

**KRYTERIA INWESTYCYJNE FUNDUSZY PODWYŻSZONEGO
RYZYKA A SYTUACJA FINANSOWA PRZEDSIĘBIORSTW PRZED
ROZPOCZĘCIEM INWESTYCJI**

Zbigniew Drenniak

Abstrakt: Sprecyzowanie kryteriów inwestycyjnych funduszu podwyższonego ryzyka jest ważne dla wszystkich stron transakcji na rynku kapitału podwyższonego ryzyka. Przedsiębiorcy poszukujący finansowania swojej działalności mogą wówczas w łatwiejszy sposób znaleźć odpowiedniego inwestora jak również dokładniej określić swoje wymagania inwestycyjne. Z kolei dla funduszu, kryteria inwestycyjne stanowią przełożenie jego strategii inwestycyjnej pozwalając na dyscyplinę w zakresie jej realizacji. Wreszcie inwestorom (dawcom kapitału do funduszu) kryteria inwestycyjne pomagają w podjęciu decyzji, który z funduszy może lepiej zagospodarować powierzony kapitał i w jakie klasy aktywów będzie on zainwestowany. Umożliwia to tym samym oszacowanie ryzyka inwestycji i oczekiwanej stopy zwrotu z zainwestowanego kapitału. W nawiązaniu do kryteriów inwestycyjnych funduszy, w artykule zwrócono uwagę na charakterystykę sytuacji finansowej przedsiębiorstw przed rozpoczęciem inwestycji funduszu. Analizie poddano takie kategorie jak: przychody, zysk netto, wskaźniki rentowności i płynności.

Słowa kluczowe: private equity, venture capital, fundusze PE/VC.

JEL Classifications: G24.

1. Wprowadzenie

Wybór odpowiedniej spółki do portfela inwestycyjnego funduszu podwyższonego ryzyka (ang. *private equity/venture capital*) wydaje się być kluczowym momentem w całym procesie inwestycyjnym. Niezwykle pomocne mogą być w tym ściśle określone kryteria inwestycyjne odpowiadające strategii inwestycyjnej funduszu. Celem artykułu będzie przedstawienie głównych rodzajów kryteriów jakimi kierują się zarządzający funduszami podwyższonego ryzyka w doborze spółek portfelowych oraz przedstawienie danych odnośnie do sytuacji finansowej przedsiębiorstw przed rozpoczęciem inwestycji funduszu.

2. Kryteria inwestycyjne funduszy podwyższonego ryzyka

Menedżerowie funduszu przed decyzją o zaangażowaniu kapitałowym dokonują oceny spółki uwzględniając wiele czynników. Z badania przeprowadzonego w Stanach Zjednoczonych w 2000 roku wynika, iż fundusze zwracają największą uwagę na jakość kadry menedżerskiej. Istnieje opinia wśród zarządzających funduszami, że to właśnie nie sam pomysł biznesowy, ale ludzie, którzy będą ten pomysł wprowadzać w życie, są najważniejsi (tabela 1.). Dopiero w dalszej kolejności fundusze zwracają uwagę na potencjał wzrostu, możliwą do osiągnięcia stopę zwrotu z inwestycji, rozmiar rynku oraz sam produkt czy usługę¹.

Tab. 1. Czynniki brane pod uwagę w procesie decyzyjnym

Kryterium	Średnia ocena	% najwyższych ocen (4 lub 5)	% najniższych ocen (1 lub 2)
Jakość kadry menedżerskiej	3,4	37	2
Potencjał wzrostu	2,2	17	17
Stopa zwrotu z inwestycji (ROI)	2,0	19	25
Rozmiar rynku	2,0	18	21
Produkt/usługa	1,2	9	35

Źródło: Hill B.E., Power D., *Inside secrets to Venture Capital*, John Wiley&Sons, New York 2001, s. 106.

Albert V. Bruno i Tyzon T. Tyebjee w swoich pracach również zwracają uwagę na jakość kadry menedżerskiej i jej doświadczenie, które są bardziej doceniane przez fundusz, niż nawet sam produkt czy rozmiary rynku². Z kolei

¹ Bygrave W.D., Timmons J.A., *Venture Capital at the Crossroads*. Boston: HBS Press, 1992, s. 5-10.

² Bruno A.V., Tyebjee T.T., The entrepreneur's search for capital. *Journal of Business Venturing* 1985, Vol 1, Issue 1, s. 61-75.

badania Vance'a H. Fried'a i Roberta D. Hisrich'a³, uwzględniające również późniejsze fazy rozwoju przedsiębiorstwa, wyróżniają trzy grupy kryteriów brane pod uwagę przez fundusze podwyższonego ryzyka:

- zdolność funkcjonowania produktu,
- integralność, historię przedsiębiorstwa oraz doświadczenie zarządzających,
- możliwość szybkiej dezinwestycji celem osiągnięcia wysokiej stopy zwrotu.

Do podobnych wniosków dochodzą Steven N. Kaplan i Per Strömberg⁴, wskazujący następujące cztery grupy kryteriów:

- pozycja konkurencyjna przedsiębiorstwa, atrakcyjność rynku i produktu,
- doświadczenie kadry menedżerskiej,
- warunki transakcji,
- warunki finansowe i sposób wyjścia z inwestycji.

Z badań przeprowadzonych na podstawie doświadczeń państw Europy Środkowo-Wschodniej wynika, że fundusze podwyższonego ryzyka zwracają szczególną uwagę na historię działalności przedsiębiorstw oraz na umiejętności zarządcze. Nie mniej istotne są czynniki rynkowe oraz uregulowania prawno-fiskalne. Ponadto, powszechnie stosowanym kryterium jest zakładana rentowność inwestycji, mierzona, np. wewnętrzną stopą zwrotu (IRR)⁵.

Każdy fundusz określa swoje podstawowe kryteria inwestycyjne, które mogą być również wskazówką dla przedsiębiorstw poszukujących finansowania. Warto chociażby zwrócić uwagę na limity inwestycyjne funduszy. Fundusze często określają minimalną wartość inwestycji jaką są zainteresowane jak również maksymalną wielkość środków możliwą do przekazania pojedynczej spółce. Oczywiście limity inwestycyjne są zdeterminowane strategią inwestycyjną funduszu, a przede wszystkim ogólną wartością kapitału pozyskanego na inwestycje i zakładaną liczbą spółek włączanych do portfela. Kolejnym ważnym kryterium jest faza rozwoju przedsiębiorstwa. Fundusze mniejsze są najczęściej zainteresowane inwestycjami we wczesne fazy rozwoju przedsiębiorstwa, a więc fazą zasiewu – *seed* lub startu rynkowego – *start up*. Z kolei większe fundusze, o dłuższej historii inwestycyjnej, większym doświadczeniu i tym samym większych możliwościach pozyskania kapitału, koncentrują się raczej na większych

³ Fried V.H., Hisrich R.D., Towards a model of venture capital investment decision making. *Financial management* 1994, Vol. 23, Issue 3, s. 28-37.

⁴ Kaplan S.N., Strömberg P., *How do venture capitalists choose investments*. Working paper, University of St. Gallen, St. Gallen 2000.

⁵ Dudziński Z., Karsai J., Morovic J., Wright M., Screening and valuing venture capital investments: evidence from Hungary, Poland, and Slovakia. *Entrepreneurship & Regional Development* 1998, Vol. 10, Issue 3, s. 203-24; Bliss R., A venture capital model for transitioning economies: the case of Poland, *Venture Capital* 1999, Vol. 1, Issue 3, s. 241-57 oraz Klonowski D., The evolution of the venture capital industry in transition economies: the case of Poland. *Post-Communist Economies* 2005, Vol. 17, s. 331-48.

projektach inwestycyjnych i spółkach w późniejszych fazach rozwoju (fazy ekspansji rynkowej, wykupy menedżerskie). Każdy z funduszy ma z reguły określone preferencje branżowe co do pochodzenia spółek portfelowych. Fundusze często koncentrują się na jednej bądź kilku wybranych branżach. Wynika to również ze strategii inwestycyjnej i stopnia dywersyfikacji portfela inwestycyjnego. Z drugiej strony, fundusze starają się korzystać z doświadczenia i wiedzy związanej chociażby z dokładną analizą danej branży przy okazji wcześniejszych inwestycji. Stąd częsta koncentracja uwagi na spółkach z tego samego sektora.

Odnosząc się do limitów inwestycyjnych, spośród 44 funduszy zrzeszonych w Polskim Stowarzyszeniu Inwestorów Kapitałowych – PSIK⁶, w przypadku 26 dolny limit inwestycyjny przekracza 10 milionów złotych. Nie jest to sytuacja pożądana z punktu widzenia ograniczania zjawiska luki kapitałowej⁷, która szacunkowo wynosi od 0,2-10 mln złotych⁸. Jedynie 15 funduszy deklaruje chęć podjęcia się mniejszych inwestycji pozwalających na wsparcie mniejszych przedsiębiorstw stojących przed problemem z pozyskaniem środków ze źródeł zewnętrznych, ze względu na niską wiarygodność kredytową bądź niewystarczającą historię finansową. Trzy fundusze zrzeszone w PSIK nie określają jednoznacznie limitów inwestycyjnych, ale zwracając uwagę na przykłady przeprowadzonych przez nie inwestycji można stwierdzić, że są bardziej zainteresowane inwestycjami w większe projekty.

Podobnie wygląda sytuacja, jeżeli chodzi o fazy rozwoju przedsiębiorstwa, w które inwestuje fundusz. Fundusze podwyższonego ryzyka, a szczególnie te określane jako *venture capital*, powinny z założenia wspierać podmioty nowopowstające, rozpoczynające działalność, a nawet same pomysły na biznes. Okazuje się, że zaledwie 11 funduszy deklaruje chęć inwestycji w przedsiębiorstwa w bardzo wczesnych fazach rozwoju, a więc zasiewu – *seed* i startu rynkowego – *start up*.

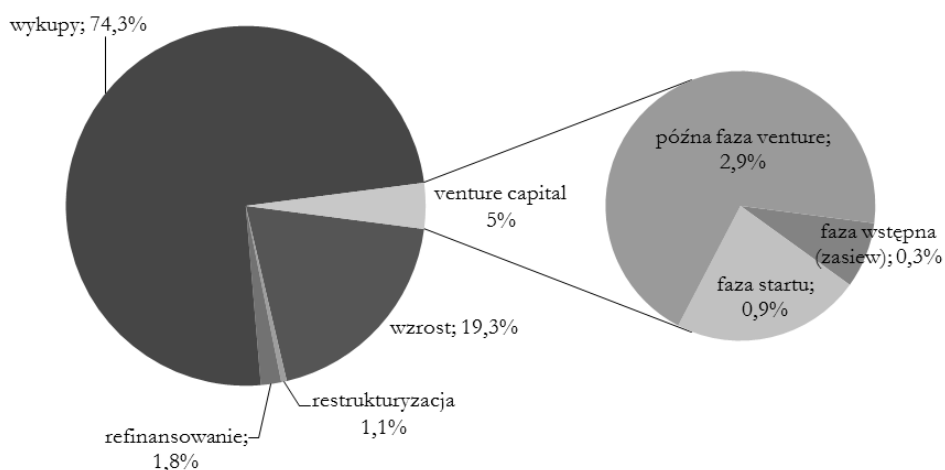
W latach 2007-2012 fundusze koncentrowały się na inwestycjach w późniejsze fazy rozwoju przedsiębiorstwa. Ponad 74% środków było przeznaczonych na realizację transakcji wykupów menedżerskich, ponad 19% na wsparcie przedsiębiorstw w fazie wzrostu, a ok. 3% na refinansowanie i restrukturyzację przedsiębiorstw. Zaledwie 5% środków było przeznaczonych na projekty we wczesnych fazach rozwoju, a jedynie 1,1% przeznaczono na inwestycje w fazie zasiewu i startu rynkowego (wykres 1.). Analizując strukturę inwestycji ze względu na ich liczbę można stwierdzić, że w latach 2007-2012 więcej inwestycji

⁶ *Polskie Stowarzyszenie Inwestorów Kapitałowych* [on-line]. [Dostęp 30 czerwca 2013]. Dostępny w World Wide Web: <http://www.psi.org.pl>.

⁷ Problem ze zdobyciem kapitału długoterminowego przez małe i średnie podmioty, w tym te nowopowstające i innowacyjne, jest określany jako tzw. luka kapitałowa.

⁸ Por. Tamowicz P., *Zapotrzebowanie mikro-, małych i średnich przedsiębiorstw (MŚP) na finansowanie kapitałem private equity/venture capital (PE/VC)*. Raport przygotowany na zlecenie Departamentu Instrumentów Wsparcia Ministerstwa Gospodarki, Gdańsk 2007, s. 14 oraz Mikołajczyk B., Krawczyk M., *Aniołowie biznesu w sektorze MŚP*. Warszawa: Difin, 2007, s. 27.

dotyczyło przedsięwzięć w późnych fazach rozwoju (178 inwestycje). Zano-
towano 93 inwestycje w przedsięwzięcia we wczesnych fazach rozwoju (wykres 2.)



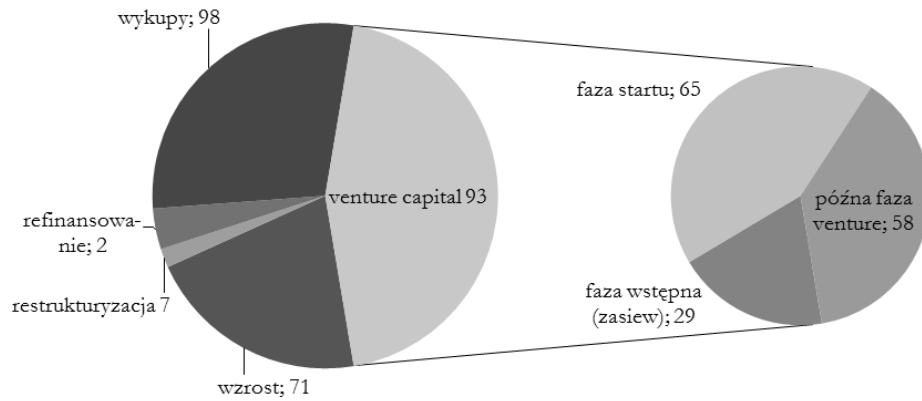
Wykr. 1. Struktura inwestycji (pod względem wartości) zrealizowanych przez fundusze podwyższonego ryzyka, w polskich przedsiębiorstwach według stadium inwestycji w latach 2007-2012 (%)

Źródło: *EVCA Yearbook, 2008, 2009, 2010, 2011, 2012, 2013* EVCA, Zaventem, Belgia.

