapitału wysokiego ryzyka inwestowały w wielu państwach członkowskich, również dzięki instrumentom zarządzania dzielonego. Państwa członkowskie mogą postanowić o zainwestowaniu swoich przydziałów z Europejskiego Funduszu Rozwoju Regionalnego (EFRR) z wykorzystaniem kredytów, gwarancji bankowych oraz kapitału własnego / wysokiego ryzyka. Komisja aktywnie promuje stosowanie takich instrumentów. W latach 2014–2020 niektóre państwa członkowskie, w szczególności Polska, Węgry i Bułgaria, przydzieliły znaczne kwoty w ramach swoich przydziałów z EFRR na kapitał własny / wysokiego ryzyka (odpowiednio około 1,2 mld EUR, 480 mln EUR i 340 mln EUR).

Przykładem inicjatyw inwestycyjnych, którymi zarządza EFI, jest ponadto Fundusz Funduszy Europy Środkowej (fundusz funduszy stworzony w ramach partnerstwa z organami krajowymi Austrii, Republiki Czeskiej, Słowacji, Węgier i Słowenii) oraz Bałtycki Fundusz Inwestycyjny.

62. Zob. odpowiedzi Komisji na pkt 30–36.

63. Interwencje na szczeblu UE są zawsze skierowane do wszystkich państw członkowskich, a fundusze muszą być dostępne dla wnioskodawców ze wszystkich państw członkowskich na równych warunkach.

64. Zdaniem Komisji zgodność z zasadą pomocniczości lub wartość dodaną można osiągnąć, gdy działania na szczeblu UE mogą być skuteczniejsze lub efektywniejsze niż działania na szczeblu państw członkowskich.

65. Poza niezbędnym zapewnieniem spójności z zasadami pomocy państwa Komisja dąży do przyciągnięcia inwestorów prywatnych do sektora kapitału wysokiego ryzyka.

COSME (Program na rzecz konkurencyjności przedsiębiorstw oraz małych i średnich przedsiębiorstw), InnovFin (Fundusze unijne dla innowatorów) oraz EFIS posiadają ambitne

cele ogólne na poziomie portfela, czego dowodem są docelowe wartości wykorzystania dźwigni finansowej, uzgodnione mnożniki lub monitorowanie ogólnej wielkości zmobilizowanych inwestycji. W sprawozdaniach dotyczących tych celów inwestycji EFI/EBI lub banków prorozwojowych nie uznaje się za prywatne.

W przypadku inwestycji indywidualnych Komisja musi jednak uwzględnić również inwestycje o dużej wartości politycznej, które wymagają istotnej interwencji publicznej i nie są w stanie przyciągnąć dużej ilości zasobów prywatnych. Przykładowo fundusze o oddziaływaniu społecznym lub inne fundusze wpływu (ang. *impact funds*), fundusze transferu technologii lub fundusze skupiające się na fazie inkubacji i rozpoczynania działalności cyklu życia przedsiębiorstwa wymagają większej interwencji publicznej niż duże fundusze *private equity* skupiające się na fazie rozszerzania działalności. Z tego powodu w przypadku inwestycji indywidualnych nie ustala się innych wymogów dotyczących udziału sektora prywatnego.

66. Komisja nie ustanowiła celów w zakresie rentowności, ponieważ instrumenty nie są ukierunkowane na maksymalizację rentowności, ale raczej na zapewnienie zgodności z celami polityki i stanowią uzupełnienie innych instrumentów, których celem jest uzyskanie zwrotu finansowego. Natomiast instrumenty poddane kontroli, chociaż skupiają się na osiągnięciu celów polityki, mają również zgodnie ze sprawozdawczością EFI przynosić korzyść finansową i w istocie służą dokonywaniu inwestycji w fundusze przyciągające inwestorów prywatnych. Mimo iż zdaniem Komisji zasada równorzędności jest odpowiednia w przypadku większości działań inwestycyjnych, w konkretnym przypadku inwestycji społecznych Komisja również zezwala na inwestycje nierealizowane na zasadzie równorzędności.

Komisja nie podziela zdania, że przyciągnięcie inwestorów prywatnych jest możliwe wyłącznie dzięki generowaniu wysokich zwrotów. Chociaż inwestorzy prywatni będą dążyć do uzyskania dodatnich zwrotów, mogą oni również kierować się czynnikami innymi niż samo dążenie do osiągnięcia „wysokiej stopy zwrotu z inwestycji”, np. dywersyfikacją geograficzną w klasie aktywów, poszukiwaniem najnowszych osiągnięć technologicznych, działalnością dobroczynną w zakresie kapitału wysokiego ryzyka, inwestycjami społecznymi itp.

67. Jest zbyt wcześnie, by zaprezentować dane na temat nowszych interwencji UE. Niemniej jednak dane EFI wskazują, że od końca grudnia 2018 r. unijne finansowe instrumenty kapitałowe oraz produkt kapitałowy EFIS w segmencie MŚP mają wygenerować zysk w wysokości 3,6 % rocznie.

Oznacza to, że zasadniczo inwestycje mogłyby przynieść zysk dla budżetu UE, jednocześnie osiągając cele polityki, wspierając miejsca pracy w innowacyjnych przedsiębiorstwach i mobilizując inwestycje prywatne.

