

KOMUNIKAT KOMISJI**Wytyczne Unii w sprawie pomocy państwa na rzecz promowania inwestycji w zakresie finansowania ryzyka**

(2014/C 19/04)

SPIS TREŚCI

1.	Wprowadzenie	6
2.	Zakres wytycznych i definicje	9
2.1.	Test prywatnego inwestora	10
2.1.1.	Pomoc dla inwestorów	11
2.1.2.	Pomoc dla pośrednika finansowego lub jego zarządzającego	11
2.1.3.	Pomoc dla przedsiębiorstw, do których trafiają inwestycje	12
2.2.	Pomoc w zakresie finansowania ryzyka podlegająca zgłoszeniu	12
2.3.	Definicje	14
3.	Ocena zgodności pomocy w zakresie finansowania ryzyka	16
3.1.	Wspólne zasady oceny	16
3.2.	Wkład w osiągnięcie wspólnego celu	17
3.2.1.	Szczegółowe cele polityki realizowane przez środek	17
3.2.2.	Pośrednicy finansowi realizujący cele polityki	17
3.3.	Konieczność interwencji państwa	18
3.3.1.	Środki ukierunkowane na kategorie przedsiębiorstw niewchodzące w zakres ogólnego rozporządzenia w sprawie wyłączeń blokowych	19
a)	Małe spółki o średniej kapitalizacji	19
b)	Innowacyjne spółki o średniej kapitalizacji	19
c)	Przedsiębiorstwa otrzymujące inwestycje początkowe w zakresie finansowania ryzyka ponad siedem lat po ich pierwszej sprzedaży komercyjnej	19
d)	Przedsiębiorstwa wymagające inwestycji w zakresie finansowania ryzyka w kwocie przekraczającej limit ustalony w ogólnym rozporządzeniu w sprawie wyłączeń blokowych	20
e)	Alternatywne platformy obrotu niespełniające warunków ogólnego rozporządzenia w sprawie wyłączeń blokowych	20
3.3.2.	Środki o parametrach projektowych niezgodnych z ogólnym rozporządzeniem w sprawie wyłączeń blokowych	21
a)	Instrumenty finansowe z udziałem inwestora prywatnego poniżej progów określonych w ogólnym rozporządzeniu w sprawie wyłączeń blokowych	21

b) Instrumenty finansowe o parametrach projektowych powyżej pułapów przewidzianych w ogólnym rozporządzeniu w sprawie wyłączeń blokowych	21
c) Instrumenty finansowe inne niż gwarancje, w ramach których dokonuje się wyboru inwestorów, pośredników finansowych i ich zarządzających, przyznając pierwszeństwo ochronie przed spadkiem wartości nad asymetrycznym podziałem zysku	21
d) Zachęty fiskalne dla inwestorów korporacyjnych, w tym pośredników finansowych lub ich zarządców działających w charakterze współinwestorów	22
3.4. Stosowność środka pomocy	22
3.4.1. Stosowność w porównaniu z innymi instrumentami polityki i innymi instrumentami pomocy	22
3.4.2. Warunki dotyczące instrumentów finansowych	23
a) Inwestycje kapitałowe	24
b) Długoterminowe instrumenty dłużne: pożyczki	25
c) Instrumenty dłużne stanowiące nierzeczywistą ochronę: gwarancje	26
3.4.3. Warunki dotyczące instrumentów fiskalnych	26
3.4.4. Warunki dotyczące środków wsparcia na rzecz alternatywnych platform obrotu	27
3.5. Efekt zachęty pomocy	27
3.6. Proporcjonalność pomocy	28
3.6.1. Warunki dotyczące instrumentów finansowych	28
3.6.2. Warunki dotyczące instrumentów fiskalnych	29
3.6.3. Warunki dotyczące alternatywnych platform obrotu	30
3.7. Unikanie nadmiernych negatywnych skutków dla konkurencji i handlu	30
3.8. Przejrzystość	31
3.9. Kumulacja	32
4. Ocena	32
5. Przepisy końcowe	33
5.1. Przedłużenie obowiązywania wytycznych w sprawie kapitału podwyższonego ryzyka	33
5.2. Stosowanie przepisów	33
5.3. Właściwe środki	33
5.4. Sprawozdawczość i monitorowanie	33
5.5. Przegląd	34

1. WPROWADZENIE

1. Zgodnie z art. 107 ust. 3 lit. c) Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej Komisja może uznać za zgodną z rynkiem wewnętrznym pomoc państwa na ułatwienie rozwoju niektórych działań gospodarczych, o ile nie zmienia warunków wymiany handlowej w zakresie sprzecznym ze wspólnym interesem. Z przyczyn wskazanych w niniejszych wytycznych Komisja jest zdania, że rozwój rynku finansowania ryzyka oraz poprawa dostępu do finansowania ryzyka dla małych i średnich przedsiębiorstw („MŚP”), małych spółek o średniej kapitalizacji i innowacyjnych spółek o średniej kapitalizacji mają duże znaczenie dla całej gospodarki Unii.
2. Promowanie tworzenia i rozwoju nowych przedsiębiorstw, zwłaszcza przedsiębiorstw innowacyjnych i przedsiębiorstw o dużym wzroście, może w istotny sposób przyczynić się do tworzenia miejsc pracy. Dlatego też wydajny rynek finansowania ryzyka dla MŚP jest kluczowy dla przedsiębiorczych firm, aby mogły uzyskać dostęp do niezbędnego finansowania na każdym etapie swojego rozwoju.
3. Pomimo perspektyw wzrostu MŚP mogą napotykać trudności w uzyskiwaniu dostępu do finansowania, zwłaszcza na początkowych etapach swojego rozwoju. U źródła tych trudności leży problem *niesymetrycznych informacji*: MŚP, szczególnie te nowo powstałe, często nie są w stanie wykazać inwestorom swojej zdolności kredytowej czy też solidności planów operacyjnych. W takich okolicznościach rodzaj aktywnej kontroli, jaką przeprowadzają inwestorzy na potrzeby finansowania większych przedsiębiorstw, może nie być wart inwestycji w przypadku transakcji z udziałem tych MŚP, ponieważ koszty kontroli są zbyt wysokie w porównaniu z wartością inwestycji. Dlatego też prawdopodobne jest, że te MŚP, niezależnie od jakości ich projektu i potencjału wzrostu, nie będą w stanie zdobyć niezbędnego finansowania, dopóki nie będą posiadały udokumentowanej historii działalności i wystarczającego zabezpieczenia. W konsekwencji takich niesymetrycznych informacji rynki finansowania przedsiębiorstw mogą nie zapewniać niezbędnego finansowania kapitałem własnym lub finansowania dłużnego nowo utworzonym MŚP o potencjalnie dużym wzroście, czego wynikiem jest utrzymująca się niedoskonałość rynku kapitałowego uniemożliwiająca dopasowanie popytu i podaży po cenie akceptowalnej dla obu stron, co z kolei ma negatywny wpływ na perspektywę wzrostu tych MŚP. Małe spółki o średniej kapitalizacji i innowacyjne spółki o średniej kapitalizacji mogą w określonych okolicznościach zmagać się z tą samą niedoskonałością rynku.
4. Konsekwencje nieotrzymania finansowania przez przedsiębiorstwo mogą znacznie wykraczać poza taki pojedynczy podmiot, w szczególności ze względu na *efekty zewnętrzne wzrostu*. W wielu dobrze prosperujących sektorach wzrost wydajności nie jest spowodowany wzrostem wydajności w przedsiębiorstwach obecnych na rynku, lecz faktem, że bardziej wydajne i zaawansowane technologicznie przedsiębiorstwa rozwijają się kosztem tych mniej wydajnych (lub wytwarzających przestarzałe produkty). W zakresie, w jakim proces ten jest zakłócany przez potencjalnie dobrze prosperujące przedsiębiorstwa, które nie są w stanie zdobyć finansowania, prawdopodobne jest, że szersze konsekwencje dla wzrostu wydajności będą negatywne. Umożliwienie większej liczbie przedsiębiorstw wejścia na rynek może zatem pobudzić wzrost.
5. Istnienie niedopasowania poziomu płynności wpływającej na MŚP, małe spółki o średniej kapitalizacji i innowacyjne spółki o średniej kapitalizacji może zatem uzasadniać pomoc ze środków publicznych, w tym poprzez przyznanie pomocy państwa w pewnych szczególnych okolicznościach. Jeżeli pomoc państwa na wsparcie zapewniania finansowania ryzyka takim przedsiębiorstwom zostanie dobrze ukierunkowana, może być skutecznym środkiem łagodzenia określonych niedoskonałości rynku i pozyskania kapitału prywatnego.
6. Dostęp do finansowania dla MŚP jest celem leżącym we wspólnym interesie, stanowiącym podstawę strategii „Europa 2020” ⁽¹⁾. W szczególności celem inicjatywy przewodniej „Unia innowacji” ⁽²⁾ jest poprawa warunków ramowych i dostępu do finansowania badań i innowacji, tak by innowacyjne

⁽¹⁾ W szczególności w komunikacie Komisji „Europa 2020 – Strategia na rzecz inteligentnego i zrównoważonego rozwoju sprzyjającego włączeniu społecznemu” (COM(2010) 2020 wersja ostateczna z 3.3.2010) określa się ramy strategiczne nowego podejścia do polityki przemysłowej, które powinno spowodować dynamiczny wzrost gospodarki Unii, który zwiększy konkurencyjność Unii. Podkreśla się w nim znaczenie poprawy dostępu do finansowania dla przedsiębiorstw, zwłaszcza MŚP.

⁽²⁾ Komunikat Komisji „Projekt przewodni strategii Europa 2020 – Unia innowacji”, COM(2010) 546 wersja ostateczna z 6.10.2010.

pomysły 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”⁽³⁾ ma służyć poprawie otoczenia biznesu, szczególnie w odniesieniu do MŚP, oraz wspierania rozwoju silnej i zrównoważonej bazy przemysłowej, przygotowanej do konkurencyjności na rynkach światowych. Plan działania na rzecz zasobooszczędnej Europy⁽⁴⁾ zawiera 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. Ponadto w programie „Small Business Act”⁽⁵⁾ określa się szereg zasad przewodnich w odniesieniu do kompleksowej polityki, która ma wspierać rozwój MŚP. Jedną z tych zasad jest ułatwienie dostępu do finansowania dla MŚP. Zasada ta jest również odzwierciedlona w Akcie o jednolitym rynku⁽⁶⁾.

7. W tym kontekście polityki w „Planie działania na rzecz ułatwienia dostępu do finansowania dla MŚP”⁽⁷⁾ z 2011 r. i w ramach debaty rozpoczętej w 2013 r. zieloną księgą w sprawie długoterminowego finansowania gospodarki europejskiej⁽⁸⁾ uznaje się, że sukces Unii zależy w dużym stopniu od tego, czy MŚP będą się rozwijać, przy czym MŚP często stają jednak 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.
8. Ostatnio podjęto dwie inicjatywy dotyczące funduszy inwestycyjnych: rozporządzenie w sprawie funduszy kapitału wysokiego ryzyka w Unii⁽⁹⁾, przyjęte w 2013 r., które umożliwia funduszom *venture capital* w Unii wprowadzanie ich funduszy do obrotu oraz pozyskiwanie kapitału na całym rynku wewnętrznym, oraz wniosek dotyczący rozporządzenia w sprawie europejskich długoterminowych funduszy inwestycyjnych⁽¹⁰⁾, którego celem jest wprowadzenie warunków ramowych ułatwiających funkcjonowanie prywatnych funduszy inwestycyjnych, które wymagają długoterminowego zaangażowania ze strony inwestorów.
9. Poza wspomnianymi szczegółowymi rozporządzeniami ramy regulacyjne dotyczące zarządzania funduszami inwestycyjnymi aktywnymi w zakresie finansowania ryzyka, takimi jak fundusze *private equity*, i ich funkcjonowania przedstawiono w dyrektywie w sprawie zarządzających alternatywnymi funduszami inwestycyjnymi („dyrektywa w sprawie ZAFI”)⁽¹¹⁾.
10. Zgodnie z tymi inicjatywami politycznymi Komisja zamierza wykorzystać budżet Unii 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 nowych instrumentów finansowych⁽¹²⁾ w kontekście wieloletnich ram finansowych na lata 2014–2020. W szczególności unijne programy finansowania COSME⁽¹³⁾ i „Horyzont 2020”⁽¹⁴⁾ będą stanowiły próbę poprawy wykorzystania środków publicznych za pomocą mechanizmów finansowania opartych na podziale ryzyka, z których będą mogły korzystać MŚP na etapie rozruchu,

⁽³⁾ Komunikat Komisji „Zintegrowana polityka przemysłowa w erze globalizacji”, COM(2010) 614 z 28.10.2010.

⁽⁴⁾ Komunikat Komisji „Plan działania na rzecz zasobooszczędnej Europy”, COM(2011) 571 wersja ostateczna z 20.9.2011.

⁽⁵⁾ Komunikat Komisji „Najpierw myśl na małą skalę – Program »Small Business Act« dla Europy”, COM(2008) 394 wersja ostateczna z 25.6.2008.

⁽⁶⁾ Komunikat Komisji „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.

⁽⁷⁾ Komunikat Komisji „Plan działania na rzecz ułatwienia dostępu do finansowania dla MŚP”, COM(2011) 870 wersja ostateczna z 7.12.2011.

⁽⁸⁾ COM(2013) 150 final z 25.3.2013.

⁽⁹⁾ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 345/2013 z dnia 17 kwietnia 2013 r. w sprawie europejskich funduszy *venture capital* (Dz.U. L 115 z 25.4.2013, s. 1).

⁽¹⁰⁾ Wniosek dotyczący rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie europejskich długoterminowych funduszy inwestycyjnych, COM(2013) 462 final, 2013/0214 (COD).

⁽¹¹⁾ 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.U. L 174 z 1.7.2011, s. 1).

⁽¹²⁾ Instrumenty finansowe obejmują instrumenty finansowe niebędące dotacjami, które mogą przybrać formę instrumentów dłużnych (pożyczek, gwarancji) lub instrumentów kapitałowych (instrumentów czysto kapitałowych, quasi-kapitałowych instrumentów inwestycyjnych lub innych instrumentów podziału ryzyka).

⁽¹³⁾ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 1287/2013 z dnia 11 grudnia 2013 r. ustanawiające program na rzecz konkurencyjności przedsiębiorstw oraz małych i średnich przedsiębiorstw (COSME) (2014–2020) i uchylające decyzję nr 1639/2006/WE (Dz.U. L 347 z 20.12.2013, s. 33).

⁽¹⁴⁾ 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.U. L 347 z 20.12.2013, s. 104).

wzrostu i przenoszenia własności, jak również małe spółki o średniej kapitalizacji i innowacyjne spółki o średniej kapitalizacji, ze szczególnym naciskiem na działania służące zapewnieniu spójnego wsparcia rynku dzięki innowacjom, uwzględniając wykorzystanie wyników w obszarze badań i rozwoju⁽¹⁵⁾ na skalę przemysłową.

11. W obszarze polityki spójności rozporządzenie w sprawie wspólnych przepisów⁽¹⁶⁾ ma na celu ułatwienie stosowania środków z zakresu wdrażania instrumentów finansowych finansowanych przez państwa członkowskie z ich środków z europejskich funduszy strukturalnych i inwestycyjnych poprzez rozszerzenie zakresu stosowania instrumentów kapitałowych i dłużnych, a także uproszczenie oraz zwiększenie elastyczności i skuteczności ich wdrażania⁽¹⁷⁾.
12. W 2012 r. Komisja rozpoczęła konsultacje społeczne⁽¹⁸⁾ w celu zgromadzenia informacji na temat zakresu niedoskonałości rynku wpływających na dostęp MŚP do finansowania dłużnego i kapitałowego oraz na temat stosowności wytycznych z 2006 r. w sprawie kapitału podwyższonego ryzyka⁽¹⁹⁾. Konsultacje społeczne ujawniły, że podstawowe zasady zapisane w tych wytycznych zapewniły solidną podstawę ukierunkowania środków państw członkowskich na wybrane docelowe MŚP przy jednoczesnym ograniczeniu ryzyka wypierania prywatnych inwestorów. Z przeprowadzonych konsultacji społecznych również wynikało, że wytyczne w sprawie kapitału podwyższonego ryzyka były często uznawane za zbyt restrykcyjne pod względem MŚP kwalifikujących się do otrzymania pomocy, form finansowania, instrumentów pomocy, a także struktur finansowania.
13. W komunikacie w sprawie unowocześnienia unijnej polityki w dziedzinie pomocy państwa⁽²⁰⁾ Komisja ustanowiła ambitny program unowocześnienia unijnej polityki w dziedzinie pomocy państwa oparty na trzech głównych celach:
 - a) pobudzeniu trwałego, inteligentnego i sprzyjającego włączeniu społecznemu wzrostu gospodarczego na konkurencyjnym rynku wewnętrznym;
 - b) skupieniu uwagi Komisji w działaniach kontrolnych prowadzonych *ex ante* na sprawach mających największy wpływ na rynek wewnętrzny, przy jednoczesnym wzmocnieniu współpracy państw członkowskich w zakresie egzekwowania reguł pomocy państwa; oraz
 - c) optymalizacji reguł i skróceniu czasu podejmowania decyzji.
14. W związku z powyższym uznano za właściwe przeprowadzenie gruntownego przeglądu systemu pomocy państwa mającego zastosowanie do środków w formie kapitału podwyższonego ryzyka, w tym środków objętych ogólnym rozporządzeniem w sprawie wyłączeń blokowych⁽²¹⁾, tak aby promować wydajniejsze i skuteczniejsze zapewnianie różnych form finansowania ryzyka dla szerszej kategorii kwalifikujących się przedsiębiorstw. W przypadku środków objętych wyłączeniem blokowym zgłoszenie nie jest konieczne, ponieważ zakłada się, że usuwają one niedoskonałość rynku w sposób właściwy i proporcjonalny, wywierając zarazem efekt zachęty i ograniczając wszelkie zakłócenia konkurencji do minimum.

⁽¹⁵⁾ Ponadto w celu poprawy dostępu do finansowania pożyczkowego Komisja, Europejski Fundusz Inwestycyjny oraz Europejski Bank Inwestycyjny utworzyły wspólnie specjalny instrument podziału ryzyka w ramach siódmego programu ramowego w zakresie badań („7PR”). Zob. http://www.eif.org/what_we_do/guarantees/RSI/index.htm W ramach instrumentu podziału ryzyka udzielane są częściowe gwarancje dla pośredników finansowych w ramach mechanizmu podziału ryzyka, co będzie ograniczało ich ryzyko finansowe i zachęcało ich do udzielenia pożyczek na rzecz MŚP prowadzących działalność w zakresie badań, rozwoju lub innowacji.