Analizując preferencje branżowe funduszy, można stwierdzić, że większość z nich jest otwarta na inwestycje w najbardziej popularne sektory angażowania się tego typu inwestorów. Niejednokrotnie fundusze zastrzegają, że nie są zainteresowane inwestycjami w sektorze nieruchomości, co jest charakterystyczne dla tego typu podmiotów działających na całym świecie. Warto również dodać, że fundusze podwyższonego ryzyka nigdy nie inwestują w przedsiębiorstwa przemysłu tytoniowego czy alkoholowego. Ponadto niewielkim zainteresowaniem funduszy cieszą się takie sektory, jak: pośrednictwo w obrocie ziemią i nieruchomościami, usługi finansowe, usługi księgowe i w zakresie doradztwa prawnego, hotele, domy opieki, transport międzynarodowy, rolnictwo i ogrodnictwo czy przemysł drzewny⁹. Przy okazji analizy branż, w które inwestują fundusze podwyższonego ryzyka należy podkreślić, że w skali globalnej, kapitał podwyższonego ryzyka finansując przedsiębiorstwa innowacyjne na wczesnym etapie rozwoju, przyczynił się do powstania całych sektorów gospodarki, jak np. branży komputerowej czy biotechnologicznej¹⁰.

⁹ Bloomfield S., *Venture Capital Funding: A Practical Guide to Raising Finance*. Londyn: Kogan Page, 2008, s. 75.

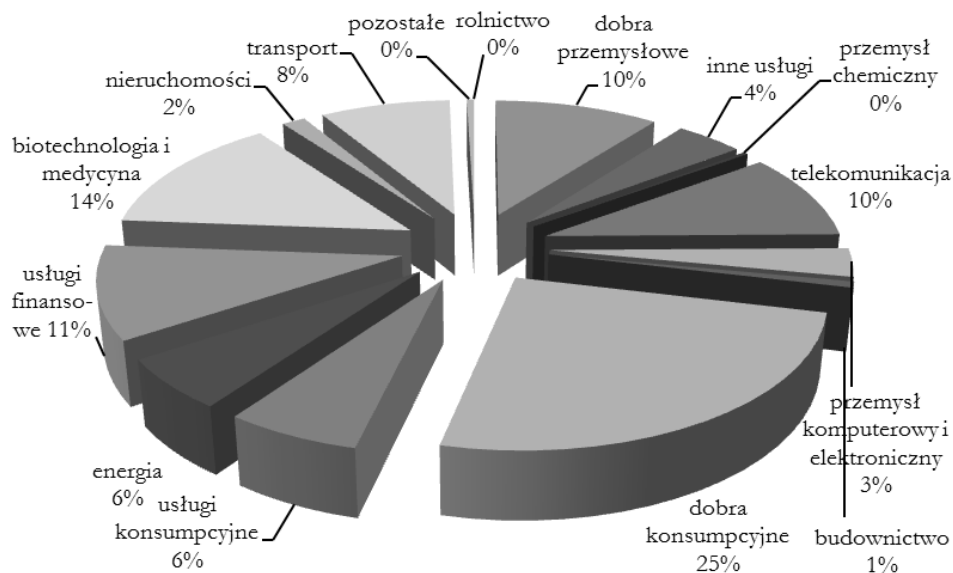
¹⁰ Bygrave W.D., Timmons J.A., *Venture Capital at the Crossroads*. Boston: HBS Press, 1992, s. 95-124.



Wykr. 2. Struktura inwestycji (pod względem ilości inwestycji) zrealizowanych przez fundusze podwyższonego ryzyka, w polskich przedsiębiorstwach według stadium inwestycji w latach 2007-2012

Źródło: *EVCA Yearbook, 2008, 2009, 2010, 2011, 2012, 2013* EVCA, Zaventem, Belgia.

Jak wynika z wykresu 3. w latach 2007-2012 fundusze najwięcej środków zainwestowały w branżę dóbr konsumpcyjnych, a więc sektor charakteryzujący się stabilnym wzrostem. Tęgo rodzaju podejście może świadczyć o ograniczaniu ryzyka inwestycyjnego i nieangażowaniu się w branżę postrzegane jako bardziej ryzykowne, o trudnych do przewidzenia perspektywach rozwoju. Fundusze były również zainteresowane sektorami biotechnologii i medycyny, sektorem dóbr przemysłowych oraz branżą telekomunikacyjną.



Wykr. 3. Alokacja inwestycji (wartość inwestycji) kapitału podwyższonego ryzyka w polskich przedsiębiorstwach według sektorów gospodarki w latach 2007-2010 (%)

Źródło: EVCA Yearbook, 2008, 2009, 2010, 2011, 2012 EVCA, Zaventem, Belgia.

3. Sytuacja finansowa przedsiębiorstw przed rozpoczęciem inwestycji

Poza omówieniem kryteriów inwestycyjnych funduszy podwyższonego ryzyka, interesujące wydaje się zwrócenie uwagi na podstawowe dane charakteryzujące sytuację finansową przedsiębiorstw przed rozpoczęciem inwestycji. Dokonano analizy 52 spółek, które korzystały z finansowania kapitałem podwyższonego ryzyka w latach 1995-2006 (tylko zakończone inwestycje). Skoncentrowano się na:

- analizie przychodów całkowitych, jako miary pozycji rynkowej przedsiębiorstwa,
- analizie zysku netto jako bezwzględnej miary określającej korzyści z działalności,
- analizie rentowności handlowej, rentowności majątku (ROA) oraz rentowności kapitałów własnych (ROE) jako miar efektywności działalności,
- analizie płynności finansowej mierzonej wskaźnikami płynności bieżącej oraz płynności szybkiej.

Wyznaczono średnią wartość poszczególnych wskaźników bądź kategorii za dwa lata przed inwestycją i dokonano porównania ze wskaźnikami sektorowymi.

Tab. 1. Wyniki porównania średnich wartości wskaźników i kategorii w badanych spółkach i w odpowiadających im sektorach (N=52)

Analizowana kategoria	Liczba spółek dla których średnia wartość była wyższa od średniej wartości sektorowej
Przychody całkowite	32
Wynik finansowy netto	28
Rentowność obrotów netto	23
ROA	23
ROE*	16
Płynność szybka	36
Płynność bieżąca	40

*W przypadku wskaźnika ROE analiza dotyczyła 38 spółek (N=38).

Źródło: Drenniak Z., *Efektywność działalności przedsiębiorstw finansowanych kapitałem podwyższonego ryzyka w Polsce*, Rozprawa doktorska, Toruń 2012, s. 180-292.

W przypadku 32 z 52 podmiotów wartość przychodów w okresie poprzedzającym inwestycję (średnia z dwóch lat przed inwestycją) była wyższa niż średnia wartość przychodów dla odpowiadającego sektora. Oznacza to, że fundusze częściej inwestowały w przedsiębiorstwa o ponadprzeciętnych obrotach i tym samym relatywnie większych udziałach rynkowych niż przeciętne spółki z sektora. Spółki będące przedmiotem inwestycji w większości posiadały ugruntowaną pozycję na rynku, co w dużej mierze ograniczało ryzyko inwestycji.

Analiza wyniku finansowego netto prowadzi z kolei do wniosków, iż fundusze z reguły były zainteresowane inwestycją w spółki zyskowne. W przypadku 28 z 52 podmiotów średnia roczna wartość wyniku finansowego netto była wyższa w spółce niż w odpowiadającym sektorze. Obok wyniku finansowego netto należy jednak przeanalizować wskaźniki rentowności, jako miary efektywności działalności przedsiębiorstwa. Okazuje się, że zarówno w przypadku rentowności handlowej netto, rentowności majątku (ROA) oraz rentowności kapitałów własnych (ROE) średnie wartości wskaźników za dwa lata przed inwestycją były w większości przypadków niższe od średniej wartości wskaźników sektorowych. Wyższe wartości odnotowano w przypadku 23 z 52 spółek w przypadku wskaźników rentowności handlowej netto i rentowności majątku, natomiast jedynie 16 z 38 spółek odnotowało wyższe średnie wartości wskaźnika rentowności kapitału własnego niż spółki z sektora. Słabsza rentowność spółek przed rozpoczęciem inwestycji może świadczyć również o potencjale ich rozwoju. Fundusze inwestując w spółki o niższej rentowności niż spółki z sektora

mogą być przekonane o możliwej restrukturyzacji tych podmiotów, poprawie ich rentowności co powinno przełożyć się na wzrost ich wartości.

Tego rodzaju wnioski są zgodne z tzw. teorią krzywej J-kształtnej, która również odnosi się do rynku kapitału podwyższonego ryzyka. Zgodnie z tą teorią, fundusze *private equity/venture capital* stosując długookresową strategię inwestycyjną uwzględniają w niej pogorszenie wyników w początkowym okresie inwestycji¹¹. Związane jest to z chociażby z koniecznością poniesienia dodatkowych nakładów inwestycyjnych, restrukturyzacją, a nawet zmianą profilu działalności spółek portfelowych. Dopiero w późniejszym okresie inwestycji można oczekiwać pozytywnych efektów w zakresie poprawy rentowności i wzrostu wartości spółki.

Analizie poddano również płynność finansową spółek, którymi były zainteresowane fundusze podwyższonego ryzyka. Jak wynika z tabeli 1. średnie wartości wskaźników płynności szybkiej i płynności bieżącej były w większości przypadków wyższe niż spółek z odpowiadających sektorów. 36 z 52 spółek charakteryzowało się wyższą wartością wskaźnika płynności szybkiej oraz 40 z 52 spółek osiągnęło wyższe wartości wskaźnika płynności bieżącej niż średnia sektorowa. Ponadto jak można zaobserwować w tabelach 2-3., w zdecydowanej większości przypadków badane spółki mieściły się w granicach wzorcowych przedziałów płynności bądź też wykazywały nadpłynność. Jedynie w przypadku 16 spółek w zakresie płynności szybkiej oraz 18 w zakresie płynności bieżącej możemy mówić o problemach z regulowaniem bieżących zobowiązań przed rozpoczęciem inwestycji funduszu. Większość spółek przed rozpoczęciem inwestycji stosowała zatem bardziej konserwatywną strategię finansowania majątku niż spółki sektorowe.

Tab. 2. Porównanie średniej wartości wskaźnika płynności szybkiej (II stopnia) w badanych spółkach i w sektorze za 2 lata przed inwestycją funduszu¹²

Liczba spółek o wartości wskaźnika <80%	16
Liczba spółek o wartości wskaźnika > 80% oraz < 150%	13
Liczba spółek o wartości wskaźnika > 150%	23

Zródło: Drewniak Z., *Efektywność działalności przedsiębiorstw finansowanych kapitałem podwyższonego ryzyka w Polsce*. Rozprawa doktorska, Toruń 2012, s. 253-263.

¹¹ Mathonet P.Y., Meyer T., *J-Curve Exposure*. John Wiley&Sons, Chichester 2007 oraz Grabenwarter U., Weidig T., *Exposed to the J-Curve: Understanding and Managing Private Equity Fund Investments*. London: Euromoney Books, 2005.

¹² Wartość wzorcową wskaźnika płynności szybkiej wynosi 100, jednak przyjmuje się, że dopiero poziom tego wskaźnika poniżej 80% może oznaczać trudności ze spłatą zobowiązań bieżących. Podobnie przekroczenie wartości 150% może świadczyć o nieprodukcyjnym wykorzystaniu płynnych środków obrotowych. Za wartość wzorcową przyjęto zatem przedział wartości wskaźnika płynności II stopnia od 80%-150%. Por. Olzacka B., Palczyńska-Gościński R., *Leksykon zarządzania finansami*. Gdańsk : Ośrodek Doradztwa i Doskonalenia Kadr, 1998, s. 329-330.

Tab. 3. Porównanie średniej wartości wskaźnika płynności bieżącej (III stopnia) w badanych spółkach i w sektorze za 2 lata przed inwestycją funduszu¹³

Liczba spółek o wartości wskaźnika <120%	18
Liczba spółek o wartości wskaźnika > 120% oraz < 200%	13
Liczba spółek o wartości wskaźnika > 200%	21

Zródło: Drewniak Z., *Efektywność działalności przedsiębiorstw finansowanych kapitałem podwyższonego ryzyka w Polsce*. Rozprawa doktorska, Toruń 2012, s. 253-263.

Fakt inwestycji funduszy w spółki o wyższej płynności niż sektor, w którym się one znajdują ma swoje uzasadnienie. Specyfika inwestycji na rynku kapitału podwyższonego ryzyka jest często związana z zaciąganiem dodatkowych zobowiązań, zarówno przez fundusz jak i samą spółkę. Inwestycje te mają często charakter pożyczki udzielanej przez fundusz spółce portfelowej. Wysoka płynność finansowanych przedsiębiorstw pozwala inwestorom oczekiwać, że spółka będzie regulowała swoje zobowiązania w terminie. Ponadto, dalszy rozwój finansowanych spółek i konieczność ich doinwestowania z innych źródeł stanowi kolejny argument za wyborem przez fundusze spółek, które taką formę finansowania będą w stanie obsłużyć. Warto również dodać, że w przypadku finansowania pomostowego typu *mezzanine*¹⁴, które jest również zaliczane do inwestycji kapitału podwyższonego ryzyka, kryterium wysokiej płynności spółek jest warunkiem koniecznym uzyskania wsparcia ze strony funduszu.

3. Podsumowanie

Posiadaniem informacji o kryteriach inwestycyjnych funduszu mogą być zainteresowane wszystkie podmioty rynku kapitału podwyższonego ryzyka. Po pierwsze, fundusz podwyższonego ryzyka formułuje kryteria inwestycyjne, które są odzwierciedleniem jego strategii inwestycyjnej. Po drugie, przedsiębiorstwa dzięki informacjom na temat kryteriów inwestycyjnych funduszy mogą bardziej

¹³ W pracy przyjęto jako wartość wzorcową przedział od 120%-200%. Dolną wartością krytyczną oznaczającą problemy z terminowym regulowaniem zobowiązań bieżących jest 120%. Z kolei przekroczenie wartości 200% oznacza nadpłynność. Por. Bednarski L., *Analiza finansowa w przedsiębiorstwie*. Warszawa: PWE, 2007, s.79; Nowak E., Wskaźniki finansowe jako źródło informacji analitycznej. *Controlling i Rachunkowość Zarządcza* 2000, nr 12, s. 35; Nowak E., *Analiza sprawozdań finansowych*, Warszawa: PWE, 2008, s.205 oraz Sierpińska M., Jachna T., *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*. Warszawa: PWN, 2004, s. 147-148.

¹⁴ Termin *mezzanine* pochodzi z języka włoskiego i oznacza podwyższenie, półpiętro łączące dwie kondygnacje. W finansach przedsiębiorstwa oznacza hybrydową formę finansowania, która zawiera w sobie elementy długu i kapitału własnego. Por. Ostaszewski J., Cicirko T., Kreczmańska-Gigol K., Russel P., *Finanse spółki akcyjnej*. Warszawa: Difin, 2009, s. 104–108 oraz Panfil M., *Mezzanine jako źródło finansowania dla przedsiębiorstwa*. *CEO* 2008, nr 06, s. 24-28.

precyzyjnie określić swoje oczekiwania i wybrać kilka najbardziej odpowiednich funduszy, do których mogą zwrócić się z propozycją dofinansowania działalności. Po trzecie, dawcy kapitału do funduszy, który jest podstawą podejmowania wszelkich działań inwestycyjnych, poznając kryteria inwestycyjne funduszy mogą w łatwiejszy sposób zdecydować, któremu z nich powierzyć swoje środki. Inwestorzy są zatem poinformowani w jakie klasy aktywów zostaną zainwestowane ich środki, co w konsekwencji pozwala oszacować ryzyko inwestycji oraz oczekiwaną stopę zwrotu.