68. Komisja oceniła możliwość zastosowania odstępstwa od zasady równorzędności. W rzeczywistości Komisja zezwala już na inwestycje nierealizowane na zasadzie równorzędności w odniesieniu do inwestycji społecznych w ramach EFIS w segmencie MŚP. Możliwość tę wprowadzono w ramach umowy w sprawie EFIS na podstawie decyzji Komisji. Komisja w dalszym ciągu analizuje ponadto procedurę dotyczącą inwestycji nierealizowanych na zasadzie równorzędności w ramach EFIS w segmencie MŚP.

69. Zob. odpowiedź do pkt 68.

73. Opinie różnią się pod względem tego, w jaki sposób inwestorzy publiczni, którzy wcześniej wycofują się z funduszy, mogą wspierać samodzielność rynku.

Umowy spółek komandytowych podpisane w odniesieniu do operacji na ogół zezwalają na wczesne wycofanie się inwestorów detalicznych, np. poprzez sprzedaż na rynku wtórnym. Jest to standardowa praktyka akceptowana przez rynek.

EFI analizuje strategię wyjścia każdego funduszu w ramach badania due diligence. W ostatnim czasie Komisja i EFI zaplanowali wdrożenie bardziej systematycznego wycofania się z udziałów kapitałowych w funduszu poprzez sprzedaż odsetek z funduszu na rynku wtórnym.

75. Wzajemne inwestycje na ograniczoną kwotę są dozwolone jako konkretne doświadczenie nabyte w trakcie poprzedniego programu.

79. Komisja zauważa, że sprawozdawczość operacyjna w zakresie produktu kapitałowego EFIS w segmencie MŚP opracowanego przez EFI zawiera niezbędne szczegóły. Może jednak być postrzegana jako złożona, ponieważ realia leżące u jej podstaw są również bardzo złożone.

82. Zgodnie z danymi *InvestEurope* odsetek funduszy od inwestorów publicznych rósł od 2007 r., osiągając w 2011 r. szczytowy poziom 34,7 %, a następnie spadł i stał się bardzo niestabilny, do 2018 r. naprzemiennie rosnąc i spadając.

Kwotę 1,4 mld EUR, na którą EFI zaciągnął zobowiązania w 2018 r., należy porównać z kwotą 11,4 mld EUR, która w 2018 r. stanowiła ogólną kwotę środków finansowych pozyskanych na rzecz kapitału wysokiego ryzyka w UE. W związku z tym w 2018 r. udział EFI stanowił 12 % pozyskanych środków finansowych w UE w tym segmencie rynku. EFI wykorzystuje ponadto wiele mandatów na rzecz tej działalności, m.in. mandaty handlowe i zasoby własne EFI. Kwota 214 mln EUR, którą EFI przekazał na potrzeby rynku w 2018 r. przy wsparciu instrumentów poddanych kontroli, stanowiła zaledwie 1,9 % całkowitego pozyskanego kapitału wysokiego ryzyka w UE. Rolą mandatów wspieranych przez UE jest zatem skupienie się na lukach rynkowych, w przypadku których wsparcie publiczne jest najbardziej potrzebne.

84. Komisja zauważa, że inwestycję EFI w dany fundusz często uznaje się za „pieczęć aprobaty”, znak jakości transakcji. Wiele kategorii inwestorów polega na zaangażowaniu EFI i dokonuje własnych inwestycji w ten sam fundusz. Tym samym zaangażowanie EFI stanowi siłę napędową i pełni funkcję animatora rynku. Taką reputację można utrzymać wyłącznie dzięki zapewnieniu wysokiej jakości procesu oceny i badania due diligence, a to bez wątpienia wymaga czasu.

Czas trwania tego procesu różni się ponadto w zależności od wnioskodawcy (np. w programach europejskich dla kwalifikujących się początkujących zarządzających proces due diligence jest bardziej złożony niż dla doświadczonych zespołów zarządzających). Opóźnienia mogą powstać również w wyniku wydłużonego czasu odpowiedzi wnioskodawcy na wnioski EFI o udzielenie informacji, a czynnik ten znajduje się poza kontrolą EFI.

89. Komplementarność mandatów wynika z innych kryteriów niż tylko z możliwości ukierunkowania na różne segmenty ryzyka, zwłaszcza że wszystkie inwestycje kapitału wysokiego ryzyka można uznać za bardzo ryzykowne. Mandaty mogą się wzajemnie uzupełniać w sytuacji nałożenia ograniczeń w odniesieniu do kwot możliwych do zainwestowania, niedoboru zasobów, zasięgu geograficznego itp.

W odniesieniu do każdej inwestycji Instrumentu na rzecz Wysokiego Wzrostu i Innowacji w MŚP (GIF) we wniosku o zatwierdzenie przedłożonym Komisji przez EFI jasno opisano sposób alokacji zasobów, a Komisja uważnie rozpatrzyła to połączenie i ostatecznie zatwierdziła je lub zwróciła się o wprowadzenie zmian.

