

Analiza możliwości zastosowania
instrumentów finansowych w ramach
regionalnego programu operacyjnego
dla województwa kujawsko-pomorskiego
2014-2020

Toruń,

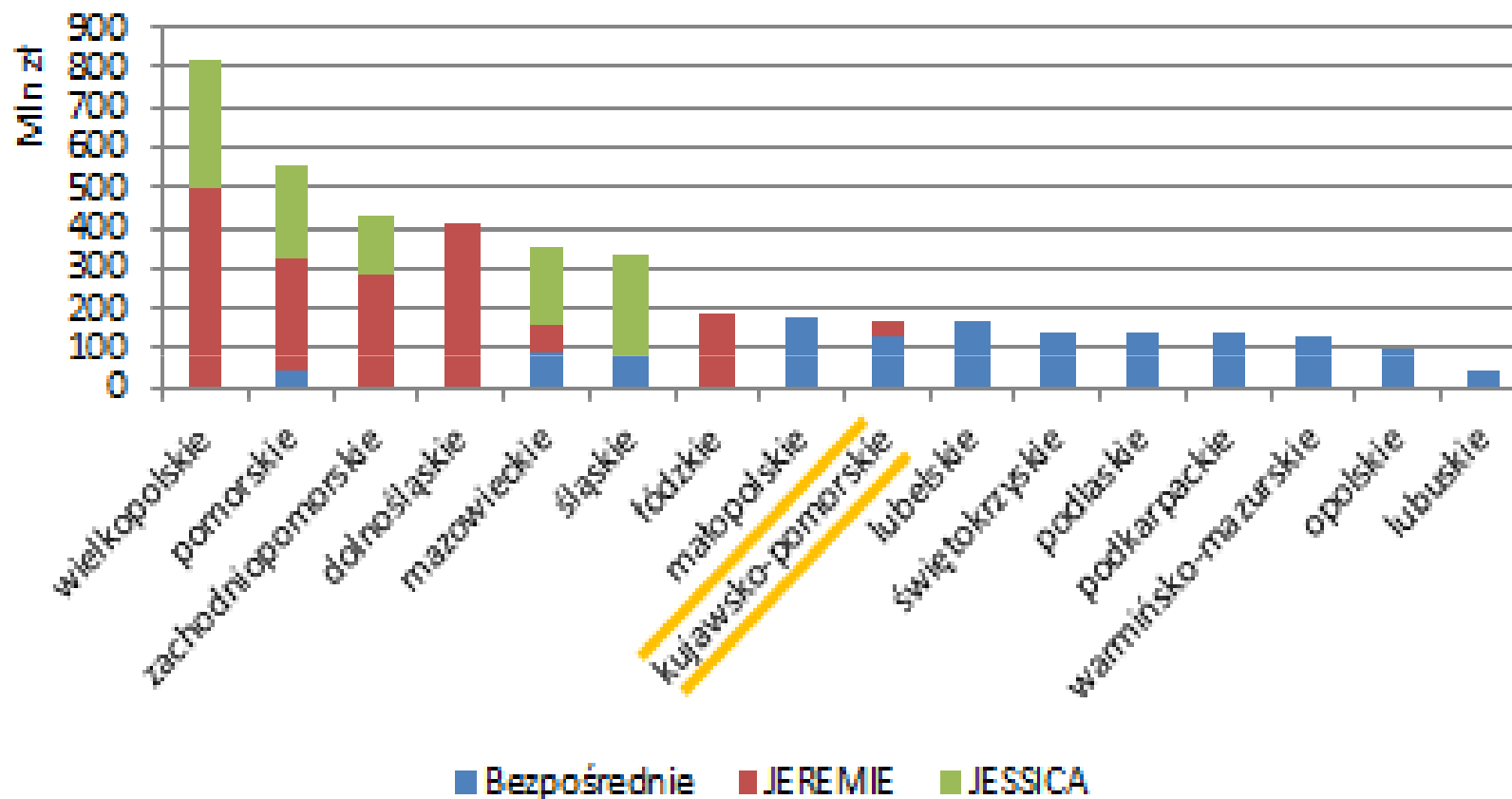
21 października 2014 r.