Literatura

- Bednarski L., *Analiza finansowa w przedsiębiorstwie*. Warszawa: PWE, 2007. ISBN 83-208-1659-9.
- Bliss R., A venture capital model for transitioning economies: the case of Poland. *Venture Capital* 1999, Vol. 1, Issue 3.
- Bloomfield S., *Venture Capital Funding: A Practical Guide to Raising Finance*. Londyn: Kogan Page, 2008.
- Bruno A.V., Tyebjee T.T., The entrepreneur's search for capital. *Journal of Business Venturing* 1985, Vol 1 Issue 1.
- Bygrave W.D., Timmons J.A., *Venture Capital at the Crossroads*. Boston: HBS Press, 1992.
- Drewniak Z., *Efektywność działalności przedsiębiorstw finansowanych kapitałem podwyższonego ryzyka w Polsce*. Rozprawa doktorska, Toruń 2012.
- Dudziński Z., Karsai J., Morovic J.M., Wright, Screening and valuing venture capital investments: evidence from Hungary, Poland, and Slovakia. *Entrepreneurship & Regional Development* 1998, Vol. 10, Issue 3.
- EVCA Yearbook, 2008, 2009, 2010, 2011, 2012* EVCA, Zaventem, Belgia.
- Fried V.H., Hisrich R.D., Towards a model of venture capital investment decision making. *Financial management* 1994, Vol. 23, Issue 3.
- Grabenwarter U., Weidig T., *Exposed to the J-Curve: Understanding and Managing Private Equity Fund Investments*. London: Euromoney Books, 2005.
- Hill B.E., Power D., *Inside secrets to Venture Capital*. New York: John Wiley&Sons, 2001.
- Kaplan S.N., Strömberg P., *How do venture capitalists choose investments*. Working paper, St. Gallen: University of St. Gallen, 2000.
- Klonowski D., The evolution of the venture capital industry in transition economies: the case of Poland. *Post-Communist Economies* 2005, Vol. 17.
- Mathonet P.Y., Meyer T., *J-Curve Exposure*. Chichester: John Wiley&Sons, 2007.
- Mikolajczyk B., Krawczyk M., *Aniołowie biznesu w sektorze MSP*. Warszawa: Difin, 2007. ISBN 978-83-7251-756-2
- Nowak E., *Analiza sprawozdań finansowych*. Warszawa: PWE, 2008. ISBN 978-83-208-1704-1.
- Nowak E., Wskaźniki finansowe jako źródło informacji analitycznej. *Controlling i Rachunkowość Zarządcza* 2000, nr 12.
- Olzacka B., Palczyńska-Gościński R., *Leksykon zarządzania finansami*. Gdańsk : Ośrodek Doradztwa i Doskonalenia Kadr, 1998. ISBN 83-71871-35-X.

- Ostaszewski J., Cikirko T., Kreczmańska-Gigol K., Russel P., *Finanse spółki akcyjnej*. Warszawa: Difin, 2009. ISBN 978-83-7641-040-1.
- Panfil M., Mezzanine jako źródło finansowania dla przedsiębiorstwa. *CEO* 2008, nr 6. *Polskie Stowarzyszenie Inwestorów Kapitałowych* [on-line]. [Dostęp 30 czerwca 2013]. Dostępny w World Wide Web: <http://www.psik.org.pl>.
- Sierpińska M., Jachna T., *Ocena przedsiębiorstwa według standardów światowych*. Warszawa: PWN, 2004. ISBN 83-01-14206-5.
- Tamowicz P., *Zapotrzebowanie mikro-, małych i średnich przedsiębiorstw (MŚP) na finansowanie kapitałem private equity/venture capital (PE/VC)*. Gdańsk: Raport przygotowany na zlecenie Departamentu Instrumentów Wsparcia Ministerstwa Gospodarki, 2007.

**ZWIĘKSZENIE DOSTĘPNOŚCI ŹRÓDEŁ FINANSOWANIA
DLA SEKTORA MIKRO, MAŁYCH I ŚREDNICH
PRZEDSIĘBIORSTW (MMSP) WOJEWÓDZTWA KUJAWSKO-
POMORSKIEGO W LATACH 2007–2013 POPRZEZ FUNDUSZ
POWIERNICZY JEREMIE**

Andrzej Tokarski, Maciej Tokarski

Abstrakt: JEREMIE (Joint European Resources for Micro-to-Medium Enterprises) to pozadotacyjny mechanizm wsparcia mikro, małych i średnich przedsiębiorstw (MMSP). Jest to wspólna inicjatywa Komisji Europejskiej, Europejskiego Banku Inwestycyjnego (EBI) oraz Europejskiego Funduszu Inwestycyjnego (EFI)¹, która opiera się na instrumentach odnawialnych (rewolwingowych). Ideą utworzenia Inicjatywy JEREMIE było wypełnienie luki finansowej w zakresie finansowych instrumentów wsparcia sektora MSP, zwiększenie podaży kapitału, w tym również kapitału ryzyka dla przedsiębiorstw, w szczególności najmniejszych (mikro i startupy), prowadzących działalność na szczeblu regionalnym. W odróżnieniu od środków europejskich, pomoc oferowana w ramach JEREMIE nie ma charakteru bezpośredniego dofinansowania, ale udzielana jest w formie rynkowych instrumentów finansowych, co sprawia, że jest to pomoc zwrotna.

Celem opracowania jest ukazanie istoty Inicjatywy, przyczyn jej uruchomienia oraz korzyści jakie niesie ze sobą dla przedsiębiorstw z niej korzystających bądź zamierzających z niej skorzystać. Szczególna uwaga została zwrócona na możliwości zwiększenia finansowania sektora MMSP województwa kujawsko-pomorskiego. Analizę oparto na danych dotyczących konstrukcji podziału oraz wykorzystania JEREMIE w Polsce oraz województwie kujawsko-pomorskiego. Ponadto wykorzystano dane statystyczne publikowane przez

¹ Council Regulation (EC) No 1083/2006 of 11 July 2006 laying down general provisions on the European Regional Development Fund, the European Social Fund and the Cohesion Fund and repealing Regulation (EC), No 1260/1999, art. 36.

Bank Gospodarstwa Krajowego oraz studia literaturowe dotyczące poruszanej problematyki.

Słowa kluczowe: bariery finansowe sektora mikro, małych, średnich przedsiębiorstw (MMSP), fundusze europejskie, Inicjatywa JEREMIE w finansowaniu sektora MMSP.

JEL Classifications: G23.

1. Wprowadzenie

Głównymi cechami gospodarki rynkowej jest dominująca przewaga prywatnej własności oraz znacząca rola mikro, małych i średnich przedsiębiorstw (dalej: MMSP) w produkcji dóbr i świadczeniu usług². Akcesja Polski w struktury Unii Europejskiej spowodowała, że większego znaczenia nabral wzrost konkurencyjności polskich firm na rynkach unijnych³. Rozwój działalności na tych rynkach jest jednym ze sposobów na budowanie silnej i stabilnej pozycji firmy, która będzie miała szansę ekspansji na szersze, niż tylko regionalne rynki. Wymaga to jednak odpowiednich zasobów, które nie zawsze znajdują się w posiadaniu mikro i małych czy nawet średnich przedsiębiorstw. Do podstawowych problemów z jakimi borykają się firmy sektora MMSP w Polsce należy zaliczyć ograniczony dostęp do kapitału niezbędnego do rozpoczęcia działalności gospodarczej, czy realizacji w przypadku firm już istniejących zamierzeń rozwojowych w postaci zadań (projektów) inwestycyjnych mających na celu podnosze-

² Ayyagari M., Beck T., Demigruc-Kunt A., Small and Medium Enterprises Across the Glob. *Small Business Economics* 2007, vol. 29, Issue 4, s. 415-434, a także Ayyagari M., Demigruc-Kunt A., Maksimovic V., *Small vs. young firms across the world : contribution to employment, job creation, and growth*. Policy Research Working Paper Series 5631, The World Bank 2011.

³ W UE sektor MMSP stanowi ponad 98% (w tym 92,2% to mikroprzedsiębiorstwa) wszystkich przedsiębiorstw (ok. 20,7 mln firm, zatrudniających ponad 87 mln pracowników). W: Karmańska A., Rachunkowość małych i średnich przedsiębiorstw – tło dla zmian. *Rachunkowość* 2013, nr 6, s. 5; W 2012 roku w Polsce zarejestrowanych w systemie REGON było 3 975 334 przedsiębiorstw, z czego 3.794.489 mikroprzedsiębiorstw, 146 489 przedsiębiorstw małych, 29 787 przedsiębiorstw średnich oraz 4.569 przedsiębiorstw dużych, przy czym aktywnie działających było 1 784 603. Z powyższego wynika, że firmy z sektora małych i średnich przedsiębiorstw w polskiej gospodarce na koniec 2012 r. stanowiły aż 99,8% wszystkich firm, które zarejestrowały swoją działalność w rejestrze REGON. Ponadto sektor ten w Polsce jest wyraźnie zdominowany przez mikrofilmy. W: *Przedsiębiorczość w Polsce*. Ministerstwo Gospodarki. Warszawa 2013, s. 139. Sektor MSP w Polsce tworzy obecnie prawie połowę PKB i 2/3 miejsc pracy. Z danych Polskiej Agencji Rozwoju Przedsiębiorczości wynika, iż w 2010 roku udział MSP w tworzeniu PKB wyniósł 47,6%. W: Zadura-Lichota P., *MSP w Polsce na podstawie analizy PARP*. Warszawa: Polska Agencja Rozwoju Przedsiębiorczości, 2013, s. 3.

nie innowacyjności niezbędnej do konkurowania na „nasyconym” rynku. Ograniczony dostęp MMSP do finansowania, utrudnia lub nawet uniemożliwia ich rozwój⁴. Niezbędne zatem są działania zmieniające ten stan rzeczy. Pewnym rozwiązaniem tych problemów jest możliwość absorpcji przez mikro, małych i średnich przedsiębiorców środków europejskich, w ramach priorytetów wchodzących w skład poszczególnych programów operacyjnych, których celem jest właśnie przede wszystkim podnoszenie konkurencyjności sektora MMSP. W aktualnej perspektywie finansowej na lata 2007-2013, sektor ten otrzymał znaczną część środków przeznaczonych między innymi na wzrost innowacyjności i inwestycje w postaci dotacji bezzwrotnych (obecnie w Polsce 90 proc. wsparcia dla przedsiębiorstw udzielane jest właśnie w takiej formie). Jednak w przyszłej perspektywie budżetowej (2014-2020) decyzją Unii Europejskiej prawdopodobnie dotacji bezzwrotnych będzie zdecydowanie mniej. W większości zostaną zastąpione pomocą zwrotną w postaci nisko oprocentowanych pożyczek i poręczeń kredytowych⁵. Komisja Europejska testuje przyszły system wsparcia przy pomocy kilku programów o wdzięcznych nazwach: JASPER, JEREMIE, JESSICA, JOSEFIN, JASMINE⁶.

Najważniejszym powodem, dla którego Komisja Europejska zamierza zmienić sposób udzielania wsparcia jest chęć zwiększenia efektywności wykorzystania unijnych funduszy rozwojowych. Argumentów przemawiających za takim rozwiązaniem jest wiele. Po pierwsze pula pieniędzy w funduszach unijnych będzie mogła być wielokrotniona dzięki temu, że będą to środki zwrotne. Po drugie przy takim systemie są większe szanse na to, że unijne wsparcie faktycznie przyczyni się do rozwoju gospodarczego, zostanie wykorzystane na projekty, które są najbardziej sensowne ekonomicznie i gwarantują, iż przyznane środki zostaną pomnożone. Dotacja ma charakter jednorazowy, a instrumenty zwrotne mogą być rozwiązaniem systemowym.

Celem opracowania jest ukazanie istoty Inicjatywy, przyczyn jej uruchomienia oraz korzyści jakie niesie ze sobą dla przedsiębiorstw z niej korzystają-

⁴ Szerzej na ten temat piszą: Kołosowska B., *Finansowanie sektora małych i średnich przedsiębiorstw poprzez rynek kapitałowy w Polsce*. Warszawa: CeDeWu, 2013, s. 22-33; Łuczka T., *Kapitał obcy w małym i średnim przedsiębiorstwie*. Warszawa: PWN, 2001, s. 18; Waniak-Michalak H., *Pozabankowe źródła finansowania małych i średnich przedsiębiorstw*. Kraków: Wolter Kluwers, 2007, s. 24-28; Bednarz J., Gostomski E., *Działalność małych i średnich przedsiębiorstw na rynkach zagranicznych*. Gdańsk: Wyd. UG, 2009, s. 29-36; *Przedsiębiorczość w Polsce*; Ministerstwo Gospodarki, Warszawa 2013, s. 134; *Warunki prowadzenia firm w Polsce – Raport Związku Przedsiębiorców i Pracodawców, Związek Przedsiębiorców i Pracodawców*, Warszawa 2013.

⁵ Według wstępnych szacunków Ministerstwa infrastruktury i rozwoju w perspektywie 2014-2020 w Polsce przeznaczony zostanie na pomoc zwrotną 10% środków przyznanych z budżetu ogólnego UE na politykę spójności. (dla porównania – w kończącej się perspektywie 2007-2013, było to poniżej 2%.) Bobrowska M., *Fundusze Europejskie w formie pomocy zwrotnej*. W: *Fundusze Europejskie w Polsce 2013*, nr 31, s. 2.

⁶ W Polsce wykorzystywane są programy: JEREMIE, JOSEFIN i JESSICA. Szerzej instrumenty te zostały omówione przez Pelka W., *Rola instrumentów inżynierii finansowej w alokacji funduszy Unii Europejskiej*. *Studia BAS* 2012, nr 3 (31), s. 223–240.

cych bądź zamierzających z niej skorzystać, przede wszystkim w województwie kujawsko-pomorskim. Szczególna uwaga została zwrócona na możliwości zwiększenia finansowania sektora MMSP. Analizę oparto na danych statystycznych publikowanych przez Bank Gospodarstwa Krajowego dotyczących konstrukcji podziału oraz wykorzystania JEREMIE w Polsce oraz województwa kujawsko-pomorskiego.

Analiza literatury przedmiotu oraz obserwacja praktyki gospodarczej pozwoliły sformułować tezę, iż wykorzystanie środków Inicjatywy jest w Polsce na zróżnicowanym poziomie, co wynika przede wszystkim z faktu, iż w analizowanym okresie czasu przedsiębiorcy zdecydowanie preferowali dotacje bezzwrotne oferowane w ramach programów współfinansowanych ze środków UE, a stosowane obecnie instrumenty zwrotne w przeciwieństwie do dotacji funkcjonują znacznie krócej i są przez nich mało znane i niezbyt dobrze rozumiane. Niemniej w perspektywie finansowej, w latach 2014-2020, według wstępnych szacunków Ministerstwa Infrastruktury i Rozwoju w Polsce przeznaczony na pomoc zwrotną 10% środków przyznanych z budżetu ogólnego UE na politykę spójności. (dla porównania – w kończącej się perspektywie 2007-2013, było to poniżej 2%), a większość dotacji będzie miała charakter zwrotny.