Dlatego w odniesieniu do 30 % inwestycji wskazanych przez Europejski Trybunał Obrachunkowy zbadano komplementarność instrumentu z innymi mandatami. Wydaje się, że w odniesieniu do pozostałych 70 % inwestycji GIF komplementarność z innymi mandatami zapewniono automatycznie, jako że w ich przypadku nie istniały współinwestycje z innymi mandatami.

91. Odpowiedni poziom komplementarności, o którym mowa w rozporządzeniu w sprawie EFIS, zapewnia się poprzez pozycjonowanie polityki dotyczącej mandatu w zakresie zasobów kapitału wysokiego ryzyka i mandatów EFIS oraz odzwierciedla się go w procesie alokacji umów EFI.

93. Zdaniem Komisji w strategii alokacji umów inwestycyjnych z 2018 r. wyraźnie uwzględnia się nacisk na poszczególne mandaty i podejmuje się próby określenia najlepszego źródła inwestycji w odniesieniu do każdej możliwości. Strategia ta została przedstawiona Komisji, a EFI zobowiązał się do regularnego omawiania wraz z Komisją jej ewentualnych aktualizacji.

Wybór sektorów opiera się głównie na potrzebach rynku – np. innowacje to cecha międzysektorowa – dlatego mandaty UE nie posiadają jako takiej „preferencji” sektorowej. Rozmieszczenie geograficzne wynika z otrzymanych wniosków oraz z oceny adekwatności i kwalifikowalności strategii, przy czym większe i bardziej rozwinięte rynki zwykle stwarzają więcej możliwości inwestycyjnych.

94. W strategii opisano dwie fazy analizy, zarówno ilościową, jak i jakościową. W strategii wskazano też szczegółowo, jakie możliwe kryteria może wykorzystać personel EFI podczas przeprowadzania oceny jakościowej.

Strategia ta została przedstawiona Komisji, a EFI zobowiązał się do regularnego omawiania wraz z Komisją jej ewentualnych aktualizacji.

95. Na podstawie informacji uzyskanych od EFI Komisja zakłada, że weryfikacja historyczna wykazała, iż w ramach nowej strategii 2 z 31 inwestycji (na podstawie różnych mandatów, nie tylko unijnych) zostałyby przydzielone w inny sposób. Nawet w odniesieniu do tych dwóch przydziałów nie stwierdzono jednak naruszenia mandatu, a przedmiotowe inwestycje są w pełni kwalifikowalne w ramach mandatów, do których je przydzielono.

Istotne szczegółowe informacje są informacjami wewnętrznymi EFI.

100. Okres funkcjonowania każdego funduszu inwestycyjnego nie ulega automatycznemu zakończeniu. Można go rozszerzyć kilkukrotnie poprzez decyzję (większości) inwestorów funduszu. Jako że EFI jest inwestorem mniejszościowym wśród wszystkich funduszy w ramach unijnych instrumentów zarządzanych centralnie, nie może on samodzielnie podjąć decyzji o zakończeniu okresu funkcjonowania funduszu, zlikwidowaniu pozostałych inwestycji i rozwiązaniu instrumentu. Podjęcie przez EFI działań niezgodnych z interesami handlowymi inwestorów funduszu może ponadto spowodować, że zostanie on pociągnięty do odpowiedzialności prawnej, lub negatywnie wpłynąć na jego wizerunek.

Chociaż strategii wyjścia nie opisano bardzo szczegółowo we wnioskach o zatwierdzenie Instrumentu European Technology Facility Start-up (ESU) 1998 i ESU 2001, nie oznacza to,

że EFI uwzględnił tę kwestię tylko w ograniczonym zakresie, przeprowadzając badanie due diligence.

Obecnie cały rynek zmagają się z problemem związanym z zamykaniem starszych funduszy (ang. *tail-end*).

W 2014 r. Komisja i EFI zwróciły już uwagę na ten problem związany z wychodzeniem i w latach 2015/2016 na czas wprowadziły środki mające na celu zbycie funduszy ESU. Rynek nie był jednak zainteresowany zakupem tych funduszy. W związku z tym uzgodniono kompleksową strategię zamykania mandatów zgodnie z podstawą prawną.

101. Obowiązuje uzgodniony proces zakończenia tych mandatów, który jest zgodny z podstawą prawną. Od 2014 r. EFI i Komisja starają się rozwiązać kwestię zakończenia mandatów ESU 1998 i ESU 2001 i próbują sprzedać przedmiotowe portfele na rynku wtórnym. Niestety termin składania ofert zbiegł się z referendum w sprawie brexitu w Zjednoczonym Królestwie i, biorąc pod uwagę wynikającą z tego niepewność na rynku, nie złożono żadnych ofert. Kolejną próbę zbycia tych udziałów kapitałowych zaplanowano na lata 2019/2020.

103. Należy podkreślić, że większy odsetek wykorzystano w instrumentach z lat 1998 i 2001, które służyły jako instrumenty pilotażowe, a pułap opłat został w następnych generacjach instrumentów obniżony.

Maksymalne opłaty w ramach produktu kapitałowego EFIS w segmencie MŚP zostały obniżone do poziomu 5,7 %.