⁽¹⁶⁾ Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 1303/2013 ustanawiające wspólne przepisy dotyczące Europejskiego Funduszu Rozwoju Regionalnego, Europejskiego Funduszu Społecznego, Funduszu Spójności, Europejskiego Funduszu Rolnego na rzecz Rozwoju Obszarów Wiejskich oraz Europejskiego Funduszu Morskiego i Rybackiego objętych zakresem wspólnych ram strategicznych oraz ustanawiające przepisy ogólne dotyczące Europejskiego Funduszu Rozwoju Regionalnego, Europejskiego Funduszu Społecznego i Funduszu Spójności i Europejskiego Funduszu Morskiego i Rybackiego oraz uchylające rozporządzenie Rady (WE) nr 1083/2006 (Dz.U. L 347 z 20.12.2013, s. 320).

⁽¹⁷⁾ Należy zaznaczyć, że wiele państw członkowskich również ustanowiło środki z zakresu wdrażania podobnych instrumentów finansowych, które są jednak finansowane wyłącznie ze środków krajowych.

⁽¹⁸⁾ Kwestionariusz został opublikowany pod adresem: http://ec.europa.eu/competition/consultations/2012_risk_capital/questionnaire_pl.pdf

⁽¹⁹⁾ Wytyczne wspólnotowe w sprawie pomocy państwa na wspieranie inwestycji kapitału podwyższonego ryzyka w małych i średnich przedsiębiorstwach (Dz.U. C 194 z 18.8.2006, s. 2).

⁽²⁰⁾ Komunikat w sprawie unowocześnienia unijnej polityki w dziedzinie pomocy państwa, COM(2012) 209 final z 8.5.2012.

⁽²¹⁾ Rozporządzenie Komisji (WE) nr 800/2008 uznające niektóre rodzaje pomocy za zgodne ze wspólnym rynkiem w zastosowaniu art. 87 i 88 Traktatu (Dz.U. L 214 z 9.8.2008, s. 3) (obecnie poddawane przeglądowi).

2. ZAKRES WYTYCZNYCH I DEFINICJE

15. Komisja będzie stosowała zasady określone w niniejszych wytycznych w odniesieniu do środków finansowania ryzyka, które nie spełniają wszystkich warunków ustanowionych w ogólnym rozporządzeniu w sprawie wyłączeń blokowych. Zainteresowane państwa członkowskie muszą zgłosić takie środki zgodnie z art. 108 ust. 3 Traktatu, a Komisja przeprowadzi merytoryczną ocenę zgodności, jak określono w sekcji 3 niniejszych wytycznych.
16. Państwa członkowskie mogą jednak również postanowić, że opracują środki finansowania ryzyka w taki sposób, że środki nie będą oznaczały pomocy państwa na mocy art. 107 ust. 1 Traktatu, na przykład ponieważ są one zgodne z testem prywatnego inwestora lub ponieważ spełniają warunki określone w mającym zastosowanie rozporządzeniu w sprawie pomocy *de minimis* ⁽²²⁾. W takich przypadkach nie ma konieczności zgłaszania środków Komisji.
17. Żaden z zapisów niniejszych wytycznych nie może być wykorzystany do zakwestionowania zgodności środków pomocy państwa, które spełniają kryteria określone w innych wytycznych, programach ramowych lub rozporządzeniach. Komisja będzie przykładać szczególną wagę do potrzeby zapobiegania stosowaniu niniejszych wytycznych w celu osiągnięcia celów polityki, które są głównym przedmiotem innych ram, wytycznych i rozporządzeń.
18. Niniejsze wytyczne pozostają bez uszczerbku dla innych rodzajów instrumentów finansowych niż instrumenty objęte niniejszymi wytycznymi, takich jak instrumenty obejmujące sekurytyzację istniejących pożyczek, których ocenę przeprowadza się na podstawie odpowiedniej podstawy prawnej dotyczącej pomocy państwa.
19. Komisja będzie stosować zasady określone w niniejszych wytycznych wyłącznie w odniesieniu do programów finansowania ryzyka. Zasady te nie będą stosowane w odniesieniu do środków finansowania ryzyka *ad hoc* na rzecz poszczególnych przedsiębiorstw, z wyjątkiem środków, których celem jest wspieranie konkretnej alternatywnej platformy obrotu.
20. Należy pamiętać, że środki finansowania ryzyka muszą być wdrażane przez pośredników finansowych lub alternatywne platformy obrotu, z wyjątkiem zachęt podatkowych mających zastosowanie do bezpośrednich inwestycji w kwalifikujących się przedsiębiorstwach. W związku z tym środek, za pomocą którego państwo członkowskie lub podmiot publiczny dokonuje bezpośrednich inwestycji w przedsiębiorstwach bez udziału wspomnianych instrumentów pośrednich, nie wchodzi w zakres zasad pomocy państwa dotyczących finansowania ryzyka określonych w ogólnym rozporządzeniu w sprawie wyłączeń blokowych i niniejszych wytycznych.
21. Biorąc pod uwagę istotniejsze osiągnięcia oraz większe zabezpieczenie dużych przedsiębiorstw, Komisja nie uważa, aby istniała ogólna niedoskonałość rynku w zakresie ich dostępu do finansowania. Wyjątkowo środek finansowania ryzyka może być ukierunkowany na małe spółki o średniej kapitalizacji, zgodnie z sekcją 3.3.1 lit. a), lub na innowacyjne spółki o średniej kapitalizacji, które realizują projekty w zakresie badań, rozwoju technologicznego i innowacji zgodnie z sekcją 3.3.1 lit. b).
22. Przedsiębiorstwa notowane w cedule giełdowej lub w oficjalnym wykazie rynku regulowanego nie mogą być wspierane w ramach środka finansowania ryzyka, ponieważ fakt, że znajdują się w takiej cedule lub wykazie, świadczy o ich zdolności do przyciągania finansowania prywatnego.
23. W przypadku całkowitego braku inwestorów prywatnych środki finansowania ryzyka nie zostaną uznane za zgodne. W takich przypadkach państwo członkowskie musi rozważyć alternatywne warianty polityki, które mogą być bardziej właściwe, aby osiągnąć te same cele i wyniki, takie jak regionalna pomoc inwestycyjna czy pomoc państwa na rozpoczęcie działalności, określone w ogólnym rozporządzeniu w sprawie wyłączeń blokowych.
24. W sytuacji, w której inwestorzy prywatni nie podejmują istotnego ryzyka lub gdy wyłącznie oni odnoszą korzyści, środki finansowania ryzyka nie będą uznawane za zgodne. Podział ryzyka i korzyści jest niezbędnym warunkiem ograniczenia ekspozycji finansowej państwa, jak również zapewnienia godziwego zysku na jego rzecz.

⁽²²⁾ Rozporządzenie Komisji (UE) nr 1407/2013 z dnia 18 grudnia 2013 r. w sprawie stosowania art. 107 i 108 Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej do pomocy *de minimis* (Dz.U. L 352 z 24.12.2013, s. 1); rozporządzenie Komisji (UE) nr 1408/2013 w sprawie stosowania art. 107 i 108 Traktatu o funkcjonowaniu Unii Europejskiej do pomocy *de minimis* w sektorze rolnym (Dz.U. L 352 z 24.12.2013, s. 9); rozporządzenie Komisji (WE) nr 875/2007 w sprawie stosowania art. 87 i 88 Traktatu WE w odniesieniu do pomocy w ramach zasady *de minimis* dla sektora rybołówstwa i zmieniające rozporządzenie (WE) nr 1860/2004 (Dz.U. L 193 z 25.7.2007, s. 6) lub rozporządzenie je zastępujące.

25. Bez uszczerbku dla środka finansowania ryzyka w formie refinansowania określonego w ogólnym rozporządzeniu w sprawie wyłączeń blokowych środków finansowania ryzyka nie może być stosowany w celu wsparcia wykupów.
26. Środek finansowania ryzyka nie będzie uznawany za zgodny z rynkiem wewnętrznym, jeżeli zostanie przyznany na rzecz:
- przedsiębiorstw znajdujących się w trudnej sytuacji określonych w wytycznych wspólnotowych dotyczących pomocy państwa w celu ratowania i restrukturyzacji zagrożonych przedsiębiorstw⁽²³⁾, zgodnie z aktami zmieniającymi lub zastępującymi. MŚP w ciągu siedmiu lat od ich pierwszej sprzedaży komercyjnej, które kwalifikują się do inwestycji w zakresie finansowania ryzyka na podstawie badania *due diligence* przeprowadzonego przez pośrednika finansowego, nie będą jednak uznawane za przedsiębiorstwa znajdujące się w trudnej sytuacji dla celów niniejszych wytycznych, chyba że są przedmiotem postępowania w związku z niewypłacalnością lub spełniają kryteria przewidziane w prawie krajowym, umożliwiające przeprowadzenie przeciw nim zbiorowej procedury upadłościowej na wniosek ich wierzycieli;
 - przedsiębiorstw, którym bezprawnie przyznano pomoc państwa, która nie została w pełni odzyskana.
27. Komisja nie będzie stosować niniejszych wytycznych do pomocy na działalność związaną z wywozem do państw trzecich lub państw członkowskich, mianowicie pomocy bezpośrednio związanej z ilością wywożonych produktów, z tworzeniem i funkcjonowaniem sieci dystrybucyjnej lub z innymi kosztami bieżącymi związanymi z prowadzeniem działalności wywozowej, jak również do pomocy uwarunkowanej pierwszeństwem użycia towarów produkcji krajowej w stosunku do towarów importowanych.
28. Komisja nie będzie stosować niniejszych wytycznych do środków, które nieuchronnie prowadzą – ze względu na związane z nimi warunki lub stosowaną metodę finansowania – do naruszenia prawa Unii⁽²⁴⁾, w szczególności do:
- środków, w przypadku których przyznanie pomocy jest uzależnione od zobowiązania do korzystania z towarów produkcji krajowej lub usług krajowych;
 - środków, które naruszają art. 49 Traktatu dotyczący swobody przedsiębiorczości; w przypadku gdy przyznanie pomocy uzależnione jest od posiadania przez pośredników finansowych, ich zarządzających lub beneficjentów końcowych siedziby głównej w danym państwie członkowskim lub przeniesienia przez nich swojej siedziby głównej do danego państwa członkowskiego. Warunek ten pozostaje bez uszczerbku dla wymogu posiadania przez pośredników finansowych lub ich zarządzających niezbędnej licencji do prowadzenia działalności inwestycyjnej lub działalności związanej z zarządzaniem w danym państwie członkowskim lub posiadania przez beneficjentów końcowych przedsiębiorstwa i prowadzenia działalności gospodarczej na jego obszarze;
 - środków, które naruszają postanowienia art. 63 Traktatu dotyczącego swobodnego przepływu kapitału.

2.1. Test prywatnego inwestora

29. Środki finansowania ryzyka często wiążą się ze złożonymi strukturami tworzącymi zachęty dla pewnej grupy podmiotów gospodarczych (inwestorów) do zapewniania finansowania ryzyka innej grupie podmiotów (kwalifikującym się przedsiębiorstwom). Nawet jeżeli intencją organów publicznych jest zapewnienie korzyści tylko tej drugiej grupie, to w zależności od założeń rządzących danym środkiem z pomocy państwa mogą korzystać przedsiębiorstwa należące do jednej z grup bądź do obu. Ponadto środki finansowania ryzyka zawsze obejmują co najmniej jednego pośrednika finansowego, który może mieć status oddzielny od statusu inwestorów oraz od beneficjentów końcowych, do których trafiają inwestycje. W takich przypadkach konieczne jest również rozważenie, czy pośrednika finansowego można uznać za podmiot korzystający z pomocy państwa.
30. Zasadniczo interwencję publiczną można uznać za niestanowiącą pomocy państwa, jeśli na przykład spełnia test prywatnego inwestora. W myśl tego testu transakcje ekonomiczne, które są przeprowadzane przez organy publiczne lub przedsiębiorstwa zgodnie z normalnymi warunkami rynkowymi i nie prowadzą do powstania korzyści dla ich odpowiednika, nie stanowią pomocy państwa. Bez uszczerbku dla najważniejszej prerogatywy Trybunału Sprawiedliwości Unii Europejskiej, jaką jest orzekanie o istnieniu pomocy, niniejsza sekcja zawiera dodatkowe wytyczne w sprawie stosowania testu prywatnego inwestora w obszarze finansowania ryzyka.

⁽²³⁾ Dz.U. C 244 z 1.10.2004, s. 2; przedłużone na mocy Dz.U. C 156 z 9.7.2009, s. 3 oraz Dz.U. C 296 z 2.10.2012, s. 3.

⁽²⁴⁾ Zob. na przykład wyrok z 2000 r. w sprawie C-156/98 *Niemcy przeciwko Komisji*, Rec. s. I-6857, pkt 78 oraz wyrok z 2008 r. w sprawie C-333/07 *Régie Networks przeciwko Rhone Alpes Bourgogne*, Zb.Orz. s. I-10807, pkt 94–116.

2.1.1. Pomoc dla inwestorów

31. Komisja z reguły uzna, że inwestycja jest zgodna z testem prywatnego inwestora, a tym samym nie stanowi pomocy państwa, jeżeli została ona dokonana na zasadzie równorzędności tak w przypadku inwestorów publicznych, jak i prywatnych⁽²⁵⁾. Inwestycję uznaje się za przeprowadzoną na zasadzie równorzędności, jeżeli została dokonana na takich samych warunkach przez inwestorów publicznych i prywatnych, w przypadku gdy obie kategorie podmiotów interweniują jednocześnie oraz gdy interwencja inwestora prywatnego ma realne znaczenie ekonomiczne.
32. Zakłada się, że transakcja została przeprowadzona na takich samych warunkach, jeżeli inwestorzy publiczni i prywatni są narażeni na to samo ryzyko i mogą czerpać te same korzyści oraz posiadają ten sam poziom podporządkowania w odniesieniu do tej samej klasy ryzyka. Jeżeli inwestor publiczny znajduje się w lepszej sytuacji niż inwestor prywatny, na przykład ponieważ otrzymuje priorytetowy zwrot na czas w porównaniu z inwestorami prywatnymi, środek może również zostać uznany za zgodny z normalnymi warunkami rynkowymi, dopóki inwestorzy prywatni nie otrzymują żadnej korzyści.
33. W obszarze finansowania ryzyka transakcje dokonywane przez inwestorów publicznych i prywatnych zostaną uznane za przeprowadzone jednocześnie, jeżeli inwestorzy prywatni i publiczni współinwestują w beneficjentów końcowych w ramach tej samej transakcji inwestycyjnej. W przypadku inwestycji dokonywanych za pośrednictwem publiczno-prywatnych pośredników finansowych inwestycje dokonane przez inwestorów publicznych i prywatnych zostaną uznane za przeprowadzone jednocześnie.
34. Dodatkowym warunkiem jest to, że finansowanie przekazane przez inwestorów prywatnych, którzy są niezależni od przedsiębiorstw, w które inwestują, musi mieć znaczenie ekonomiczne⁽²⁶⁾ w świetle łącznych inwestycji. Komisja uważa, że w przypadku środków finansowania ryzyka 30 % niezależnych inwestycji prywatnych można uznać za mające znaczenie ekonomiczne.
35. W przypadku gdy inwestycja jest zgodna z testem prywatnego inwestora, Komisja uważa, że przedsiębiorstwa, w których dokonuje się inwestycji, nie są beneficjentami pomocy państwa, ponieważ otrzymywane przez nie inwestycje uznaje się za realizowane na warunkach rynkowych.
36. W przypadku gdy dany środek pozwala inwestorom prywatnym na dokonanie inwestycji finansowania ryzyka w przedsiębiorstwo lub grupę przedsiębiorstw na warunkach korzystniejszych niż czynią to inwestorzy publiczni inwestujący w te same przedsiębiorstwa, wówczas tacy inwestorzy prywatni mogą otrzymać korzyść (inwestycje niedokonywane na zasadzie równorzędności). Korzyść taka może przybrać różne formy, takie jak zwroty uprzywilejowane (zachęty związane ze wzrostem) lub ograniczona ekspozycja na straty w przypadku niedostatecznych wyników transakcji bazowej w porównaniu z inwestorami publicznymi (ochrona przed spadkiem wartości).

2.1.2. Pomoc dla pośrednika finansowego lub jego zarządzającego

37. Komisja jest zasadniczo zdania, że pośrednik finansowy jest narzędziem służącym do transferu pomocy do inwestorów lub przedsiębiorstw, w które dokonuje się inwestycji, i że sam w sobie nie jest beneficjentem pomocy, niezależnie od faktu, czy pośrednik finansowy posiada osobowość prawną, czy też stanowi jedynie zbiór aktywów zarządzanych przez niezależne przedsiębiorstwo zarządzające.
38. Środki wiążące się z bezpośrednimi przelewami na rzecz pośrednika finansowego lub udziałem pośrednika finansowego w inwestowaniu mogą jednak stanowić pomoc, chyba że takie przelewy lub wspólne inwestycje dokonywane są na warunkach, które byłyby możliwe do przyjęcia dla normalnego podmiotu gospodarczego w kontekście gospodarki rynkowej.

⁽²⁵⁾ Inwestorami prywatnymi będą zazwyczaj EFI i EBI inwestujące na własne ryzyko i z własnych środków, banki inwestujące na własne ryzyko i z własnych środków, fundacje prywatne, fundusze zamknięte i anioły biznesu, inwestorzy korporacyjni, zakłady ubezpieczeń, fundusze emerytalno-rentowe, osoby prywatne i instytucje akademickie.

⁽²⁶⁾ Na przykład w sprawie Citynet Amsterdam Komisja uznała, że dwaj inwestorzy prywatni obejmujący łącznie jedną trzecią inwestycji kapitałowych w przedsiębiorstwie (uwzględniając również całościową strukturę udziałową oraz fakt, że ich udziały są wystarczające, by powstała mniejszość zdolna do zablokowania dowolnej strategicznej decyzji spółki) mogą zostać uznani za mających znaczenie ekonomiczne (zob. decyzja Komisji w sprawie C 53/06, Citynet Amsterdam, Niderlandy (Dz.U. L 247 z 16.9.2008, s. 27, pkt 96–100)). Z kolei w sprawie N 429/10, Bank Rolny Grecji (ATE) (Dz.U. C 317 z 29.10.2011, s. 5) udział prywatny wyniósł jedynie 10 % inwestycji w porównaniu z 90-procentowym udziałem państwa, dlatego też Komisja uznała, że warunki równorzędności zasad nie zostały spełnione, ponieważ kapitałowi wniesionemu przez państwo ani nie towarzyszył porównywalny udział prywatnego udziałowca, ani kapitał ten nie był proporcjonalny do liczby udziałów państwa.