imapp

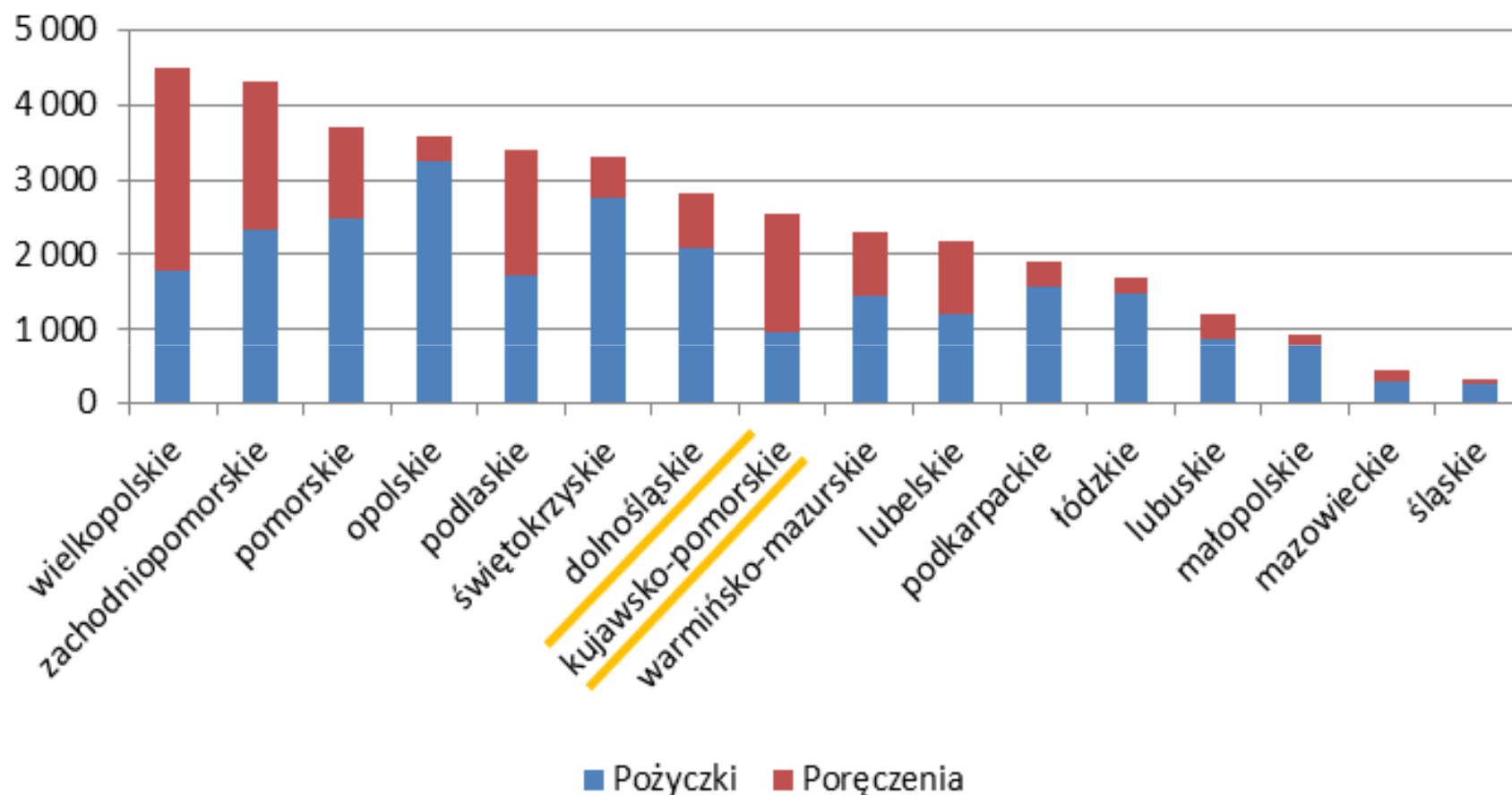
PAG  Uniconsult

Dotychczasowe wyniki wdrażania instrumentów inżynierii finansowej w okresie 2007-2013

Wartość alokacji przeznaczonych w RPO 2007-2013 na wsparcie IIF w Polsce

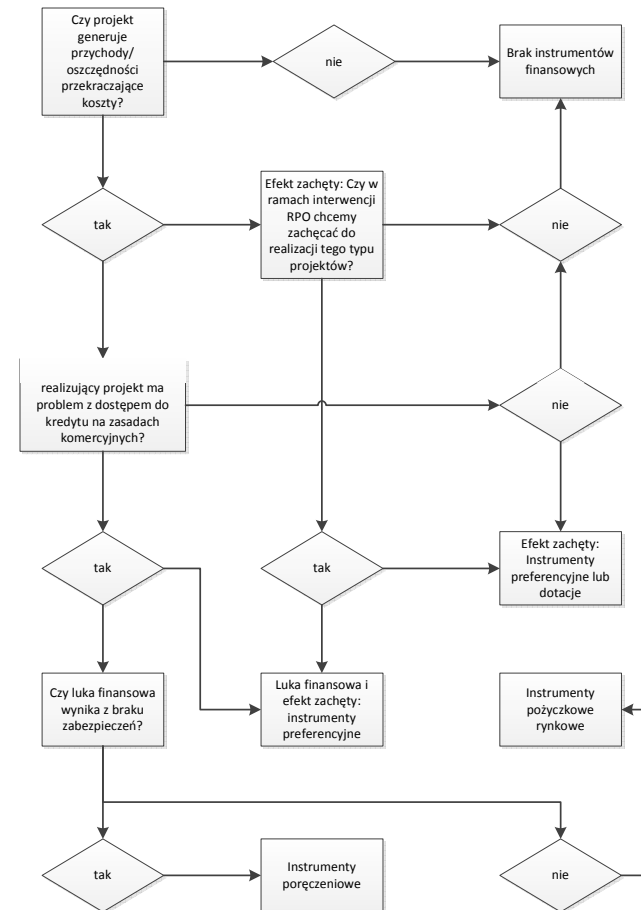


Wartość udzielonych pożyczek i poręczeń w projektach wsparcia IIF - bezpośredniego i JEREMIE - w przeliczeniu na jeden aktywny podmiot MSP (dane w zł).



Przesłanki interwencji

1. Czy projekt – w całym cyklu życia – generuje przychody/oszczędności przewyższające koszty (inwestycyjne i utrzymania)?
2. Czy projekt/projektodawca znajduje się w luce finansowej, tj. zachodzi punkt powyższy (projekt jest ekonomicznie zasadny, ale nie ma możliwości zdobycia finansowania na zasadach rynkowych)?
3. Czy z RPO wynika, że dany projekt jest pożądany w świetle celów interwencji RPO, tj. czy należy tworzyć efekt zachęty, zwiększający prawdopodobieństwo realizacji tego typu projektów?