106. Biorąc pod uwagę opłaty obowiązujące w przypadku początkowych instrumentów pilotażowych i instrumentów nowszych, ogólny poziom tych opłat uległ znacznemu obniżeniu. W rzeczywistości w ramach EFIS budżet UE stanowi wyłącznie rezerwę na pokrycie opłat, ponieważ EFI otrzymuje wynagrodzenie ze środków powracających z EFSI.

W ramach ogólnego kompleksowego pakietu wynagrodzeń opłaty za uruchomienie stanowią jedynie niewielki ułamek. Mają one na celu skompensowanie partnerowi wdrażającemu szczegółowych negocjacji prowadzonych w celu ustanowienia instrumentów, konieczności zredagowania nowych zharmonizowanych umów dotyczących nowych instrumentów, publikacji zaproszeń do wyrażenia zainteresowania oraz dostosowania systemów sprawozdawczych i systemów kontroli. Komisja pragnie przypomnieć, że ramy prawne regulujące wdrażanie instrumentów finansowych znacząco ewoluowały na przestrzeni czasu (np. przepisy rozporządzenia finansowego dotyczące instrumentów finansowych stały się wyjątkowo złożone i szczegółowe, co z kolei wymaga wzmoczonego wysiłku i większej wiedzy fachowej po stronie partnera wdrażającego). Wobec powyższego Komisja uważa, że uiszczanie opłat za uruchomienie jest uzasadnione, a ich wysokość jest odpowiednia, biorąc pod uwagę rosnący poziom wymaganych kontroli i równowagi.

107. Komisja otrzymuje szacunki kosztów, gdy tylko jest to możliwe, oraz przeprowadza regularne analizy sprawozdań finansowych EFI, aby dowiedzieć się, jaki jest przychód EFI z opłat i jego wkład w ogólną rentowność EFI, a także – w bardziej ogólnym ujęciu – dokłada wszelkich starań, aby uzyskać kolejne istotne szczegółowe dane na temat kosztów funkcjonujących instrumentów finansowych. Nawet w przypadku braku takich szczegółowych danych Komisja powinna być jednak w stanie zakończyć negocjacje na podstawie dostępnych informacji.

108. Komisja jest zdania, że opłaty motywacyjne związane z instrumentami odpowiadają określonym dla nich celom. Zgodnie z tym, co stwierdził Europejski Trybunał Obrachunkowy w pkt 28, rozwój europejskiego rynku kapitału wysokiego ryzyka nie jest

celem podstawowym tych instrumentów, a w przypadku jedynie niektórych z nich cel ten jest celem pomocniczym. W związku z tym tylko w przypadku niektórych instrumentów objętych przeglądem istnieją opłaty motywacyjne, które stanowią wynagrodzenia dla EFI za przyczynianie się do rozwoju europejskich rynków kapitału wysokiego ryzyka, np. w formie konkretnych premii lub zachęt za zwiększanie dywersyfikacji geograficznej.

Ogólnie rzecz biorąc i w odniesieniu do wszystkich instrumentów, całkowicie słuszne jest zatem, że EFI nie otrzymuje wynagrodzenia za coś, co nie jest wymagane w przypadku tych instrumentów.

109. Komisja jest zdania, że opłaty motywacyjne związane z instrumentami odpowiadają określonym dla nich celom. Nieracjonalne byłoby rozpoczęcie wypłacania EFI jakichkolwiek opłat motywacyjnych dopiero po osiągnięciu ostatecznych celów końcowych, ponieważ prowadzone są istotne działania, aby osiągnąć cele ogólne. W związku z tym opłaty motywacyjne są wypłacane stopniowo po osiągnięciu uzgodnionych celów pośrednich w trakcie dążenia przez EFI do osiągnięcia celów ogólnych.

110. Komisja uważa, że cel podobny do „inwestycji w słabiej rozwinięte rynki kapitału wysokiego ryzyka lub sektory działalności w UE” był celem pomocniczym jedynie w przypadku niektórych mandatów, w związku z czym logiczne byłoby objęcie go opłatami motywacyjnymi tylko w ramach niektórych mandatów.

Stwierdzenie dotyczące ESU 1998 i 2001 jest zgodne z prawdą, ponieważ w ramach tych instrumentów nie ma przewidziano inwestycji, których celem byłyby inwestycje w słabiej rozwiniętych rynkach.

Kapitał wysokiego ryzyka dotyczy ponadto głównie przedsiębiorstw o znacznym potencjale wzrostu w krótkim czasie. W niedawnej przeszłości oznaczało to prawie zawsze inwestycje związane z technologią. W związku z tym kapitał wysokiego ryzyka jest odpowiedni tylko dla ograniczonej liczby sektorów działalności. Jeden z instrumentów miał konkretny cel sektorowy; w przypadku nowszych instrumentów dywersyfikację sektorową omawiają komitety sterujące, które wydają strategiczne wytyczne. Komisja jasno określa też sektory wyłączone, w ramach których nie będzie możliwe otrzymywanie inwestycji.

