Pobrane z czasopisma Annales H - Oeconomia **http://oeconomia.annales.umcs.pl**
Data: 06/11/2026 08:43:19

A N N A L E S
UNIVERSITATIS MARIAE CURIE-SKŁODOWSKA
LUBLIN – POLONIA
VOL. XLVIII, 4 SECTIO H 2014

Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie, Katedra Finansów Samorządowych

PIOTR PODSIADŁO

Pomoc publiczna w formie kapitału podwyższonego ryzyka udzielana przedsiębiorstwom sektora MŚP w krajach Unii Europejskiej

The state aid in the form of risk capital granted to small and medium-sized enterprises in the European Union

Słowa kluczowe: pomoc publiczna, kapitał podwyższonego ryzyka, małe i średnie przedsiębiorstwa (MŚP), Unia Europejska

Keywords: state aid, risk capital, small and medium-sized enterprises (SMEs), European Union

Wstęp

Kapitał podwyższonego ryzyka można zdefiniować jako zapewniane przedsiębiorstwom na początkowych etapach rozwoju (faza zalążkowa, rozruchu i ekspansji) finansowanie kapitałowe lub quasi-kapitałowe, które obejmuje nieformalne inwestycje aniołów biznesu (*business angels*), kapitał podwyższonego ryzyka typu *venture* i alternatywne rynki papierów wartościowych specjalizujące się w przedsiębiorstwach sektora MŚP i spółkach charakteryzujących się dużą dynamiką wzrostu[1]. Pomoc państwa ukierunkowana na dostarczanie i promocję kapitału podwyższonego ryzyka zachęca do zmiany kierunków finansowania z myślą o udzieleniu wsparcia przedsiębiorstwom nowo powstającym i tym już istniejącym z sektora wysokich technologii.

[1] W opracowaniu „Risk capital: a key to job creation in the European Union", Brussels 31.03.1998, SEC(1998) 552 final, Komisja Europejska zdefiniowała kapitał podwyższonego ryzyka (*risk capital*) jako finansowanie kapitału własnego spółek w fazie rozruchu i rozwoju.

Pobrane z czasopisma Annales H - Oeconomia **http://oeconomia.annales.umcs.pl**
Data: 06/11/2026 08:43:19

Zaangażowanie Komisji Europejskiej w tym obszarze wynika z zagrożeń związanych z nadmiernym uzależnianiem się firm unijnych od finansowania wierzycielskiego [Komisja Europejska, 1999]. Komisja zajmuje stanowisko, że dla pewnych rodzajów przedsiębiorstw lub tych znajdujących się na określonym etapie rozwoju korzystniejsze jest wykorzystanie kapitału akcyjnego niż tylko środków kredytowych, zwłaszcza w kontekście kosztów obsługi zadłużenia i niechęci wielu kredytodawców do ponoszenia ryzyka [Mehta, 2009, s. 254–256]. Innymi słowy, oferowane przez rynek instrumenty finansowe nie do końca odpowiadają specyfice i możliwościom małych i średnich przedsiębiorstw. Dotyczy to przede wszystkim tych o dużym potencjale rozwoju, innowacyjnych, operujących w niszach rynkowych lub budujących marki dla swoich produktów; firm, które koncentrują się na nowatorskich, lecz ryzykownych projektach. W przypadku takich przedsiębiorstw najbardziej odpowiednim finansowaniem jest zwiększenie ich kapitałów własnych poprzez inwestycje aniołów biznesu oraz wejścia kapitałowe funduszy typu *private equity/venture capitals* (PE/VE). Przewagą takiej formy finansowania nad tradycyjnymi instrumentami dłużnymi jest brak konieczności przedstawiania zabezpieczeń w postaci np. zastawu czy hipoteki, jak to ma miejsce w przypadku pozyskiwania kredytu bankowego, gdyż zabezpieczeniem jest udział we własności[2]. Inwestor staje się nie tylko współwłaścicielem, ale i partnerem w biznesie, który aktywnie wspiera przedsiębiorstwo na ścieżce jego rozwoju, wprowadzając nowoczesne metody zarządzania oraz wykorzystując swoją wiedzę i kontakty biznesowe. Gdy przedsięwzięcie kończy się niepowodzeniem, fundusz odpowiednio uczestniczy w stratach. Korzystanie przez przedsiębiorstwo z finansowania kapitałem podwyższonego ryzyka powoduje, że zmniejsza się stosunek zadłużenia do kapitałów własnych, a tym samym rośnie zdolność kredytowa przedsiębiorstwa. Przy finansowaniu kredytem bankowym zadłużenie utrudnia pozyskanie dalszych środków na rozwój firmy. Tym samym kapitał podwyższonego ryzyka stanowi ważny instrument finansowania małych i średnich przedsiębiorstw. Funkcjonujące na rynku fundusze PE/VE nie są jednak zainteresowane inwestycjami o niewielkiej wartości, ponieważ koszty przygotowania i monitorowania małych projektów inwestycyjnych, nieprzekraczających równowartości 1 mln euro, są porównywalne z kosztami ponoszonymi przy dużych inwestycjach. W rezultacie pojawia się luka kapitałowa, która wynika z tego, że inwestowanie w projekty poniżej 1 mln euro jest nieopłacalne dla komercyjnych funduszy kapitałowych.