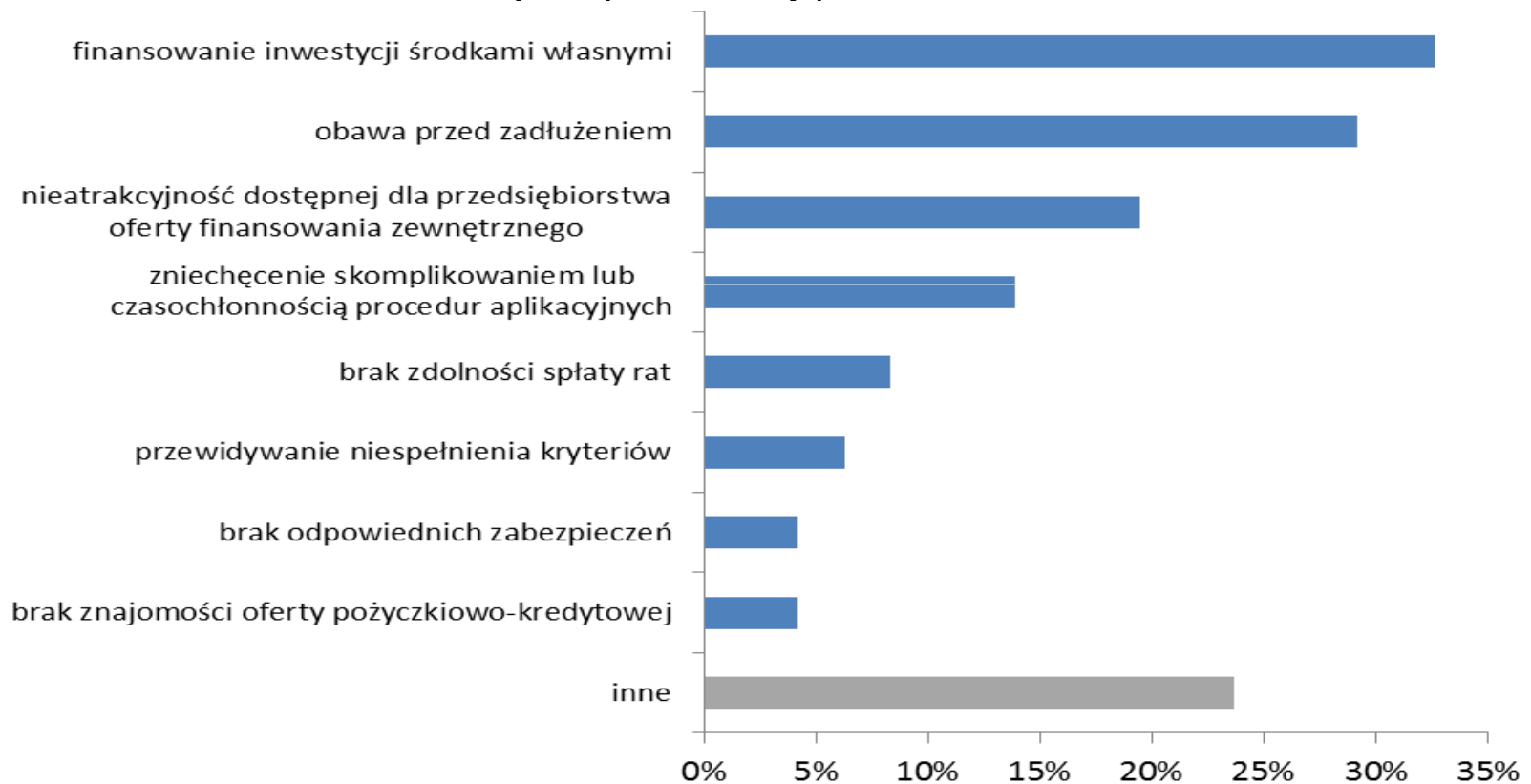
Instrumenty finansowe w ramach RPO WK-P 2014-2020 – wybrane założenia i problemy

- Problem braku jasności, co do statusu środków z obecnej perspektywy finansowej: problem decyzji politycznej o formie dalszego wykorzystywania środków i sposobu ich przekazania pośrednikom finansowym. Propozycje alokacji oparte są na **założeniu pozostawienia dotychczasowych środków jako instrumentów zwrotnych**.
- W przypadku pozostawienie przynajmniej części środków, zaplanowanie takich rozwiązań, aby nie miały one charakteru konkurencyjnego wobec środków z obecnej perspektywy finansowej – na przykład wykorzystywanie ich na odmienne cele, kierowanie finansowania do odmiennych grup, niż środki z perspektywy 2014-2020.
- Zasadność różnicowania stopnia preferencyjności poszczególnych instrumentów finansowych, w zależności od przyjętych założeń (priorytetów wsparcia); zapewne – przynajmniej w części przypadków – rezygnacja z podejmowania tej decyzji przez pośrednika finansowego.
- Raport został przygotowany w oparciu o wersję RPO WK-P przesłaną do Komisji Europejskiej, może jeszcze zostać zaktualizowany.