WNIOSKI I ZALECENIA

112. Komisja przeprowadza ocenę ilościową *ex ante* potrzeb rynku – oraz, w szczególności, luk w finansowaniu – i zdolności absorpcyjnej, wykorzystując w tym celu najlepsze informacje rynkowe, jakich dostarczają standardowe techniki statystyczne i dostępne usługi doradcze. Istnieją jednak znaczne ograniczenia dotyczące danych, ponieważ nie ujawnia się informacji prywatnych (np. perspektyw biznesowych i wypłacalności finansowej poszczególnych spółek, w które dokonano inwestycji). Dane rynkowe nie zawsze są również w pełni wiarygodne ze względu na niewielki rozmiar rynku kapitału wysokiego ryzyka, przez co wszelkie prognozy statystyczne, których podstawą są faktyczne transakcje, są niereprezentatywne.

113. Terminy sprawozdań i ocen *ex post* wyraźnie określono w podstawowym prawodawstwie przyjętym przez Radę i Parlament Europejski.

Nawet jeżeli Komisja mogłaby wpłynąć na te terminy, istnieje wyraźny kompromis między przydatnością a dostępnością kompleksowych danych. Pełną ocenę skutków dotyczącą dodatkowości programu można przeprowadzić dopiero po podjęciu przez MŚP będące beneficjentami działań w zakresie finansowania kapitałowego, ale wtedy jest już za późno,

aby wyciągnąć wnioski na potrzeby tworzenia kolejnych programów. Z drugiej strony wcześniejsza ocena, która mogłaby być przydatna na potrzeby kolejnych programów, nieuchronnie będzie mniej wnikliwa.

Szczegóły dotyczące wpływu na zwiększenie inwestycji i zatrudnienia zawarte są w sprawozdaniach dotyczących tych instrumentów. Co roku Komisja przedstawia ponadto władzy budżetowej ogólnodostępne sprawozdania.

Zalecenie 1– Przeprowadzenie analizy koniecznej w celu udoskonalenia oceny interwencji UE

a) Komisja częściowo przyjmuje zalecenie 1 lit. a).

Komisja przyjmuje, że podstawą alokacji finansowej na operacje w zakresie kapitału wysokiego ryzyka powinna być dogłębna analiza niedoskonałości rynku lub nieoptymalnych sytuacji inwestycyjnych, gdy składany jest odpowiedni wniosek ustawodawczy.

Komisja nie zgadza się jednak ze stwierdzeniem, że taka analiza musiałaby obejmować dane w podziale na państwa członkowskie, sektory działalności lub wielkość rynku (zdolność absorpcyjna) ze względu na ograniczoną dostępność i nieporównywalność danych. W związku z tym Komisja może selektywnie wykorzystywać takie dane, zachowując ostrożność przy ustalaniu ogólnej puli środków finansowych, i wykorzysta środki strukturalne, aby przeciwdziałać ryzyku niewystarczającej absorpcji.

b) Komisja przyjmuje zalecenie 1 lit. b).

Komisja będzie dalej ulepszać gromadzenie danych na potrzeby oceniających.

Komisja rozważy ponadto wykorzystanie analizy alternatywnych scenariuszy dla poszczególnych instrumentów kapitałowych, jeżeli będzie to stosowane i wykonalne przy racjonalnych kosztach.

Odpowiednie dane zostaną udostępnione oceniającym w czasie ocen przewidzianych w odpowiednich przepisach.

c) Komisja nie przyjmuje zalecenia 1 lit. c).

Komisja nie decyduje o terminie przeprowadzenia oceny. Takie terminy wyraźnie określono w podstawowym prawodawstwie przyjętym przez Radę i Parlament Europejski.

Niemniej jednak oprócz formalnej oceny poprzez regularną analizę sprawozdań Komisja bierze pod uwagę również wnioski wyciągnięte z dotychczasowych programów oraz ich wyniki, nawet kilkadziesiąt lat po ich uruchomieniu.

114. Komisja ustanowiła stosunkowo kompleksowe podejście, które przyczynia się do rozwoju ogólnoeuropejskiego rynku kapitału wysokiego ryzyka. W ramach tego podejścia wykorzystuje się zestaw środków, które mogą bezpośrednio lub pośrednio przyczynić się do wspierania finansowania z udziałem kapitału wysokiego ryzyka: interwencję regulacyjną, interwencję za pośrednictwem zarządzania dzielonego, a także programy zarządzane centralnie. Instrumenty poddane kontroli stanowią jedynie podzbiór tych środków.

115. Zapewnia się równy dostęp do instrumentów, ponieważ wnioski przyjmuje się na podstawie otwartych zaproszeń do wyrażenia zainteresowania. W związku z tym inwestycje oferowane w przypadku wszystkich kwalifikujących się wniosków, niezależnie od rynku, z którego pochodzą. Opłaty motywacyjne stanowią ponadto zachętę dla EFI, aby wsparcie miało jak najszerszy zasięg geograficzny.

Należy podkreślić, że instrumenty UE związane z inwestycjami kapitału wysokiego ryzyka nie są zależne od popytu w tym sensie, że EFI po prostu reaguje na popyt. Po pierwsze,

wszystkie inwestycje muszą spełniać kryteria kwalifikowalności danego mandatu (tj. spójność polityki musi być uzasadniona). Wszystkie prywatne inwestycje kapitałowe podlegają też ocenie wartości dodanej uzyskanej poprzez wsparcie danego instrumentu – tj. jeżeli nie istnieje możliwość uzyskania wartości dodanej, inwestycja nie dojdzie do skutku.