Celem artykułu jest przedstawienie ram unijnej polityki pomocy publicznej przeznaczonej na zapewnienie kapitału podwyższonego ryzyka z perspektywy realizowanej do 2010 r. strategii lizbońskiej oraz obecnie wdrażanej strategii „Europa 2020".

[2] Inwestycje PE/VE mają charakter właścicielski, gdyż w ich wyniku dochodzi do objęcia w przedsiębiorstwie udziałów lub akcji przez fundusz PE/VE (zazwyczaj jest to pakiet większościowy). Oznacza to nabycie przez inwestora (fundusz) praw korporacyjnych, takich jak prawo do informacji i kontroli oraz prawo do współdecydowania.

Pobrane z czasopisma Annales H - Oeconomia **http://oeconomia.annales.umcs.pl**
Data: 06/11/2026 08:43:19

1. Zawodność rynku jako ekonomiczne uzasadnienie pomocy publicznej

Komisja Europejska uznała, że finansowanie ze środków publicznych działań z wykorzystaniem kapitału podwyższonego ryzyka powinno ograniczać się do rozwiązywania możliwych do zidentyfikowania przejawów zawodności rynku. Zawodność rynku można określić jako sytuację, w której efektywność ekonomiczna nie zostaje osiągnięta ze względu na wady mechanizmu rynkowego. Może się ona objawiać w niezdolności systemu do wytwarzania poszukiwanych dóbr – w tym przypadku rynku kapitału podwyższonego ryzyka – lub nieprawidłowym podziale zasobów, który można skorygować tak, aby pewni konsumenci odczuli poprawę, a żaden z nich – pogorszenia się warunków. Ponieważ zgodnie z teorią ekonomii rynki są z natury rzeczy w pewnym sensie zawodne, chyba że zostaną stworzone idealne warunki dla konkurencji, pojęcie „zawodność rynku" należy ograniczyć do przypadków, w których stwierdza się, że miała miejsce poważna nieprawidłowość w podziale zasobów. Istnieją dwa główne źródła zawodności rynku mające priorytetowe znaczenie dla rynków kapitału podwyższonego ryzyka, które szczególnie utrudniają dostęp do kapitału małym i średnim przedsiębiorstwom oraz firmom na wczesnym etapie rozwoju oraz uzasadniają interwencję państwa w tym zakresie. Są to:

– niedoskonała i asymetryczna informacja – potencjalni inwestorzy mają większe trudności w gromadzeniu wiarygodnych informacji na temat perspektywy ekonomicznej przedsiębiorstwa sektora MŚP niż w przypadku dużych podmiotów;

– koszty transakcyjne – drobne transakcje są dla funduszy inwestycyjnych mniej atrakcyjne ze względu na stosunkowo wysokie koszty oceny inwestycji.

W razie stwierdzenia zawodności rynku Komisja Europejska ustala, czy proponowane działanie z wykorzystaniem kapitału podwyższonego ryzyka jest proporcjonalne do zakładanej zawodności rynku, oraz podejmuje starania w celu zminimalizowania występujących nieprawidłowości. W wytycznych w sprawie pomocy w celu zapewnienia kapitału podwyższonego ryzyka [Dz. Urz. WE C 235/5 z 21.08.2001; Dz. Urz. UE C 194/10 z 18.08.2006; Dz. Urz. UE C 19/4 z 22.1.2014] Komisja opracowała warunki dające podstawę do stwierdzenia, czy pomoc tego rodzaju nie narusza zasad jednolitego rynku europejskiego, czego wyznacznikiem jest jej dobre ukierunkowanie na usuwanie zawodności rynku, wystąpienie efektu zachęty, proporcjonalność i jedynie w ograniczonym zakresie zakłócający wpływ na konkurencję i handel między państwami członkowskimi. W takim przypadku pozytywne skutki udzielenia pomocy publicznej przeważają nad negatywnym jej wpływem na konkurencję na rynku wewnętrznym.

Pobrane z czasopisma Annales H - Oeconomia **http://oeconomia.annales.umcs.pl**
Data: 06/11/2026 08:43:19

2. Podstawy prawne dopuszczalności pomocy na zapewnienie kapitału wysokiego ryzyka

Główną przesłanką, na której podstawie Komisja Europejska może stwierdzić dopuszczalność działań pomocowych z wykorzystaniem kapitału podwyższonego ryzyka, jest fakt, że jedną z przeszkód, z jakimi boryka się sektor małych i średnich przedsiębiorstw, są trudności z pozyskaniem kapitału i środków kredytowych. Najważniejsze przyczyny tego stanu rzeczy stanowią niedoskonała informacja, niechęć inwestorów i kredytodawców do podejmowania ryzyka oraz ograniczone gwarancje, jakie małe i średnie przedsiębiorstwa są w stanie zaoferować. Ocena zgodności pomocy publicznej wspierającej kapitał podwyższonego ryzyka z rynkiem wewnętrznym oparta jest na wyłączeniu warunkowym wskazanym w art. 107 ust. 3 lit. c) Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej (TFUE) [Dz. Urz. UE, C 83 z 30.03.2010]. Według tego przepisu za zgodną z rynkiem wewnętrznym może zostać uznana pomoc przeznaczona na wsparcie rozwoju niektórych rodzajów działalności gospodarczej, pod warunkiem że nie zakłóca ona konkurencji i warunków wymiany handlowej między państwami członkowskimi. Pomoc państwa wspierająca inwestycje kapitału podwyższonego ryzyka spełnia przesłankę tego wyłączenia, ponieważ w tym przypadku jest to wsparcie określonej działalności gospodarczej – inwestycji kapitału podwyższonego ryzyka w innowacyjne małe i średnie przedsiębiorstwa.