39. W przypadku gdy środkiem finansowania ryzyka zarządza podmiot, któremu powierzono zadanie, a podmiot ten nie dokonuje wspólnych inwestycji z danym państwem członkowskim, wówczas podmiot, któremu powierzono zadanie, uznaje się za narzędzie służące do ukierunkowania finansowania, a nie za beneficjenta pomocy, dopóki nie otrzymuje on nadmiernej rekompensaty. W przypadku gdy podmiot, któremu powierzono zadanie, zapewnia finansowanie środka lub dokonuje wspólnych inwestycji z państwem członkowskim w podobny sposób jak pośrednicy finansowi, Komisja będzie musiała ocenić, czy podmiot, któremu powierzono zadanie, otrzymuje pomoc państwa.
40. Jeżeli zarządzający pośrednika finansowego lub przedsiębiorstwo zarządzające (zwani dalej „zarządzającym”) zostali wybrani w drodze otwartej, przejrzystej, niedyskryminacyjnej i obiektywnej procedury kwalifikacyjnej lub wynagrodzenie zarządzającego odzwierciedla w pełni poziom aktualnego wynagrodzenia rynkowego w podobnych sytuacjach, wówczas zakłada się, że zarządzający nie otrzymuje pomocy państwa.
41. Pośrednik finansowy i jego zarządzający, którzy są podmiotami publicznymi i którzy nie zostali wybrani w drodze otwartej, przejrzystej, niedyskryminacyjnej i obiektywnej procedury kwalifikacyjnej, nie zostaną uznani za odbiorców pomocy, jeżeli pobierana przez nich opłata za zarządzanie jest ograniczona, a ich całkowite wynagrodzenie odzwierciedla normalne warunki rynkowe i jest powiązane z wynikami. Ponadto zarządzanie publicznymi pośrednikami finansowymi musi odbywać się na zasadach rynkowych, a ich zarządzający podejmują decyzje inwestycyjne w sposób pozwalający osiągnąć zysk w warunkach pełnej konkurencji z państwem. Ponadto inwestorzy prywatni muszą być wybierani w drodze otwartej, przejrzystej, niedyskryminacyjnej i obiektywnej procedury kwalifikacyjnej na poziomie poszczególnych transakcji. Muszą istnieć odpowiednie mechanizmy wykluczające jakąkolwiek ingerencję państwa w bieżące zarządzanie funduszem publicznym.
42. W przypadku gdy inwestycja państwa poprzez pośrednika finansowego przybiera formę pożyczek lub gwarancji, w tym kontrgwarancji, a warunki określone w komunikacie w sprawie stóp referencyjnych⁽²⁷⁾ lub w obwieszczeniu w sprawie gwarancji⁽²⁸⁾ są spełnione, wówczas pośrednik finansowy nie zostanie uznany za podmiot otrzymujący pomoc państwa.

43. Uznaje się, iż fakt, że pośrednicy finansowi mogą zwiększyć swoje aktywa, a ich zarządzający mogą osiągnąć większe obroty dzięki otrzymywanym prowizjom, stanowi jedynie drugorzędny skutek ekonomiczny środka pomocy, a nie pomoc dla pośredników finansowych lub ich zarządzających. Jeżeli jednak środek finansowania ryzyka opracowano w taki sposób, aby skierować jego drugorzędne skutki ekonomiczne do wcześniej wskazanych indywidualnych pośredników finansowych, wówczas tacy pośrednicy finansowi zostaną uznani za otrzymujących pomoc pośrednią.

2.1.3. Pomoc dla przedsiębiorstw, do których trafiają inwestycje

44. Jeżeli pomoc jest obecna na poziomie inwestorów, pośrednika finansowego lub jego zarządzających, Komisja z reguły uzna, że przynajmniej częściowo została przekazana docelowemu przedsiębiorstwu. Ma to miejsce nawet w przypadkach, w których decyzje inwestycyjne podejmowane są przez zarządzających pośrednika finansowego w oparciu o logikę czysto komercyjną.
45. W przypadku gdy inwestycje w formie pożyczki lub gwarancji dla docelowych przedsiębiorstw dokonywane w ramach środka finansowania ryzyka spełniają warunki określone w komunikacie w sprawie stóp referencyjnych lub w obwieszczeniu w sprawie gwarancji, przedsiębiorstwa te nie zostaną uznane za odbiorców pomocy państwa.

2.2. Pomoc w zakresie finansowania ryzyka podlegająca zgłoszeniu

46. Zgodnie z art. 108 ust. 3 Traktatu państwa członkowskie muszą zgłosić środki finansowania ryzyka, które stanowią pomoc państwa w rozumieniu art. 107 ust. 1 Traktatu (w szczególności jeżeli nie są zgodne z testem prywatnego inwestora), wykraczają poza zakres rozporządzenia w sprawie pomocy *de minimis* i nie spełniają wszystkich warunków pomocy w zakresie finansowania ryzyka ustanowionych w ogólnym rozporządzeniu w sprawie wyłączeń blokowych. Komisja oceni zgodność tych środków z rynkiem wewnętrznym na podstawie art. 107 ust. 3 lit. c) Traktatu. W niniejszych wytycznych kładzie się nacisk na te środki finansowania ryzyka, które najprawdopodobniej zostaną uznane za zgodne z art. 107 ust. 3 lit. c) Traktatu, na podstawie szeregu warunków, które zostaną omówione bardziej szczegółowo w sekcji 3 niniejszych wytycznych. Środki takie wchodzą w zakres następujących trzech kategorii.

⁽²⁷⁾ Komunikat Komisji w sprawie zmiany metody ustalania stóp referencyjnych i dyskontowych (Dz.U. C 14 z 19.1.2008, s. 6).

⁽²⁸⁾ Obwieszczenie Komisji w sprawie zastosowania art. 87 i 88 Traktatu WE do pomocy państwa w formie gwarancji (Dz.U. C 155 z 20.6.2008, s. 10).

47. Pierwsza kategoria obejmuje środki finansowania ryzyka skierowane do przedsiębiorstw, które nie spełniają wszystkich wymogów kwalifikowalności określonych w ogólnym rozporządzeniu w sprawie wyłączeń blokowych w odniesieniu do pomocy w zakresie finansowania ryzyka. W przypadku tych środków Komisja będzie wymagała od państw członkowskich przeprowadzenia dogłębnej analizy *ex ante*, ponieważ nie można już zakładać istnienia niedoskonałości rynku, która wpływa na kwalifikujące się przedsiębiorstwa objęte ogólnym rozporządzeniem w sprawie wyłączeń blokowych. Kategoria ta obejmuje przede wszystkim środki ukierunkowane na następujące przedsiębiorstwa:
- małe spółki o średniej kapitalizacji, które przekraczają progi ustalone w definicji MŚP zawartej w ogólnym rozporządzeniu w sprawie wyłączeń blokowych ⁽²⁹⁾;
 - innowacyjne spółki o średniej kapitalizacji prowadzące działalność w obszarze badań, rozwoju technologicznego i innowacji;
 - przedsiębiorstwa otrzymujące inwestycje początkowe w zakresie finansowania ryzyka ponad siedem lat po ich pierwszej sprzedaży komercyjnej;
 - przedsiębiorstwa wymagające ogólnej inwestycji w zakresie finansowania ryzyka w kwocie przekraczającej limit ustalony w ogólnym rozporządzeniu w sprawie wyłączeń blokowych;
 - alternatywne platformy obrotu niespełniające warunków ogólnego rozporządzenia w sprawie wyłączeń blokowych.
48. Do drugiej kategorii należą te środki, których parametry projektowe różnią się od tych określonych w ogólnym rozporządzeniu w sprawie wyłączeń blokowych, ale które są przeznaczone dla tych samych kwalifikujących się przedsiębiorstw określonych w tym rozporządzeniu. W przypadku tych środków należy dowieść istnienia niedoskonałości rynku wyłącznie w zakresie niezbędnym dla uzasadnienia stosowania parametrów wykraczających poza limity określone w ogólnym rozporządzeniu w sprawie wyłączeń blokowych. Kategoria ta obejmuje przede wszystkim następujące przydatki:
- instrumenty finansowe z udziałem inwestora prywatnego poniżej progów określonych w ogólnym rozporządzeniu w sprawie wyłączeń blokowych;
 - instrumenty finansowe o parametrach projektowych powyżej pułapów przewidzianych w ogólnym rozporządzeniu w sprawie wyłączeń blokowych;
 - instrumenty finansowe, inne niż gwarancje, w ramach których dokonuje się wyboru pośredników finansowych, inwestorów lub zarządzających funduszem, przyznając pierwszeństwo zabezpieczeniu przed potencjalnymi stratami (ochrona przed spadkiem wartości) nad priorytetowymi zwrotami z zysków (zachęty związane ze wzrostem);
 - zachęty fiskalne dla inwestorów korporacyjnych, w tym pośredników finansowych lub ich zarządców działających w charakterze współinwestorów.
49. Trzecia kategoria dotyczy dużych programów, które nie wchodzą w zakres ogólnego rozporządzenia w sprawie wyłączeń blokowych ze względu na duży budżet określony w tym rozporządzeniu. Przeprowadzając taką ocenę, Komisja sprawdzi również, czy spełnione są warunki ustanowione w przepisach dotyczących pomocy w zakresie finansowania ryzyka w ogólnym rozporządzeniu w sprawie wyłączeń blokowych oraz w przypadku zgodności z tymi warunkami oceni, czy projekt środka jest odpowiedni w świetle oceny *ex ante* stanowiącej podstawę zgłoszenia. Jeżeli duży program nie spełnia wszystkich warunków kwalifikowalności i zgodności określonych w wyżej wymienionych przepisach, Komisja należyście rozważy informacje przedstawione w kontekście oceny *ex ante* zarówno odnośnie do istnienia niedoskonałości rynku, jak i stosowności projektu środka. Komisja przeprowadzi ponadto dogłębną ocenę potencjalnych negatywnych skutków, jakie programy te mogłyby wyrzucić na odnośne rynki.
50. W ramach jednego środka finansowania ryzyka można łączyć różne właściwości opisane w pkt 47 do 49 pod warunkiem przedstawienia odpowiednich uzasadnień popartych pełną analizą niedoskonałości rynku.
51. Oprócz odstępstw wyraźnie przewidzianych w niniejszych wytycznych wszystkie pozostałe warunki zgodności określone w ogólnym rozporządzeniu w sprawie wyłączeń blokowych w odniesieniu do pomocy w zakresie finansowania ryzyka stanowią wytyczne do oceny wyżej wymienionych kategorii środków podlegających zgłoszeniu.

⁽²⁹⁾ Załącznik I do rozporządzenia Komisji (WE) nr 800/2008 uznającego niektóre rodzaje pomocy za zgodne ze wspólnym rynkiem w zastosowaniu art. 87 i 88 Traktatu (Dz.U. L 214 z 9.8.2008, s. 3) lub do rozporządzenia je zastępującego.

2.3. Definicje

52. Do celów niniejszych wytycznych:

- (i) „alternatywna platforma obrotu” oznacza wielostronną platformę obrotu zdefiniowaną w art. 4 ust. 1 pkt 15 dyrektywy 2004/39/WE⁽³⁰⁾, w przypadku której większość instrumentów finansowych dopuszczonych do obrotu emitują MŚP;
- (ii) „cena rynkowa” (ang. *arm's length*) oznacza, że warunki transakcji inwestycyjnej między umawiającymi się stronami nie różnią się od tych, na jakich uczyniłyby to niezależne przedsiębiorstwa, oraz nie zawierają jakiegokolwiek elementu pomocy państwa;
- (iii) „wykup” oznacza zakup co najmniej kontrolnego pakietu udziałów w kapitale własnym spółki od obecnych udziałowców w celu przejęcia jej aktywów i działalności;
- (iv) „kwalifikujące się przedsiębiorstwa” oznaczają MŚP, małe spółki o średniej kapitalizacji i innowacyjne spółki o średniej kapitalizacji;
- (v) „podmiot, któremu powierzono zadanie” oznacza Europejski Bank Inwestycyjny, Europejski Fundusz Inwestycyjny, międzynarodową instytucję finansową, w której państwo członkowskie posiada akcje lub udziały, lub instytucję finansową z siedzibą w państwie członkowskim, dążącą do osiągnięcia celów interesu publicznego pod nadzorem organu publicznego, podmiot prawa publicznego lub podmiot prawa prywatnego realizujący misję publiczną. Podmiot, któremu powierzono zadanie, może zostać wybrany lub powołany bezpośrednio zgodnie z przepisami dyrektywy 2004/18/WE⁽³¹⁾ lub późniejszymi przepisami zastępującymi tę dyrektywę w całości lub w części;
- (vi) „inwestycja kapitałowa” oznacza wniesienie do przedsiębiorstwa kapitału zainwestowanego pośrednio lub bezpośrednio w zamian za odpowiednie udziały w strukturze własności tego przedsiębiorstwa;
- (vii) „wyjście” oznacza likwidację udziałów/akcji przeprowadzoną przez pośrednika finansowego lub inwestora, w tym sprzedaż na rzecz inwestora branżowego, odpisanie jako straty, spłatę udziałów/akcji/pożyczek uprzywilejowanych, sprzedaż na rzecz innego pośrednika finansowego lub inwestora, sprzedaż na rzecz instytucji finansowej, sprzedaż w drodze oferty publicznej, łącznie z pierwszą ofertą publiczną;
- (viii) „godziwa stopa zwrotu” oznacza oczekiwaną wewnętrzną stopę zwrotu równoważną stopie dyskontowej skorygowanej o ryzyko, odzwierciedlającą poziom ryzyka inwestycji oraz charakter i wielkość kapitału, jaki mają zainwestować inwestorzy prywatni;
- (ix) „beneficjent końcowy” oznacza kwalifikujące się przedsiębiorstwo, które otrzymało inwestycję w ramach środka pomocy państwa w zakresie finansowania ryzyka;
- (x) „pośrednik finansowy” oznacza każdą instytucję finansową, bez względu na jej postać czy prawo własności, w tym fundusz funduszy, prywatne fundusze inwestycyjne, publiczne fundusze inwestycyjne, banki, instytucje mikrofinansowe oraz towarzystwa gwarancyjne;
- (xi) „pierwsza sprzedaż komercyjna” oznacza pierwszą sprzedaż przez przedsiębiorstwo na rynku produktów lub usług, poza ograniczoną sprzedażą w celu badania rynku;
- (xii) „transza pierwszej straty” oznacza najbardziej podporządkowaną transzę ryzyka, która wiąże się z największym ryzykiem straty, obejmującą oczekiwane straty docelowego portfela;
- (xiii) „inwestycja kontynuacyjna” oznacza dodatkową inwestycję w spółkę dokonywaną po co najmniej jednej wcześniejszej rundzie inwestycji w zakresie finansowania ryzyka;
- (xiv) „gwarancja” oznacza pisemne zobowiązanie do przyjęcia odpowiedzialności za całość lub część nowo powstałych transakcji pożyczkowych osoby trzeciej w zakresie finansowania ryzyka, takich jak instrumenty dłużne lub leasingowe, jak również instrumenty quasi-kapitałowe;
- (xv) „pułap gwarancji” oznacza maksymalną ekspozycję inwestora publicznego wyrażoną jako odsetek całkowitych inwestycji dokonanych w ramach gwarantowanego portfela;

⁽³⁰⁾ Dyrektywa 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie rynków instrumentów finansowych (Dz.U. L 145 z 30.4.2004, s. 1).

⁽³¹⁾ Dyrektywa 2004/18/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 31 marca 2004 r. w sprawie koordynacji procedur udzielania zamówień publicznych na roboty budowlane, dostawy i usługi (Dz.U. L 134 z 30.4.2004, s. 114).

- (xvi) „stopa gwarancji” oznacza odsetek pokrycia straty przez inwestora publicznego w każdej transakcji kwalifikującej się w ramach środka pomocy państwa w zakresie finansowania ryzyka;
- (xvii) „niezależny inwestor prywatny” oznacza inwestora prywatnego, który nie jest udziałowcem/akcjonariuszem kwalifikującego się przedsiębiorstwa, w które inwestuje, w tym anioły biznesu i instytucje finansowe, bez względu na ich prawo własności, w zakresie, w jakim ponoszą one pełne ryzyko związane ze swoimi inwestycjami; po utworzeniu nowej spółki wszyscy inwestorzy prywatni, w tym założyciele, są uważani za niezależnych od tej spółki;
- (xviii) „innovacyjna spółka o średniej kapitalizacji” oznacza spółkę o średniej kapitalizacji, której wydatki na badania, rozwój technologiczny i innowacje zdefiniowane w ogólnym rozporządzeniu w sprawie wyłączeń blokowych wynoszą: a) co najmniej 15 % jej całkowitych kosztów operacyjnych w co najmniej jednym z trzech lat poprzedzających pierwszą inwestycję w ramach środka pomocy państwa w zakresie finansowania ryzyka lub b) rocznie co najmniej 10 % jej całkowitych kosztów operacyjnych w ciągu trzech lat poprzedzających pierwszą inwestycję w ramach środka pomocy państwa w zakresie finansowania ryzyka;
- (xix) „instrument pożyczkowy” oznacza umowę zobowiązującą pożyczkodawcę do udostępnienia pożyczkobiorcy uzgodnionej kwoty w uzgodnionym czasie, zgodnie z którą pożyczkobiorca ma obowiązek spłacić tę kwotę w uzgodnionym okresie; może on przybrać formę pożyczki lub innego instrumentu finansowania, w tym leasingu, który zapewnia pożyczkodawcy dominujący element minimalnego zysku;
- (xx) „spółka o średniej kapitalizacji” do celów niniejszych wytycznych oznacza przedsiębiorstwo, w którym liczba pracowników nie przekracza 1 500, zgodnie z obliczeniami na podstawie art. 3, 4 i 5 załącznika I do ogólnego rozporządzenia w sprawie wyłączeń blokowych. Do celów stosowania niniejszych wytycznych kilka podmiotów uznaje się za jedno przedsiębiorstwo, jeżeli spełniony jest którykolwiek z warunków wymienionych w art. 3 ust. 3 załącznika I do ogólnego rozporządzenia w sprawie wyłączeń blokowych. Niniejsza definicja pozostaje bez uszczerbku dla innych definicji stosowanych w odniesieniu do wdrażania instrumentów finansowych w ramach programów UE nie zawierających elementów pomocy państwa;
- (xxi) „osoba fizyczna” oznacza osobę inną niż osoba prawna, która nie jest przedsiębiorstwem w rozumieniu art. 107 ust. 1 Traktatu;
- (xxii) „nowa pożyczka” oznacza nowy instrument pożyczkowy na rzecz finansowania nowych inwestycji lub kapitału obrotowego, z wyłączeniem refinansowania istniejących pożyczek;
- (xxiii) „refinansowanie” oznacza zakup istniejących udziałów/akcji spółki od wcześniejszego inwestora lub udziałowca/akcjonariusza;
- (xxiv) „inwestycja w zakresie finansowania ryzyka” oznacza inwestycje kapitałowe i quasi-kapitałowe, pożyczki, w tym leasing, gwarancje lub połączenie obu, na rzecz kwalifikujących się przedsiębiorstw;
- (xxv) „inwestycja quasi-kapitałowa” oznacza rodzaj finansowania mieszczący się między kapitałem własnym a długiem, charakteryzujący się większym ryzykiem niż dług uprzywilejowany, a niższym niż kapitał podstawowy, z którego zwrot dla posiadacza udziałów/akcji jest oparty głównie na zyskach lub stratach odnoszonych przez bazowe przedsiębiorstwo docelowe i który nie jest zabezpieczony na wypadek niewykonania zobowiązań. Inwestycje quasi-kapitałowe mogą mieć taką strukturę, jak dług, który jest niezabezpieczony i podporządkowany, w tym dług mezzaninowy, a w niektórych przypadkach wymieniały na udziały, lub jak udziały preferencyjne;
- (xxvi) „małe i średnie przedsiębiorstwo (MŚP)” oznacza przedsiębiorstwo zgodnie z definicją zawartą w załączniku I do ogólnego rozporządzenia w sprawie wyłączeń blokowych;
- (xxvii) „mała spółka o średniej kapitalizacji” oznacza przedsiębiorstwo zatrudniające nie więcej niż 499 pracowników, zgodnie z obliczeniami na podstawie art. 3–5 załącznika I do ogólnego rozporządzenia w sprawie wyłączeń blokowych, którego roczne obroty nie przekraczają 100 mln EUR lub którego roczny bilans nie przekracza 86 mln EUR. Do celów stosowania niniejszych wytycznych kilka podmiotów uznaje się za jedno przedsiębiorstwo, jeżeli spełniony jest którykolwiek z warunków wymienionych w art. 3 ust. 3 załącznika I do ogólnego rozporządzenia w sprawie wyłączeń blokowych. Niniejsza definicja pozostaje bez uszczerbku dla innych definicji stosowanych w odniesieniu do wdrażania instrumentów finansowych w ramach programów UE nie zawierających elementów pomocy państwa;