Priorytety inwestycyjne 3.1 + 3.3 oraz 8.7

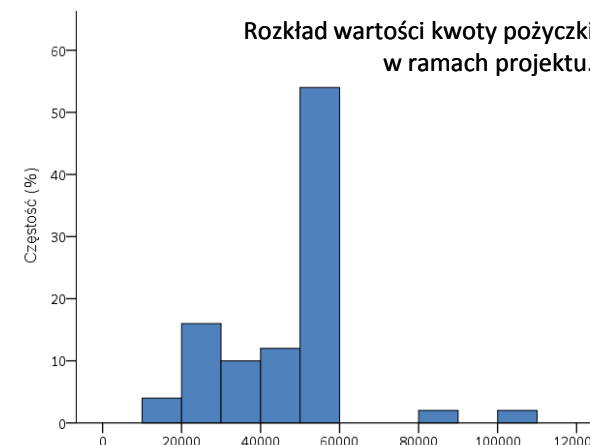
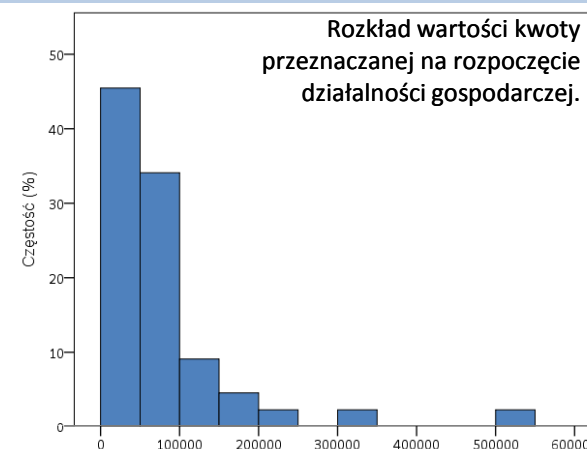
Motywy (braku) finansowania zewnętrznego MMŚP (CATI, $n=750$)

Deklarowane powody braku zamiaru ubiegania się o kredyt lub pożyczkę inwestycyjną w ciągu najbliższych 12 miesięcy.



Doświadczenia z realizacji PI 8.7. Wnioski z badania empirycznego (CATI, $n=50$)

- Prawie 70% ankietowanych beneficjentów projektu „Pożyczki dla przedsiębiorczych” (Działanie 6.2 PO KL) z województwa zadeklarowało, że nie rozpoczęłoby działalności gospodarczej bez tej pożyczki.
- 1/4 ankietowanych zadeklarowała, że przyjęłoby pożyczkę w ramach projektu (zwykle w niższej kwocie), nawet gdyby jej oprocentowanie wynosiło 10%.
- Prawie 80% ankietowanych przedsiębiorców oceniło perspektywy rozwojowe przedsiębiorstwa na najbliższe 12 miesięcy „dobrze” lub „bardzo dobrze”. Oceny „źle” lub „bardzo źle” były jednostkowe.



Wnioski dla IF skierowanych do przedsiębiorstw

- Dwa wymiary: luka finansowa i efekt zachęty – przy zasadniczym znaczeniu eliminacji luki finansowej, ale...
- ...pewnym problemem jest wielowymiarowa interwencja.
- Paleta instrumentów zbliżona do dotychczasowej, ale:
 - duże znaczenie oprocentowania na zasadach rynkowych: ograniczenie konkurencji z sektorem rynkowym i lepsze adresowanie wsparcia;
 - konieczność demarkacji z dotacjami;
 - (obecnie) malejąca atrakcyjność instrumentów preferencyjnych, nastawionych na efekt zachęty (niskie stopy procentowe);
 - koncentracja na mikroprzedsiębiorstwach i małych przedsiębiorstwach.

Instrumenty finansowe w ramach 3.1 i 3.3

Priorytet inwestycyjny 3.1		Mikropożyczki			
Cel instrumentu:		Zmniejszenie luki finansowej mikro i małych przedsiębiorstw			
Od:	0 zł	do:	70 tys. zł	na:	maks. 5 lat
Finanse i wskaźniki					
Udzielone pożyczki:		730			
Średnia wartość pożyczki:		39 tys. zł			
Minimalna alokacja (bez kosztów zarządzania):		25,5 mln zł			
Preferencje i grupa docelowa					
Odbiorcy: tylko mikroprzedsiębiorcy do dwóch lat od rozpoczęcia działalności.					
Preferencyjne oprocentowanie, możliwe niskie wymogi co do zabezpieczeń.					

Priorytet inwestycyjny 3.3		Poręczenia			
Cel instrumentu:		Zmniejszenie luki finansowej mikro i małych przedsiębiorstw.			
Od:	0 zł	do:	300 tys. zł *	na:	maks. 7 lat
Finanse i wskaźniki					
Udzielone poręczenia (mnożnik 3):		988			
Średnia wartość poręczenia:		110 tys. zł			
Minimalna alokacja (bez kosztów zarządzania):		24,1 mln zł			
Preferencje i grupa docelowa					
Odbiorcy: tylko mikro- i małe przedsiębiorstwa.					
* Przybliżona wartość maksymalna, podana ze względów poglądowych. W praktyce proponuje się nieokreślanie wartości maksymalnej i uzależnienie jej wyłącznie od zdolności finansowych funduszu i kryterium maksymalnej koncentracji.					

Instrumenty finansowe w ramach 3.3 (1)

Priorytet inwestycyjny 3.3		Pożyczki na cele obrotowe i inwestycyjne			
Cel instrumentu:		Zmniejszenie luki finansowej mikro i małych przedsiębiorstw.			
Od:	0 zł	do:	300 tys. zł	na:	maks. 6 lat
Finanse i wskaźniki					
Udzielone pożyczki:			502		
Średnia wartość pożyczki:			182 tys. zł		
Minimalna alokacja (bez kosztów zarządzania):			73,1 mln zł		
Preferencje i grupa docelowa					
Odbiorcy: tylko mikro- i małe przedsiębiorstwa.					
Na zasadach rynkowych (brak preferencji).					