U podstaw strategii rozwoju unijnego rynku kapitału podwyższonego ryzyka leży koncepcja utworzenia, poprzez działania strukturalne i horyzontalne, otoczenia sprzyjającego powstawaniu i kontynuowaniu działalności nowych firm [Komisja Europejska, 2000]. Odzwierciedla to fakt, że dostarczanie kapitału podwyższonego ryzyka jest zasadniczo działalnością gospodarczą, wymagającą podejmowania określonych decyzji handlowych. Przy istniejących uwarunkowaniach ekonomicznych i budżetowych same fundusze publiczne nie są w stanie zapewnić pokrycia całego wzrostu podaży kapitału podwyższonego ryzyka. Głównym wyzwaniem jest zatem stworzenie warunków, w których duże rezerwy kapitału prywatnego będą wykorzystywane na lokalizację inwestycji w tym zakresie. Państwo staje się uczestnikiem rynku kapitału podwyższonego ryzyka, mając na celu przyciągnięcie inwestorów prywatnych, jak i zwiększenie inwestycji w małe i średnie przedsiębiorstwa. Udział państwa w inwestycjach kapitału podwyższonego ryzyka powoduje wzrost atrakcyjności danej inwestycji dla inwestora prywatnego, co można tłumaczyć efektem lewarowania i rozłożeniem ryzyka.

Zadaniem władz publicznych na szczeblu krajowym jest skierowanie pomocy publicznej na wspieranie różnych programów służących zwiększaniu podaży kapitału podwyższonego ryzyka. Właściwie ukierunkowana ingerencja państwa, w ograniczonym stopniu zakłócająca konkurencję na rynku, stymuluje dalszy rozwój rynku. Dlatego też Komisja opracowała zasady, które wskazują, jak państwa członkowskie powinny wspierać inwestycje kapitału podwyższonego ryzyka, tak aby w tylko ograniczony sposób zakłócały konkurencję na odnośnym rynku. Opracowanie takich

Pobrane z czasopisma Annales H - Oeconomia **http://oeconomia.annales.umcs.pl**
Data: 06/11/2026 08:43:19

wytycznych wynikało ze spostrzeżenia Komisji, że każde państwo członkowskie przy podejmowaniu decyzji w sprawie dopuszczenia środków publicznych w ramach działań na rzecz kapitału podwyższonego ryzyka jest ograniczone w swej swobodzie przez trzy odrębne, choć powiązane ze sobą rodzaje ryzyka. Pierwsze to ryzyko pomocy zakazanej, które oznacza, że korzyści uzyskane przez beneficjentów pomocy, tj. zarówno przez inwestorów, jak i przedsiębiorstwa, spowodują naruszenie zasad konkurencji wobec ich konkurentów na rynku wewnętrznym. Drugie ryzyko określa się mianem ryzyka biernej masy, czyli braku czynnika motywacyjnego. Jako trzecie wskazywane jest ryzyko wypierania, które polega na tym, że istnienie pewnych działań wspieranych finansowo przez władze publiczne może w istocie zniechęcić innych potencjalnych inwestorów do zapewnienia kapitału. Dlatego też wytyczne Komisji w sprawie wspierania przez państwo inwestycji kapitału podwyższonego ryzyka kierowanych do małych i średnich przedsiębiorstw opracowano tak, aby można było uznać, że dany środek pomocowy jest ukierunkowany na nieprawidłowość w funkcjonowaniu rynku, zawiera efekt zachęty, jest konieczny i proporcjonalny tak w odniesieniu do celu, dla którego zostaje wdrożony, jak i zaistniałej nieprawidłowości w funkcjonowaniu rynku, którą ma naprawić. Zgodnie z zasadami traktatowymi pomoc publiczna wspierająca inwestycje kapitału podwyższonego ryzyka powinna być kierowana do innowacyjnych małych i średnich przedsiębiorstw w początkowych etapach rozwoju działalności, czyli od fazy zalążkowej, poprzez fazę rozruchu, do fazy ekspansji[3]. Dodatkowo w znowelizowanych wytycznych, które zaczną obowiązywać 1 lipca 2014 r. [Dz. Urz. UE C 19/4 z 22.1.2014], Komisja jako odbiorców takiej pomocy wskazała małe spółki o średniej kapitalizacji oraz innowacyjne spółki o średniej kapitalizacji[4].