2. Inicjatywa JEREMIE – istota i przyczyny jej utworzenia

JEREMIE (czyli *Joint European Resources for Micro-to-Medium Enterprises - Wspólne europejskie zasoby dla MŚP*) został stworzony w 2007 r. w celu promowania przedsiębiorczości, innowacji i zwiększenia dostępu mikro, małych i średnich firm do finansowania zewnętrznego jako wspólna inicjatywa Komisji Europejskiej, Europejskiego Banku Inwestycyjnego (EBI) oraz Europejskiego Funduszu Inwestycyjnego (EFI)⁷. Ideą utworzenia Inicjatywy JEREMIE było wypełnienie luki finansowej w zakresie finansowych instrumentów wsparcia sektora MMSP, zwiększenie podaży kapitału, w tym również kapitału ryzyka dla przedsiębiorstw, w szczególności najmniejszych, prowadzących działalność na szczeblu regionalnym. W odróżnieniu od klasycznych środków z budżetu Unii Europejskiej, pomoc oferowana przez wskazane wyżej instytucje, w ramach JEREMIE nie ma charakteru bezpośredniego bezzwrotnego dofinansowania, ale udzielana jest w formie zwrotnych rynkowych instrumentów finansowych (np. preferencyjnych, niskoprocentowanych kredytów, pożyczek, poręczeń czy instrumentów kapitałowych). Opiera się na środkach zwrotnych i odnawialnych (rewolwingowych) czyli takich, którymi można wielokrotnie obracać, których

⁷ Council Regulation (EC) No 1083/2006 of 11 July 2006 laying down general provisions on the European Regional Development Fund, the European Social Fund and the Cohesion Fund and repealing Regulation (EC), No 1260/1999, art. 36. W aktach prawnych UE nie pojawia się nazwa „Inicjatywa JEREMIE” – mowa jest o instrumentach inżynierii finansowej.

dysponentami są działający lokalnie pośrednicy finansowi, niekomercyjne instytucje poręczeniowe i pożyczkowe. Inicjatywa jest wdrażana przez rządy i władze regionalne, zawsze jednak odbiorcami pomocy są firmy należące do sektora MMSP.

Dzięki odnawialności instrumentów oferowanych w ramach Inicjatywy JEREMIE możliwe jest osiągnięcie efektu mnożnikowego, zwielokrotniającego korzyści płynące dla małych i średnich przedsiębiorstw oraz gwarantującego ciągłość i stabilność systemu wsparcia. Zwrotność środków zapewnia wystąpienie efektu rolowania, czyli wielokrotnego wykorzystania tych samych kapitałów do pomnażania wartości przedsiębiorstw. Z szacunków UE wynika, że na bazie każdego euro powstaną instrumenty finansowe o wartości od 2 do 10 euro⁸. Oczekuje się, że powstały w ten sposób efekt mnożnikowy przyniesie o wiele większe korzyści dla mikro, małych i średnich przedsiębiorstw niż system dotacji, gwarantując ciągłość i stabilność systemu wsparcia. JEREMIE pozwala zwiększyć absorpcję środków unijnych oraz efektywne ich użycie na rzecz rozwoju sektora MMSP.

Odbiorcami tej inicjatywy są mikro, małe i średnie przedsiębiorstwa, w tym:

- te które mają utrudniony dostęp do zewnętrznych źródeł finansowania przez banki komercyjne,
- podmioty rozpoczynające działalność, tzw. startupy (w tym również absolwenci uczelni wyższych),
- podmioty gospodarcze, które nie posiadają wystarczającej historii kredytowej,
- podmioty nieposiadające zabezpieczeń o wystarczającej wartości finansowej.

Ponadto, oferowane produkty mogą być przeznaczone na finansowanie działalności gospodarczej firmy w zakresie budowy, rozbudowy lub rozszerzenia działalności gospodarczej. Finansowanie w ramach JEREMIE nie może być przeznaczone na: pokrywanie bieżących kosztów prowadzenia działalności gospodarczej, finansowanie celów konsumpcyjnych, spłatę pożyczek i kredytów, spłatę zobowiązań publiczno-prawnych⁹.

⁸*Mechanizmy inżynierii finansowej w podnoszeniu efektywności absorpcji środków UE i ich znaczenie w polityce spójności po 2013 roku.* Gdańsk: Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową, 2010, s. 4.

⁹ Rozporządzenie Ministra Rozwoju Regionalnego z dnia 26.10.2011 r. w sprawie udzielania pomocy ze środków instrumentów inżynierii finansowej w ramach Regionalnych Programów Operacyjnych, Dz. U. Nr 245, poz. 1461.

3. Inicjatywa JEREMIE w Polsce

Instrumenty rewolwingowego wsparcia sektora MMSP wprowadzone lub planowane do wdrożenia w Polsce można podzielić na trzy grupy, wśród których wyróżnia się¹⁰:

- instrumenty pożyczkowe (pożyczka globalna dla funduszy pożyczkowych, pożyczka globalna dla banków),
- instrumenty poręczeniowe (reporeczenie dla funduszy poręczeniowych, poręczenie portfelowe dla banków),
- instrumenty kapitałowe (wsparcie kapitałowe funduszy transferu technologii, wsparcie kapitałowe funduszy typu *mezzanine*).

Instrumenty te, są lub będą przeznaczone dla przedsiębiorstw znajdujących się w różnych stadiach rozwoju. Skorzystać z niej mogą *startupy*, firmy we wczesnej fazie wzrostu oraz te na etapie rozwoju.

Co istotne, Inicjatywa JEREMIE nie powinna być w żadnym wypadku traktowana jako konkurencja dla dotacyjnych instrumentów wsparcia oferowanych w ramach Regionalnych Programów Operacyjnych¹¹. Jej rolą, poza zapewnieniem dodatkowych form finansowania, jest zwiększenie możliwości absorpcji środków ukierunkowanych dla podmiotów z sektora mikro, małych i średnich przedsiębiorstw w ramach programów regionalnych. Realizacja projektów współfinansowanych ze środków regionalnych programów operacyjnych wymaga każdorazowo wniesienia przez beneficjenta wkładu własnego. Konieczność zapewnienia wkładu własnego, który mogą stanowić również zewnętrzne źródła finansowania, w tym kredyty, jest jednym z największych wyzwań przed jakim stają podmioty z sektora MMSP planujące realizację inwestycji współfinansowanych ze środków europejskich. I tu z pomocą przychodzi Inicjatywa JEREMIE oferująca relatywnie łatwe i tanie finansowanie zewnętrzne, pozwalające stworzyć odpowiedni montaż finansowy przedsięwzięć realizowanych przez mikro, małe i średnie przedsiębiorstwa¹².

Mechanizm finansowy JEREMIE zakłada przekazanie środków do wyodrębnionego Funduszu Powierniczego (dalej: FP) zarządzanego przez wyspecjalizowanego Menadżera. Następnie środki z FP transferowane są do MMSP z wykorzystaniem pośredników finansowych (np. banków, funduszy pożyczkowych i poręczeniowych, funduszy venture capital, itp.). Zadaniem wyspecjalizowanego Menadżera jest modelowanie inwestycji, wybór pośredników finan-

¹⁰ *Mechanizmy inżynierii finansowej...*, dz.cyt., s. 70.

¹¹ Środki w ramach inicjatywy JEREMIE nie stanowią dodatkowej puli środków dla Polski z Unii Europejskiej, ale są wyodrębniane w ramach regionalnych programów operacyjnych na lata 2007–2013.

¹² Gawrychowski M., *Pożyczka zamiast dotacji czyli rozmnażanie euro* [on-line]. [Dostęp 09.07.2013]. Dostępny w World Wide Web: <http://m.obserwatorfinansowy.pl/forma/analizy/pozyczka-zamiast-dotacji-czyli-rozmnażanie-euro/>.

sowych, monitoring oraz raportowanie na potrzeby Instytucji Zarządzającej i Komisji Europejskiej.

W Polsce Inicjatywa JEREMIE jest wdrażana na dwóch poziomach: krajowym w ramach programu „Rozwój Polski Wschodniej”¹³ oraz regionalnym w ramach Regionalnych Programów Operacyjnych (wdrażanie Inicjatywy rozpoczęło się pod koniec 2009 roku)¹⁴. Polska jest jedynym spośród nowych członków UE, który zdecydował się na wdrożenie programu na szczeblu regionalnym. Wdrażany jest on na terenie siedmiu województw. Pieniądze ze swych programów regiony przekazały tzw. menedżerowi funduszy. Jego rolę w sześciu województwach (poza kujawsko-pomorskim) pełni Bank Gospodarstwa Krajowego (dalej: BGK), a w województwie kujawsko-pomorskim – Kujawsko-Pomorski Fundusz Pożyczkowy (dalej: KPFP). Te dwie instytucje wybierają w konkursach pośredników finansowych (m.in. fundusze pożyczkowe i poręczeniowe oraz banki), które już bezpośrednio oferują pomoc przedsiębiorcom. Instrumenty zwrotne (kapitałowe) na szczeblu krajowym oferuje również Krajowy Fundusz Kapitałowy, określany mianem funduszu funduszy, który zasiła w kapitał fundusze podwyższonego ryzyka¹⁵.

Bardzo istotną rolę w Inicjatywie odgrywają Pośrednicy Finansowi, wśród których podstawową grupę stanowią fundusze pożyczkowe, fundusze poręczeń kredytowych oraz banki spółdzielcze i komercyjne (sieciowe). Przewidziany jest również udział funduszy transferu technologii, parków technologicznych i funduszy typu *mezzanine* oraz innych instytucji finansowych aktywnie wspierających rozwój mikro, małych i średnich przedsiębiorstw. Pośrednicy uczestniczą w procedurze konkursowej zorganizowanej przez MFP po uzyskaniu wsparcia będą mogli (moga) wspierać ostatecznych beneficjentów¹⁶.

Budżety na Inicjatywę JEREMIE ukazano w tabeli 1, natomiast stan wdrażania JEREMIE na 30.06.2013 r, zaprezentowano na wykresie 1.

¹³ Schemat JEREMIE został także zastosowany w Programie Operacyjnym Rozwój Polski Wschodniej 2007 -2013 – w ramach umowy zawartej z Instytucją Pośredniczącą (Polską Agencją Rozwoju Przedsiębiorczości) a BGK oferuje reporeczenia.

¹⁴ Specyfika wdrażania inicjatywy Jeremie oraz jej regionalny charakter sprawiają, iż oferta poszczególnych pośredników finansowych oraz warunki oferowanych przez nich instrumentów mogą się różnić. Niemniej jednak wszystkie oferowane w ramach inicjatywy Jeremie instrumenty finansowe charakteryzują się preferencyjnością i dużą elastycznością.

¹⁵ Pluskota P., Inicjatywa JEREMIE w finansowaniu mikro i małych przedsiębiorstw. W: Bielawska A. (red.), Uwarunkowania rynkowe rozwoju mikro i małych przedsiębiorstw – Mikro-firma 2012, *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego* nr 695, Seria: Ekonomiczne Problemy Usług 2012, nr 80, s. 212.

¹⁶ Tamże, s. 213.

Tab. 1. Alokacja środków na Inicjatywę JEREMIE w Polsce

Województwo	Działanie	Budżet (w mln PLN)	Menadżer Funduszu Powierniczego (MFP)	Pośrednicy finansowi	
				Oferujący pożyczki	Oferujący poręczenia
Dolnośląskie	RPO WD Działanie nr 1.3 Wsparcie odnawialnych instrumentów finansowych dla MŚP	405,73	BGK	Fundusz Regionalny Walbrzyskiego Sudeckie Stowarzyszenie Inicjatyw Gospodarczych Polska Fundacja Przedsiębiorczości Agencja Rozwoju Regionalnego „AGROREG”	Fundusz Poręczeń Kredytowych Fundusz Poręczeń Kredytowych Powiatu Dzierżoniowskiego Dolnośląski Fundusz Gospodarczy
Wielkopolskie	WPRO Działanie 1.3 Rozwój systemu finansowych instrumentów wsparcia przedsiębiorczości	501,30	BGK	Stowarzyszenie Ostrzeszowskie Centrum Przedsiębiorczości Fundacja Kaliski Inkubator Przedsiębiorczości Polska Fundacja Przedsiębiorczości Polska Fundacja Przedsiębiorczości - Oddział w Poznaniu Stowarzyszenie Ostrowskie Centrum Wspierania Przedsiębiorczości Wielkopolska Agencja Rozwoju Przedsiębiorczości	Poznański Fundusz Poręczeń Kredytowych Samorządowy Fundusz Poręczeń Kredytowych Jarociński Fundusz Poręczeń Kredytowych Fundusz Rozwoju i Promocji Województwa Wielkopolskiego
Pomorskie ¹⁷	RPO WP Działanie 1.3 Pozadotacyjne instrumenty finansowe dla MŚP	287,39	BGK	Polska Fundacja Przedsiębiorczości Pomorski Fundusz Pożyczkowy	Pomorski Regionalny Fundusz Poręczeń Kredytowych

¹⁷ W województwie pomorskim Inicjatywa jest skierowana tylko dla mikro i małych przedsiębiorstw

Zwiększenie dostępności źródeł finansowania dla sektora mikro, małych i średnich przedsiębiorstw

Łódzkie	RPO WL Działanie 3.4 Rozwój otoczenia biznesu	188,63	BGK	Fundacja Rozwoju Gminy Zelów - Zelów Idea Bank - Warszawa IKB Leasing Polska - Warszawa Koneckie Stowarzyszenie Wspierania Przedsiębiorczości - Końskie, Piotrków Trybunalski Łódzka Agencja Rozwoju Regionalnego - Łódź PA-CO Bank - Pabianice, Kozłuszki Polska Fundacja Przedsiębiorczości - Łódź Stowarzyszenie Ostrowskie Centrum Wspierania Przedsiębiorczości - Ostrów Wielkopolski, Sieradz	ESBank Bank Spółdzielczy - Radomsko, Piotrków Trybunalski, Łódź, Wieluń FM Bank PBP - Łódź, Piotrków Trybunalski Łódzka Agencja Rozwoju Regionalnego - Łódź
Zachodniopomorskie	WZP RPO Działanie 1.3 Zaawansowane usługi wsparcia dla przedsiębiorstw	280	BGK	Fundacja na rzecz Rozwoju Polskiego Rolnictwa Szczeciński Fundusz Pożyczkowy Polska Fundacja Przedsiębiorczości	Zachodniopomorski Regionalny Fundusz Poręczeń Kredytowych Fundusz Wspierania Rozwoju Gospodarczego Miasta Szczecina Fundusz Poręczeń Kredytowych w Stargardzie Szczecińskim
Kujawsko-Pomorskie	RPO WKP Działanie 5.1 Instytucje otoczenia biznesu, schemat: Fundusz Powierniczy JEREMIE	39,8	Kujawsko-Pomorski Fundusz Pożyczkowy	Polska Fundacja Przedsiębiorczości Poręczenia Kredytowe	Grudziądzkie Poręczenia Kredytowe Toruński Fundusz Poręczeń Kredytowych Kujawsko-Pomorski Fundusz Poręczeń Kredytowych