Priorytet inwestycyjny 3.3		Pożyczki inwestycyjne			
Cel instrumentu:		Zmniejszenie luki finansowej MMSP.			
Od:	300 tys. zł	do:	1 mln zł	na:	maks. 7 lat
Finanse i wskaźniki					
Udzielone pożyczki:			71		
Średnia wartość pożyczki:			643 tys. zł		
Minimalna alokacja (bez kosztów zarządzania):			36,7 mln zł		
Preferencje i grupa docelowa					
Odbiorcy: mikro-, małe i średnie przedsiębiorstwa.					
Preferencje: w ramach oddzielnej alokacji, preferencje dla projektów wpisujących się w RSI i/lub realizowanych na określonych obszarach i/lub tworzących nowe miejsca pracy.					

Instrumenty finansowe w ramach 3.3 (2)

Priorytet inwestycyjny 3.3		Pożyczki			
Cel instrumentu:		Wsparcie projektów w ramach RSI.			
Od:	500 tys. zł	do:	1 mln zł*	na:	maks. 7 lat**
Finanse i wskaźniki					
Udzielone pożyczki:			52		
Średnia wartość pożyczki:			1 mln zł		
Minimalna alokacja (bez kosztów zarządzania):			50 mln zł		
Preferencje i grupa docelowa					
Odbiorcy: tylko mikro-, mali i średni przedsiębiorcy					
Preferencje dla projektów wpisujących się w RSI i/lub realizowanych na określonych obszarach i/lub tworzących nowe miejsca pracy					
* - przybliżona wartość, faktyczna zależna od poziomu maksymalnej koncentracji zaangażowania danego PF			** - Dopuszcza się pożyczkę na dowolnie długi okres, przy założeniu, że oprocentowanie po 7 roku wzrasta do oprocentowania rynkowego		

Instrumenty finansowe w ramach 8.7

Priorytet inwestycyjny 8.7		Mikropożyczki			
Cel instrumentu:		Zmniejszenie luki finansowej osób rozpoczynających działalność.			
Od:	0 zł	do:	70 tys. zł	na:	maks. 5 lat
Finanse i wskaźniki					
Udzielone pożyczki:		300			
Średnia wartość pożyczki:		54,1 tys. zł			
Minimalna alokacja (bez kosztów zarządzania):		16 mln zł			
Preferencje i grupa docelowa					
Odbiorcy: tylko osoby rozpoczynające indywidualną działalność gospodarczą.					
Preferencyjne oprocentowanie, możliwe niskie wymogi co do zabezpieczeń.					

Priorytet inwestycyjny 1.2

Priorytet inwestycyjny 1.2

- Co do zasady wsparcie kapitałowe ma być wdrażane z poziomu krajowego – liczne instrumenty w ramach PO IR.
- Niewielkie doświadczenia w województwie kujawsko-pomorskim (jeden pośrednik w ramach 3.1 PO IG).
- Poważną barierą może być regionalizacja wsparcia – trudna do utrzymania w przypadku szybko rozwijających się firm w które zainwestował fundusz kapitałowy.
- Jedynym (ale istotnym) argumentem na rzecz oferowania wsparcia ze szczebla krajowego są obawy, co do sprawności uruchamiania instrumentów w ramach PO IR.
- Ostatecznie jednak nie proponujemy instrumentów kapitałowych, a jedynie instrument dłużny, który może zostać przesunięty do PI 3.3

Priorytet inwestycyjny 1.2 –pożyczki na wdrażanie wyników prac B+R

PI: 1.2		Pożyczki			
Cel instrumentu:		Pożyczki na finansowanie wdrożeń wyników prac B+R			
Od:	200 tys. zł	Do:	2 000 tys. zł	na:	do 10 lat
Finanse i wskaźniki					
Udzielone pożyczki:				50	
Przeciętna pożyczka:				1,0 mln zł	
Minimalna alokacja (bez kosztów zarządzania):				50 mln zł	
Preferencje i grupa docelowa					
Odbiorcy: przedsiębiorcy (w przypadku dużych przedsiębiorstw – wyłącznie finansowanie projektów podejmowanych we współpracy z MŚP).					
Oprocentowanie – preferencyjne – na poziomie stopy bazowej (dla przedsięwzięć realizowanych w ramach inteligentnych specjalizacji regionu).					