3. Wystąpienie zakazanej pomocy publicznej

Ponieważ dostarczanie kapitału podwyższonego ryzyka zasadniczo stanowi działalność gospodarczą, a państwa członkowskie podejmują działania mające na celu wspieranie udostępniania tego rodzaju kapitału, co może prowadzić do naruszenia konkurencji, kwestią zasadniczą jest określenie, kiedy działania zmierzające do dostarczania lub promocji kapitału podwyższonego ryzyka nie są pomocą w rozumieniu

[3] Przeznaczenie inwestycji kapitału podwyższonego ryzyka zostało dokładnie zdefiniowane na każdym z tych etapów. W fazie zalążkowej inwestycja jest przeznaczana na badanie i stworzenie koncepcji początkowej produktu, a w fazie rozruchu na opracowanie produktów i początkowe wprowadzenie ich na rynek. W fazie ekspansji przedsiębiorstwo jest bliskie osiągnięcia progu rentowności, a inwestycja kapitału podwyższonego ryzyka zostaje przeznaczona na rozszerzenie działalności przedsiębiorstwa w drodze zwiększenia mocy produkcyjnych, rozwoju nowych produktów i rozpatrzenia dalszych możliwości rynkowych.

[4] Mała spółka o średniej kapitalizacji to przedsiębiorstwo zatrudniające nie więcej niż 499 pracowników, którego roczne obroty nie przekraczają 100 mln euro lub którego roczny bilans nie przekracza 86 mln euro. Z kolei spółka o średniej kapitalizacji do celów niniejszych wytycznych oznacza przedsiębiorstwo, w którym liczba pracowników jest nie większa niż 1 500.

Pobrane z czasopisma Annales H - Oeconomia **http://oeconomia.annales.umcs.pl**
Data: 06/11/2026 08:43:19

art. 107 ust. 1 TFUE. Innymi słowy, nie wszystkie działania władz publicznych podejmowane na rzecz programów kapitału podwyższonego ryzyka objęte są definicją pomocy państwa zawartej w art. 107 ust. 1 Traktatu, a tym samym pozostają pod kontrolą Komisji Europejskiej jako pomocowe. Generalna zasada jest taka, że wspieranie udostępniania kapitału podwyższonego ryzyka nie stanowi zakazanej pomocy publicznej w sytuacji, gdy jest dokonywane zgodnie z zasadą prywatnego inwestora działającego w warunkach gospodarki rynkowej lub polega na stosowaniu ogólnych środków interwencji albo ma charakter pomocy *de minimis*. Tam, gdzie wspieranie udostępniania kapitału podwyższonego ryzyka stanowi pomoc publiczną, może to być pomoc dla inwestorów, pomoc przeznaczona na instrument pośredni lub fundusz oraz pomoc dla przedsiębiorstw będących przedmiotem inwestycji. Wyróżnienie możliwości wystąpienia pomocy państwa w rozumieniu art. 107 ust. 1 TFUE na tych trzech poziomach wynika z konieczności monitorowania wsparcia udzielanego przez władze publiczne. W przypadku wsparcia w formie dotacji lub pożyczki zwykle nie ma problemów ze stwierdzeniem, które przedsiębiorstwo jest potencjalnie beneficjentem, aby móc ustalić, czy miał miejsce przypadek udzielenia pomocy publicznej. Jednak niektóre mechanizmy opracowane w celu promowania kapitału podwyższonego ryzyka są bardziej złożone, ponieważ władze publiczne tworzą instrumenty motywacyjne dla jednej grupy przedsiębiorców (inwestorów) w celu zapewnienia środków finansowych innej grupie (np. mniejszym firmom). Zależnie od mechanizmu proponowanego działania nawet w sytuacji, gdy intencją władz publicznych jest tylko udzielenie wsparcia na rzecz tej drugiej grupy, przedsiębiorstwa na jednym lub obu tych poziomach mogą być beneficjentami pomocy państwa[5].

Zgodnie z zasadą inwestora prywatnego inwestycja dokonana przy wykorzystaniu zasobów państwowych i zrealizowana na warunkach, które byłyby możliwe do przyjęcia dla inwestora prywatnego działającego w ramach gospodarki rynkowej przy braku jakiejkolwiek ingerencji ze strony władz publicznych, jest uznawana za dokonaną w warunkach rynkowych. Innymi słowy, przy zachowaniu zasady inwestora prywatnego przy inwestycji w kapitał podwyższonego ryzyka nie występuje element pomocy publicznej, ponieważ w takim przypadku państwo zachowuje się tak jak inni uczestnicy rynku, nie przekazując korzyści ekonomicznej uczestnikom rynku. W przypadku inwestycji kapitału podwyższonego ryzyka zasada ta musi być zachowana na poziomie inwestora, funduszu inwestycyjnego oraz przedsiębiorstwa sektora MŚP, którego dotyczy dana inwestycja[6]. Pomoc publiczna w rozumieniu art.

[5] W pewnych przypadkach działania podejmowane przez dane państwo członkowskie polegają na utworzeniu specjalnego funduszu lub innego środka inwestycyjnego, który ma osobowość prawną odrębną od inwestorów i przedsiębiorstw będących przedmiotem inwestycji. Wówczas konieczne jest również ustalenie, czy dany fundusz lub środek inwestycyjny może być uważany za przedsiębiorstwo korzystające z pomocy państwa.