Komitety sterujące związane z obecnie stosowanymi instrumentami zapewniają strategiczne wytyczne dla EFI w zakresie rozmieszczenia geograficznego i podziału według sektorów. W przypadku wszystkich instrumentów określono również wyraźne przepisy dotyczące wyłączonych sektorów i obszarów geograficznych (m.in. jurysdykcje, które nie współpracują z UE w zakresie kwestii podatkowych).

116. Komisja nie ustanowiła celów w zakresie rentowności, ponieważ instrumenty nie są ukierunkowane na maksymalizację rentowności, ale raczej na zapewnienie zgodności z celami polityki i stanowią uzupełnienie innych instrumentów, których celem jest uzyskanie zwrotu finansowego. Natomiast instrumenty poddane kontroli, chociaż skupiają się na osiągnięciu celów polityki, mają również zgodnie ze sprawozdawczością EFI przynosić korzyść finansową i w istocie służą dokonywaniu inwestycji w fundusze przyciągające inwestorów prywatnych. Mimo iż zdaniem Komisji zasada równorzędności jest odpowiednia w przypadku większości działań inwestycyjnych, w konkretnym przypadku inwestycji społecznych Komisja zezwala również obecnie na inwestycje nieodbywające się na zasadzie równorzędności.

Komisja nie podziela zdania, że przyciągnięcie inwestorów prywatnych jest możliwe wyłącznie dzięki generowaniu wysokich zwrotów. Chociaż inwestorzy prywatni będą dążyć do uzyskania dodatnich zwrotów, mogą oni również kierować się czynnikami innymi niż samo dążenie do osiągnięcia „wysokiej stopy zwrotu z inwestycji”, np. dywersyfikacją geograficzną w klasie aktywów, poszukiwaniem najnowszych osiągnięć technologicznych, działalnością dobroczynną w zakresie kapitału wysokiego ryzyka, inwestycjami społecznymi itp.

Zalecenie 2 – Opracowanie kompleksowej strategii inwestycyjnej

a) Komisja częściowo przyjmuje zalecenie 2 lit. a).

Komisja podejmuje szereg konkretnych działań mających na celu wspieranie inwestycji w UE, m.in. poprzez plan działania na rzecz unii rynków kapitałowych oraz Służbę ds. Wspierania Reform Strukturalnych.

W ramach instrumentów zarządzania dzielonego można ponadto dokonywać inwestycji w państwach członkowskich o słabiej rozwiniętych rynkach kapitału wysokiego ryzyka.

Komisja będzie nadal badać, czy można podjąć dalsze działania.

b) Komisja częściowo przyjmuje zalecenie 2 lit. b).

Komisja zgadza się z Trybunałem Obrachunkowym, że przyciągnięcie inwestorów prywatnych jest ważne dla rozwoju unijnego rynku kapitału wysokiego ryzyka. Komisja ma już ambitne cele w zakresie przyciągnięcia inwestorów na poziomie mandatu, o czym świadczą wymogi dotyczące dźwigni finansowej i mnożnika oraz sprawozdawczości w zakresie ogólnych uruchomionych inwestycji. Komisja rozważy, w stosownych przypadkach, zaostrenie tych wymogów w odniesieniu do inwestorów prywatnych.

c) Komisja przyjmuje zalecenie 2 lit. c).

Chociaż stopniowe wychodzenie jest już możliwe w ramach istniejących instrumentów, Komisja dokładniej zbada możliwości stopniowego wycofywania portfeli, w szczególności poprzez sprzedaż na rynkach wtórnych.

d) Komisja przyjmuje zalecenie 2 lit. d) i jest już w trakcie jego wdrażania.

Asymetryczne struktury ryzyka i zysku są już wyraźnie dopuszczalne w przypadku inwestycji społecznych w ramach produktu kapitałowego EFIS. Komisja ocenia ponadto dalszy asymetryczny podział ryzyka i zysku w ramach segmentu MŚP EFIS.

Co więcej, stosowanie modeli asymetrycznych w celu wyeliminowania konkretnych regionalnych lub sektorowych luk rynkowych jest również dozwolone w przypadku instrumentów finansowych ESIF.

117. Komisja zauważa, że inwestycję EFI w dany fundusz często uznaje się za „pieczęć aprobaty”, znak jakości transakcji. Taką reputację można utrzymać wyłącznie dzięki zapewnieniu wysokiej jakości procesu oceny i badania due diligence, a to bez wątplenia wymaga czasu.

Czas trwania tego procesu różni się ponadto w zależności od wnioskodawcy (np. w programach europejskich dla kwalifikujących się początkujących zarządzających proces due diligence jest bardziej złożony niż dla doświadczonych zespołów zarządzających). Przyczyną opóźnień mogą być również inne obiektywne czynniki niezależne od EFI.

118. Komisja zatwierdziła każdą inwestycję w latach 2007–2013, w tym potencjalne połączenia z innymi mandatami, na podstawie wystarczających danych z EFI. Następnie Komisja polegała na zaktualizowanej w 2018 r. strategii alokacji umów inwestycyjnych EFI, która odzwierciedla wymogi mandatu określone przez Komisję. Strategia ta została przedstawiona Komisji, a EFI zobowiązał się do regularnego omawiania wraz z Komisją jej ewentualnych aktualizacji.