(xxviii) „całkowite finansowanie” oznacza maksymalną kwotę inwestycji ogółem dokonanych w kwalifikujące się przedsiębiorstwo za pośrednictwem co najmniej jednej inwestycji w zakresie finansowania ryzyka, uwzględniając inwestycje kontynuacyjne, w ramach jakiegokolwiek środka pomocy państwa w zakresie finansowania ryzyka, z wyłączeniem inwestycji całkowicie prywatnych dokonywanych na zasadach rynkowych i nieobjętych zakresem środka pomocy państwa w zakresie finansowania ryzyka;

(xxix) „nienotowane przedsiębiorstwo” oznacza przedsiębiorstwo, które nie jest notowane w cedule giełdowej, z wyjątkiem alternatywnych platform obrotu.

3. OCENA ZGODNOŚCI POMOCY W ZAKRESIE FINANSOWANIA RYZYKA

3.1. Wspólne zasady oceny

53. Aby ocenić, czy zgłoszony środek pomocy można uznać za zgodny z rynkiem wewnętrznym, Komisja z reguły analizuje, czy projekt środka pomocy gwarantuje, że pozytywny wpływ pomocy na osiągnięcie celu leżącego we wspólnym interesie przewyższa jej potencjalny negatywny wpływ na handel między państwami członkowskimi i konkurencję.
54. W komunikacie w sprawie unowocześnienia unijnej polityki w dziedzinie pomocy państwa z dnia 8 maja 2012 r. wezwano do ustalenia i zdefiniowania wspólnych zasad mających zastosowanie do oceny zgodności wszystkich środków pomocy ze wspólnym rynkiem, przeprowadzanej przez Komisję. Dlatego też Komisja uzna środek pomocy za zgodny z Traktatem, wyłącznie jeśli spełnia on każde z poniższych kryteriów:
- a) wkład w osiągnięcie jasno określonego celu leżącego we wspólnym interesie: środek pomocy państwa musi dążyć do osiągnięcia celu leżącego we wspólnym interesie zgodnie z art. 107 ust. 3 Traktatu (sekcja 3.2);
 - b) konieczność interwencji państwa: środek pomocy państwa musi być ukierunkowany na sytuację, w której może przynieść istotną poprawę, a której rynek nie może osiągnąć samodzielnie, usuwając niedoskonałość rynku (sekcja 3.3);
 - c) stosowność środka pomocy: środek pomocy państwa musi być właściwym instrumentem polityki do osiągnięcia celu leżącego we wspólnym interesie (sekcja 3.4);
 - d) efekt zachęty: środek pomocy państwa musi zmieniać zachowanie zainteresowanego przedsiębiorstwa lub zainteresowanych przedsiębiorstw w taki sposób, że zaangażują się one w dodatkową działalność, której nie zrealizowałyby w przypadku braku środka lub którą zrealizowałyby w inny lub ograniczony sposób (sekcja 3.5);
 - e) proporcjonalność pomocy (pomoc ograniczona do minimum): środek pomocy państwa musi być ograniczony do minimum niezbędnego do pobudzenia dodatkowych inwestycji lub działalności ze strony zainteresowanego przedsiębiorstwa lub zainteresowanych przedsiębiorstw (sekcja 3.6);
 - f) uniknięcie nadmiernych negatywnych skutków dla konkurencji i handlu między państwami członkowskimi: negatywne skutki środka pomocy państwa muszą być dostatecznie ograniczone, tak aby ogólny bilans środka był dodatni (sekcja 3.7);
 - g) przejrzystość pomocy: państwa członkowskie, Komisja, podmioty gospodarcze i opinia publiczna muszą mieć łatwy dostęp do wszystkich aktów dotyczących pomocy oraz do stosownych informacji na temat przyznanej pomocy (sekcja 3.8).
55. Ogólny bilans niektórych kategorii programów może zostać dodatkowo objęty wymogiem przeprowadzenia oceny *ex post*, jak opisano w sekcji 4 poniżej. W takich przypadkach Komisja może ograniczyć czas trwania tych programów, z możliwością zgłoszenia ich przedłużenia.
56. Przy ocenie zgodności jakiegokolwiek pomocy z rynkiem wewnętrznym Komisja weźmie pod uwagę wszelkie postępowania dotyczące naruszenia art. 101 lub 102 Traktatu, które mogą dotyczyć beneficjenta pomocy i które mogą być istotne dla jej oceny na podstawie art. 107 ust. 3 Traktatu⁽³²⁾.

⁽³²⁾ Zob. wyrok z 1993 r. w sprawie C-225/91 *Matra* przeciwko Komisji, Rec. s. I-3203, pkt 42.

3.2. Wkład w osiągnięcie wspólnego celu

57. Pomoc państwa musi przyczyniać się do osiągnięcia co najmniej jednego z celów leżących we wspólnym interesie w rozumieniu art. 107 ust. 3 Traktatu. W przypadku pomocy w zakresie finansowania ryzyka ogólny cel polityki polega na poprawie dostępu do finansowania dla rentownych MŚP, począwszy od etapu utworzenia, aż po etapy wzrostu, oraz w niektórych okolicznościach małym spółkom o średniej kapitalizacji i innowacyjnym spółkom o średniej kapitalizacji, tak aby w dłuższej perspektywie utworzyć konkurencyjny rynek finansowania przedsiębiorstw w Unii, który powinien przyczynić się do ogólnego wzrostu gospodarczego.

3.2.1. Szczegółowe cele polityki realizowane przez środek

58. Środek musi określać szczegółowe cele polityki służące osiągnięciu ogólnych celów polityki, wyznaczone w pkt 57 powyżej. W tym celu państwo członkowskie musi przeprowadzić ocenę *ex ante*, aby zidentyfikować szczegółowe cele polityki i określić odpowiednie wskaźniki wykonania. Wielkość i czas trwania środka powinny być adekwatne do celów polityki. Wskaźniki wykonania mogą obejmować przede wszystkim:

- a) wymagane lub przewidywane inwestycje sektora prywatnego;
- b) oczekiwaną liczbę beneficjentów końcowych inwestycji, w tym liczbę nowych MŚP;
- c) szacowaną liczbę nowych przedsiębiorstw utworzonych w trakcie wdrażania środka finansowania ryzyka oraz w rezultacie inwestycji w zakresie finansowania ryzyka;
- d) liczbę miejsc pracy utworzonych w przedsiębiorstwach będących beneficjentami końcowymi w okresie od daty pierwszej inwestycji w zakresie finansowania ryzyka w ramach środka finansowania ryzyka do momentu wyjścia;
- e) w stosownych przypadkach odsetek inwestycji przeprowadzonych zgodnie z testem prywatnego inwestora;
- f) główne etapy i terminy, do których należy zainwestować pewne wcześniej określone kwoty lub pewną część budżetu;
- g) oczekiwany zwrot/zysk, jaki wygenerują inwestycje;
- h) w stosownych przypadkach zgłoszenia patentowe złożone przez beneficjentów końcowych w trakcie wdrażania środka finansowania ryzyka.

59. Wskaźniki, o których mowa w pkt 58, są istotne zarówno z punktu widzenia oceny skuteczności środka, jak i oceny słuszności strategii inwestycyjnych opracowanych przez pośrednika finansowego w kontekście procedury wyboru.

3.2.2. Pośrednicy finansowi realizujący cele polityki

60. Aby zagwarantować, że pośrednicy finansowi zaangażowani w środek finansowania ryzyka zrealizują istotne cele polityki, muszą oni spełniać warunki ustanowione w pkt 61 i 62 poniżej.

61. Strategia inwestycyjna pośrednika finansowego musi być dostosowana do celów polityki realizowanych przez środek. W ramach procedury wyboru pośrednicy finansowi muszą wykazać, w jaki sposób proponowana przez nich strategia inwestycyjna może przyczynić się do osiągnięcia celów ogólnych i szczegółowych polityki.

62. Państwo członkowskie musi zagwarantować, że strategia inwestycyjna pośredników cały czas zachowuje zgodność z uzgodnionymi szczegółowymi celami polityki, na przykład poprzez odpowiednie mechanizmy monitorowania i sprawozdawczości oraz udział przedstawicieli inwestorów publicznych w organach reprezentujących inwestorów publicznych, takich jak rada nadzorcza czy rada doradcza. Odpowiednia struktura zarządzania musi gwarantować, że znaczące zmiany strategii inwestycyjnej wymagają uprzedniej zgody państwa członkowskiego. W celu uniknięcia wątpliwości państwo członkowskie nie może bezpośrednio uczestniczyć w podejmowaniu indywidualnych decyzji inwestycyjnych i decyzji o zbyciu inwestycji.

3.3. Konieczność interwencji państwa

63. Pomoc państwa może być uzasadniona jedynie wówczas, gdy jest ukierunkowana na konkretne niedoskonałości rynku wpływające na osiągnięcie wspólnego celu. Komisja jest zdania, że nie istnieje ogólna niedoskonałość rynku, jeżeli chodzi o dostęp do finansowania dla MŚP, a jedynie niedoskonałość związana z określonymi grupami MŚP, w zależności od specyficznego kontekstu ekonomicznego danego państwa członkowskiego. Dotyczy to w szczególności, ale nie wyłącznie, MŚP na początkowych etapach rozwoju, które pomimo perspektyw wzrostu nie są w stanie wykazać inwestorom swojej zdolności kredytowej czy też solidności planów operacyjnych. Zakres takiej niedoskonałości rynku, zarówno pod względem dotkniętych nią przedsiębiorstw, jak i ich wymogu kapitałowego, może się różnić w zależności od sektora, w którym prowadzą one działalność. Ze względu na niesymetryczne informacje rynek ma trudności z oceną profilu ryzyka i zysku takich MŚP oraz ich zdolności do generowania zwrotu skorygowanego o ryzyko. Trudności napotymane przez te MŚP przy wymianie informacji na temat jakości ich projektu oraz fakt, że są one postrzegane jako ryzykowne i posiadające niską zdolność kredytową, prowadzą do wyższych kosztów transakcji i pośrednictwa oraz mogą zwiększyć niechęć inwestorów do podejmowania ryzyka. Małe spółki o średniej kapitalizacji i innowacyjne spółki o średniej kapitalizacji mogą napotykać podobne trudności, a zatem mogą zmagać się z tą samą niedoskonałością rynku.
64. Dlatego też środek finansowania ryzyka musi się opierać na ocenie *ex ante*, która wykazuje istnienie niedopasowania poziomu płynności wpływającej na kwalifikujące się przedsiębiorstwa w docelowym etapie rozwoju, obszarze geograficznym oraz, w stosownych przypadkach, sektorze gospodarki. Środek finansowania ryzyka musi być zaprojektowany w taki sposób, aby usuwać niedoskonałości rynku wskazane w ocenie *ex ante*.
65. Konieczne jest przeanalizowanie zarówno problemów strukturalnych, jak i cyklicznych (to znaczy związanych z kryzysem) prowadzących do nieoptymalnych poziomów finansowania prywatnego. Ocena musi przede wszystkim zapewniać szczegółową analizę źródeł finansowania dostępnych dla kwalifikujących się przedsiębiorstw, z uwzględnieniem liczby istniejących pośredników finansowych w docelowym obszarze geograficznym, ich charakteru publicznego lub prywatnego, wielkości inwestycji skierowanych do danego segmentu rynku, liczby potencjalnych kwalifikujących się przedsiębiorstw oraz średnich wartości poszczególnych transakcji. Analiza taka powinna opierać się na danych obejmujących okres pięciu lat poprzedzających zgłoszenie środka finansowania ryzyka i na tej podstawie należy w niej oszacować charakter i wielkość niedopasowania poziomu płynności, tj. poziomu niezaspokojonego popytu kwalifikujących się przedsiębiorstw na finansowanie.
66. Ocenę *ex ante* powinien w miarę możliwości przeprowadzić niezależny podmiot na podstawie obiektywnych i aktualnych informacji. Państwa członkowskie mogą przedłożyć istniejące oceny, pod warunkiem że zostały one sporządzone nie wcześniej niż trzy lata przed zgłoszeniem środka finansowania ryzyka. W przypadku gdy środek finansowania ryzyka jest częściowo finansowany z europejskich funduszy strukturalnych i inwestycyjnych, państwo członkowskie może przedłożyć ocenę *ex ante* przygotowaną zgodnie z art. 37 ust. 2 rozporządzenia w sprawie wspólnych przepisów⁽³³⁾, co zostanie uznane za spełnienie wymogów określonych w niniejszych wytycznych. Przy analizie wyników oceny *ex ante* Komisja zastrzega sobie prawo do zakwestionowania ważności danych w świetle dostępnych informacji.
67. Aby zagwarantować, że pośrednicy finansowi zaangażowani w środek usuwają zidentyfikowane niedoskonałości rynku, należy przeprowadzić badanie *due diligence* w celu zapewnienia opartej na rzetelnych zasadach rynkowych strategii inwestycyjnej koncentrującej się na zidentyfikowanym celu polityki oraz spełniającej określone wymogi kwalifikowalności i ograniczenia w zakresie finansowania. W szczególności państwa członkowskie muszą wybrać pośredników finansowych, którzy są w stanie wykazać, że proponowana przez nich strategia inwestycyjna jest oparta na rzetelnych zasadach rynkowych oraz obejmuje odpowiednią politykę dywersyfikacji ryzyka mającą na celu osiągnięcie rentowności i wydajnej skali pod względem wielkości i zasięgu terytorialnego inwestycji.

⁽³³⁾ Porównaj: przypis 15.

68. Ponadto ocena *ex ante* musi uwzględniać konkretne niedoskonałości rynku, z jakimi mierzą się docelowe kwalifikujące się przedsiębiorstwa, w oparciu o dodatkowe wskazówki określone w pkt 69–88.

3.3.1. Środki ukierunkowane na kategorie przedsiębiorstw niewchodzące w zakres ogólnego rozporządzenia w sprawie wyłączeń blokowych

a) Małe spółki o średniej kapitalizacji

69. Zakres ogólnego rozporządzenia w sprawie wyłączeń blokowych jest ograniczony do MŚP kwalifikujących się do otrzymania pomocy. Niektóre przedsiębiorstwa, których liczba personelu lub progi finansowe nie spełniają wartości określonych w definicji MŚP, mogą jednak napotkać podobne ograniczenia w zakresie finansowania.

70. Rozszerzenie zakresu kwalifikujących się przedsiębiorstw w ramach środka finansowania ryzyka na małe spółki o średniej kapitalizacji może być uzasadnione w zakresie, w jakim zapewnia zachętę dla inwestorów prywatnych do inwestowania w bardziej zdywersyfikowany portfel zapewniający większe możliwości wejścia i wyjścia. Włączenie małych spółek o średniej kapitalizacji do takiego portfela może zmniejszyć ryzyko na poziomie portfela, a tym samym zwiększyć zwrot z inwestycji. Może to być zatem szczególnie skuteczny sposób przyciągania inwestorów instytucjonalnych do bardziej ryzykownych przedsiębiorstw na początkowych etapach działalności.