[6] Aby inwestycja kapitału podwyższonego ryzyka została uznana za dokonaną na zasadach rynkowych, musi być zrealizowana dla zysku i zarządzana według reguł komercyjnych, decyzja o inwestycji w przedsiębiorstwo sektora MŚP jest podejmowana na bazie rozsądnego planu biznesowego oraz wskaźników rynkowych, a jednocześnie została opracowana jasna i realistyczna strategia wyjścia z inwestycji w MŚP.

Pobrane z czasopisma Annales H - Oeconomia **http://oeconomia.annales.umcs.pl**
Data: 06/11/2026 08:43:19

107 ust. 1 TFUE wystąpi wtedy, gdy co najmniej na jednym z wyżej wskazanych trzech poziomów działanie podjęte przez państwo będzie spełniało w sposób kumulatywny przesłanki transferu środków państwowych, selektywności, przyznania korzyści ekonomicznej oraz rzeczywistego lub potencjalnego wpływu środka na konkurencję i wymianę handlową między państwami członkowskimi. Biorąc pod uwagę, że środki wdrażane przez państwo na rzecz wspierania inwestycji kapitału podwyższonego ryzyka mają na celu stworzenie zachęt skierowanych do inwestora prywatnego, skłaniających go do dokonania inwestycji w przedsiębiorstwo sektora MŚP, które bez ingerencji państwa nie miałyby miejsca, warunek ten jest łatwy do spełnienia.

4. Polityka pomocy z perspektywy strategii lizbońskiej i strategii „Europa 2020"

W ujęciu strategii lizbońskiej luka kapitałowa wskazująca na istnienie trwałej nieprawidłowości rynku kapitałowego, uniemożliwiająca dopasowanie popytu i podaży po cenie akceptowalnej dla obu stron, wywiera negatywny wpływ zwłaszcza na sektor małych i średnich przedsiębiorstw. Z jednej strony dotyczy ona wprowadzających innowacyjne rozwiązania przedsiębiorstw sektora wysokich technologii we wczesnych fazach rozwoju, charakteryzujących się dużym potencjałem wzrostu, a z drugiej firm w różnym wieku, z różnych sektorów o zdecydowanie mniejszym potencjale wzrostu, które nie mogą pozyskać źródeł finansowania projektów rozszerzania działalności bez korzystania z zewnętrznego kapitału podwyższonego ryzyka. Elementem łączącym te małe i średnie przedsiębiorstwa jest to, że nie są one w stanie uzyskać potrzebnego im kapitału na rozwijanie działalności, która w przyszłości może generować dochody. Przy braku wymaganego zabezpieczenia i odpowiednio udokumentowanej historii kredytowej mają istotne trudności z dostępem do kredytu bankowego. Etap rozwoju działalności uniemożliwia im pozyskanie środków z rynku kapitałowego, np. w drodze emisji akcji. Dodatkowo prywatni inwestorzy – np. fundusze inwestycyjne – niechętnie podchodzą do inwestycji w małe i średnie przedsiębiorstwa z powodu dość dużego ryzyka towarzyszącego inwestycji w stosunku do oczekiwanej stopy zwrotu, a także z powodu obciążeń administracyjnych przy stosunkowo małej wielkości realizowanej inwestycji, problemów związanych z uzyskaniem pełnych informacji dotyczących możliwości rozwojowych firmy i wysokich kosztów monitorowania oraz wspierania rozwoju przedsiębiorstwa w przypadku dokonania inwestycji [Piechucka, 2010, s. 377].

Niewystarczający poziom inwestycji w potencjalnie dochodowe małe i średnie przedsiębiorstwa, które w założeniach strategii lizbońskiej stanowiły lokomotywę wzrostu innowacyjnej gospodarki, zdeterminował konieczność zaangażowania państwa we wspieranie inwestycji kierowanych do tej grupy podmiotów, sprzyjając im w ten sposób, a czasem nawet umożliwiając dalszy rozwój. W tym kontekście

Pobrane z czasopisma Annales H - Oeconomia **http://oeconomia.annales.umcs.pl**
Data: 06/11/2026 08:43:19

Komisja ustanowiła tzw. próg bezpieczeństwa w wysokości 1,5 mln euro na docelowe przedsiębiorstwo sektora MŚP[7]. Ostatecznie, w związku ze skutkami kryzysu finansowego i gospodarczego z 2008 r., próg ten podwyższono do 2,5 mln euro [Dz. Urz. UE C 329/4 z 7.12.2010]. Komisja uznaje więc zasadniczo, że do tego pułapu na rynku kapitału podwyższonego ryzyka brak jest alternatywnych środków finansowania, co znaczy, że rynek funkcjonuje nieprawidłowo. Środki te sprzyjają tworzeniu funduszy *venture capital* oraz inwestowaniu w dynamicznie rozwijające się małe i średnie przedsiębiorstwa. Ma to szczególne znaczenie w sytuacji gospodarczej, która zwiększa niechęć sektora finansowego w Europie do ponoszenia ryzyka.