119. Obecnie cały rynek zmagają się z poważnym problemem związanym z zamykaniem starszych funduszy (ang. *tail-end*).

W związku z tym uzgodniono kompleksową strategię zamykania mandatów zgodnie z podstawą prawną.

120. Komisja pragnie podkreślić, że ogólne pułapy opłat z czasem zmniejszyły się, a opłaty za uruchomienie stanowią jedynie ułamek łącznych należnych opłat. W ramach łącznych opłat zwiększyło się również znaczenie opłat motywacyjnych. Instrumenty mogą również generować zysk dla budżetu UE.

Opłaty za uruchomienie mają na celu skompensowanie partnerowi wdrażającemu szczegółowych negocjacji prowadzonych w celu ustanowienia instrumentów, konieczności zredagowania nowych zharmonizowanych umów dotyczących nowych instrumentów, publikacji zaproszeń do wyrażenia zainteresowania oraz dostosowania systemów sprawozdawczych i systemów kontroli. Komisja pragnie przypomnieć, że ramy prawne regulujące wdrażanie instrumentów finansowych znacząco ewoluowały na przestrzeni czasu (np. przepisy rozporządzenia finansowego dotyczące instrumentów finansowych stały się wyjątkowo złożone i szczegółowe, co z kolei wymaga wzmoczonego wysiłku i większej wiedzy fachowej po stronie partnera wdrażającego).

Wobec powyższego Komisja uważa, że uiszczanie opłat za uruchomienie jest uzasadnione.

121. Komisja jest zdania, że opłaty motywacyjne związane z instrumentami odpowiadają określonym dla nich celom. Wsparcie na rzecz mniej rozwiniętych rynków i sektorów jest

celem pomocniczym tylko w przypadku niektórych instrumentów. Jak stwierdzono w pkt 28 niniejszego sprawozdania, głównym celem instrumentów jest poprawa dostępu przedsiębiorstw do finansowania. Całkowicie słuszne jest zatem, że EFI nie otrzymuje wynagrodzenia za działania związane z rozwojem rynku, gdy nie są one wymagane w przypadku danych instrumentów.

Zalecenie 3 – Usprawnienie zarządzania przez EFI interwencjami UE

a) Komisja nie przyjmuje zalecenia 3 lit. a).

Ustandaryzowana procedura zatwierdzania projektów jest już stosowana w ramach EFI. Zarządzający funduszami, którzy są w trakcie pozyskiwania środków, składają wnioski o finansowanie, przedstawiając swoje strategie inwestycyjne. Aby określić, czy zarządzający funduszem (oraz jego zespół) ma wiedzę ekspercką, doświadczenie i dostęp do napływu projektów inwestycyjnych, zdolności w zakresie inwestycji i zarządzania portfelem itp., należy przeprowadzić kompleksowe i należyte badanie due diligence. Czas trwania tego procesu musi się różnić w zależności od wnioskodawcy (np. w programach europejskich dla kwalifikujących się, początkujących zarządzających proces due diligence jest bardziej złożony niż dla doświadczonych zespołów zarządzających). Wybór zarządzających funduszami oraz wymagane badanie due diligence należy przeprowadzić rzetelnie, aby zagwarantować ich solidność, również ze względu na należyte zarządzanie finansami.

b) Komisja przyjmuje zalecenie 3 lit. b) i uważa, że już je wdrożyła.

Od 2018 r. obowiązuje kompleksowa strategia alokacji umów inwestycyjnych, której celem jest zapewnienie komplementarnego wykorzystania źródeł ich finansowania dostępnych dla EFI, o czym poinformowano Komisję. EFI jest zobowiązany do stosowania tej strategii w ramach istniejących umów oraz do konsultowania z Komisją wszelkich przyszłych zmian tej strategii.

c) Komisja przyjmuje zalecenie 3 lit. c).

Komisja przyjmuje, że gdy EFI inwestuje w fundusz przy wsparciu z budżetu UE, należy określić realistyczną potencjalną opcję wyjścia.

d) Komisja nie przyjmuje zalecenia 3 lit. d).

Komisja stosuje usprawniony system wynagradzania EFI, którego podstawą są uzgodnione wcześniej cele pośrednie i wartości docelowe w zakresie wyników. System ten jest udoskonalany na przestrzeni czasu, jest zgodny z rozporządzeniem finansowym i przestrzega się w ramach niego wewnętrznych wytycznych zapewniających spójność wszystkich instrumentów finansowych. Łączne pułapy opłat z czasem się zmniejszyły.

W zaleceniu zasugerowano, że jeden konkretny element tych opłat – opłaty za uruchomienie – powinien podlegać innej procedurze, na podstawie zwrotu kosztów. Wprowadziłoby to złożoność administracyjną i naraziłoby Komisję na ryzyko wystąpienia asymetrii informacji.

W ujęciu bardziej ogólnym podstawą wynagrodzenia EFI nie mogą być jedynie poniesione koszty; powinno ono uwzględniać również element zachęty, aby motywować EFI do dążenia do osiągnięcia celów określonych instrumentów. Jest to wymóg przewidziany w rozporządzeniu finansowym. Co więcej, zgodnie z jego własnym statutem, EFI nie może realizować mandatów osób trzecich wyłącznie na zasadzie zwrotu kosztów.

e) Komisja częściowo przyjmuje zalecenie 3 lit. e).