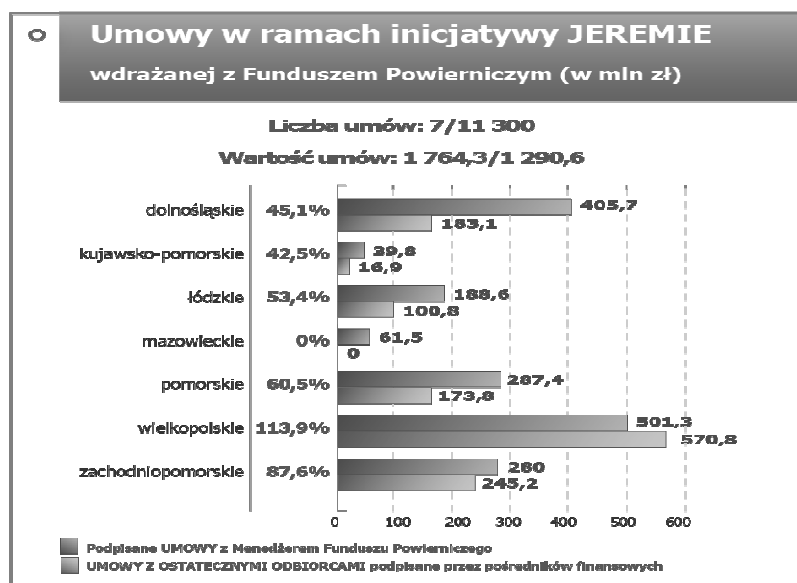
Mazowiec- kie ¹⁸	RPO WM Działanie 1.4. Wzmocnie- nie instytucji otoczenia biznesu	61,45	BGK	Idea Bank S.A. - Warszawa Koneckie Stowa- rzyszenie Wspie- rania Przedsię- biorczości - Końskie, Ra- dom, Warszawa Mazowiecki Regionalny Fundusz Po- życzkowy Sp. z o.o. - Warsza- wa Poręczenia Kredytowe Sp. z o.o. - Warsza- wa Towarzystwo Inwestycji Spo- leczno- Ekonomicznych S.A. - Warszawa	FM Bank PBP - Legionowo, Ostrołęka, Piaseczno, Płock, Prusz- ków, Radom, Siedlce, Socha- czew, Warszawa Fundacja na rzecz Rozwoju Polskiego Rol- nictwa - Płock, Radom, Siedlce, Warszawa Inicjatywa Mikro Sp. z o.o. - Radom Fundusz Porę- czeń Kredyto- wych POLFUND S.A.
ŁĄCZNIE		1 764,30	X	X	

Zródło: Opracowanie własne na podstawie danych BGK [on-line]. [Dostęp 09.11.2013]. Do-
stępny w World Wide Web: <http://www.bgk.com.pl/jeremie> oraz Urzędu Marszałkowskiego
w Toruniu <http://www.pozyczki.kujawsko-pomorskie.pl/jeremie/>.

Z danych zaprezentowanych na wykresie wynika, iż w ramach inicjatywy JEREMIE zawartych zostało 7 umów z Menadżerami Funduszy Powierniczych, o wartości 1 764,3 mln zł (w tym 1 394,4 mln zł dofinansowania z UE). Do końca czerwca 2013 r. pośrednicy zawarli z ostatecznymi odbiorcami 11 300 umów o wartości 1 290,6 mln zł. Średnia wartość umów z przedsiębiorcami w stosunku do środków przekazanych do Funduszu Powierniczego wynosi blisko 75 proc. Potwierdza to postawioną hipotezę, iż wykorzystanie środków Inicjatywy jest w Polsce na zróżnicowanym poziomie, przy czym najbardziej zaawansowany stan wdrażania tej inicjatywy jest w województwie wielkopolskim (w którym na Jeremie przeznaczono największą kwotę), gdzie doko-

¹⁸ Inicjatywa JEREMIE na Mazowszu rozpoczęła się 17 grudnia 2012 r., kiedy instytucja zarządzająca (w tym przypadku Urząd Wojewódzki Województwa Mazowieckiego) przekazała BGK do zarządzania kwotę przeszło 61 mln zł. Następnie, w wyniku 3 konkursów, BGK wyłonił pośredników finansowych, którzy będą udzielać pożyczek i poręczeń. BGK podpisał już 3 umowy z pośrednikami finansowymi na łączną kwotę 39 mln zł (instytucje, z którymi zawarto umowy to: Fundacja na Rzecz Rozwoju Polskiego Rolnictwa, FM Bank S.A. oraz Towarzystwo Inwestycji Społeczno – Ekonomicznych S.A.). Szacuje się, że na Mazowszu ze wsparcia inicjatywy JEREMIE docelowo skorzysta ok. 580 mikro, małych i średnich przedsiębiorstw, a dzięki mechanizmowi dźwigni finansowej wykorzystywanej w ramach zaproponowanych produktów, do beneficjentów może trafić do 198 mln zł.

nano już pełnego obrotu (113,9 proc.) powierzonymi środkami. W województwie zachodniopomorskim wskaźnik obrotu wyniósł natomiast 87,6 proc, natomiast najniższy jest w województwie kujawsko-pomorskim i wynosi 42,5%, którego budżet był najniższy spośród województw wdrażających Inicjatywę.



Wykr. 1. Stan wdrażania JEREMIE na 30.06.2013 r.

Źródło: Internetowy Serwis Bankowości Spółdzielczej [on-line]. [Dostęp 10.11.2013]. Dostępny w World Wide Web: http://bs.net.pl/prezentacje/fundusze-europejskie-banki-spoldzielcze-czesc-2-jeremie#_ftn2#_ftn2.

Głównym zadaniem instrumentów finansowych w ramach JEREMIE jest ukierunkowanie strumienia środków pieniężnych w celu poprawy dostępu mikro, małych i średnich przedsiębiorstw do źródeł finansowania projektów umożliwiającym ich rozwój na rynku poprzez oferowanie takich produktów jak pożyczki i poręczenia. Jest to szczególnie istotne w kontekście istnienia luki rynkowej, która wyklucza z dostępu do kapitału komercyjnego podmioty nieposiadające odpowiedniej historii kredytowej lub stosownych zabezpieczeń.

Wśród odbiorców wsparcia udzielanego w ramach Inicjatywy w Polsce największą grupę stanowią mikroprzedsiębiorcy, tj. aż 84% wszystkich odbiorców. Jest to zgodne z ideą wdrażania instrumentów finansowych, gdyż to właśnie głównie firmy mikro w warunkach rynkowych mają największe problemy ze skorzystaniem z instrumentów komercyjnych. Kolejną grupą odbiorców są małe przedsiębiorstwa z 14% wsparciem. Natomiast średnie firmy stanowią jedynie 2% ogółu wspartych firm¹⁹.

¹⁹ Wańczycka-Gaździk M., Pilka M., Rola instrumentów finansowych w RPO. *Fundusze Europejskie w Polsce 2013*, nr 31, s. 6.

4. Inicjatywa JEREMIE w województwie kujawsko-pomorskim

W województwie kujawsko-pomorskim, inicjatywa JEREMIE wdrażana jest w ramach Regionalnego Programu Operacyjnego Województwa Kujawsko-Pomorskiego (RPO WK-P) na lata 2007–2013²⁰. Jest ona jednym z działań podejmowanych przez samorząd województwa w celu wspierania przedsiębiorczości w regionie. Kujawsko-pomorskie jest jedynym województwem w kraju, gdzie wdrażanie Inicjatywy JEREMIE powierzono instytucji regionalnej – Kujawsko-Pomorskiemu Funduszowi Pożyczkowemu Sp. z o.o. (KPPF). Niestety dysponuje on najmniejszym budżetem w porównaniu z pozostałymi województwami (patrz tabela 1). Wynosi on niecałe 40 mln PLN.

Powyższe środki zaplanowano do wydania w RPO dla województwa kujawsko-pomorskiego w ramach osi priorytetowej 5 - Wzmocnienie konkurencyjności przedsiębiorstw. Jej celem jest wzmocnienie konkurencyjności przedsiębiorstw województwa kujawsko-pomorskiego, w tym wzrost ich potencjału ekonomicznego, innowacyjnego, wzrost przedsiębiorczości oraz zwiększenie zatrudnienia. W ramach tejże osi wyodrębniono zadanie 5.1. - Rozwój instytucji otoczenia biznesu, w którym funkcjonuje Inicjatywa JEREMIE.

Środki, którymi dysponuje JEREMIE według szacunków KPPF pozwolą na wygenerowanie kredytów i pożyczek wartości około 86 milionów złotych, przy czym 20-50 procent tego typu wsparcia trafi do przedsiębiorstw rozpoczynających działalność²¹. Pieniądze trafią do co najmniej 200 przedsiębiorców. Maksymalna wysokość pożyczki wynosi 240 tys. zł.

Kujawsko-Pomorski Fundusz Pożyczkowy jako Menadżer Funduszu Powierniczego JEREMIE, ogłosił w dniu 18 lipca 2011 r. konkurs na wybór Pośredników Finansowych Funduszu Powierniczego JEREMIE realizujących projekty: JEREMIE - Pożyczka lub JEREMIE – Reporeczenie. Wnioski mogły składać fundusze poręczeniowe, fundusze pożyczkowe oraz banki komercyjne. KPPF zawarł umowy z 5 pośrednikami finansowymi na łączną kwotę 7 122 632,30 euro (29 180 000,00 PLN – 73% budżetu)²². W ramach produktu: Reporeczenie są to: Grudziądzkie Poręczenia Kredytowe sp. z o.o., Kujawsko-

²⁰ Kujawsko-pomorskie to jedyne województwo, w którym realizację inicjatywy Jeremie powierzone instytucji regionalnej. W przeciwieństwie do innych województw, które zaoferowały swym przedsiębiorcom pożyczki i poręczenia w ramach inicjatywy Jeremie, na Kujawach to nie Bank Gospodarstwa Krajowego, ale Kujawsko-Pomorski Fundusz Pożyczkowy (KPPF) pełni rolę tzw. menedżera funduszu powierniczego. I to on wybiera pośredników finansowych, którzy już bezpośrednio oferują pożyczki i poręczenia firmom.

²¹ Województwo Kujawsko-Pomorskie [on-line]. [Dostęp 19.07.2013]. Dostępny w World Wide Web: http://www.kujawsko-pomorskie.pl/index.php?option=com_content&task=view&id=20587&Itemid=126.

²² Pośrednik Finansowy musi realizować projekt na terenie województwa kujawsko-pomorskiego, tzn. projekt ma zakładać zwiększenie dostępności źródeł finansowania dla MŚP posiadających siedzibę (filie lub oddział) i prowadzących działalność gospodarczą na terenie województwa kujawsko-pomorskiego.

Pomorski Fundusz Poręczeń Kredytowych sp. z o.o. i Toruński Fundusz Poręczeń Kredytowych sp. z o.o. Natomiast produkt Pożyczka oferują: Polska Fundacja Przedsiębiorczości (Szczecin/oddział Bydgoszcz) i Poręczenia Kredytowe sp. z o.o. (Warszawa/oddział Inowrocław). Uzupełniając listę pośredników, w dniu 24 lipca 2012 r. Kujawsko-Pomorski Fundusz Pożyczkowy ogłosił kolejny konkurs na realizację projektu: JEREMIE – Pożyczka Bank. Po zakończeniu procedury konkursowej, zawarł umowę z Kujawsko-Dobrzyńskim Bankiem Spółdzielczym.

Efekty funkcjonowania inicjatywy JEREMIE w województwie kujawsko-pomorskim są następujące:

- dotychczas KPFP podpisał umowy z pięcioma pośrednikami²³ na kwotę 29,18 mln zł,
- do 30 czerwca 2013 roku Pośrednicy Finansowi udzielili wsparcia finansowego mikro, małym i średnim firmom na kwotę ponad 29 milionów złotych, z czego w formie bezpośrednich pożyczek do przedsiębiorców trafiło około 12 milionów złotych, natomiast dzięki wsparciu funduszy poręczeniowych udało się poręczyć kredyty i pożyczki na sumę ponad 17 milionów złotych. Wsparciem zostało jak dotąd objętych 139 przedsiębiorstw (w Polsce z Inicjatywy skorzystało ponad 12 tys. mikro-, małym i średnim firmom więc na tle kraju osiągnięty wynik przez województwo jest niewielki). Należy jednak pamiętać, że w styczniu 2014 roku Urząd Marszałkowski ogłosił nabór wniosków na dotacje bezzwrotne dla mikroprzedsiębiorstw w ramach działania 5.2.1. które są preferowane przez firmy (w województwie w praktyce wystąpiła znaczna przewaga popytu na fundusze europejskie ponad ich podaż co najbardziej było widoczne chociażby w ramach poddziałania 5.2.1. Wsparcie inwestycji mikroprzedsiębiorstw)²⁴ – wielu przedsiębiorców aplikowało a niewielu dotacje otrzymało²⁵, co potwierdza postawioną tezę, iż przedsiębiorcy zdecydowanie preferują dotacje bez-

²³ Obecnie KPFP ogłosił konkurs na wybór Pośredników Finansowych realizujących zadanie celowe pn., „Zwiększenie dostępności firm z regionu kujawsko-pomorskiego do kapitału” w ramach projektu JEREMIE – POŻYCZKA – BANK. Wysokość środków przewidziana dla konkursu na dzień ogłoszenia naboru wynosi 24 000 000 PLN. Do konkursu przystąpiły 3 banki spółdzielcze: BS w Nakle nad Notecią, Kujawsko-Dobrzyński BS we Włocławku oraz Piastowski BS w Janikowie [on-line]. Dostępny w World Wide Web: <http://www.pozyczki.kujawsko-pomorskie.pl/jeremie/>; <http://www.pozyczki.kujawsko-pomorskie.pl/mikropozyczki-6-2-pokl/>

²⁴ Szczegółowa analiza wykorzystania środków europejskich przez przedsiębiorców województwa kujawsko-pomorskiego została ukazana w artykule: Tokarski M., Bariery i korzyści dla mikroprzedsiębiorstw wynikające z finansowania projektów ze środków europejskich w ramach Regionalnego Programu Operacyjnego Województwa Kujawsko-Pomorskiego 2007–2013. W: Bielawska A. (red.), *Uwarunkowania rynkowe rozwoju mikro i małych przedsiębiorstw – Mikrofirma 2012*. Szczecin: Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, 2011. Seria Ekonomiczne Problemy Usług, nr 62. s. 256-266.