Realizacja celu, jakim jest dostęp do finansowania dla MŚP, leży we wspólnym interesie, stanowiąc również podstawę strategii „Europa 2020" [Komisja Europejska, 2010a] – zostały w niej określone ramy strategiczne nowego podejścia do polityki przemysłowej, które powinno spowodować dynamiczny wzrost gospodarki Unii Europejskiej i zwiększyć jej konkurencyjność. W komunikacie tym podkreśla się znaczenie poprawy dostępu do finansowania dla przedsiębiorstw, zwłaszcza MŚP. W szczególności celem inicjatywy przewodniej „Unia innowacji" [Komisja Europejska, 2010b] jest poprawa warunków ramowych i dostępu do finansowania badań i innowacji, tak by innowacyjne rozwiązania przeradzały się w nowe produkty i usługi, które z kolei przyczynią się do wzrostu gospodarczego i tworzenia nowych miejsc pracy. Ponadto inicjatywa przewodnia „Polityka przemysłowa w erze globalizacji" [Komisja Europejska, 2010c] ma służyć poprawie otoczenia biznesu, szczególnie w odniesieniu do MŚP, oraz wspieraniu rozwoju silnej i zrównoważonej bazy przemysłowej, przygotowanej do konkurowania na rynkach światowych. Plan działania na rzecz zasobooszczędnej Europy [Komisja Europejska, 2011a] zawiera z kolei wezwanie do ustanowienia warunków ramowych w celu zwiększenia pewności inwestorów i zapewnienia lepszego dostępu do źródeł finansowania dla przedsiębiorstw, które prowadzą ekologiczne inwestycje, postrzegane jako bardziej ryzykowne lub mające dłuższy okres zwrotu. Należy mieć także na uwadze, że w programie „Small Business Act" [Komisja Europejska, 2008] określono szereg zasad przewodnich w odniesieniu do kompleksowej polityki, która ma wspierać rozwój MŚP. Jedną z tych reguł stanowi ułatwienie dostępu do finansowania dla MŚP. Zasada ta jest również odzwierciedlona w Akcie o jednolitym rynku [Komisja Europejska, 2011b].

W tym kontekście w określonym w 2011 r. „Planie działania na rzecz ułatwienia dostępu do finansowania dla MŚP" [Komisja Europejska, 2011c] i w ramach debaty rozpoczętej w 2013 r. zieloną księgą w sprawie długoterminowego finansowania gospodarki europejskiej [Komisja Europejska, 2013] uznano, że wzrost gospodarki Unii Europejskiej zależy w dużym stopniu od tego, czy MŚP będą się rozwijać

[7] Próg bezpieczeństwa należy interpretować w ten sposób, że środek pomocy w celu zapewnienia kapitału podwyższonego ryzyka musi przewidywać transze kapitału – w całości lub częściowo finansowane w ramach pomocy państwa – których wysokość nie przekracza 1,5 mln euro na docelowe przedsiębiorstwo sektora MŚP w okresie dwunastu miesięcy.

Pobrane z czasopisma Annales H - Oeconomia **http://oeconomia.annales.umcs.pl**
Data: 06/11/2026 08:43:19

wobec poważnych trudności z uzyskaniem finansowania. W celu sprostania temu wyzwaniu podjęto lub zaproponowano inicjatywy polityczne służące temu, aby MŚP stały się bardziej widoczne dla inwestorów, a rynki finansowe bardziej atrakcyjne i dostępne dla MŚP. W tym miejscu należy wskazać dwie inicjatywy dotyczące funduszy inwestycyjnych, tj. rozporządzenie w sprawie funduszy kapitału wysokiego ryzyka w Unii [Dz. Urz. UE L 115/1 z 25.4.2013], które umożliwia funduszom *venture capital* w Unii wprowadzanie ich środków do obrotu oraz pozyskiwanie kapitału na całym rynku wewnętrznym, oraz wniosek dotyczący rozporządzenia w sprawie europejskich długoterminowych funduszy inwestycyjnych [COM(2013) 462 final, 2013/0214 (COD)], którego celem jest wprowadzenie warunków ramowych ułatwiających funkcjonowanie prywatnych funduszy inwestycyjnych wymagających długoterminowego zaangażowania ze strony inwestorów. Poza wspomnianymi szczegółowymi rozporządzeniami ramy regulacyjne dotyczące zarządzania funduszami inwestycyjnymi aktywnymi w zakresie finansowania ryzyka, takimi jak fundusze *private equity*, oraz ich funkcjonowania przedstawiono w dyrektywie w sprawie zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi („dyrektywa w sprawie ZAFI") [Dz.Urz. UE L 174/1 z 1.7.2011].

Zgodnie z tymi inicjatywami politycznymi Komisja Europejska zamierza wykorzystać budżet Unii Europejskiej w celu ułatwienia MŚP dostępu do finansowania, tak aby usunąć strukturalne niedoskonałości rynku, które ograniczają wzrost MŚP. W tym celu przedstawiono wnioski służące zwiększeniu wykorzystania (w kontekście wieloletnich ram finansowych na lata 2014–2020) nowych instrumentów finansowych, takich jak instrumenty finansowe niebędące dotacjami, które mogą przybrać formę instrumentów dłużnych (pożyczek, gwarancji) lub kapitałowych (instrumentów czysto kapitałowych, quasi-kapitałowych instrumentów inwestycyjnych lub innych instrumentów podziału ryzyka). Próbę poprawy wykorzystania środków publicznych za pomocą mechanizmów finansowania opartych na podziale ryzyka będą stanowiły w szczególności unijne programy finansowania COSME [Dz. Urz. L 347/33 z 20.12.2013] i „Horyzont 2020" [Dz. Urz. UE L 347/104 z 20.12.2013]. Będą z nich mogły korzystać MŚP na etapie rozruchu, wzrostu i przenoszenia własności oraz małe spółki o średniej kapitalizacji, a także innowacyjne spółki o średniej kapitalizacji, ze szczególnym naciskiem na działania służące zapewnieniu spójnego wsparcia rynku dzięki innowacjom, z uwzględnieniem wykorzystania wyników w obszarze badań i rozwoju na skalę przemysłową[8].