71. W świetle powyższego oraz pod warunkiem, że ocena *ex ante* zawiera odpowiednie dowody ekonomiczne na poparcie takiego działania, wspieranie małych spółek o średniej kapitalizacji może być uzasadnione. W swojej ocenie Komisja uwzględni nakład pracy i kapitału w docelowych przedsiębiorstwach, jak również inne kryteria odzwierciedlające konkretne ograniczenia w dostępie do finansowania, które dotyczą małych spółek o średniej kapitalizacji (na przykład wystarczające zabezpieczenie na potrzeby dużej pożyczki).

b) Innowacyjne spółki o średniej kapitalizacji

72. W niektórych okolicznościach spółki o średniej kapitalizacji również mogłyby napotkać ograniczenia w zakresie finansowania porównywalne z tymi, które dotyczą MŚP. Może się tak zdarzyć w przypadku spółek o średniej kapitalizacji prowadzących działalność w obszarze badań, rozwoju technologicznego i innowacji równoległe z inwestycjami początkowymi w zdolność produkcyjną, z uwzględnieniem powielania rynkowego, których dotychczasowa historia działalności nie pozwala potencjalnym inwestorom na poczynienie odpowiednich założeń co do przyszłych szans rynkowych w odniesieniu do rezultatów takiej działalności. W takim przypadku środek pomocy państwa w zakresie finansowania ryzyka może być takim innowacyjnym spółkom o średniej kapitalizacji niezbędny do zwiększenia swoich zdolności produkcyjnych do zrównoważonego poziomu, na którym mogą samodzielnie przyciągać finansowanie prywatne. Jak zauważono w pkt 3.3.1 lit. a), włączenie takich innowacyjnych spółek o średniej kapitalizacji do portfela inwestycyjnego może być dla pośrednika finansowego skutecznym sposobem na zaoferowanie zdywersyfikowanego zestawu możliwości inwestycyjnych przyciągających szersze grono potencjalnych inwestorów.

c) Przedsiębiorstwa otrzymujące inwestycje początkowe w zakresie finansowania ryzyka ponad siedem lat po ich pierwszej sprzedaży komercyjnej

73. Ogólne rozporządzenie w sprawie wyłączeń blokowych obejmuje MŚP, które otrzymują inwestycje początkowe w ramach środka finansowania ryzyka przed ich pierwszą sprzedażą komercyjną na rynku lub w ciągu siedmiu lat po pierwszej sprzedaży komercyjnej. Po upływie tego siedmioletniego okresu wyłączenie blokowe obejmuje jedynie inwestycje kontynuacyjne. Niektóre rodzaje przedsiębiorstw mogą jednak zostać uznane za nadal znajdujące się na etapie rozwoju/rozruchu, jeśli nawet po upływie tego siedmioletniego okresu nie udowodniły jeszcze w sposób wystarczający swoich zdolności do generowania zysku lub nie mają wystarczająco solidnej historii działalności i zabezpieczenia. Może to dotyczyć sektorów wysokiego ryzyka, takich jak sektor biotechnologiczny, sektor kultury i sektor kreatywny, a mówiąc ogólniej – innowacyjnych MŚP⁽³⁴⁾. Ponadto przedsiębiorstwa, które dysponują wystarczającym kapitałem wewnętrznym na sfinansowanie działalności początkowej, mogą wymagać finansowania zewnętrznego dopiero na późniejszym etapie, na przykład w celu zwiększenia swoich zdolności w przekształcaniu działalności gospodarczej na małą skalę w działalność na większą skalę. Może to wymagać wyższej kwoty inwestycji niż kwota, jaką są w stanie pokryć z własnych środków.

⁽³⁴⁾ Innowacyjny charakter MŚP należy oceniać w świetle definicji określonej w ogólnym rozporządzeniu w sprawie wyłączeń blokowych.

74. Dlatego też możliwe jest dopuszczenie środków w sytuacji, gdy inwestycja początkowa jest realizowana ponad siedem lat po pierwszej komercyjnej sprzedaży docelowego przedsiębiorstwa. W takich okolicznościach Komisja może wymagać, aby środek zawierał jasną definicję kwalifikujących się przedsiębiorstw w świetle informacji przedstawionych w ocenie *ex ante* dotyczących istnienia konkretnej niedoskonałości rynku wpływającej na takie przedsiębiorstwa.
- d) Przedsiębiorstwa wymagające inwestycji w zakresie finansowania ryzyka w kwocie przekraczającej limit ustalony w ogólnym rozporządzeniu w sprawie wyłączeń blokowych
75. W ogólnym rozporządzeniu w sprawie wyłączeń blokowych ustanawia się maksymalną całkowitą kwotę finansowania ryzyka na kwalifikujące się przedsiębiorstwo, wliczając inwestycje kontynuacyjne. W niektórych sektorach, w których początkowe koszty badań lub inwestycji są stosunkowo wysokie, na przykład w sektorze nauk biologicznych lub w sektorze zielonej technologii lub energii, kwota ta może jednak nie być wystarczająca do osiągnięcia wszystkich niezbędnych rund inwestycji i wprowadzenia przedsiębiorstwa na ścieżkę trwałego wzrostu. Pod pewnymi warunkami może być zatem uzasadnione dopuszczenie wyższej kwoty łącznych inwestycji w kwalifikujące się przedsiębiorstwa.
76. Środki finansowania ryzyka mogą zatem zapewniać wsparcie powyżej takiej maksymalnej kwoty całkowitej, pod warunkiem że przewidywana kwota finansowania w ramach środka finansowania ryzyka odzwierciedla wielkość i charakter niedopasowania poziomu płynności zidentyfikowanego w ocenie *ex ante* w odniesieniu do docelowych sektorów lub terytoriów. W takich przypadkach Komisja uwzględni kapitałochłonny charakter docelowych sektorów lub wyższe koszty inwestycji w niektórych obszarach geograficznych.
- e) Alternatywne platformy obrotu niespełniające warunków ogólnego rozporządzenia w sprawie wyłączeń blokowych
77. Komisja uznaje, że alternatywne platformy obrotu są istotnym elementem rynku finansowania MŚP, ponieważ przyciągają nowy kapitał do MŚP, ułatwiając zarazem wyjście wcześniejszym inwestorom⁽³⁵⁾. W ogólnym rozporządzeniu w sprawie wyłączeń blokowych uznaje się ich znaczenie poprzez ułatwianie im działalności za pomocą zachęt fiskalnych skierowanych do osób fizycznych inwestujących w spółki notowane na tych platformach lub poprzez umożliwienie udzielania pomocy na rozpoczęcie działalności operatorowi platformy, pod warunkiem że operator platformy kwalifikuje się jako małe przedsiębiorstwo oraz do wysokości określonych progów.
78. W momencie ustanowienia operatorzy alternatywnych platform obrotu niekoniecznie muszą jednak być małymi przedsiębiorstwami. Podobnie maksymalna kwota pomocy dopuszczalna jako pomoc na rozpoczęcie działalności na podstawie ogólnego rozporządzenia w sprawie wyłączeń blokowych może nie być wystarczająca do wsparcia utworzenia platformy. Ponadto, aby przyciągać wystarczające środki na utworzenie i rozwój nowych platform, konieczne może być zapewnienie zachęt fiskalnych dla inwestorów korporacyjnych. W ramach platformy notowane mogą być wreszcie nie tylko MŚP, ale również przedsiębiorstwa, które przekraczają progę w definicji MŚP.
79. Dlatego też, pod pewnymi warunkami, uzasadnione może być dopuszczenie zachęt fiskalnych dla inwestorów korporacyjnych, wsparcie operatorów platform, którzy nie są małymi przedsiębiorstwami, umożliwienie inwestycji na rzecz utworzenia alternatywnych platform obrotu w kwocie wyższej niż przewidziano w przypadku pomocy na rozpoczęcie działalności w ogólnym rozporządzeniu w sprawie wyłączeń blokowych lub dopuszczenie udzielania pomocy alternatywnym platformom obrotu, w których większość instrumentów finansowych dopuszczonych do obrotu emitują MŚP. Jest to zgodne z celem polityki polegającym na wsparciu dostępu do finansowania dla MŚP za pośrednictwem sprawnego łańcucha finansowania. Ocena *ex ante* musi zatem wykazać istnienie konkretnej niedoskonałości rynku wpływającej na takie platformy na danym rynku geograficznym.

⁽³⁵⁾ Komisja dostrzega rosnące znaczenie platform finansowania społecznościowego dla przyciągania finansowania dla nowych przedsiębiorstw. Dlatego też jeżeli istnieje określona niedoskonałość rynku oraz w przypadkach, w których platforma finansowania społecznościowego ma operatora będącego odrębną jednostką prawną, Komisja może przez analogię zastosować zasady mające zastosowanie do alternatywnych platform obrotu. Dotyczy to również zachęt fiskalnych do inwestowania za pośrednictwem takich platform finansowania społecznościowego. W związku z niedawnym pojawieniem się finansowania społecznościowego w Unii środki finansowania ryzyka obejmujące finansowanie społecznościowe prawdopodobnie staną się przedmiotem oceny, o której mowa w sekcji 4 niniejszych wytycznych.

3.3.2. Środki o parametrach projektowych niezgodnych z ogólnym rozporządzeniem w sprawie wyłączeń blokowych

- a) Instrumenty finansowe z udziałem inwestora prywatnego poniżej progów określonych w ogólnym rozporządzeniu w sprawie wyłączeń blokowych
80. Niedoskonałości rynku wpływające na określone regiony lub państwa członkowskie mogą być bardziej widoczne ze względu na stosunkowo duże opóźnienia w rozwoju rynku finansowania dla MŚP w takich obszarach w porównaniu z innymi regionami w tym samym państwie członkowskim lub z innymi państwami członkowskimi. Może to dotyczyć w szczególności państw członkowskich, w których obecność formalnych inwestorów *venture capital* czy aniołów biznesu nie jest ugruntowana. Dlatego też cel polegający na promowaniu rozwoju wydajnego rynku finansowania MŚP w tych regionach i pokonywaniu barier strukturalnych, które mogą uniemożliwiać MŚP skuteczny dostęp do finansowania ryzyka, może uzasadniać bardziej przychylne stanowisko Komisji w odniesieniu do środków dopuszczających udział prywatnych inwestorów na poziomie poniżej progów określonych w ogólnym rozporządzeniu w sprawie wyłączeń blokowych.
81. Ponadto w przypadku środków finansowania ryzyka obejmujących udział prywatnych inwestorów na poziomie poniżej progów określonych w ogólnym rozporządzeniu w sprawie wyłączeń blokowych Komisja może przyjąć przychylne stanowisko, w szczególności jeżeli skierowane są one konkretnie do MŚP przed ich pierwszą komercyjną sprzedażą lub na etapie weryfikacji poprawności projektu, a więc przedsiębiorstw, które zmagają się z bardziej widoczną niedoskonałością rynku, pod warunkiem że część ryzyka inwestycji faktycznie ponoszą uczestniczący inwestorzy prywatni.
- b) Instrumenty finansowe o parametrach projektowych powyżej pułapów przewidzianych w ogólnym rozporządzeniu w sprawie wyłączeń blokowych
82. Przywilej stosowania ogólnego rozporządzenia w sprawie wyłączeń blokowych jest zastrzeżony dla środków, w ramach których podział strat na zasadzie równorzędności pomiędzy inwestorami publicznymi i prywatnymi zaprojektowano w taki sposób, aby ograniczyć pierwszą stratę pokrywaną przez inwestora publicznego. Podobnie w przypadku gwarancji wyłączenie grupowe określa limity dotyczące stopy gwarancji i łączne straty pokrywane przez inwestora.
83. W niektórych okolicznościach, dzięki przyjęciu bardziej ryzykownego podejścia do finansowania, finansowanie publiczne może jednak umożliwić inwestorom prywatnym lub pożyczkodawcom zapewnienie dodatkowego finansowania. Przy ocenie środków, których finansowe parametry projektowe przekraczają progi określone w ogólnym rozporządzeniu w sprawie wyłączeń blokowych, Komisja uwzględni szereg czynników, jak określono w sekcji 3.4.2 niniejszych wytycznych.
- c) Instrumenty finansowe inne niż gwarancje, w ramach których dokonuje się wyboru inwestorów, pośredników finansowych i ich zarządzających, przyznając pierwszeństwo ochronie przed spadkiem wartości nad asymetrycznym podziałem zysku
84. Zgodnie z ogólnym rozporządzeniem w sprawie wyłączeń blokowych wybór pośredników finansowych, jak również inwestorów lub zarządzających funduszem, musi być oparty na otwartym, przejrzystym i niedyskryminacyjnym zaproszeniu do składania ofert, w którym wyraźnie określono cele polityki realizowane przez środek oraz rodzaj zaprojektowanych parametrów finansowych służących osiągnięciu takich celów. Oznacza to, że pośrednicy finansowi lub ich zarządzający muszą być wybierani w drodze procedury zgodnej z dyrektywą 2004/18/WE⁽³⁶⁾ lub późniejszymi przepisami zastępującymi tę dyrektywę. Jeżeli wspomniana dyrektywa nie ma zastosowania, procedura wyboru musi zapewnić najszerszy możliwy wybór spośród kwalifikujących się pośredników finansowych lub zarządzających funduszem. Taka procedura umożliwi zainteresowanemu państwu członkowskiemu w szczególności porównanie warunków negocjowanych między pośrednikami finansowymi lub zarządzającymi funduszem oraz potencjalnymi inwestorami prywatnymi, tak aby zapewnić przyciągnięcie przez środek finansowania ryzyka inwestorów prywatnych przy minimalnej możliwej pomocy państwa lub minimalnym odstępstwie od warunków równorzędności, w świetle realistycznej strategii inwestycyjnej.

⁽³⁶⁾ Dyrektywa 2004/18/WE (Dz.U. L 134 z 30.4.2004, s. 114).

85. Zgodnie z ogólnym rozporządzeniem w sprawie wyłączeń blokowych kryteria mające zastosowanie do wyboru zarządzających muszą zawierać wymóg, na mocy którego w przypadku instrumentów innych niż gwarancje „należy stosować raczej podział zysku aniżeli ochronę przed spadkiem wartości” w celu ograniczenia niechęci do podejmowania nadmiernego ryzyka przez zarządzającego przy wyborze przedsiębiorstw, w które inwestuje. Ma to zagwarantować, że niezależnie od formy instrumentu finansowego przewidzianego w ramach środka wszelkie preferencyjne traktowanie przyznane inwestorom prywatnym lub pożyczkodawcom należy oceniać w kontekście interesu publicznego, który obejmuje zapewnienie rotacyjnego charakteru zaangażowanego kapitału publicznego oraz długoterminowej stabilności finansowej środka.
86. W niektórych przypadkach konieczne może okazać się jednak udzielenie pierwszeństwa ochronie przed spadkiem wartości: mianowicie w sytuacji, gdy środek jest skierowany do określonych sektorów, w których współczynnik niewykonania zobowiązania MŚP jest wysoki. Może tak być w przypadku środków skierowanych do MŚP przed ich pierwszą komercyjną sprzedażą lub na etapie weryfikacji poprawności projektu, sektorów borykających się z poważnymi barierami technologicznymi lub sektorów, w których przedsiębiorstwa są w dużym stopniu zależne od pojedynczych projektów wymagających dużych inwestycji początkowych oraz wiążących się z dużą ekspozycją na ryzyko, takich jak sektor kultury i sektor kreatywny. Pierwszeństwo dla mechanizmów ochrony przed spadkiem wartości może być również uzasadnione w przypadku środków realizowanych za pośrednictwem funduszu funduszy oraz ukierunkowanych na przyciągnięcie inwestorów prywatnych na tym poziomie.
- d) Zachęty fiskalne dla inwestorów korporacyjnych, w tym pośredników finansowych lub ich zarządców działających w charakterze współinwestorów
87. Chociaż ogólne rozporządzenie w sprawie wyłączeń blokowych obejmuje zachęty fiskalne przyznawane niezależnym inwestorom prywatnym, którzy są osobami fizycznymi zapewniającymi finansowanie ryzyka bezpośrednio lub pośrednio kwalifikującym się MŚP, państwa członkowskie mogą uznać za stosowne wdrożenie środków, w ramach których stosuje się podobne zachęty dla inwestorów korporacyjnych. Różnica polega na tym, że inwestorzy korporacyjni są przedsiębiorstwami w rozumieniu art. 107 Traktatu. Środek musi zatem podlegać określonym ograniczeniom, aby zagwarantować, że pomoc na poziomie inwestorów korporacyjnych pozostaje proporcjonalna i przynosi rzeczywisty efekt zachęty.
88. Pośrednicy finansowi i ich zarządzający mogą korzystać z zachęty fiskalnej wyłącznie w zakresie, w jakim działają w charakterze współinwestorów lub współpożyczkodawców. Nie można przyznać żadnej zachęty fiskalnej w odniesieniu do usług świadczonych przez pośrednika finansowego lub jego zarządzających w zakresie wdrażania środka.

3.4. Stosowność środka pomocy

3.4.1. Stosowność w porównaniu z innymi instrumentami polityki i innymi instrumentami pomocy

89. Aby usunąć zidentyfikowane niedoskonałości rynku oraz przyczynić się do osiągnięcia celów polityki realizowanych przez środek, proponowany środek finansowania ryzyka musi być właściwym instrumentem, a jednocześnie musi w najmniejszym stopniu zakłócać konkurencję. Wybór określonej formy środka finansowania ryzyka musi być należycie uzasadniony oceną *ex ante*.
90. Pierwszym krokiem Komisji będzie rozważenie, czy i w jakim zakresie środek finansowania ryzyka można uznać za właściwy instrument w porównaniu z innymi instrumentami polityki mającymi na celu promowanie inwestycji w zakresie finansowania ryzyka kwalifikującym się przedsiębiorstwom. Pomoc państwa nie jest jedynym instrumentem polityki, jakim dysponują państwa członkowskie do celów ułatwienia inwestowania w kwalifikujące się przedsiębiorstwa. Mogą one korzystać z innych uzupełniających narzędzi polityki zarówno po stronie podaży, jak i popytu, takich jak środki regulacyjne służące ułatwieniu funkcjonowania rynków finansowych, środki na rzecz poprawy otoczenia biznesu i usług doradczych w zakresie gotowości inwestycyjnej czy inwestycje publiczne zgodne z testem prywatnego inwestora.
91. Ocena *ex ante* musi uwzględniać istniejące oraz, w miarę możliwości, przewidywane działania podejmowane w ramach polityki krajowej i polityki Unii Europejskiej, ukierunkowane na te same, zidentyfikowane niedoskonałości rynku, z uwzględnieniem skuteczności i wydajności innych narzędzi polityki. Wyniki oceny *ex ante* muszą dowodzić, że zidentyfikowanym niedoskonałościom rynku nie można właściwie zaradzić, stosując inne narzędzia polityki, które nie wiążą się z pomocą państwa. Ponadto proponowany środek finansowania ryzyka musi być zgodny z ogólną polityką danego państwa członkowskiego w zakresie dostępu MŚP do finansowania, jak również z innymi instrumentami polityki stanowiącymi odpowiedź na te same potrzeby rynku.