Blok II – Energia i środowisko

Instrumenty finansowe w ramach PI 4.1

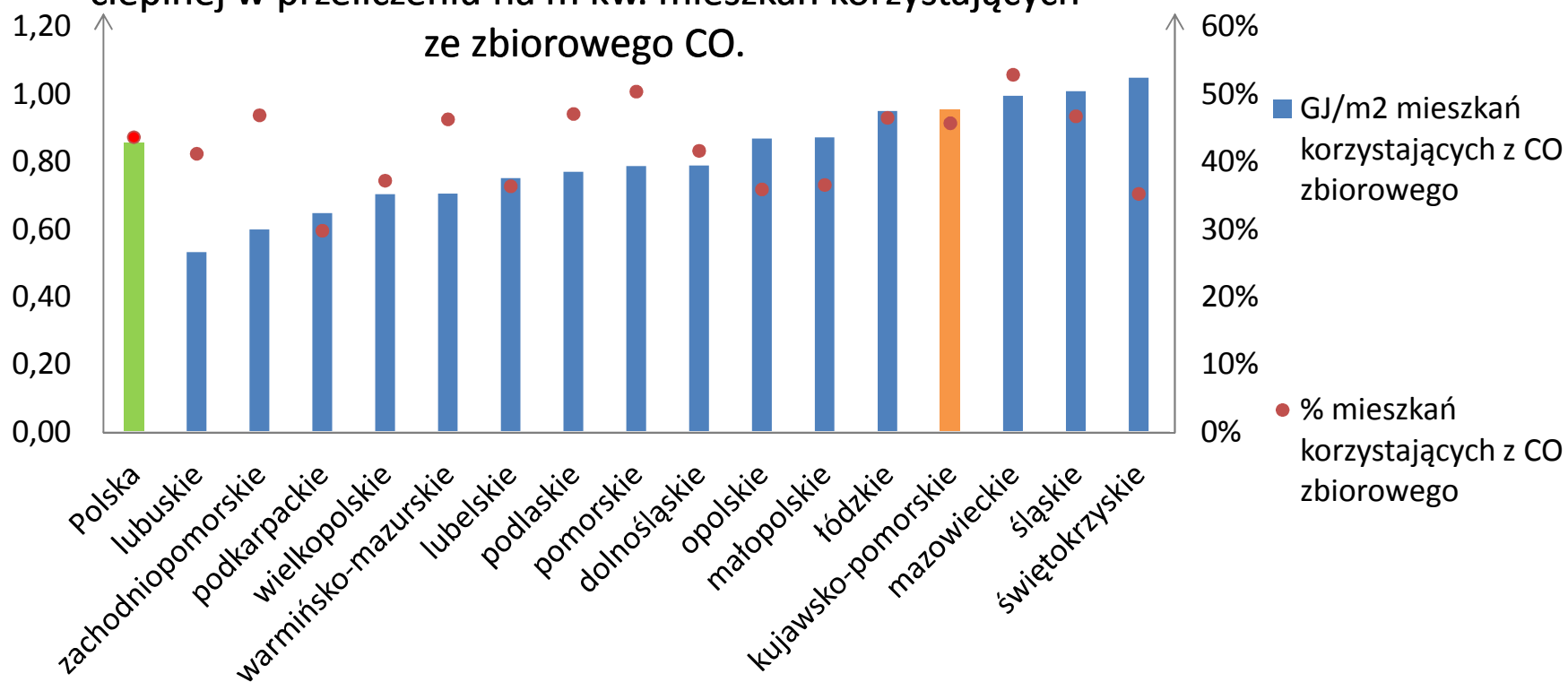
Priorytet inwestycyjny 4.1		Pożyczki preferencyjne			
Cel instrumentu:		wypełnienie luki finansowej			
Od:	100 tys. zł	do:	2 mln zł	na:	maks. 10 lat
Finanse i wskaźniki					
Udzielone pożyczki:		40			
Przeciętne pożyczka:		1 mln zł			
Minimalna alokacja (bez kosztów zarządzania):		40 mln zł			
Preferencje i grupa docelowa					
Odbiorcy: przedsiębiorcy (do rozważenia wykluczenie niektórych technologii – np. energetyki wiatrowej).					
Ewentualne zachęty w zależności od typu technologii.					

Instrumenty finansowe w ramach PI 4.2

Priorytet inwestycyjny 4.2		Pożyczki preferencyjne			
Cel instrumentu:		zmniejszenie luki finansowej i wytworzenie efektu zachęty			
Od:	200 tys. zł	do:	1 mln zł	na:	maks. 10 lat
Finanse i wskaźniki					
Udzielone pożyczki:		400			
Średnia wartość pożyczki:		500 tys. zł			
Minimalna alokacja (bez kosztów zarządzania):		200 mln zł			
Preferencje i grupa docelowa					
Odbiorcy: małe i średnie przedsiębiorstwa.					
Warunki preferencyjne – udokumentowanie efektu ekologicznego przy pomocy audytu energetycznego.					

4.3 – efektywność energetyczna

Woj. kujawsko-pomorskie → Wciąż wysokie zużycie energii cieplnej w przeliczeniu na m kw. mieszkań korzystających ze zbiorowego CO.



Źródło: URE/NSP 2011

Wnioski z przeprowadzonego badania empirycznego (CATI, $n=100$)

- 46% respondentów (spółdzielni i wspólnot mieszkaniowych) zadeklarowało realizowanie inwestycji termomodernizacyjnych w ciągu ostatnich trzech lat, 18% – innych rewitalizacyjnych.
- W przypadku spółdzielni mieszkaniowych istnieje znamienna statystycznie zależność między realizacją inwestycji termomodernizacyjnych oraz rewitalizacyjnych w ciągu ostatnich trzech lat oraz takimi planami w przyszłości.
- 1/5 podmiotów zrezygnowała z przeprowadzenia inwestycji termomodernizacji, rewitalizacji z powodu niedostępności kredytu, pożyczki lub innego finansowania zewnętrznego.
- Wartość luki deklarowanych niezrealizowanych inwestycji w dziedzinie termomodernizacji, rewitalizacji i OZE w populacji wyniosła 75,9 mln zł za okres ostatnich trzech lat. Luka nieprzyznanego finansowania zewnętrznego – 86,4 mln zł.

4.3 – efektywność energetyczna

- **Budynki użyteczności publicznej i komunalne – bez IF:**
 - duża podaż projektów o znaczącej wartości, w większości nie są to jednak dobrze przygotowane inwestycje,
 - jest pole do zastosowania IF, ale jest ryzyko bardzo małego zainteresowania.
- **Budynki mieszkaniowe – IF:**
 - problem linii demarkacyjnej,
 - z sygnałów płynących z MIR wynika, że w ramach PO IiŚ budynki mieszkaniowe - IF,
 - IF: preferencyjna pożyczka na termomodernizację, jej atrakcyjność będzie większa przy wyższym poziomie stóp procentowych.
- **Oświetlenie zewnętrzne – bez IF (potencjalnie także w ramach PI 4.5 – różne podejście w różnych województwach):**
 - przeważający problem własności infrastruktury i niewystarczającej podaży projektów o $eNPV > 0$.