²⁵ Tamże, s. 260.

zwrotne oferowane w ramach programów współfinansowanych ze środków UE,

- pożyczka może być udzielona na cele inwestycyjne lub inwestycyjno-obrotowe (maksymalnie do wysokości 240 tys. zł na jeden cel) jeśli wynika to z charakteru przedsięwzięcia. Okres spłaty wynosi 60 miesięcy od momentu podpisania umowy, dopuszczalny jest 3 miesięczny okres karencji w spłacie kapitału. Wkład własny nie jest wymagany. Oprocentowanie pożyczek uzależnione jest od stóp rynkowych i jest nie niższe niż stopa referencyjna, zgodnie z metodą jej ustalania określoną w Komunikacji Komisji Europejskiej. Pożyczki oprocentowane są według stopy referencyjnej, obowiązującej w dniu zawarcia umowy pożyczki plus maksymalnie 3,0 punkty procentowe marży funduszu w stosunku rocznym, od przyznanej pożyczki pobierana jest opłata manipulacyjna w wysokości do 5,0% kwoty przyznanej pożyczki. Zabezpieczenie z tytułu pożyczki może stanowić m.in.: weksel in blanco, poręczenie funduszu poręczeń kredytowych, poręczenie przez osoby trzecie, hipoteka, przewłaszczenie,
- środki dla mikro, małych i średnich przedsiębiorstw na rozwinięcie działalności gospodarczej dostępne są cały czas,
- stan wdrażania JEREMIE jest najmniej zaawansowany w Polsce i wynosi 42,5% - natomiast dla porównania stan wdrażania tej inicjatywy jest najbardziej widoczny w województwie wielkopolskim, gdzie dokonano już pełnego obrotu (113,9 proc.) powierzonymi środkami. Natomiast w województwie zachodniopomorskim wskaźnik obrotu wyniósł natomiast 87,6%.

Kończąc kwestie związaną z wdrażaniem Inicjatywy oraz środków europejskich w latach 2007-2013 w województwie warto przytoczyć opinie na ten temat Marszałka województwa kujawsko-pomorskiego Piotra Calbeckiego:

Co czwartą złotówkę z regionalnego programu operacyjnego przeznaczamy na bezpośrednie subsydiowanie przedsiębiorczości oraz instytucji otoczenia biznesu. Ten potężny strumień środków (prawie 250 mln euro) wspiera przede wszystkim małe i średnie firmy. Dzięki bezzwrotnej pomocy inwestycyjnej z programu regionalnego rozwój zagwarantowało sobie kilkaset przedsiębiorstw z całego województwa, które łącznie otrzymały środki na ponad 800 projektów. Za pomocą bezpośrednich dotacji dla przedsiębiorców nie mogliśmy jednak zaspokoić wszystkich oczekiwań, dlatego uruchomiliśmy również inicjatywę JEREMIE, czyli pożyczki i poręczenia na atrakcyjnych warunkach dla małych i średnich firm z regionu. Nowa formuła, zastosowana przez nas po raz pierwszy, pozwala na uzyskiwanie środków inwestycyjnych w postaci udzielanych na atrakcyjnych warunkach pożyczek niewielkim firmom, które w innych warunkach miałyby problemy z pozyskaniem kredytu. Mechanizm JEREMIE, oparty na pieniądzach o charakterze zwrotnym, którymi można wielokrotnie obracać, pozwala na generowanie większego i skuteczniejszego niż dotąd strumienia środków inwestycyjnych dla MSP. W miarę upływu czasu, obserwując działanie inicjatywy JEREMIE w innych województwach i postępujące negocjacje na temat przyszłej unijnej

perspektywy finansowej, doszliśmy do wniosku, że wdrożenie JEREMIE w naszym województwie może stanowić nie tylko konkretne wsparcie dla przedsiębiorców, lecz także okazję do zdobycia niezbędnego doświadczenia i przetestowania mechanizmów, które w okresie 2014–2020 mogą stanowić jeden z zasadniczych sposobów redystrybucji pieniędzy z funduszy europejskich. Za kilka lat może on stać się najważniejszym, jeśli nie jedynym źródłem wsparcia dla małych i średnich przedsiębiorstw²⁶.

5. Podsumowanie

Inicjatywa JEREMIE to szansa na zwiększenie dostępu mikro, małych i średnich przedsiębiorstw do kapitałów niezbędnych na finansowanie ich rozwoju. To szansa na zmniejszenie luki kapitałowej w zakresie finansowania MMSP w krajach Unii Europejskiej. Na ostateczną ocenę działalności menadżerów, pośredników finansowych i całej idei instrumentów inżynierii finansowej w Polsce jest jednakże z pewnością zbyt wcześnie. Kompleksowo będzie można ocenić efektywność wsparcia po 2015 roku, kiedy MFP rozliczy operacje z instytucjami zarządzającymi. Pomimo, iż obecnie zostały ogłoszone jedynie konkursy na produkty pożyczkowe i poręczeniowe (zdaniem wielu niewystarczające) wydaje się, że istnieje również przestrzeń do opracowania innych produktów, w tym również kapitałowych.

Dotychczasowe doświadczenia województwa kujawsko-pomorskiego wskazuje, że nie ma większych trudności organizacyjnych w dystrybuowaniu środków JEREMIE, które dostępne są na bieżąco.

Plany Komisji Europejskiej dotyczące odejścia w ramach przyszłej perspektywy finansowej od finansowania dotacyjnego na rzecz finansowania zwrotnego, nakazują przypuszczać iż inicjatywa JEREMIE, podobnie jak inne instrumenty inżynierii finansowej stanowią sprawdzian generalny przed tym, co czeka Polskę i polskie regiony w przyszłym okresie programowania²⁷. Dlatego też doświadczenie zdobywane obecnie przez siedem polskich regionów może okazać się w przyszłości bezcenne. Niemniej wykorzystanie w perspektywie finansowej 2014-2020 znacznie większych środków przeznaczonych na pomoc zwrotną dla przedsiębiorców będzie warunkowane zbudowaniem sprawnego

²⁶ Osiecki A., Pionierskie podejście Kujaw. *Rzeczpospolita* 27.07.2012.

²⁷ Według wstępnych szacunków Ministerstwa infrastruktury i rozwoju w perspektywie 2014-2020 w Polsce przeznaczony się na pomoc zwrotną 10% środków przyznanych z budżetu ogólnego UE na politykę spójności. (dla porównania – w kończącej się perspektywie 2007-2013, było to poniżej 2%). Oznacza to, że na finansowanie zwrotne zostanie przeznaczona wyższa kwota środków unijnych aniżeli w bieżącej perspektywie. Może to spowodować pewne trudności ponieważ przedsiębiorcy przyzwyczaili się do bezzwrotnych dotacji. Stosowane obecnie instrumenty zwrotne w przeciwieństwie do dotacji funkcjonują znacznie krócej i są mało znane i niezbyt dobrze rozumiane [za:] Czykier-Wierzbą D., Inicjatywa Jeremie w polityce spójności Unii Europejskiej na lata 2007-2013 i jej funkcjonowanie w Polsce. *Journal of Management and Finance* 2013, No 2, Part 3, s. 51.

systemu działania tej formy pomocy oraz jego wdrożeniem przez kraje członkowskie UE już na początku nowej perspektywy finansowej, gdyż na dziś występują braki w rozporządzeniach dotyczących systemu działania pomocy zwrotnej dla przedsiębiorców²⁸.

Literatura

- Ayyagari M., Beck T., Demigruć-Kunt A., Small and Medium Enterprises Across the Glob *Small Business Economics* 2007, vol. 29, Issue 4.
- Ayyagari M., Demigruć-Kunt A., V. Maksimovic V., *Small vs. young firms across the world: contribution to employment, job creation, and growth*. Policy Research Working Paper Series 5631, The World Bank 2011.
- Council Regulation (EC) No 1083/2006 of 11 July 2006 laying down general provisions on the European Regional Development Fund, the European Social Fund and the Cohesion Fund and repealing Regulation (EC), No 1260/1999, art. 36
- Rozporządzenie Ministra Rozwoju Regionalnego z dnia 26.10.2011 r. w sprawie udzielania pomocy ze środków instrumentów inżynierii finansowej w ramach Regionalnych Programów Operacyjnych, Dz. U. Nr 245, poz. 1461
- Bednarz J., Gostomski E., *Działalność małych i średnich przedsiębiorstw na rynkach zagranicznych*. Gdańsk: Wyd. Uniwersytetu Gdańskiego, 2009. ISBN 978-83-7326-608-7.
- Bobrowska M., Fundusze Europejskie w formie pomocy zwrotnej. *Fundusze Europejskie w Polsce* 2013, nr 31.
- Czykier-Wierzba D., Inicjatywa Jeremie w polityce spójności Unii Europejskiej na lata 2007-2013 i jej funkcjonowanie w Polsce. *Journal of Management and Finance* 2013, No 2, Part 3.
- Karmańska A., Rachunkowość małych i średnich przedsiębiorstw – tło dla zmian. *Rachunkowość* 2013, nr 6.
- Kolosowska B., *Finansowanie sektora małych i średnich przedsiębiorstw poprzez rynek kapitałowy w Polsce*. CeDeWu, Warszawa 2013. ISBN 978-83-7556-558-4.
- Łuczka T., *Kapitał obcy w małym i średnim przedsiębiorstwie*, PWN, Warszawa 2001. ISBN 83-01-13587-5
- Mechanizmy inżynierii finansowej w podnoszeniu efektywności absorpcji środków UE i ich znaczenie w polityce spójności po 2013 roku*, Gdańsk: Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową, Gdańsk 2010.
- Osiecki A., Pionierskie podejście Kujaw. *Rzeczpospolita* 27.07.2012
- Pelka W., Rola instrumentów inżynierii finansowej w alokacji funduszy Unii Europejskiej. *Studia BAS* 2012, nr 3(31).
- Pluskota P., Inicjatywa JEREMIE w finansowaniu mikro i małych przedsiębiorstw. W: Bielawska A. (red.), Uwarunkowania rynkowe rozwoju mikro i małych przedsiębiorstw – Mikrofirma 2012, *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego* 2012, nr 695, Seria (Ekonomiczne Problemy Usług), nr 62. ISSN 1896-382X.
- Przedsiębiorczość w Polsce*. Ministerstwo Gospodarki, Warszawa 2013.

²⁸ Tamże, s. 51-52.

- Tokarski M., Bariery i korzyści dla mikroprzedsiębiorstw wynikające z finansowania projektów ze środków europejskich w ramach Regionalnego Programu Operacyjnego Województwa Kujawsko-Pomorskiego 2007–2013. W: Bielawska A. (red.), *Uwarunkowania rynkowe rozwoju mikro i małych przedsiębiorstw – Mikrofirma 2012*. Szczecin: Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, 2011. Seria (Ekonomiczne Problemy Usług), nr 62. ISSN 1896-382X.
- Waniak-Michalak H., *Pozabankowe źródła finansowania małych i średnich przedsiębiorstw*. Kraków: Wolter Kluwers, 2007. ISBN 978-83-7526-168-4.
- Wańczycka-Gaździk M., Pilka M., Rola instrumentów finansowych w RPO. *Fundusze Europejskie w Polsce 2013*, nr 31.
- Warunki prowadzenia firm w Polsce – Raport Związku Przedsiębiorców i Pracodawców, Związek Przedsiębiorców i Pracodawców, Warszawa 2013.*

ROLA I ZNACZENIE INFORMACJI W POSTĘPOWANIU UPADŁOŚCIOWYM

Andrzej Tokarski

Abstrakt: Ogłoszenie upadłości wobec jednostki prowadzącej rachunkowość nie zwalnia upadłego z obowiązku dalszego jej prowadzenia w czasie postępowania wykonawczego.

Prawo upadłościowe i naprawcze wskazuje na ogromną rolę informacji tworzonych w rachunkowości, w procesie upadłości przedsiębiorstwa. Już na etapie składania wniosku o ogłoszenie upadłości przedsiębiorstwa istnieje potrzeba opracowania, na podstawie danych tworzonych w rachunkowości odpowiednich materiałów, sprawozdań i innych informacji.

Minimalizacja strat powstałych w wyniku upadłości przedsiębiorstwa nie jest możliwa bez wiarygodnej, rzetelnej informacji o sytuacji majątkowej i finansowej przedsiębiorstwa. Wymaga to przygotowania odpowiedniej bazy informacyjnej przez osoby zaangażowane w przebieg procesu. W jej zakres wchodzi również sprawozdania finansowe. Od momentu wystąpienia zagrożenia bankructwem aż do chwili zakończenia postępowania upadłościowego kierownik przedsiębiorstwa odpowiada za ich sporządzenie, właściwe wykorzystanie oraz terminowe przedłożenie w sądzie.

Dane pochodzące z rachunkowości są głównym źródłem informacji umożliwiających sprawny przebieg procesu upadłościowego przedsiębiorstw.

Słowa kluczowe: upadłość, postępowanie upadłościowe, informacja, system informacyjny, rachunkowość.

JEL Classifications: G3.

1. Wprowadzenie

Informacja jest w gospodarce wolnorynkowej kluczowym elementem warunkującym sukces - to ona jest podstawą podejmowania decyzji. Nasuwa się w związku z tym pytanie, czy dostępna informacja pozwala na ocenę efektów działalności przedsiębiorstwa oraz przewidywanie zagrożeń i niebezpieczeństw, stwarzając tym samym możliwości do podjęcia kroków zapobiegawczych¹. W jakim zakresie informacja zawarta w raportach może służyć zwiększeniu identyfikacji zagrożeń? Ryzyko prowadzonej działalności przedsiębiorstwa jest odzwierciedlone w raportach rocznych, w których większość informacji pochodzi ze sprawozdawczości finansowej. W zależności od jakości ujawnień informacji w raportach, jego użytkownik może lepiej lub gorzej rozpoznać to ryzyko.²

Ograniczenia w zakresie informacji mają szczególny wpływ na ryzyko upadłości w warunkach:³

- narastania niepewności i ryzyka w funkcjonowaniu przedsiębiorstw,
- zmieniających się gwałtownie warunków funkcjonowania polskich przedsiębiorstw,
- rosnącej konkurencji i nasilających się trudności w pozyskaniu i utrzymaniu silnej pozycji rynkowej oraz osiąganiu zadawalających, umożliwiających rozwój, wyników finansowych. Trudności dotyczą zwłaszcza kształtowania długookresowych strategii rozwojowych przedsiębiorstw.

2. Zasada kontynuacji działania źródłem informacji o funkcjonowaniu podmiotu gospodarczego

Zgodnie z powszechnie przyjętym założeniem, przedsiębiorstwa są powoływane do życia na czas nieokreślony. Logicznym posunięciem jest zatem uznanie, że dane przedsiębiorstwo należy w normalnych warunkach postrzegać jako kontynuujące działalność⁴.

Założenie dotyczące kontynuowania przez przedsiębiorstwo działalności jest jedną z nadrzędnych zasad rachunkowości⁵.

¹ Świdarska M., Sprawozdawczość finansowa jako źródło informacji dla identyfikacji ryzyka działalności gospodarczej. W: Mączyńska E., *Ekonomiczne aspekty upadłości przedsiębiorstw w Polsce*. Warszawa: SGH, 2005, s.100.