92. Drugim krokiem Komisji będzie rozważenie, czy proponowany środek jest właściwszy niż alternatywne instrumenty pomocy państwa usuwające tę samą niedoskonałość rynku. W tym względzie zasadniczo zakłada się, że instrumenty finansowe są w mniejszym stopniu zakłócające niż dotacje bezpośrednio, w związku z czym stanowią właściwszy instrument. Pomoc państwa na rzecz ułatwienia zapewniania finansowania ryzyka może zostać przyznana w różnych formach, takich jak selektywne instrumenty fiskalne lub instrumenty finansowe poniżej poziomu komercyjnego, w tym szereg instrumentów kapitałowych, dłużnych lub gwarancyjnych o zróżnicowanym profilu ryzyka i zysku, jak również o różnych metodach realizacji i strukturach finansowania, których stosowność zależy od charakteru docelowych przedsiębiorstw lub niedopasowania poziomu płynności. Komisja oceni zatem, czy w projekcie środka przewidziano wydajną strukturę finansowania, uwzględniając strategię inwestycyjną funduszu, w celu zapewnienia zrównoważonych działań.
93. W tym względzie Komisja będzie pozytywnie zapatrywać się na środki, które obejmują wystarczająco duże fundusze pod względem wielkości portfela, zasięgu geograficznego, zwłaszcza jeśli działają one w kilku państwach członkowskich, i dywersyfikacji portfela, ponieważ takie fundusze mogą być wydajniejsze, a tym samym atrakcyjniejsze dla inwestorów prywatnych w porównaniu z mniejszymi funduszami. Niektóre struktury funduszy mogą spełniać te warunki, o ile znaczne korzyści w zakresie wydajności będą równoważyły całkowite koszty zarządzania wynikające z różnych poziomów pośrednictwa.

3.4.2. Warunki dotyczące instrumentów finansowych

94. W przypadku instrumentów finansowych nieobjętych zakresem ogólnego rozporządzenia w sprawie wyłączeń blokowych Komisja rozważy elementy określone w pkt 95–119.
95. Po pierwsze, środek musi uruchamiać dodatkowe finansowanie od uczestników rynku. Minimalne wskaźniki inwestycji prywatnych poniżej progów określonych w ogólnym rozporządzeniu w sprawie wyłączeń blokowych mogą być uzasadnione wyłącznie w kontekście bardziej widocznych niedoskonałości rynku wskazanych w ocenie *ex ante*. W tym względzie w ocenie *ex ante* należy racjonalnie oszacować oczekiwany poziom inwestycji prywatnych w świetle niedoskonałości rynku mających wpływ na konkretny zbiór kwalifikujących się przedsiębiorstw, na które ukierunkowany jest środek, tj. szacunkowy potencjał w zakresie generowania dodatkowych inwestycji prywatnych na poziomie portfela lub poszczególnych transakcji. Należy ponadto wykazać, że środek przyciąga dodatkowe finansowanie prywatne, które w przeciwnym razie nie zostałyby zapewnione lub zostałyby zapewnione w innych formach lub kwotach lub na innych warunkach.
96. W przypadku środków finansowania ryzyka ukierunkowanych konkretnie na MŚP przed ich pierwszą sprzedażą komercyjną Komisja może uznać, że poziom udziału prywatnego jest niższy od wymaganych wskaźników. Alternatywnie, w przypadku takich celów inwestycyjnych, Komisja może uznać, że udział prywatny nie ma niezależnego charakteru, to znaczy jest wnoszony na przykład przez właściciela przedsiębiorstwa będącego beneficjentem. W należycie uzasadnionych przypadkach Komisja może zaakceptować niższe poziomy udziału prywatnego niż poziomy wskazane w ogólnym rozporządzeniu w sprawie wyłączeń blokowych także w odniesieniu do kwalifikujących się przedsiębiorstw, które działają na rynku przez okres krótszy niż siedem lat od ich pierwszej komercyjnej sprzedaży, w świetle dowodów ekonomicznych przedstawionych w ocenie *ex ante* dotyczącej odpowiedniej niedoskonałości rynku.
97. Środek finansowania ryzyka ukierunkowany na kwalifikujące się przedsiębiorstwa, w których pierwsza inwestycja w zakresie finansowania ryzyka nastąpiła po upływie siedmioletniego okresu od ich pierwszej komercyjnej sprzedaży, musi zawierać odpowiednie ograniczenia, czy to pod względem limitów czasowych (na przykład dziesięć zamiast siedmiu lat), czy innych obiektywnych kryteriów o charakterze jakościowym odnoszących się do etapu rozwoju docelowych przedsiębiorstw. W przypadku takich celów inwestycyjnych Komisja zwykle wymaga minimalnego wskaźnika udziału prywatnego wynoszącego 60 %.
98. Po drugie, wraz z proponowanym poziomem udziału prywatnego Komisja uwzględni także stosunek ryzyka do zysku między inwestorami publicznymi i prywatnymi. W tym względzie Komisja będzie się odnosić przychylnie do środków, w ramach których podział strat pomiędzy inwestorami będzie odbywał się na zasadzie równorzędności, a inwestorzy prywatni będą otrzymywali tylko zachęty związane ze wzrostem. Z zasady im podział ryzyka i zysku jest bliższy rzeczywistym praktykom handlowym, tym większe istnieje prawdopodobieństwo, że Komisja zaakceptuje niższy poziom udziału prywatnego.

99. Po trzecie, istotny jest poziom struktury finansowania, na którym środek ma przyciągnąć kapitał prywatny. Na poziomie funduszu funduszy zdolność do przyciągania finansowania prywatnego może być uzależniona od powszechniejszego wykorzystania mechanizmów ochrony przed spadkiem wartości. Z kolei nadmierna zależność od takich mechanizmów może zakłócać selekcję kwalifikujących się przedsiębiorstw i prowadzić do niekorzystnych wyników, w przypadku gdy inwestorzy prywatni interweniują na poziomie inwestycji w przedsiębiorstwa oraz na zasadzie każdej transakcji z osobna.
100. Oceniając konieczność konkretnego projektu środka, Komisja może uwzględnić znaczenie ryzyka rezydualnego zatrzymanego przez wybranych inwestorów prywatnych względem oczekiwanych i nieoczekiwanych strat pokrywanych przez inwestora publicznego, jak również proporcji oczekiwanych zwrotów między inwestorem publicznym a inwestorami prywatnymi. Odmienny profil ryzyka i zysku może zatem zostać zaakceptowany, jeżeli maksymalizuje kwoty inwestycji prywatnych bez szkody dla decyzji inwestycyjnych podejmowanych dla zysku.
101. Po czwarte, szczegółowy charakter zachęt należy ustalić w drodze otwartego i niedyskryminacyjnego procesu wyboru pośredników finansowych, jak również zarządzających funduszem lub inwestorów. Podobnie należy nałożyć na zarządzających funduszem funduszy obowiązek przyjęcia prawnie wiążącego zobowiązania, w ramach ich mandatu inwestycyjnego, do ustalenia preferencyjnych warunków, które można by stosować na poziomie subfunduszy, dotyczących konkurencyjnego procesu wyboru kwalifikowalnych pośredników finansowych, zarządzających funduszem lub inwestorów.
102. Aby udowodnić konieczność konkretnych warunków leżących u podstaw projektu środka, państwa członkowskie mogą być zobowiązane do przedstawienia dowodów potwierdzających, że w procesie wyboru inwestorów prywatnych wszyscy uczestnicy procesu wymagali warunków, które nie byłyby objęte ogólnym rozporządzeniem w sprawie wyłączeń blokowych, lub że przetarg był nierozstrzygający.
103. Po piąte, pośrednik finansowy lub zarządzający funduszem może dokonać inwestycji wraz z państwem członkowskim, pod warunkiem że unika jakiegokolwiek potencjalnego konfliktu interesów. Pośrednik finansowy musi przyjąć co najmniej 10 % transzy pierwszej straty. Taka współinwestycja mogłaby przyczynić się do zapewniania zgodności decyzji inwestycyjnych z odpowiednimi celami polityki. Jednym z kryteriów wyboru może być zdolność zarządzającego do dokonania inwestycji z własnych środków.
104. Środki finansowania ryzyka wykorzystujące instrumenty dłużne muszą wreszcie obejmować mechanizm zapewniający przeniesienie przez pośrednika finansowego otrzymanych od państwa korzyści na rzecz przedsiębiorstw będących beneficjentem końcowym, na przykład w postaci niższych stóp procentowych, ograniczonych wymogów w zakresie zabezpieczenia lub połączenia obu tych rozwiązań. Pośrednik finansowy może także przenieść korzyść, inwestując w przedsiębiorstwa, które mimo iż są potencjalnie rentowne zgodnie z wewnętrznymi kryteriami ratingowymi pośrednika finansowego, znalazłyby się w klasie ryzyka, w której pośrednik nie dokonałby inwestycji przy braku środka finansowania ryzyka. Mechanizm przenoszenia musi zawierać odpowiednie rozwiązania w zakresie monitorowania, jak również mechanizm wycofania.
105. Państwa członkowskie mogą korzystać z szeregu instrumentów finansowych w ramach środka finansowania ryzyka, takich jak kapitałowe i quasi-kapitałowe instrumenty inwestycyjne, instrumenty pożyczkowe czy też gwarancje nieoparte na zasadzie równorzędności. W pkt 106–119 poniżej przedstawiono informacje, które Komisja uwzględni przy ocenie takich szczególnych instrumentów finansowych.
- a) Inwestycje kapitałowe
106. Kapitałowe instrumenty inwestycyjne mogą przybrać formę kapitałowych lub quasi-kapitałowych inwestycji w przedsiębiorstwo, za pomocą których inwestor nabywa (częściowo) własność takiego przedsiębiorstwa.
107. Instrumenty kapitałowe mogą mieć różne asymetryczne cechy, zapewniając zróżnicowane traktowanie inwestorów, ponieważ niektórzy z nich mogą uczestniczyć w większej części ryzyka lub zysku niż inni. Aby ograniczyć ryzyko dla inwestorów prywatnych, środek może zapewniać zabezpieczenie związane ze wzrostem (inwestor publiczny rezygnuje z części zysku) lub zabezpieczenie przed częścią strat (ograniczające straty dla inwestora prywatnego) bądź połączenie obu tych rozwiązań.

108. Komisja uważa, że zachęty związane ze wzrostem prowadzą do lepszego ujednoczenia interesów inwestorów publicznych i prywatnych. Z kolei ochrona przed spadkiem wartości, w przypadku gdy inwestor publiczny może być narażony na ryzyko złych wyników, może prowadzić do niewłaściwego ujednoczenia interesów i negatywnej selekcji przez pośredników finansowych lub inwestorów.
109. Komisja jest zdania, że instrumenty kapitałowe z limitowanym zyskiem ⁽³⁷⁾, opcją kupna ⁽³⁸⁾ i asymetrycznym podziałem dochodu w gotówce ⁽³⁹⁾ zapewniają dobre zachęty, zwłaszcza w sytuacjach charakteryzujących się mniej poważną niedoskonałością rynku.
110. Instrumenty kapitałowe o cechach podziału strat nieopartych na zasadzie równorzędności wykraczających poza limity określone w ogólnym rozporządzeniu w sprawie wyłączeń blokowych mogą być uzasadnione wyłącznie w odniesieniu do środków usuwających poważne niedoskonałości rynku zidentyfikowane w ocenie *ex ante*, takich jak środki skierowane głównie do MŚP przed ich pierwszą komercyjną sprzedażą lub na etapie weryfikacji poprawności projektu. Aby zapobiec nadmiernej ochronie przed spadkiem wartości, tranza pierwszej straty pokrywana przez inwestora publicznego musi być ograniczona.
- b) Długoterminowe instrumenty dłużne: pożyczki
111. Środek finansowania ryzyka może obejmować udzielanie pożyczek na poziomie pośredników finansowych albo beneficjentów końcowych.
112. Długoterminowe instrumenty dłużne mogą przybierać różne formy, w tym pożyczek podporządkowanych i pożyczek z podziałem ryzyka portfelowego. Pożyczki podporządkowane mogą być udzielane pośrednikom finansowym na wzmocnienie ich struktury kapitałowej w celu zapewnienia dodatkowego finansowania kwalifikującym się przedsiębiorstwom. Pożyczki z podziałem ryzyka portfelowego zaprojektowano jako pożyczki dla pośredników finansowych, którzy zobowiążą się do współfinansowania portfela nowych pożyczek lub leasingów na rzecz kwalifikujących się przedsiębiorstw do wysokości określonego progu współfinansowania w połączeniu z podziałem ryzyka kredytowego portfela na poziomie pożyczki (lub leasingu). W obu przypadkach pośrednik finansowy działa jako współinwestor w kwalifikujących się przedsiębiorstwach, ale jest traktowany preferencyjnie w porównaniu z inwestorem publicznym/pożyczkodawcą, ponieważ instrument zmniejsza jego własną ekspozycję na ryzyko kredytowe wynikające z portfela pożyczek.
113. Ogólnie rzecz biorąc, jeżeli cechy instrumentu polegające na ograniczaniu ryzyka powodują, że inwestor publiczny/pożyczkodawca zakłada, w odniesieniu do bazowego portfela pożyczek, pozycję pierwszej straty na poziomie przekraczającym limit określony w ogólnym rozporządzeniu w sprawie wyłączeń blokowych, wówczas środek może być uzasadniony jedynie w przypadku poważnej niedoskonałości rynku, która musi być wyraźnie zidentyfikowana w ocenie *ex ante*. W większości przypadków Komisja będzie się odnosić przychylnie do środków, w których przewidziano wyraźny limit pierwszych strat pokrywanych przez inwestora publicznego, w szczególności gdy taki limit nie przekracza 35 %.
114. Instrumenty pożyczkowe z podziałem ryzyka portfela powinny zapewniać znaczny współczynnik współinwestycji ze strony wybranego pośrednika finansowego. Przyjmuje się, że taka sytuacja ma miejsce, jeżeli współczynnik ten nie jest niższy niż 30 % stosownego portfela pożyczek.
115. Jeżeli długoterminowe instrumenty dłużne są wykorzystywane do refinansowania istniejących pożyczek, uznaje się, że nie generują efektu zachęty, i żadnego elementu pomocy wiążącego się z takimi instrumentami nie można uznać za zgodny z rynkiem wewnętrznym na mocy art. 107 ust. 3 lit. c) Traktatu.

⁽³⁷⁾ Limitowany zysk dla inwestora publicznego na poziomie wcześniej określonej minimalnej stopy zwrotu: jeżeli wcześniej określona stopa zwrotu zostanie przekroczona, wszystkie zyski powyżej tego wskaźnika trafiają wyłącznie do inwestorów prywatnych.

⁽³⁸⁾ Opcje kupna na udziałach publicznych: inwestorzy prywatni mają prawo skorzystać z opcji kupna w celu odkupienia udziału inwestycji publicznej po wcześniej uzgodnionym kursie wykonania.

⁽³⁹⁾ Asymetryczny podział dochodu w gotówce: gotówka pochodzi zarówno od inwestorów publicznych, jak i prywatnych na zasadzie równorzędności, ale wypracowane zyski każdorazowo dzieli się w sposób asymetryczny. Inwestorzy prywatni otrzymują większą część wpływów do podziału niż powinni otrzymać proporcjonalnie do swoich portfeli, do wysokości wcześniej określonej minimalnej stopy zwrotu.

c) Instrumenty dłużne stanowiące nierzeczywistą ochronę: gwarancje

116. Środek finansowania ryzyka może obejmować zapewnienie gwarancji lub kontrgwarancji na rzecz pośredników finansowych lub gwarancji na rzecz beneficjentów końcowych. Transakcje kwalifikowalne objęte gwarancją muszą stanowić nowo powstałe, kwalifikujące się transakcje pożyczkowe w zakresie finansowania ryzyka, takie jak instrumenty leasingowe, jak również quasi-kapitałowe instrumenty inwestycyjne, z wyłączeniem instrumentów kapitałowych.
117. Gwarancje powinny być udzielane na poziomie portfela. Pośrednicy finansowi mogą wybierać transakcje, które chcą uwzględnić w portfelu objętym gwarancją, o ile uwzględnione transakcje spełniają kryteria kwalifikowalności określone pomocą w ramach środka finansowania ryzyka. Gwarancje powinny być oferowane po stawce zapewniającej odpowiedni stopień podziału ryzyka i zysku z pośrednikami finansowymi. W szczególności w należycie uzasadnionych przypadkach i z zastrzeżeniem wyników oceny *ex ante* stopa gwarancji może być wyższa od maksymalnej stopy przewidzianej w ogólnym rozporządzeniu w sprawie wyłączeń blokowych, ale nie może przekraczać 90 %. Sytuacja taka może mieć miejsce w przypadku gwarancji kredytowych lub inwestycji quasi-kapitałowych w MŚP przed ich pierwszą sprzedażą komercyjną.
118. W przypadku gwarancji ograniczonych górnym limitem stopa ograniczenia powinna zasadniczo obejmować jedynie oczekiwane straty. Gdyby stopa ograniczenia obejmowała również nieoczekiwane straty, wówczas straty należy oszacować na poziomie, który odzwierciedla dodatkowe ryzyko. Zasadniczo stopa ograniczenia nie powinna jednak przekraczać poziomu 35 %. W należycie uzasadnionych przypadkach można udzielać gwarancji nieograniczonych (gwarancje ze stopą gwarancji, jednak bez określenia stopy ograniczenia) i wycenić je w taki sposób, by odzwierciedlić pokrycie dodatkowego ryzyka za pomocą gwarancji.
119. Czas trwania gwarancji powinien być ograniczony zazwyczaj do maksymalnie 10 lat, z zastrzeżeniem okresu zapadalności poszczególnych instrumentów dłużnych objętych gwarancją, który może być dłuższy. Gwarancję ogranicza się, jeżeli pośrednik finansowy nie uwzględni w portfelu minimalnej kwoty inwestycji w wybranym okresie. Niewykorzystane kwoty podlegają wymogowi uiszczenia opłat za zaangażowanie środków. Takie metody, jak opłaty za zaangażowanie środków, zdarzenia powodujące czy etapy pośrednie mogą być stosowane w celu zachęcenia pośredników finansowych do osiągnięcia uzgodnionych wielkości.