Instrumenty finansowe w ramach 4.3

Priorytet inwestycyjny 4.3		Pożyczki na modernizację energetyczną			
Cel instrumentu:		efekt zachęty, zmniejszenie luki finansowej			
Od:	100 tys. zł	do:	2 mln zł	na:	maks. 15-20 lat
Finanse i wskaźniki					
Udzielone pożyczki:		150			
Średnia wartość pożyczki:		500 tys. zł			
Minimalna alokacja (bez kosztów zarządzania):		75 mln zł (ok. 1/4 alokacji w PI)			
Preferencje i grupa docelowa					
Odbiorcy: spółdzielnie, wspólnoty mieszkaniowe, TBS.					
Preferencyjne oprocentowanie.					

Wdrażanie

Środki z okresu 2007-2013

- Brak jasności w szeregu kwestii (nie/możliwość łączenia ich ze środkami z perspektywy 2014-2020, wykorzystywanie ich jako udziału własnego pośrednika, sposób określenia limitów kosztów zarządzania etc.)
- Możliwe rozwiązania
 - Programy poręczeniowe, powiązane z finansowaniem dłużnym z okresu 2014+.
 - Oferowanie finansowania uzupełniającego dla projektów finansowanych dotacyjnie i/lub zwrotnie.
 - Oferowanie finansowania obrotowego (o ile będzie możliwe od strony formalnej) w wybranych sferach.

Instrumenty poręczeniowe/gwarancyjne w ramach RPO WK-P 2014-2020

- Poważny problem to nowe podejście do instrumentów poręczeniowych – wsparcie jako wielkość szacowanych wypłat z tytułu poręczeń: podejście sensowne, ale bardzo mało atrakcyjne dla pośredników finansowych (sposób liczenia kosztów zarządzania).
- Szacowany poziom ryzyka (ekspertyza PAG Uniconsult dla MIR: 25% poręczenia dla MSP, 35% poręczenia dla firm typu *start-up*).
- Utrudnienia w możliwości łączenia różnych instrumentów finansowych ze środków UE powoduje też brak oferty poręczeniowej dla wybranych grup odbiorców ostatecznych wsparcia europejskiego (np. firmy typu start-up).
- W sytuacji możliwości dokapitalizowania FPK środkami perspektywy 2007-2013 zasadne wydaje się uruchamianie tylko dobrze zaadresowanych programów poręczeniowych do określonych grup odbiorców ostatecznych.

Instrumenty poręczeniowe w okresie 2014-2020

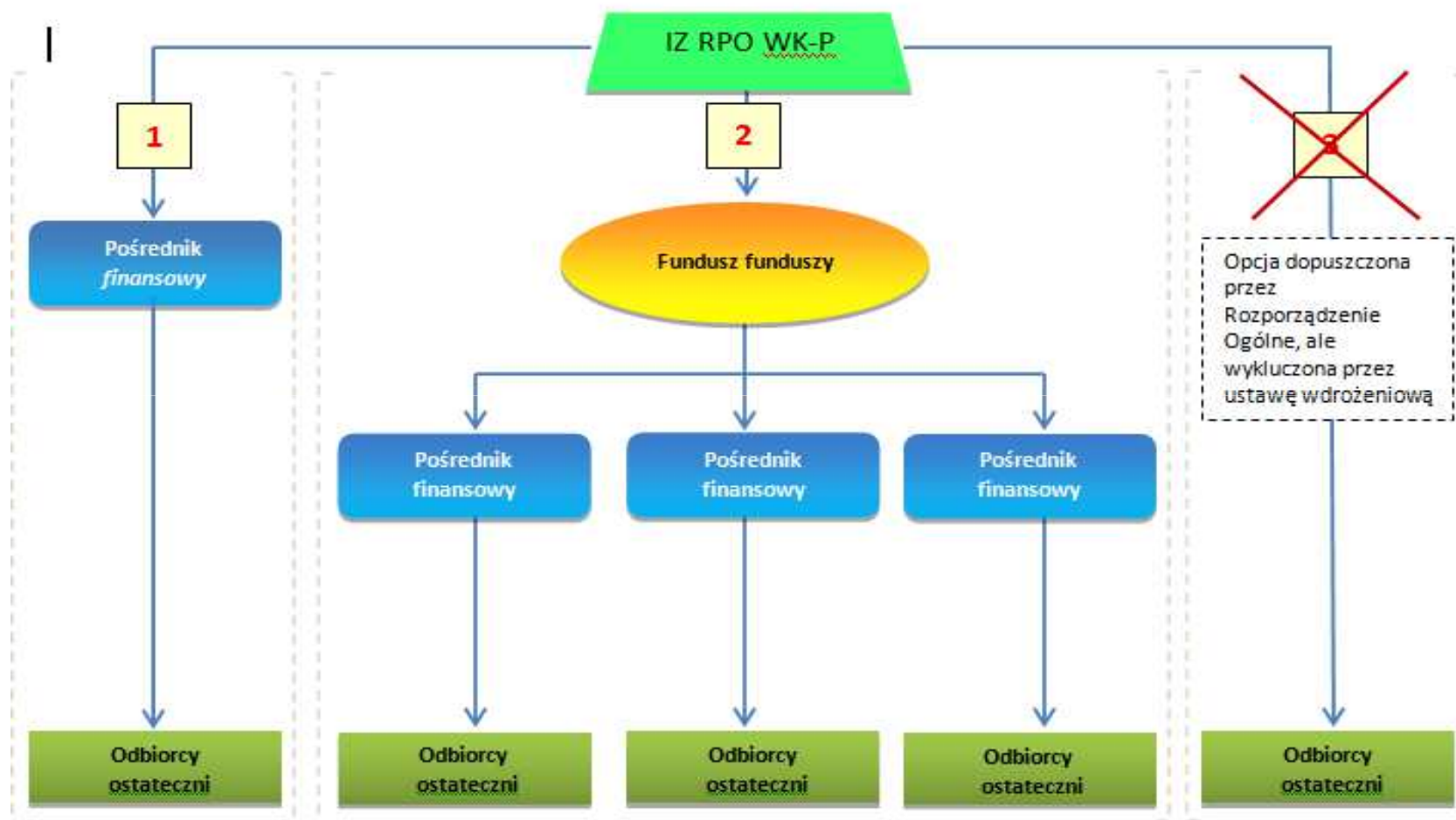
- Mocną stroną przedstawionej przez BGK koncepcji jest stworzenie ogólnokrajowego schematu reporęczeniowego.
- Słabą stroną bardzo trudności wdrożeniowe, ze względu na niewielki poziom wzajemnego zaufania potencjalnych partnerów i bardzo duża złożoność organizacyjno – formalna proponowanych rozwiązań, w tym rola agenta konsorcjum (KGP).
- Dużym wyzwaniem pozostaje też oparcie wielkości środków o szacowane ryzyko – mechanizm dostosowany do specyfiki poręczeń portfelowych. Trzy możliwe rozwiązania to:
 - Podejmowanie ryzyka wypłat powyżej „capu” przez same fundusze poręczeniowe;
 - Regionalny program reporęczeniowy z „capem” równym szacowanemu ryzyku;
 - Uruchamianie programów poręczeń portfelowych, ewentualnie z indywidualną oceną największych transakcji.