² Świdarska M., Sprawozdawczość finansowa jako źródło informacji dla oceny efektów działalności gospodarczej, *Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości* 2005, tom 29 (85), s.103.

³ Świdarska G.K., Informacja zarządcza jako czynnik ograniczający ryzyko. W: *Zagrożenie w działalności gospodarczej a prawo bilansowe*. Warszawa: PTE-SK w Polsce, 2010, s. 98.

⁴ Boniecki M., Rachunkowość przedsiębiorstw postawionych w stan upadłości. *Problemy Rachunkowości* lipiec-wrzesień 2006, s. 16.

⁵ Sawicki K., Wybrane problemy zarządzania w przedsiębiorstwach działających w warunkach ryzyka a rachunkowość. *Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości* 2005, nr 27 (83), s.70.

Zasada kontynuacji działalności jest określona zarówno w krajowych, jak i międzynarodowych regulacjach rachunkowości⁶. Regulacje te nakładają na zarząd przedsiębiorstwa wymóg dokonywania oceny zdolności do kontynuowania jego działalności.

Zasada kontynuacji działalności stanowi współcześnie jedno z podstawowych wyzwań systemu rachunkowości⁷.

Zasada kontynuacji działalności zgodnie z US GAAP (amerykańskie standardy rachunkowości, ang. *Generally Accepted Accounting Principles*) traktowana jest jako podstawowe pojęcie rachunkowości i sprawozdawczości, czyli takie pojęcie, które tkwi u podstaw pomiaru transakcji i zdarzeń oraz ujawniania ich, w sposób mający znaczenie dla użytkowników informacji, z systemu rachunkowości. Podstawowe pojęcia rachunkowości i sprawozdawczości finansowej zostały zaprezentowane w *Deklaracjach w sprawie Pojęć Rachunkowości Finansowej* (ang. *Statement of Financial Accounting Concepts - SFAC*), a szczególnie w SFAC 5 oraz SFAC 6.

Zgodnie z powszechnie przyjmowanym założeniem związanym z naturą podmiotu rachunkowości, większość jednostek gospodarczych jest tworzona, aby prowadzić działalność gospodarczą w dowolnie długim okresie⁸. W tradycyjnym rozumieniu tej zasady uznaje się, że jednostka gospodarcza będzie kontynuowała działalność w nieskończonym okresie. Równocześnie kontynuację działalności przez jednostkę można rozumieć jako postulat kontynuowania działalności przez czas dostatecznie długi, aby mogła wywiązać się z istniejących zobowiązań. Z drugiej strony, przyjmując założenie o kontynuowaniu działalności, można odnieść się do „rozsądnego” (a nie nieskończonego) czasu, w którym możliwe jest dalsze prowadzenie działalności (zwykle ten zakres czasowy stanowi co najmniej jeden okres sprawozdawczy).

Również zgodnie z Międzynarodowymi Standardami Rachunkowości (MSR) zasada kontynuacji działania stanowi jedno z fundamentalnych pojęć w rachunkowości. W myśl tej zasady kierownictwo przedsiębiorstwa przygotowuje sprawozdanie finansowe przy założeniu, iż ani nie ma zamiaru, ani nie stoi wobec konieczności likwidacji lub istotnego zmniejszenia skali działalności obecnie, jak i w dającej się przewidzieć przyszłości (zwykle okres ten dotyczy najbliższego roku obrachunkowego następującego po dniu, na który sporządza się sprawozdanie finansowe). Współcześnie, istotnym wyzwaniem stojącym przed kadrą zarządzającą jest zapewnienie kontynuowania prowadzonej przez jednostkę działalności i uniknięcie ewentualnego bankructwa. Zgodnie z Międzynarodowymi Standardami Rachunkowości (MSR) - „Założenia koncepcyjne” (par. 23) kierownictwo powinno dokonać oceny zdolności jednostki do

⁶ Holda A., Micherda B., *Kontynuacja działalności jednostki i modele ostrzegające przed upadłością*. Warszawa: Krajowa Izba Biegłych Rewidentów, 2007, s. 41.

⁷ Tokarski A., *Zasada kontynuacji działalności jednostki w regulacjach rachunkowości*, W: *Roczniki Naukowe Wyższej Szkoły Bankowej w Toruniu* 2012, nr 11.

⁸ Hendriksen E.A., Van Breda M. F., *Teoria rachunkowości*. Warszawa: PWN, 2002, s. 165.

kontynuowania działalności, a sprawozdanie finansowe powinno być sporządzone przy założeniu kontynuacji działalności, oczywiście z wyjątkiem sytuacji, gdy kierownictwo zamierza zlikwidować albo zaniechać działalność bądź gdy nie istnieje żadna inna alternatywa. Jeśli w trakcie oceny możliwości kontynuowania działalności przez jednostkę występuje znaczna niepewność co do zdarzeń czy okoliczności powodująca wystąpienie istotnych wątpliwości co do możliwości kontynuowania działalności, kierownictwo jest zobowiązane do ujawnienia występowania takiej niepewności.

W Ustawie o rachunkowości zasada kontynuowania działalności jest określona następująco: przy stosowaniu przyjętych zasad (polityki) rachunkowości przyjmuje się założenie, że przedsiębiorstwo będzie kontynuowało w danej się przewidzieć przyszłości działalność w niezmnieszonej istotnie zakresie, bez postawienia w stan likwidacji lub upadłości, chyba że jest to niezgodne ze stanem faktycznym lub prawnym⁹.

Tak więc założenie dotyczące kontynuowania przez przedsiębiorstwo działalności jest jedną z nadrzędnych zasad rachunkowości.

3. Międzynarodowy standard rewizji finansowej (MSRF) nr 570 Kontynuacja działalności a objawy zagrożenia kontynuacji działania jako źródło informacji ostrzegające o upadłości przedsiębiorstwa

Międzynarodowe Standardy Rewizji Finansowej (MSRF) nr 570 „Kontynuacja działalności” stanowi, że *planując i przeprowadzając badanie oraz oceniając jego wyniki, biegły rewident powinien rozważyć czy założenie kontynuacji działalności, przyjęte przez kierownictwo do sporządzenia sprawozdania finansowego jest zasadne*. Standard podaje objawy, które mogą budzić wątpliwości o zdolności jednostki do kontynuowania działalności, postuluje odpowiednie analityczne oraz wskazuje określone formy informowania o tej kwestii¹⁰.

Ocenę zdolności jednostki do kontynuowania działalności ma obowiązek przeprowadzić kierownictwo¹¹.

Międzynarodowy Standard Rewizji Finansowej (MSRF) nr 570 „Kontynuacja działalności” wskazuje objawy zagrożenia kontynuacji działania do których zalicza się:¹²

1. Objawy finansowe:

- występowanie zobowiązań netto i krótkoterminowych zobowiązań netto,

⁹ Ustawa o rachunkowości z dnia 29 września 1994 (Dz. U nr 76, poz. 694, art. 5 ust.2).

¹⁰ Krzywdą D., *Rewizja sprawozdań finansowych*. Warszawa: SKw Polsce, 2005, s. 331.

¹¹ Kusz D., O ocenie możliwości kontynuacji działalności przez przedsiębiorstwo – raz jeszcze, *Rachunkowość* 2012, nr 2, s. 74.

¹² Gos W., Założenie kontynuacji działalności (głos w dyskusji), *Rachunkowość* 2012, nr 12, s. 6-7.

- zbliżający się termin wymagalności pożyczek terminowych, przy braku realistycznych perspektyw przedłużenia terminu lub możliwości ich spłaty, bądź nadmierne uzależnienie od pożyczek krótkoterminowych wykorzystywanych do finansowania aktywów długoterminowych,
- zdarzenia lub uwarunkowania wskazujące na trudności finansowe dłużników oraz wycofanie pomocy wierzycieli,
- ujemne przepływy środków pieniężnych wykazywane w sprawozdaniach finansowych za okresy przeszłe lub planowane,
- niekorzystne kształtowanie się kluczowych wskaźników finansowych, - poważne straty operacyjne lub znacząca utrata wartości aktywów służących
- uzyskania wpływów,
- opóźnione lub nieregularne wypłaty dywidend,
- niemożność terminowego regulowania zobowiązań,
- niemożność dotrzymania warunków umowy kredytowej,
- zmiana trybu rozliczeń z dostawcami z kredytu kupieckiego na natychmiastową płatność w momencie dostawy,
- niezdolność zapewnienia finansowania niezbędnych prac rozwojowych nad nowym produktem lub niezbędnych inwestycji.

2. Objawy operacyjne:

- odejście kluczowego personelu kierowniczego i brak odpowiednich następców,
- utrata podstawowego rynku, umowy franchisingowej, licencji lub głównego dostawcy,
- trudności z siłą roboczą lub niedobór ważnych surowców.

3. Pozostałe objawy:

- nieprzestrzeganie wymogów dotyczących kapitałów lub innych wymogów ustawowych,
- toczące się przeciwko jednostce postępowanie sądowe lub administracyjne, które w przypadku niekorzystnego rozstrzygnięcia dla jednostki wiązałyby się z powstaniem zobowiązań, jakie prawdopodobnie nie mogłyby zostać zaspokojone,
- zmiany w prawie lub polityce rządu, które mogą mieć negatywny wpływ na jednostkę.

4. Wykorzystanie rachunkowości i sprawozdawczości finansowej w postępowaniu upadłościowym

Ogłoszenie upadłości wobec jednostki prowadzącej rachunkowość nie zwalnia upadłego z obowiązku dalszego jej prowadzenia w czasie postępowania wykonawczego¹³.

Prawo upadłościowe i naprawcze wskazuje na ogromną rolę informacji tworzonych w rachunkowości, w procesie upadłości przedsiębiorstwa. Już na etapie składania wniosku o ogłoszenie upadłości przedsiębiorstwa istnieje potrzeba opracowania na podstawie danych tworzonych w rachunkowości odpowiednich materiałów, sprawozdań i innych informacji¹⁴.

Dane pochodzące z rachunkowości są głównym źródłem informacji umożliwiających sprawny przebieg procesu upadłościowego przedsiębiorstw. Informacje pochodzące z bilansu przedsiębiorstwa mają kluczowe znaczenie dla przebiegu tego procesu.

Już na etapie podjęcia decyzji dotyczącej złożenia wniosku o ogłoszenie upadłości dłużnik wykorzystuje dane z bilansu. Dłużnik składa wniosek, a sąd ogłasza upadłość, jeśli wartość zobowiązań przekracza wartość majątku firmy. Ponadto sąd wykorzystuje informacje na temat aktywów do obliczenia, czy dłużnik posiada środki wystarczające do pokrycia kosztów postępowania upadłościowego. Jeśli bankrut nie posiada odpowiednio dużego majątku, sąd oddala wniosek o ogłoszenie upadłości. Sąd, biorąc pod uwagę wartość aktywów, decyduje o rodzaju postępowania - czy będzie to postępowanie z możliwością zawarcia układu, czy prowadzące do likwidacji majątku dłużnika.

Sąd, rozpatrując wniosek o ogłoszenie upadłości, ocenia na podstawie bilansu przedsiębiorstwa jego zdolność do pokrycia kosztów postępowania oraz możliwość zaspokojenia roszczeń wierzycieli.

Po ogłoszeniu upadłości likwidacyjnej dane z bilansu służą do oceny stopnia, w jakim wierzytelności mogą zostać zaspokojone ze środków pochodzących, ze sprzedaży majątku bankruta. Ogłoszenie upadłości likwidacyjnej powoduje zmiany co do zakresu i pozycji prezentowanych danych w bilansie sporządzonym *na dzień poprzedzający upadłość likwidacyjną*. Są one następujące:¹⁵

- wszystkie należności i zobowiązania wykazuje się jako krótkoterminowe,

¹³ Tokarski A., Czynności syndyka dotyczące rachunkowości przedsiębiorstw w upadłości. W: Kiziukiewicz T., *Rachunkowość w zarządzaniu jednostkami gospodarczymi*. Szczecin: Uniwersytet Szczeciński, 2011, s. 311.

¹⁴ Tokarski A., Rola rachunkowości w postępowaniu upadłościowym. W: Kiziukiewicz T., *Rachunkowość w zarządzaniu jednostkami gospodarczymi*. Szczecin: Uniwersytet Szczeciński, 2009, s. 505.

¹⁵ Bauer K., Wiarygodność informacji tworzonych przez jednostki w stanie upadłości likwidacyjnej. W: *Problemy współczesnej rachunkowości*. Warszawa: SGH, 2009, s.15.

- aktywa trwale i obrotowe wykazuje się w wartościach uwzględniających wyniki inwentaryzacji oraz pomniejszonych o odpisy z tytułu trwałej utraty wartości,
- fundusz z aktualizacji w pasywach może być wyrażony liczbą ujemną,
- jako zobowiązania z tytułu podatków, cel, ubezpieczeń i innych świadczeń wykazuje się wyłącznie podatek od osób fizycznych oraz składki ZUS od wynagrodzeń wypłaconych, zgodnie ze złożonymi deklaracjami,
- podatek od dochodów osobistych oraz składki na ubezpieczenia społeczne, zdrowotne i FGSP od niewypłaconych wynagrodzeń wykazuje się w pozycji B.III.2.i pasywów bilansu.

W trakcie postępowania upadłościowego bilans pomaga w stwierdzeniu istnienia wierzytelności. Dostarcza odpowiedzi na pytanie, czy zgłoszona wierzytelność została wykazana w zobowiązaniach dłużnika. Wycena bilansowa wpływa na określenie stopnia, w jakim roszczenia wierzycieli będą zaspokojone dzięki środkom pochodzącym ze sprzedaży majątku upadłego.

Sprawozdania finansowe odgrywają ogromną rolę w procesie upadłościowym przedsiębiorstw. Spośród wszystkich elementów sprawozdania finansowego najczęściej wykorzystywany jest bilans, gdyż jest on podstawą do sporządzenia innych zestawień finansowych wykorzystywanych w trakcie trwania postępowania.

Bilans pojawia się już na etapie złożenia w sądzie wniosku o ogłoszenie upadłości. Zawiera on istotne różnice w zakresie wyceny w porównaniu z bilansem jednostki kontynuującej działalność gospodarczą.

Jednostka postawiona w stan upadłości likwidacyjnej dokonuje wyceny bilansowej aktywów trwałych zgodnie z artykułem 29 Ustawy o rachunkowości. Jednostka, w stosunku do której nie jest uzasadnione założenie, że będzie kontynuowała działalność gospodarczą, wycenia aktywa trwale według cen sprzedaży netto możliwych do uzyskania, jednak nie wyższych od ceny nabycia lub kosztów wytworzenia, pomniejszonych o dotychczasowe odpisy amortyzacyjne, umorzeniowe lub z tytułu trwałej utraty wartości. Wycena ta odbywa się na dzień poprzedzający postawienie jednostki w stan upadłości likwidacyjnej. Różnica powstała w wyniku wyceny wpływa na kapitał z aktualizacji wyceny.

Ważną rolę w procesie upadłościowym odgrywają także informacje pochodzące z rachunku zysków i strat. Uzupełniają one dane z bilansu dając równocześnie podstawę do oceny sytuacji finansowej i majątkowej firmy.