[8] Ponadto w celu poprawy dostępu do finansowania pożyczkowego Komisja, Europejski Fundusz Inwestycyjny oraz Europejski Bank Inwestycyjny wspólnie utworzyły specjalny instrument podziału ryzyka w ramach Siódmego programu ramowego w zakresie badań („7PR"). Instrument podziału ryzyka pozwoli na udzielanie częściowych gwarancji pośrednikom finansowym w ramach mechanizmu podziału ryzyka, co będzie ograniczało ich ryzyko finansowe i zachęcało do udzielenia pożyczek na rzecz MŚP prowadzących działalność w zakresie badań, rozwoju lub innowacji. Więcej informacji na stronie internetowej: http://www.eif.org/what_we_do/guarantees/RSI/index.htm.

Pobrane z czasopisma Annales H - Oeconomia **http://oeconomia.annales.umcs.pl**
Data: 06/11/2026 08:43:19

Zakończenie

Kwestia oddziaływania pomocy publicznej na finansowanie kapitału podwyższonego ryzyka jest istotna z punktu widzenia zapewnienia większej elastyczności tego typu finansowania. Należy dążyć do osiągnięcia równowagi między celem, jakim jest wyeliminowanie nieprawidłowości na rynku, polegających na dostarczaniu małym i średnim przedsiębiorstwom stosunkowo niewielkiego kapitału w fazie początkowej ich rozwoju i uruchamiania działalności, a także z myślą o ich potencjale innowacyjnym, a ryzykiem, że większa elastyczność może doprowadzić do przeznaczania większej ilości kapitału na finansowanie późniejszych etapów rozwoju, gdy kapitał prywatny jest o wiele łatwiej dostępny i nie ma już potrzeby interwencji ze strony państwa.

Niewątpliwie ograniczona dostępność finansowania stanowi znaczącą przeszkodę w zakładaniu i rozwijaniu przedsiębiorstw w Unii Europejskiej, bowiem ich finansowanie w Europie opiera się w zbyt dużym stopniu na pożyczkach, a w zbyt małym na kapitale podwyższonego ryzyka. Utrudnia to szczególnie przedsiębiorstwom sektora MŚP przyciągnięcie wystarczających funduszy, ponieważ nie mogą one sprostać wymogom stawianym przez tradycyjne instytucje finansowe w zakresie zabezpieczeń. Można zatem powiedzieć, że otoczenie inwestycji z udziałem kapitału podwyższonego ryzyka wymaga dalszej poprawy, a potencjalnych inwestorów powinno się bardziej zachęcać do długoterminowego zaangażowania w rozwój przedsiębiorstw rozpoczynających działalność. Komisja Europejska dostrzega potrzebę aktywnej roli państwa we wdrażaniu środków pomocy publicznej wspierających inwestycje kapitału podwyższonego ryzyka w małe i średnie przedsiębiorstwa we wczesnych fazach rozwoju, które są ukierunkowane na niwelowanie nieprawidłowości w funkcjonowaniu rynku. Środki takie, zawierające jednocześnie efekt zachęty dla inwestora prywatnego do dokonania inwestycji lub zwiększenia jej rozmiarów oraz proporcjonalne do stawianego im celu, mogą sprzyjać zarówno rozwojowi małych i średnich przedsiębiorstw, jak i samego rynku kapitału podwyższonego ryzyka. Ponadto interwencja władz publicznych, która będzie polegać na wspieraniu oraz inicjowaniu inwestycji realizowanych przez inwestorów prywatnych w ramach środków zarządzanych na zasadach rynkowych, może jednocześnie w mniejszym stopniu negatywnie wpływać na konkurencję na rynku, niż ma to miejsce w przypadku bezpośrednich dotacji udzielanych przez państwo.

Bibliografia

1. Dyrektywa 2011/61/UE z dnia 8 czerwca 2011 r. w sprawie zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi i zmiany dyrektyw 2003/41/WE i 2009/65/WE oraz rozporządzeń (WE) nr 1060/2009 i (UE) nr 1095/2010, Dz. Urz. UE L 174/1 z 1.7.2011.