3.4.3. Warunki dotyczące instrumentów fiskalnych

120. Jak podkreślono w sekcji 3.3.2 lit. d), zakres ogólnego rozporządzenia w sprawie wyłączeń blokowych jest ograniczony do zachęt podatkowych ukierunkowanych na inwestorów będących osobami fizycznymi. W związku z tym zgłoszeniu Komisji podlegają środki, w ramach których stosowane są zachęty podatkowe mające skłaniać inwestorów korporacyjnych do finansowania kwalifikujących się przedsiębiorstw, bezpośrednio lub pośrednio poprzez nabywanie udziałów w odpowiednim funduszu lub w innych rodzajach instrumentów inwestycyjnych, które inwestuje w takie przedsiębiorstwa.
121. Ogólnie rzecz biorąc, państwa członkowskie muszą opierać swoje środki fiskalne na ustaleniach dotyczących niedoskonałości rynku, zawartych w ocenie *ex ante*, a w związku z tym kierować swój instrument do właściwie zdefiniowanej kategorii kwalifikujących się przedsiębiorstw.
122. Zachęty podatkowe dla inwestorów korporacyjnych mogą mieć formę ulgi od podatku dochodowego lub ulg podatkowych od zysków kapitałowych i dywidend, w tym kredytów podatkowych i odroczeń. W ramach swojej praktyki w zakresie egzekwowania prawa Komisja zasadniczo uznała za zgodne ulgi od podatku dochodowego, które są zaprojektowane w taki sposób, aby uwzględniać określone limity w odniesieniu do maksymalnego odsetka zainwestowanej kwoty, którą inwestor może zgłaszać do celów związanych z ulgą podatkową, jak również maksymalnej kwoty ulgi podatkowej, jaką można odliczyć od zobowiązań podatkowych inwestora. Ponadto zobowiązanie podatkowe z tytułu zysków kapitałowych ze zbycia udziałów lub akcji może zostać odroczone w przypadku przeznaczenia jego kwoty na dokonanie ponownych kwalifikowalnych inwestycji w określonym terminie, natomiast straty wynikające z posiadania takich udziałów mogą zostać odliczone od zysków generowanych z innych udziałów podlegających temu samemu podatkowi.
123. Zasadniczo Komisja uznaje, że środki fiskalne tego rodzaju są odpowiednie, a zatem charakteryzuje je efekt zachęty, jeżeli państwo członkowskie może przedstawić dowody świadczące o tym, że podstawą wyboru kwalifikujących się przedsiębiorstw jest zestaw wymogów inwestycyjnych o właściwej strukturze, podawanych do informacji publicznej w ramach odpowiednich działań promocyjnych i określających cechy kwalifikujących się przedsiębiorstw, na które wpływa wykazana niedoskonałość rynku.

124. Maksymalny czas trwania programów fiskalnych wynosi 10 lat, bez uszczerbku dla możliwości przedłużenia środka. Jeżeli po 10 latach program zostanie przedłużony, państwo członkowskie musi przeprowadzić nową ocenę *ex ante*, jak również ocenę skuteczności programu podczas okresu jego wdrażania.
125. W swojej analizie Komisja uwzględni szczególne cechy odpowiedniego krajowego systemu podatkowego i zachęty podatkowe, które już istnieją w państwie członkowskim, jak również wzajemne zależności między tymi zachętami, biorąc także pod uwagę cele określone w planie działania dotyczące wzmocnienia działań na rzecz zwalczania oszustw podatkowych i uchylania się od opodatkowania⁽⁴⁰⁾ oraz dwa zalecenia Komisji w sprawie agresywnego planowania podatkowego⁽⁴¹⁾ oraz w sprawie środków mających na celu zachęcenie państw trzecich do stosowania minimalnych norm dobrych rządów w dziedzinie opodatkowania⁽⁴²⁾. Należy również zapewnić należyte stosowanie przepisów dotyczących wymiany informacji między administracjami podatkowymi w celu zapobiegania oszustwom podatkowym i uchylania się od opodatkowania.
126. Korzyści podatkowe muszą przysługiwać wszystkim inwestorom spełniającym wymagane kryteria, niezależnie od ich miejsca prowadzenia działalności, oraz pod warunkiem że dane państwo członkowskie spełnia minimalne normy dotyczące dobrych rządów w sprawach podatkowych. Państwa członkowskie powinny zatem zapewnić prowadzenie odpowiednich działań promocyjnych dotyczących zakresu i technicznych parametrów środka. Parametry te powinny obejmować niezbędne pułapy i stopy ograniczenia, które określają maksymalną korzyść, jaką środek może przynieść każdemu indywidualnemu inwestorowi, jak również maksymalną kwotę inwestycji, jakiej można dokonać w poszczególnych przedsiębiorstwach kwalifikujących się do otrzymania pomocy.

3.4.4. Warunki dotyczące środków wsparcia na rzecz alternatywnych platform obrotu

127. Jeżeli chodzi o środki pomocy na rzecz wsparcia alternatywnych platform obrotu wykraczające poza limity określone w ogólnym rozporządzeniu w sprawie wyłączeń blokowych, operator platformy musi opracować plan operacyjny, w którym wykaże, że platforma, której przyznano pomoc, może stać się samowystarczalna w ciągu okresu krótszego niż 10 lat. Ponadto w zgłoszeniu należy przedstawić wiarygodne scenariusze alternatywne, porównując sytuacje, z którymi miałyby się mierzyć zbywalne przedsiębiorstwa pod względem dostępu do niezbędnego finansowania, gdyby platforma nie istniała.
128. Komisja będzie przychylnie nastawiona do alternatywnych platform obrotu utworzonych przez kilka państw członkowskich i działających w kilku państwach członkowskich, ponieważ mogą one być szczególnie wydajne i atrakcyjne dla inwestorów prywatnych, zwłaszcza dla inwestorów instytucjonalnych.
129. W przypadku istniejących platform w zaproponowanej przez platformę strategii działalności należy wykazać, że ze względu na ciągły brak notowań oraz wynikający z niego niedobór płynności dana platforma pomimo długoterminowej rentowności potrzebuje wsparcia w krótkim okresie. Komisja będzie się odnosić przychylnie do pomocy na utworzenie alternatywnej platformy obrotu w państwach członkowskich, w których taka platforma nie istnieje. W przypadku gdy alternatywna platforma obrotu, która ma być wspierana, jest subplatformą lub jednostką zależną istniejącej giełdy, Komisja zwróci szczególną uwagę na ocenę braku finansowania, z którym zmagalaby się taka subplatforma.

3.5. Efekt zachęty pomocy

130. Pomoc państwa może zostać uznana za zgodną z rynkiem wewnętrznym tylko wówczas, gdy charakteryzuje ją efekt zachęty, który skłania beneficjenta pomocy do zmiany zachowania i podjęcia działań, których nie podjąłby się w przypadku braku pomocy lub przeprowadziłby je w bardziej ograniczony sposób ze względu na niedoskonałość rynku. Efekt zachęty na poziomie kwalifikujących się przedsiębiorstw jest obecny w przypadku, gdy beneficjent końcowy może uzyskać finansowanie, które w przeciwnym razie nie byłoby dostępne pod względem formy, kwoty lub ram czasowych.
131. Środki finansowania ryzyka muszą stanowić dla inwestorów rynkowych zachętę do zapewnienia potencjalnie rentownym, kwalifikującym się przedsiębiorstwom finansowania na wyższych niż obecnie

⁽⁴⁰⁾ Plan działania zakładający poprawę skuteczności walki z oszustwami podatkowymi i uchylaniem się od opodatkowania, COM(2012) 722 final z 6.12.2012.

⁽⁴¹⁾ Zalecenie Komisji z dnia 6 grudnia 2012 r. w sprawie agresywnego planowania podatkowego, C(2012) 8806 final.

⁽⁴²⁾ Zalecenie Komisji z dnia 6 grudnia 2012 r. w sprawie środków mających na celu zachęcenie państw trzecich do stosowania minimalnych norm dobrych rządów w dziedzinie opodatkowania, C(2012) 8805 final.

poziomach lub do podejmowania dodatkowego ryzyka. Uznaje się, że środek finansowania ryzyka wywiera efekt zachęty wówczas, gdy uruchamia inwestycje ze źródeł rynkowych w taki sposób, że całkowite finansowanie przyznane na rzecz kwalifikującego się przedsiębiorstwa przekracza budżet środka. W związku z tym kluczowym elementem pod względem wyboru pośredników finansowych i zarządzających funduszem powinna być ich zdolność do uruchamiania dodatkowych inwestycji prywatnych.

132. Ocena uzyskania efektu zachęty jest ściśle powiązana z oceną niedoskonałości rynku omawianą w sekcji 3.3. Ponadto przydatność środka do osiągnięcia efektu dźwigni zależy głównie od struktury środka pod względem stosunku ryzyka do korzyści pomiędzy publicznymi i prywatnymi podmiotami finansującymi, jak również ściśle od kwestii, czy dany projekt środka pomocy państwa w zakresie finansowania ryzyka jest właściwy (zob. sekcja 3.4 powyżej). W związku z tym zaraz po prawidłowym rozpoznaniu niedoskonałości rynku oraz zapewnieniu właściwej struktury środka można założyć, że zachodzi efekt zachęty.

3.6. Proporcjonalność pomocy

133. Pomoc państwa musi być proporcjonalna do niedoskonałości rynku, która ma zostać usunięta w ramach realizacji odpowiednich celów polityki. Musi ona być zaprojektowana w sposób racjonalny pod względem kosztów, zgodnie z zasadami należytego zarządzania finansami. Aby środek pomocy został uznany za proporcjonalny, pomoc musi być ograniczona do absolutnego minimum niezbędnego do przyciągnięcia finansowania z rynku w celu rozwiązania problemu niedopasowania poziomu płynności, nie generując przy tym nienależnych korzyści.
134. Zgodnie z ogólną zasadą, na poziomie beneficjentów końcowych pomoc na finansowanie ryzyka jest uznawana za proporcjonalną, jeżeli całkowita kwota finansowania konsorcjalnego (publicznego i prywatnego) przyznanego w ramach środka finansowania ryzyka jest ograniczona do wielkości niedopasowania poziomu płynności wykazanego w ocenie *ex ante*. Na poziomie inwestorów pomoc musi być ograniczona do niezbędnego minimum w celu przyciągnięcia kapitału prywatnego, aby osiągnąć minimalny efekt dźwigni i rozwiązać problem luki w finansowaniu.

3.6.1. Warunki dotyczące instrumentów finansowych

135. Środek musi służyć zapewnieniu równowagi między preferencyjnymi warunkami oferowanymi przy pomocy instrumentu finansowego w celu zmaksymalizowania efektu dźwigni, przy jednoczesnym usuwaniu zidentyfikowanej niedoskonałości rynku, a koniecznością generowania przez instrument zysków finansowych wystarczających do utrzymania rentowności operacyjnej.
136. Szczegółowy charakter i wartość zachęt muszą zostać ustalone w drodze otwartego i niedyskryminacyjnego procesu wyboru, w kontekście którego wzywa się pośredników finansowych oraz zarządzających funduszem lub inwestorów do przedstawienia konkurencyjnych ofert. Komisja uznaje, że w przypadku gdy taki proces prowadzi do jakichkolwiek asymetrycznych zwrotów skorygowanych o ryzyko lub asymetrycznego podziału strat, instrument finansowy uznaje się za proporcjonalny i odzwierciedlający godziwą stopę zwrotu. W przypadku gdy zarządzających funduszem wybiera się w drodze otwartego, przejrzystego i niedyskryminacyjnego zaproszenia do składania ofert, w którym od kandydatów wymaga się przedstawienia swojej bazy inwestorów na etapie procedury wyboru, inwestorów prywatnych uważa się za należycie wybranych.
137. W przypadku współinwestycji ze strony publicznego funduszu z udziałem inwestorów prywatnych na poziomie poszczególnych transakcji inwestorów prywatnych należy wybrać w drodze odrębnego konkurencyjnego procesu w odniesieniu do każdej transakcji który jest preferowanym sposobem ustalania godziwej stopy zwrotu.
138. W przypadku gdy inwestorzy prywatni nie są wybierani w drodze takiego procesu (na przykład w związku z faktem, że procedura wyboru okazała się nieskuteczna lub nierozstrzygująca), godziwą stopę zwrotu musi ustalić niezależny ekspert na podstawie analizy wskaźników rynkowych oraz ryzyka rynkowego z zastosowaniem metody wyceny opartej na wartości zdyskontowanych przepływów pieniężnych w celu uniknięcia wypłacania nadmiernych rekompensat inwestorom. Na tej podstawie niezależny ekspert musi obliczyć minimalny poziom godziwej stopy zwrotu oraz dodać do niego właściwą marżę, aby uwzględnić stosowne ryzyko.
139. W takim przypadku muszą funkcjonować odpowiednie zasady wyznaczania niezależnego eksperta. Wspomniany ekspert musi przynajmniej posiadać licencję na udzielanie tego typu porad, być zarejestrowany w odpowiednich stowarzyszeniach zawodowych, przestrzegać zasad deontologicznych i zawodowych wydawanych przez wspomniane stowarzyszenia, być niezależny oraz ponosić odpowiedzialność za trafność udzielanych porad fachowych. Niezależni eksperci są z zasady wybierani w drodze otwartej, przejrzystej i niedyskryminacyjnej procedury wyboru. Dany niezależny ekspert nie może zostać wybrany dwukrotnie w ciągu trzech lat.

140. W związku z tym struktura środka może obejmować różne publiczne i prywatne inwestycje charakteryzujące się asymetrycznym podziałem zysku lub asymetrycznymi ramami czasowymi, o ile oczekiwane zwroty skorygowane o ryzyko dla inwestorów prywatnych ograniczają się do godziwej stopy zwrotu.
141. Zasadniczo Komisja jest zdania, że zgodność interesów pod względem gospodarczym między państwem członkowskim a pośrednikami finansowymi lub ich zarządzającymi, stosownie do przypadku, może przyczynić się do ograniczenia pomocy do minimum. Wspomniane interesy muszą być zgodne zarówno w odniesieniu do osiągnięcia szczegółowych celów polityki, jak i wyników finansowych inwestycji publicznej w instrument.
142. Pośrednik finansowy lub zarządzający funduszem może dokonać inwestycji wraz z państwem członkowskim, pod warunkiem że warunki takiej współinwestycji wykluczają jakikolwiek potencjalny konflikt interesów. Taka współinwestycja mogłaby stanowić dla zarządzającego zachętę do dostosowania decyzji inwestycyjnych do ustalonych celów polityki. Jednym z kryteriów wyboru może być zdolność zarządzającego do dokonania inwestycji z własnych środków.
143. W zależności od rodzaju środka finansowania ryzyka wynagrodzenie pośredników finansowych lub zarządzających funduszem musi obejmować roczną opłatę za zarządzanie, jak również zachęty oparte na wynikach, takie jak premia motywacyjna.
144. Komponent wynagrodzenia uzależniony od wyników musi być istotny i musi nagradzać wyniki finansowe, jak również osiągnięcie określonych z góry szczegółowych celów polityki. Zachęty związane z polityką muszą być równoważone zachętami opartymi na wynikach finansowych, które są wymagane do zapewnienia efektywnej selekcji kwalifikujących się przedsiębiorstw, do których trafią inwestycje. Komisja rozważy ponadto możliwość nałożenia kar przewidzianych w umowie o finansowaniu między państwem członkowskim a pośrednikiem finansowym, które mają zastosowanie w przypadku niespełnienia określonych celów polityki.
145. Poziom wynagrodzenia zależnego od wyników powinien być uzasadniony na podstawie odpowiedniej praktyki rynkowej. Zarządzający muszą być wynagradzani nie tylko za sukcesy w inwestowaniu (wypłata) czy kwotę zgromadzonego kapitału prywatnego, ale także za korzystne zwroty z inwestycji, takie jak wpływy dochodowe i wpływy kapitałowe przekraczające określoną minimalną stopę zwrotu lub wymaganą stopę zwrotu.
146. Całkowite honoraria zarządzających nie mogą przekraczać kosztów operacyjnych i administracyjnych niezbędnych do realizacji danego instrumentu finansowego, uwzględniając rozsądny zysk, zgodnie z praktyką rynkową. Honoraria nie mogą obejmować kosztów inwestycyjnych.
147. Ponieważ pośrednicy finansowi lub ich zarządzający, stosownie do przypadku, muszą być wybierani w drodze otwartego, przejrzystego i niedyskryminacyjnego zaproszenia do składania ofert, ogólną strukturę honorariów można oceniać w ramach punktowej oceny wspomnianej procedury wyboru, a w jej wyniku określić maksymalną kwotę wynagrodzenia.
148. W przypadku bezpośredniego powołania podmiotu, któremu powierzono zadanie, Komisja uznaje, że roczna opłata za zarządzanie zasadniczo nie powinna przekraczać 3 % kapitału, który ma zostać wniesiony do podmiotu, z wyłączeniem zachęt opartych na wynikach.

3.6.2. Warunki dotyczące instrumentów fiskalnych

149. Całkowita kwota inwestycji przypadająca na każde przedsiębiorstwo będące beneficjentem nie może przekraczać maksymalnej kwoty określonej w przepisie dotyczącym finansowania ryzyka zawartym w ogólnym rozporządzeniu w sprawie wyłączeń blokowych.
150. Niezależnie od rodzaju ulgi podatkowej kwalifikowalne udziały muszą być udziałami zwykłymi pełnego ryzyka, nowo wyemitowanymi przez kwalifikujące się przedsiębiorstwo, jak określono w ocenie *ex ante*, a ponadto należy je posiadać przez co najmniej trzy lata. Ulga nie może przysługiwać inwestorom, którzy nie są niezależni od przedsiębiorstwa, w którym dokonywana jest inwestycja.
151. W przypadku ulgi od podatku dochodowego inwestorzy zapewniający finansowanie na rzecz kwalifikujących się przedsiębiorstw mogą otrzymać ulgę do wysokości racjonalnej wartości procentowej kwoty zainwestowanej w kwalifikujące się przedsiębiorstwa, o ile nie zostanie przekroczona maksymalna kwota zobowiązania inwestora z tytułu podatku dochodowego przed opodatkowaniem. Z doświadczenia Komisji wynika, że za racjonalne uważa się ograniczenie ulgi podatkowej do 30 % kwoty przeznaczonej na inwestycje. Straty wynikające ze zbycia udziałów można wyrównać za pomocą podatku dochodowego.

152. W przypadku ulg podatkowych od dywidend możliwe jest uzyskanie pełnego zwolnienia z zapłaty podatku dochodowego od jakiejkolwiek dywidendy otrzymanej z tytułu kwalifikowalnych udziałów. Podobnie w przypadku ulgi od podatku z tytułu zysków kapitałowych możliwe jest uzyskanie pełnego zwolnienia z jego zapłaty w odniesieniu do każdego zysku ze sprzedaży kwalifikowalnych udziałów. Zobowiązania podatkowe z tytułu zysków kapitałowych ze sprzedaży kwalifikowalnych udziałów można ponadto odroczyć, jeżeli w ciągu roku zostaną one ponownie zainwestowane w kwalifikowalne udziały.

3.6.3. Warunki dotyczące alternatywnych platform obrotu

153. Aby umożliwić należytą analizę proporcjonalności pomocy na rzecz operatora alternatywnej platformy obrotu, można przyznać pomoc państwa na pokrycie do 50 % kosztów inwestycji poniesionych na utworzenie takiej platformy.
154. W przypadku zachęt fiskalnych dla inwestorów korporacyjnych Komisja oceni środek w świetle warunków określonych w niniejszych wytycznych dla instrumentów fiskalnych.