Ogłoszenie upadłości likwidacyjnej powoduje zmiany, co do zakresu i pozycji prezentowanych danych w rachunku zysków i strat sporządzonym *na dzień poprzedzający upadłość likwidacyjną*. Odpisy aktualizujące wartość aktywów niefinansowych na ten dzień są wykazywane w pozycji „Pozostałe koszty operacyjne”¹⁶.

¹⁶ Bauer K., *Zarządzanie informacjami w procesie upadłościowo-naprawczym przedsiębiorstw*. Kraków: Uniwersytet Jagielloński, 2009, s. 69.

Rachunek zysków i strat przedstawiany w sądzie na etapie podejmowania decyzji o ogłoszeniu upadłości stanowi podstawę do oceny przychodów i kosztów działalności za dany okres i poprzedzający go.

Rachunek zysków i strat, dając historyczny obraz przychodów i kosztów dłużnika, pozwala odnaleźć źródło bieżących problemów finansowych.

Przedstawia on wyniki poszczególnych poziomów działalności, dając tym samym odpowiedź na pytanie, czy problem pojawia się już na poziomie wyniku ze sprzedaży, czy na poziomie wyniku działalności operacyjnej lub też działalności gospodarczej.

Kolejną częścią sprawozdania finansowego podmiotu będącego bankrutem jest informacja dodatkowa. Jest to ważne źródło danych wykorzystywanych w procesie upadłościowym. Pozwala ocenić zdolność jednostki do kontynuowania działalności gospodarczej. W dwóch miejscach odnosi się do zasady kontynuacji działalności. Informacja dodatkowa już we wstępie do sprawozdania pokazuje ewentualne istnienie zagrożenia kontynuacji działalności. Jeśli zarząd dostrzega zagrożenie zaniechania działalności *w dającej się przewidzieć przyszłości*, czyli w okresie 12 miesięcy od daty sporządzenia sprawozdania finansowego, to zobowiązany jest do zawarcia tej informacji we wprowadzeniu do sprawozdania finansowego.

Z punktu widzenia postępowania upadłościowego najważniejszym elementem wprowadzenia do sprawozdania finansowego jest wskazanie, czy sprawozdanie finansowe zostało sporządzone przy założeniu kontynuacji działalności w dającej się przewidzieć przyszłości oraz czy nie istnieją okoliczności wskazujące na zagrożenie kontynuacji działalności. W celu określenia zdolności do kontynuacji działalności (lub jej braku) w dającej się przewidzieć przyszłości (nie krótszej niż rok od dnia bilansowego) kierownik uwzględnia wszystkie informacje dostępne na dzień sporządzenia sprawozdania finansowego.

Jeśli nie można przyjąć założenia o kontynuacji działalności, jednostka tworzy rezerwę na koszty i straty spowodowane upadłością likwidacyjną oraz zmienia sposób wyceny aktywów. Użytkownik sprawozdania finansowego dowiaduje się o tym zagrożeniu już na etapie analizy wprowadzenia do sprawozdania finansowego. W przypadku zagrożenia kontynuacji działalności w tej części sprawozdania zostają opisane powody niepewności oraz działania, jakie zostaną podjęte w celu wyeliminowania zagrożenia.

W czasie gdy prowadzone jest postępowanie upadłościowe, dodatkowe informacje i objaśnienia stanowią ważne źródło informacji na temat posiadanego przez bankruta majątku oraz wiarygodności (dokładne informacje o zobowiązaniach).

Dodatkowe informacje i objaśnienia do sprawozdania finansowego zawierają szczegółowe dane na temat niepewności związanej z kontynuacją działalności a mianowicie:

- opis niepewności powodujących zagrożenie kontynuacji działania,
- stwierdzenie, czy sprawozdanie finansowe zawiera korekty związane z istnieniem tych niepewności,
- opis podjętych i planowanych przeciwdziałań mających na celu eliminację zagrożenia kontynuacji działania.

W przypadku upadłości likwidacyjnej przedsiębiorstwa opis zagrożeń zawarty we wcześniejszym sprawozdaniu finansowym jest dowodem na to, iż zarząd zdawał sobie sprawę z istniejącego zagrożenia. Na tej podstawie można ocenić, czy sytuacja ekonomiczna ulegała stopniowemu pogorszeniu, czy jest to wynik nagłych zdarzeń mających miejsce po sporządzeniu rocznego sprawozdania finansowego.

Jeśli sprawozdanie za okres poprzedzający złożenie w sądzie wniosku o ogłoszenie upadłości zawierało informacje o zagrożeniu kontynuacji działalności oraz opis tych zagrożeń, sąd może ocenić, czy zarząd podejmował próby przeciwdziałania niekorzystnym tendencjom

Ponadto, w części końcowej są przedstawione szczegółowe informacje na temat posiadanego majątku, struktury kapitału własnego i zobowiązań. Informacje dodatkowe i objaśnienia pomagają kierownikowi jednostki dokładniej określić rzeczywistą wartość majątku bankruta, sporządzić listę wierzytelności oraz oszacować stopień możliwości zaspokojenia żądań wierzycieli.

Zestawienie zmian w kapitale własnym stanowi ważne źródło informacji w procesie upadłościowym i naprawczym. Przedstawia ono wszystkie zmiany, jakie miały miejsce w bieżącym i poprzedzającym go okresie. W przypadku problemów finansowych firmy, istotne są dane na temat kształtowania się poszczególnych składników kapitałów własnych oraz zmian, jakie w nich zachodziły, ze szczególnym uwzględnieniem zysków lub strat z lat ubiegłych i wyniku finansowego roku obrotowego.

Zgodnie z art. 29 Ustawy o rachunkowości, zestawienie zmian w kapitale własnym w pozycji „Zmiany kapitału (funduszu) z aktualizacji wyceny” pokazuje zmniejszenia z tytułu wyceny aktywów jednostki po cenach sprzedaży netto oraz utworzenia rezerw w związku z zaniechaniem lub utratą zdolności do kontynuowania działalności gospodarczej.

W przypadku gdy zostanie ogłoszona upadłość zmierzająca do likwidacji majątku dłużnika, zgodnie z Ustawą o rachunkowości zachodzą zmiany w zestawieniu zmian w kapitałach własnych. Na dzień postawienia jednostki w stan upadłości otwierane są księgi rachunkowe i łączy się wszystkie kapitały lub fundusze, a także inne składniki kapitałów własnych, takie jak:

- kapitał zakładowy (fundusz podstawowy),
- kapitał rezerwowy i zapasowy,
- fundusz z aktualizacji wyceny środków trwałych,
- zysk (strata) z lat ubiegłych.

Kapitały (fundusze) oraz inne składniki kapitałów własnych przeksięgowuje się na jedno konto „kapitał (fundusz) podstawowy”, który należy zmniejszyć:

- w spółkach z ograniczoną odpowiedzialnością i w towarzystwach ubezpieczeń wzajemnych - o własne udziały przeznaczone do sprzedaży,
- w spółkach akcyjnych - o należne wkłady na poczet kapitału, o ile nie wezwano zainteresowanych do ich wniesienia, oraz o własne akcje przeznaczone do sprzedaży.

Rachunek przepływów pieniężnych, dając informację o pochodzeniu wpływów gotówkowych i sposobach rozdysponowania środków pieniężnych, stanowi cenne źródło informacji do oceny zdolności do kontynuowania działalności gospodarczej. Sprawozdanie to dostarcza danych na temat płynności i wypłacalności. Przepływy finansowe z działalności operacyjnej między innymi mówią, czy środki finansowe są wystarczające do zapewnienia terminowej spłaty długu.

Z rachunku przepływów pieniężnych sąd, na etapie podjęcia decyzji o sposobie prowadzenia postępowania upadłościowego, może odczytać, czy gotówka pozostająca do dyspozycji dłużnika w okresie poprzedzającym złożenie wniosku pochodziła z działalności operacyjnej - co dawałoby większe szansę na przetrwanie firmy w dalszym okresie, czy nie pochodziła z upłynniania majątku.

Sąd, badając rachunek przepływów pieniężnych, może również stwierdzić, w jakich kierunkach zostały wydatkowane pieniądze, a tym samym czy osoby zarządzające firmą - dłużnikiem nie podejmowały błędnych decyzji, doprowadzając tym samym do upadłości jednostki. Informacje te powinny wpłynąć na decyzję sądu w sprawie pozostawienia zarządu przedsiębiorstwem upadłemu lub powierzenia zarządu zarządcy sądowemu (w przypadku ogłoszenia upadłości zmierzającej do zawarcia układu) lub syndykowi (w przypadku upadłości zmierzającej do likwidacji majątku upadłego).

Jak wynika z rozważań, wszystkie części sprawozdania finansowego stanowią cenne źródło informacji w procesie upadłości prowadzącej do likwidacji majątku niewypłacalnego dłużnika. Wszystkie razem stanowią:¹⁷

- dla dłużnika podstawę do stwierdzenia niewypłacalności,
- dla sądu podstawę do podjęcia decyzji o ogłoszeniu upadłości,
- dla syndyka źródło informacji do kierowania jednostką upadłą, oszacowania masy upadłości, sporządzenia planu likwidacyjnego.

¹⁷ Bauer K., Teoretyczne i praktyczne aspekty wykorzystania rachunkowości przez podmioty w stanie upadłości prowadzącej do likwidacji majątku. W: *Rachunkowość w teorii i praktyce*. Szczecin: Uniwersytet Szczeciński, 2011, s. 37.

5. Zakończenie

Ogłoszenie upadłości wobec jednostki prowadzącej rachunkowość nie zwalnia upadłego z obowiązku dalszego jej prowadzenia w czasie postępowania wykonawczego.

Prawo upadłościowe i naprawcze wskazuje na ogromną rolę informacji tworzonych w rachunkowości, w procesie upadłości przedsiębiorstwa. Już na etapie składania wniosku o ogłoszenie upadłości przedsiębiorstwa istnieje potrzeba opracowania na podstawie danych tworzonych w rachunkowości odpowiednich materiałów, sprawozdań i innych informacji.

Minimalizacja strat powstałych w wyniku upadłości przedsiębiorstwa nie jest możliwa bez wiarygodnej, rzetelnej informacji o sytuacji majątkowej i finansowej przedsiębiorstwa. Wymaga to przygotowania odpowiedniej bazy informacyjnej przez osoby zaangażowane w przebieg procesu¹⁸. W jej zakres wchodzi również sprawozdania finansowe. Od momentu wystąpienia zagrożenia bankructwem aż do chwili zakończenia postępowania upadłościowego kierownik przedsiębiorstwa odpowiada za ich sporządzenie, właściwe wykorzystanie oraz terminowe przedłożenie w sądzie.

Dane pochodzące z rachunkowości są głównym źródłem informacji umożliwiających sprawny przebieg procesu upadłościowego przedsiębiorstw.

Literatura

- Bauer K., Sprawozdawczość finansowa a możliwości zabezpieczenia stron postępowania upadłościowego. W: Świdorska G.K., *Wpływ zakresu ujawnionych informacji na zaufanie do rynków kapitałowych i organizacji gospodarczych*. Warszawa: SGH, 2011. ISBN 978-83-7378-633-2.
- Bauer K., Teoretyczne i praktyczne aspekty wykorzystania rachunkowości przez podmioty w stanie upadłości prowadzącej do likwidacji majątku. W: *Rachunkowość w teorii i praktyce*. Szczecin: Uniwersytet Szczeciński, 2011.
- Bauer K., Wiarygodność informacji tworzonych przez jednostki w stanie upadłości likwidacyjnej. W: *Problemy współczesnej rachunkowości*. Warszawa: SGH, 2009. ISBN 978-83-7378-437-6.
- Bauer K., *Zarządzanie informacjami w procesie upadłościowo-naprawczym przedsiębiorstw*, Uniwersytet Jagielloński, Kraków 2009. ISBN 978-83-233-2606-9.
- Boniecki M., Rachunkowość przedsiębiorstw postawionych w stan upadłości, *Problemy Rachunkowości* lipiec-wrzesień 2006. ISSN 1641-1536.
- Gos W., Założenie kontynuacji działalności (głos w dyskusji). *Rachunkowość* 2012, nr 12.

¹⁸ Bauer K., Sprawozdawczość finansowa a możliwości zabezpieczenia stron postępowania upadłościowego. W: Świdorska G.K., *Wpływ zakresu ujawnionych informacji na zaufanie do rynków kapitałowych i organizacji gospodarczych*. Warszawa: SGH, 2011, s. 266.

- Hendriksen E.A, van Breda M.F., *Teoria rachunkowości*. Warszawa: PWN, 2002. ISBN 83-01-13623-5.
- Holda A., Micherda B., *Kontynuacja działalności jednostki i modele ostrzegające przed upadłością*. Warszawa: Krajowa Izba Biegłych Rewidentów, 2007. ISBN 0209-1674.
- Krzywda D., *Rewizja sprawozdań finansowych*. Warszawa: Stowarzyszenie Księgowych w Polsce, 2005. ISBN 83-7228-166-1.
- Kusz D., O ocenie możliwości kontynuacji działalności przez przedsiębiorstwo – raz jeszcze. *Rachunkowość* 2012, nr 2.
- Sawicki K., Wybrane problemy zarządzania w przedsiębiorstwach działających warunkach ryzyka a rachunkowość. *Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości*, Warszawa : Stow. Księg. w Polsce, 2005, nr 27 (83). ISSN 1641-4381.
- Świdarska G. K., Informacja zarządcza jako czynnik ograniczający ryzyko. W: *Zagrożenie w działalności gospodarczej a prawo bilansowe*. Warszawa: PTE- SK w Polsce, 2010. ISBN 978-83-7228-247-7.
- Świdarska M., Sprawozdawczość finansowa jako źródło informacji dla identyfikacji ryzyka działalności gospodarczej. W: Mączyńska E., *Ekonomiczne aspekty upadłości przedsiębiorstw w Polsce*. Warszawa: SGH, 2005. ISSN 0239-9512.
- Świdarska M., Sprawozdawczość finansowa jako źródło informacji dla oceny efektów działalności gospodarczej. *Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości*, Warszawa : Stow. Księg. w Polsce, 2006, tom 29 (85). ISSN 1641-4381.
- Tokarski A., Czynności syndyka dotyczące rachunkowości przedsiębiorstw w upadłości. W: Kiziukiewicz T., *Rachunkowość w zarządzaniu jednostkami gospodarczymi*. Szczecin: Uniwersytet Szczeciński, 2011.
- Tokarski A., Rola rachunkowości w postępowaniu upadłościowym. W: Kiziukiewicz T., *Rachunkowość w zarządzaniu jednostkami gospodarczymi*, Szczecin: Uniwersytet Szczeciński, 2009.
- Tokarski A., Zasada kontynuacji działalności jednostki w regulacjach rachunkowości. W: *Roczniki Naukowe Wyższej Szkoły Bankowej w Toruniu* 2012, nr 11. ISSN 1643-8175.
- Ustawa o rachunkowości z dnia 29 września 1994* (Dz. U nr 76, poz. 694).

III.

LOGISTYKA