Pobrane z czasopisma Annales H - Oeconomia **http://oeconomia.annales.umcs.pl**
Data: 06/11/2026 08:43:19

2. Komisja Europejska (1999), *Economic reform: report on the functioning of Community product and capital markets*, Brussels, COM(1999) 10 final.
3. Komisja Europejska (2000), *Raport z realizacji planu działania na rzecz kapitału wspólnego ryzyka*, COM(2000) 658 wersja ostateczna.
4. Komisja Europejska (2008), *Najpierw myśl na małą skalę – Program Small Business Act dla Europy*, COM(2008) 394 wersja ostateczna z 25.6.2008.
5. Komisja Europejska (2010a), *Europa 2020 – Strategia na rzecz inteligentnego i zrównoważonego rozwoju sprzyjającego włączeniu społecznemu*, COM(2010) 2020 wersja ostateczna z 3.3.2010.
6. Komisja Europejska (2010b), *Projekt przewodni strategii Europa 2020 – Unia innowacji*, COM(2010) 546 wersja ostateczna z 6.10.2010.
7. Komisja Europejska (2010c), *Zintegrowana polityka przemysłowa w erze globalizacji*, COM(2010) 614 z 28.10.2010.
8. Komisja Europejska (2011a), *Plan działania na rzecz zasobooszczędnej Europy*, COM(2011) 571 wersja ostateczna z 20.9.2011.
9. Komisja Europejska (2011b), *Akt o jednolitym rynku – Dwanaście dźwigni na rzecz pobudzenia wzrostu gospodarczego i wzmocnienia zaufania – Wspólnie na rzecz nowego wzrostu gospodarczego*, COM(2011) 206 wersja ostateczna z 13.1.2011.
10. Komisja Europejska (2011c), *Plan działania na rzecz ułatwienia dostępu do finansowania dla MŚP*, COM(2011) 870 wersja ostateczna z 7.12.2011.
11. Komisja Europejska (2013), *Zielona księga: długoterminowe finansowanie gospodarki europejskiej*, COM(2013) 150 final z 25.3.2013.
12. Komunikat Komisji WE dotyczący pomocy państwa a kapitału podwyższonego ryzyka, Dz. Urz. WE C 235/5 z 21.08.2001.
13. Komunikat Komisji zmieniający wytyczne wspólnotowe w sprawie pomocy państwa na wspieranie inwestycji kapitału podwyższonego ryzyka w małych i średnich przedsiębiorstwach, Dz. Urz. UE C 329/4 z 7.12.2010.
14. Mehta C. (2009), *Risk capital*, [w:] K. Bacon, *European Community Law of State Aid*, Oxford University Press, Oxford–New York.
15. Piechucka K. (2010), *Państwo ryzykant? Pomoc państwa na rzecz wspierania inwestycji kapitału podwyższonego ryzyka w małych i średnich przedsiębiorstwach*, [w:] B. Kurcz (red.), *Prawo i ekonomia konkurencji. Wybrane zagadnienia*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa.
16. *Risk capital: a key to job creation in the European Union*, Brussels 31.03.1998, SEC(1998) 552 final.
17. Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 345/2013 z dnia 17 kwietnia 2013 r. w sprawie europejskich funduszy *venture capital*, Dz. Urz. UE L 115/1 z 25.4.2013.
18. Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 1287/2013 z dnia 11 grudnia 2013 r. ustanawiające program na rzecz konkurencyjności przedsiębiorstw oraz małych i średnich przedsiębiorstw (COSME) (2014–2020) i uchylające decyzję nr 1639/2006/WE, Dz. Urz. UE L 347/33 z 20.12.2013
19. Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 1291/2013 z dnia 11 grudnia 2013 r. ustanawiające „Horyzont 2020" – program ramowy w zakresie badań naukowych i innowacji (2014–2020) oraz uchylające decyzję nr 1982/2006/WE, Dz. Urz. UE L 347/104 z 20.12.2013.
20. Traktat o Unii Europejskiej i Traktat o funkcjonowaniu Unii Europejskiej, wersje skonsolidowane – Dz. Urz. UE C 83 z 30.03.2010.
21. Wniosek dotyczący rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie europejskich długoterminowych funduszy inwestycyjnych, COM(2013) 462 final, 2013/0214 (COD).
22. Wytyczne wspólnotowe w sprawie pomocy państwa na wspieranie inwestycji kapitału podwyższonego ryzyka w małych i średnich przedsiębiorstwach, Dz. Urz. UE C 194/10 z 18.08.2006.
23. Wytyczne Unii w sprawie pomocy państwa na rzecz promowania inwestycji w zakresie finansowania ryzyka, Dz. Urz. UE C 19/4 z 22.1.2014.

Pobrane z czasopisma Annales H - Oeconomia **http://oeconomia.annales.umcs.pl**
Data: 06/11/2026 08:43:19

The state aid in the form of risk capital granted to small and medium-sized enterprises in the European Union

The aim of this article is to present the conditions of admissibility of state aid in the European Union, with particular emphasis on horizontal aid granted in the form of risk capital. Encouraging the development and expansion of new businesses, especially innovative and high-growth businesses, can have a great potential to create jobs. Therefore, an efficient risk finance market for SMEs is crucial for entrepreneurial companies to be able to access the necessary funding at each stage of their development. The existence of a financing gap affecting SMEs, small mid-caps and innovative mid-caps may justify public support measures including through the grant of State aid in certain specific circumstances. If properly targeted, State aid to support the provision of risk finance to those companies can be an effective means to alleviate the identified market failures and to leverage private capital.