3.7. Unikanie nadmiernych negatywnych skutków dla konkurencji i handlu

155. Środek pomocy państwa musi być opracowany w taki sposób, aby ograniczał zakłócanie konkurencji na rynku wewnętrznym. Skutki negatywne należy równoważyć z ogólnymi pozytywnymi skutkami danego środka. W przypadku środków finansowania ryzyka możliwe skutki negatywne należy oceniać na każdym poziomie, na jakim może być przyznawana pomoc: na poziomie inwestorów, pośredników finansowych i ich zarządzających oraz beneficjentów końcowych.
156. Aby umożliwić Komisji przeprowadzenie oceny prawdopodobnych negatywnych skutków, państwo członkowskie może przedstawić, w ramach oceny *ex ante*, do jej dyspozycji dowolne badanie, jak również oceny *ex post* przeprowadzane w odniesieniu do podobnych programów pod względem kwalifikujących się przedsiębiorstw, struktur finansowania lub parametrów projektowania oraz obszaru geograficznego.
157. Po pierwsze, na poziomie rynku świadczenia usług w zakresie finansowania ryzyka pomoc państwa może skutkować wypieraniem inwestorów prywatnych. Może to spowodować ograniczenie zachęt dla inwestorów prywatnych do finansowania kwalifikujących się przedsiębiorstw i zachęcanie ich do czekania na przyznanie pomocy na takie inwestycje przez państwo. Wraz ze wzrostem kwoty łącznego finansowania dla beneficjentów końcowych, rozmiaru takich przedsiębiorstw będących beneficjentami i zaawansowania etapu ich rozwoju rośnie także ryzyko, ponieważ zwiększa się stopniowo finansowanie prywatne dostępne w takich okolicznościach. Ponadto pomoc państwa nie powinna zastępować zwykłego ryzyka biznesowego inwestycji, jakie inwestorzy podejmowaliby nawet w przypadku jej braku. W zakresie, w jakim odpowiednio zdefiniowano niedoskonałość rynku, jest jednak mniej prawdopodobne, że środek finansowania ryzyka będzie skutkował wspomnianym wypieraniem inwestycji prywatnych.
158. Po drugie, na poziomie pośredników finansowych pomoc może skutkować zakłóceniami pod względem zwiększania lub utrzymywania władzy rynkowej pośrednika, na przykład w zakresie obsługi rynku konkretnego regionu. Nawet jeżeli pomoc nie zwiększa znacząco władzy rynkowej pośrednika finansowego w sposób bezpośredni, może się do tego przyczynić w sposób pośredni, zniechęcając istniejących konkurentów do ekspansji, powodując ich wychodzenie z rynku lub zniechęcając nowych konkurentów do wchodzenia na rynek.
159. Środki finansowania ryzyka muszą być ukierunkowywane na przedsiębiorstwa zorientowane na wzrost, które nie są w stanie przyciągnąć odpowiedniego poziomu finansowania z zasobów prywatnych, ale mogą stać się rentowne dzięki pomocy państwa w zakresie finansowania ryzyka. Jest jednak mało prawdopodobne, aby środek służący do ustanowienia publicznego funduszu, którego strategia inwestycyjna nie wykazuje w wystarczający sposób potencjalnej rentowności kwalifikujących się przedsiębiorstw, spełnił test bilansujący, ponieważ w takim przypadku inwestycja w zakresie finansowania ryzyka może stanowić dotację.
160. Ponieważ warunki dotyczące zarządzania na zasadach rynkowych i podejmowania decyzji w sposób pozwalający osiągnąć zysk, określone w przepisach dotyczących finansowania ryzyka zawartych w ogólnym rozporządzeniu w sprawie wyłączeń blokowych, są niezbędne do zagwarantowania, że wybór przedsiębiorstw będących beneficjentami końcowymi odbywa się w oparciu o logikę czysto komercyjną, od warunków tych nie można odstąpić na podstawie niniejszych wytycznych, w tym w przypadku gdy środek obejmuje publicznych pośredników finansowych.

161. Fundusze inwestycyjne o niewielkiej skali, ograniczonym ukierunkowaniu regionalnym oraz nieposiadające odpowiednich zasad zarządzania będą poddawane analizom, aby uniknąć ryzyka utrzymywania nieskutecznych struktur rynkowych. Regionalne programy finansowania ryzyka mogą mieć niewystarczającą skalę i zakres ze względu na brak zróżnicowania powiązany z brakiem wystarczającej liczby kwalifikujących się przedsiębiorstw będących celami inwestycyjnymi, co mogłoby ograniczać efektywność takich funduszy i skutkować przyznawaniem pomocy na rzecz mniej rentownych przedsiębiorstw. Takie inwestycje mogą powodować zakłócenia konkurencji i prowadzić do odnoszenia nadmiernych korzyści przez niektóre przedsiębiorstwa. Ponadto fundusze takie mogą być mniej atrakcyjne dla inwestorów prywatnych, w szczególności inwestorów instytucjonalnych, ponieważ mogą być postrzegane bardziej jako narzędzie służące celom polityki regionalnej, a nie rentowna możliwość biznesowa oferująca akceptowalny zwrot z inwestycji.
162. Po trzecie, na poziomie beneficjentów końcowych Komisja oceni, czy środek skutkuje zakłóceniami na rynku produktowym, na którym takie przedsiębiorstwa prowadzą konkurencyjną działalność. Przykładowo środek może skutkować zakłóceniami, jeżeli jest ukierunkowany na przedsiębiorstwa w mało rentownych sektorach. W szczególności nadmiernie zakłócać konkurencję może znaczna ekspansja zdolności wywołana pomocą państwa na rynku o małej rentowności, ponieważ rozwinięcie nadmiernej zdolności lub jej utrzymywanie mogłoby doprowadzić do ograniczenia marż zysku, zmniejszenia inwestycji konkurentów, a nawet do ich wyjścia z rynku. Ponadto może ona również utrudniać przedsiębiorstwom wchodzenie na rynek. Innym skutkiem są też nieefektywne struktury rynkowe, które w perspektywie długoterminowej również działają na niekorzyść konsumentów. W przypadku gdy na danym rynku w sektorach docelowych odnotowuje się wzrost, zwykle jest mniej powodów ku temu, aby obawiać się, że pomoc wpłynie w sposób negatywny na dynamiczne zachęty lub będzie nadmiernie zakłócać wychodzenie z rynku i wchodzenie na rynek. Dlatego też Komisja przeanalizuje poziom zdolności produkcyjnych w danym sektorze w świetle potencjalnego popytu. Aby umożliwić Komisji przeprowadzenie takiej oceny, państwa członkowskie muszą wskazać, czy środek finansowania ryzyka dotyczy konkretnego sektora, czy też zapewnia preferencyjne traktowanie niektórych sektorów.
163. Pomoc państwa może uniemożliwiać mechanizmom rynkowym przyniesienie efektywnych rezultatów poprzez wynagradzanie najbardziej efektywnych producentów i wywieranie presji na tych najmniej efektywnych, aby wprowadzali ulepszenia, przeprowadzali restrukturyzację lub wychodzili z rynku. Przyznanie pomocy nieefektywnym przedsiębiorstwom może uniemożliwić innym przedsiębiorstwom wejście na rynek lub ekspansję na rynku, a ponadto może osłabić zachęty dla konkurentów do wprowadzania innowacji.
164. Komisja oceni także wszelkie możliwe negatywne skutki delokalizacji. W tym względzie Komisja przeanalizuje, czy w przypadku funduszy regionalnych istnieje prawdopodobieństwo, że będą zachęcać do delokalizacji w ramach rynku wewnętrznego. Ryzyko takich zakłóceń jest wyraźniejsze, gdy działania pośrednika finansowego są ukierunkowane na nieobjęty pomocą region graniczący z regionami objętymi pomocą lub na region o intensywności pomocy wyższej niż region docelowy. Regionalny środek finansowania ryzyka ukierunkowany wyłącznie na niektóre sektory również może mieć negatywne skutki związane z delokalizacją.
165. W przypadku gdy przedmiotowy środek ma negatywne skutki, państwo członkowskie musi zidentyfikować środki służące do zminimalizowania takich zakłóceń. Przykładowo państwo członkowskie może wykazać, że negatywne skutki będą ograniczone do minimum, uwzględniając np. ogólną kwotę inwestycji, rodzaj i liczbę beneficjentów oraz cechy docelowych sektorów. W ramach bilansowania pozytywnych i negatywnych skutków Komisja weźmie również pod uwagę skalę takich skutków.

3.8. Przejrzystość

166. Państwa członkowskie muszą zamieszczać na kompleksowej stronie internetowej dotyczącej pomocy państwa, na poziomie krajowym lub regionalnym, następujące informacje:
- (i) treść programu pomocy oraz jego przepisów wykonawczych;
 - (ii) nazwę organu przyznającego pomoc;
 - (iii) całkowitą kwotę udziału państwa członkowskiego w ramach środka;
 - (iv) nazwę podmiotu, któremu powierzono zadanie, w stosownych przypadkach, oraz nazwy wybranych pośredników finansowych;

- (v) nazwę przedsiębiorstwa wspieranego w ramach środka; w tym informacje na temat rodzaju przedsiębiorstwa (MŚP, mała spółka o średniej kapitalizacji, innowacyjna spółka o średniej kapitalizacji); regionu (na poziomie NUTS 2), w którym zlokalizowane jest przedsiębiorstwo; głównego sektora gospodarki, w którym przedsiębiorstwo prowadzi działalność na poziomie grupy NACE; formy i kwoty inwestycji. Z takiego wymogu można zrezygnować w odniesieniu do MŚP, które nie dokonały żadnej komercyjnej sprzedaży na żadnym rynku, oraz w przypadku inwestycji o wartości poniżej 200 000 EUR w przedsiębiorstwie będącym beneficjentem końcowym;
- (vi) w przypadku fiskalnych programów pomocy na finansowanie ryzyka nazwy inwestorów korporacyjnych będących beneficjentami ⁽⁴³⁾ oraz kwotę otrzymanej korzyści podatkowej, jeżeli kwota ta przekracza 200 000 EUR. Taką kwotę można przedstawić w przedziale 2 mln EUR.

Informacje takie muszą zostać opublikowane po podjęciu decyzji o przyznaniu pomocy, przechowywane przez co najmniej 10 lat i udostępniane publicznie bez ograniczeń ⁽⁴⁴⁾.

3.9. Kumulacja

- 167. Środek finansowania ryzyka można kumulować z każdym innym środkiem pomocy państwa, w przypadku którego można wyodrębnić koszty kwalifikowalne.
- 168. Środek finansowania ryzyka można kumulować z innymi środkami pomocy państwa bez identyfikowalnych kosztów kwalifikowalnych lub z pomocą *de minimis*, do wysokości najwyższego odpowiedniego łącznego pułapu finansowania ustalonego w zależności od specyfiki każdego przypadku w ogólnym rozporządzeniu w sprawie wyłączeń blokowych lub decyzji przyjętej przez Komisję.
- 169. Finansowanie unijne zarządzane centralnie przez instytucje, agencje, wspólne przedsiębiorstwa lub inne organy Unii, które nie są bezpośrednio ani pośrednio kontrolowane przez państwo członkowskie, nie stanowi pomocy państwa. W przypadku gdy takie finansowanie unijne jest połączone z pomocą państwa, przy ustalaniu, czy przestrzegane są progi powodujące obowiązek zgłoszenia i maksymalne kwoty pomocy, uwzględniana będzie jedynie pomoc państwa, pod warunkiem że całkowita kwota finansowania publicznego przyznanego w odniesieniu do tych samych kosztów kwalifikowalnych nie przekracza najkorzystniejszej stopy finansowania określonej w mających zastosowanie przepisach prawa Unii.

4. OCENA

- 170. W celu dodatkowego zapewnienia ograniczenia zakłócania konkurencji i handlu Komisja może wymagać, aby czas trwania niektórych programów był ograniczony oraz aby podlegały one ocenie, w której należy uwzględnić następujące kwestie:
 - a) zweryfikowanie efektywności środka pomocy w świetle określonych z góry celów ogólnych i szczegółowych oraz wskaźników; a także
 - b) wpływ środka finansowania ryzyka na rynki i konkurencję.
- 171. Przeprowadzenie oceny może być wymagane w odniesieniu do następujących programów pomocy:
 - a) dużych programów;
 - b) programów ukierunkowanych regionalnie;
 - c) programów o wąskim ukierunkowaniu sektorowym;
 - d) programów, które są modyfikowane, przy czym modyfikacja ta wpływa na kryteria kwalifikowalności, kwotę inwestycji lub parametry projektowania finansowego; w ramach zgłoszenia może zostać przedstawiana ocena;
 - e) programów o nowatorskim charakterze;
 - f) programów, w odniesieniu do których Komisja wymaga przeprowadzenia oceny na podstawie decyzji o uznaniu środka pomocy, biorąc pod uwagę jego możliwe negatywne skutki.
- 172. Ocena musi być przeprowadzana przez eksperta niezależnego od organu udzielającego pomocy państwa w oparciu o wspólną metodykę ⁽⁴⁵⁾, a jej wyniki muszą zostać upublicznione. Wspomnianą ocenę należy przedstawić Komisji w czasie wystarczającym na przeprowadzenie oceny możliwego przedłużenia programu pomocy oraz w każdym przypadku po wygaśnięciu programu. Dokładny zakres i metodyka planowanej oceny zostaną określone w decyzji zatwierdzającej dany program pomocy. W przypadku każdego kolejnego środka pomocy o zbliżonym celu należy uwzględnić wyniki wspomnianej oceny.

⁽⁴³⁾ Nie dotyczy inwestorów prywatnych, którzy są osobami fizycznymi.

⁽⁴⁴⁾ Informacje te powinny być regularnie aktualizowane (np. co sześć miesięcy) i udostępniane w formatach, które nie są prawnie zastrzeżone.

⁽⁴⁵⁾ Taką wspólną metodykę może dostarczyć Komisja.

5. PRZEPISY KOŃCOWE

5.1. Przedłużenie obowiązywania wytycznych w sprawie kapitału podwyższonego ryzyka

173. Wytyczne w sprawie kapitału podwyższonego ryzyka obowiązują do dnia 30 czerwca 2014 r.

5.2. Stosowanie przepisów

174. Komisja będzie stosować zasady określone w niniejszych wytycznych do celów przeprowadzania oceny zgodności w odniesieniu do wszelkiej pomocy w zakresie finansowania ryzyka, która zostanie przyznana w okresie od dnia 1 lipca 2014 r. do dnia 31 grudnia 2020 r.

175. Pomoc w formie kapitału podwyższonego ryzyka przyznana bezprawnie lub przyznana przed dniem 1 lipca 2014 r. zostanie oceniona zgodnie z obowiązującymi zasadami w dniu przyznania takiej pomocy.

176. W celu zabezpieczenia uzasadnionych oczekiwań inwestorów prywatnych w przypadku programów finansowania ryzyka, w których przewiduje się finansowanie publiczne na rzecz funduszy *private equity*, data zaangażowania finansowania publicznego na rzecz funduszy *private equity*, za którą uznaje się datę podpisania umowy o finansowaniu, decyduje o stosowaniu przepisów w odniesieniu do środka finansowania ryzyka.

5.3. Właściwe środki

177. Komisja uważa, że wdrożenie niniejszych wytycznych doprowadzi do istotnych zmian w zasadach oceny pomocy w formie kapitału podwyższonego ryzyka w UE. Ponadto w świetle zmienionych warunków ekonomicznych i społecznych wydaje się, że konieczne jest przeprowadzenie przeglądu i sprawdzenie, czy wszystkie programy pomocy w formie kapitału podwyższonego ryzyka są nadal zasadne i skuteczne. Z tych powodów Komisja proponuje państwom członkowskim następujące właściwe środki zgodnie z art. 108 ust. 1 Traktatu:

a) państwa członkowskie powinny zmienić w stosownych przypadkach istniejące programy pomocy w formie kapitału podwyższonego ryzyka, aby dostosować je do niniejszych wytycznych w ciągu sześciu miesięcy od daty publikacji tych wytycznych;

b) państwa członkowskie zachęca się do udzielania wyraźnej, bezwarunkowej zgody na zaproponowane właściwe środki w terminie dwóch miesięcy od daty publikacji niniejszych wytycznych. W razie braku jakiegokolwiek odpowiedzi Komisja uzna, że dane państwo członkowskie nie zgadza się na zaproponowane środki.

178. W celu zabezpieczenia uzasadnionych interesów inwestorów prywatnych państwa członkowskie nie muszą przyjmować właściwych środków w odniesieniu do programów pomocy w formie kapitału podwyższonego ryzyka na rzecz MŚP, w przypadku których zaangażowanie finansowania publicznego na rzecz funduszy *private equity*, które następuje z datą podpisania umowy o finansowaniu, nastąpiło przed datą publikacji niniejszych wytycznych, a wszystkie warunki określone w umowie o finansowaniu pozostają bez zmian. Wspomniani pośrednicy finansowi mogą kontynuować prowadzenie działalności również po tym fakcie i dokonywać inwestycji zgodnie ze swoją pierwotną strategią inwestycyjną do upłynięcia terminu przewidzianego w umowie o finansowaniu.

5.4. Sprawozdawczość i monitorowanie

179. Zgodnie z rozporządzeniem Rady (WE) nr 659/1999⁽⁴⁶⁾ i rozporządzeniem Komisji (WE) nr 794/2004⁽⁴⁷⁾ państwa członkowskie muszą przedkładać Komisji sprawozdania roczne.

180. Państwa członkowskie muszą zachować szczegółową dokumentację dotyczącą wszystkich środków pomocy. Dokumentacja ta musi zawierać wszystkie informacje potrzebne do ustalenia, czy przestrzegano warunków dotyczących kwalifikowalności oraz maksymalnych kwot inwestycji. Należy ją przechowywać przez 10 lat od dnia przyznania pomocy i przedstawić Komisji na jej wniosek.

⁽⁴⁶⁾ Rozporządzenie Rady (WE) nr 659/1999 ustanawiające szczegółowe zasady stosowania art. 93 Traktatu WE (Dz.U. L 83 z 27.3.1999, s. 1), ze zmianami.

⁽⁴⁷⁾ Rozporządzenie Komisji (WE) nr 794/2004 w sprawie wykonania rozporządzenia (WE) nr 659/1999 (Dz.U. L 140 z 30.4.2004, s. 1).

5.5. Przegląd

181. Komisja może podjąć decyzję o przeprowadzeniu przeglądu lub zmianie niniejszych wytycznych w dowolnym momencie, jeżeli jest to konieczne z przyczyn związanych z polityką konkurencji lub w celu uwzględnienia innych polityk i zobowiązań międzynarodowych UE, zmian na rynkach lub z jakiegokolwiek innego uzasadnionego powodu.
-