Komisja przyjmuje, że opłaty pozostaną powiązane m.in. z osiągnięciem wartości docelowej w zakresie wyników, wskutek czego płatności z tytułu skuteczności działania będą ustrukturyzowane zgodnie z osiągniętymi celami pośrednimi.

Komisja rozważy jednak powiązanie opłat z rozwojem europejskiego rynku kapitału wysokiego ryzyka wyłącznie w przypadkach, w których instrumenty miałyby taki określony cel i gdyby można było ustalić odpowiedni wskaźnik.

Zespół kontrolny

Sprawozdania specjalne Trybunału przedstawiają wyniki kontroli dotyczących polityk i programów UE bądź kwestii związanych z zarządzaniem w wybranych obszarach budżetowych. Trybunał wybiera i opracowuje zadania kontrolne w taki sposób, aby miały one jak największe oddziaływanie, biorąc pod uwagę kryteria takie jak zagrożenia dla wykonania zadań lub zgodności, poziom dochodów lub wydatków w danym obszarze, nadchodzące zmiany oraz interes polityczny i społeczny.

Niniejsza kontrola wykonania zadań została przeprowadzona przez Izbę IV – której przewodniczy członek Trybunału Alex Brenninkmeijer – zajmującą się obszarami regulacji rynków i konkurencyjnej gospodarki. Kontrolą kierował Baudilio Tomé Muguruza, członek Trybunału, a w działania kontrolne zaangażowani byli: Daniel Costa de Magalhães, szef gabinetu; Ignacio García de Parada, attaché; Simon Dennett, analityk; Ioanna Metaxopoulou, dyrektor Izby IV; Marion Colonerus, kierownik; Helmut Kern, koordynator zadania. W skład zespołu kontrolnego weszli: Christian Detry, Ezio Guglielmi i Natalie Hagmayer. Wsparcie językowe zapewniła Hannah Critoph.



Od lewej: Daniel Costa de Magalhães, Christian Detry, Baudilio Tomé Muguruza, Ignacio García de Parada, Ioanna Metaxopoulou, Helmut Kern, Ezio Guglielmi.

Kalendarium

Wydarzenie	Data
Zatwierdzenie ramowego programu kontroli / rozpoczęcie kontroli	12.12.2017
Oficjalne przesłanie wstępnej wersji sprawozdania Komisji (lub innej jednostce kontrolowanej)	29.4.2019
Przyjęcie ostatecznej wersji sprawozdania po postępowaniu kontryktoryjnym	17.9.2019
Otrzymanie oficjalnych odpowiedzi Komisji (lub innej jednostki kontrolowanej) we wszystkich językach	17.10.2019

© Unia Europejska, 2019.

Powielanie materiałów dozwolone pod warunkiem podania źródła.

W celu wykorzystania lub powielenia zdjęć lub innych materiałów nieobjętych prawem autorskim Unii Europejskiej należy wystąpić o zgodę bezpośrednio do właścicieli praw autorskich.

PDF	ISBN 978-92-847-3595-2	doi:10.2865/968282	QJ-AB-19-015-PL-N
HTML	ISBN 978-92-847-3535-8	doi:10.2865/680164	QJ-AB-19-015-PL-Q

UE przekazuje środki finansowe na rzecz funduszy kapitałowych wysokiego ryzyka z przeznaczeniem głównie na inwestycje w przedsiębiorstwa typu start-up i innowacyjne firmy na wczesnym etapie rozwoju. W ramach kontroli ocenie poddano sześć centralnie zarządzanych interwencji, które były realizowane od 1998 r. Interwencjami tymi w imieniu Komisji zarządza EFI. Z ustaleń Trybunału wynika, że na przestrzeni lat Komisja zwiększała wsparcie finansowe, nie przeprowadzwszy jednak pełnej oceny potrzeb rynkowych ani zdolności absorpcyjnych. Strategia inwestycyjna Komisji nie była kompleksowa, a te rynki kapitału wysokiego ryzyka, które są słabiej rozwinięte, odnosiły niewielkie korzyści. Co więcej, procedury stosowane przez EFI wymagają usprawnienia i ulepszenia.

Sprawozdanie specjalne Europejskiego Trybunału Obrachunkowego przedstawiono na mocy art. 287 ust. 4 akapit drugi TFUE.



EUROPEJSKI
TRYBUNAŁ
OBRACHUNKOWY



Urząd Publikacji

EUROPEJSKI TRYBUNAŁ OBRACHUNKOWY
12 rue Alcide De Gasperi
1615 Luxembourg
LUKSEMBURG

Tel.: +352 4398-1

Formularz kontaktowy: eca.europa.eu/pl/Pages/ContactForm.aspx

Strona internetowa: eca.europa.eu

Twitter: @EUAuditors

© Unia Europejska, 2019

W celu wykorzystania lub powielenia zdjęć lub innych materiałów nieobjętych prawem autorskim Unii Europejskiej należy wystąpić o zgodę bezpośrednio do właścicieli praw autorskich.