Modele wdrażania instrumentów finansowych

- a) Wdrażanie za pośrednictwem IZ RPO WK-P, ogłaszającej konkursy na pośredników finansowych.
- b) Wdrażanie za pośrednictwem tzw. funduszu funduszy (model wdrażania zbliżony do obecnego modelu w ramach Inicjatywy JEREMIE), ogłaszającego konkursy na pośredników finansowych.
- c) Zastosowanie zróżnicowanych rozwiązań dla poszczególnych osi priorytetowych

Naszym zdaniem najbardziej racjonalne jest rozwiązanie b lub c), ale generalnie wszystkie rozwiązania są absolutnie dopuszczalne.

Możliwe opcje wdrożeniowe



Rozwiązania instytucjonalne

- Możliwe jest wdrażanie (wybór pośredników finansowych) bezpośrednio przez IZ RPO WK-P lub z udziałem funduszu funduszy (jednego lub dwóch). Oba warianty wydają nam się dopuszczalne i uzasadnione.
- W przypadku wyboru wariantu z funduszem funduszy najbardziej logiczny wydaje się wariant z jednym funduszem funduszy oraz WUP jako IP dla PI 8.7 (alternatywnie zajmowałby się tym też fundusz funduszy).
- Alternatywnie możliwe wydaje się wykorzystanie drugiego funduszu funduszy dla PI 4.1, 4.2 i 4.3.

Wdrażanie całości IF za pośrednictwem jednego funduszu funduszy

Zalety	Wady
Koncentracja całości wdrażania instrumentów finansowych w ramach jednej organizacji.	Duże ryzyko, związane z powierzeniem całości wdrażania instrumentów finansowych jednej instytucji, w sytuacji jej nieefektywnego lub niekompetentnego działania.
Przejrzystość schematu wdrażania dla pośredników finansowych i - pośrednio – dla odbiorców ostatecznych: łatwość pozyskania informacji o aktualnej ofercie, koncentracja działań informacyjnych i promocyjnych.	Brak lub bardzo niewielka liczba instytucji, które łączyłyby kompetencje dotyczące instrumentów finansowych, związanych ze wspieraniem konkurencyjności i innowacyjności oraz w sferze związanej z działaniami mającymi na celu zmniejszenie energochłonności i ochronę środowiska naturalnego, prowadząca w konsekwencji do niewielkiej liczby ofert lub w radykalnej sytuacji wręcz do ich braku.
Korzyści płynące z efektu skali – łatwiejsze projektowanie i przeprowadzenia konkursów na pośredników finansowych, a także prowadzenie działań monitorujących.	Duże obciążenie funduszu funduszy ze względu na wielkość zarządzanych środków i potencjalną liczbę obsługiwanych projektów.
Łatwiejsza współpraca pomiędzy funduszem funduszy i IZ RPO WK-P, dzięki braku konieczności koordynacji działań Instytucji Zarządzającej wobec dwóch instytucji.	Częściowo różna grupa docelowa odbiorców ostatecznych; w sferze innowacyjności i konkurencyjności będą to głównie przedsiębiorcy, w sferze pozostałych priorytetów inwestycyjnych, w których przewidziano instrumenty finansowe, obok przedsiębiorców będą występować inne, wyraźnie odmienne kategorie odbiorców ostatecznych (jednostki samorządu terytorialnego, przedsiębiorstwa komunalne etc.).

Inne dylematy wdrożeniowe

- Rozważenie wyboru funduszu funduszy w trybie bezprzetargowym – możliwe, choć nieco więcej zalet (potencjalnie obniżone koszty zarządzania) zapewnia model z zastosowaniem przetargu.
- Sposób wykorzystania doświadczeń Kujawsko-Pomorskiego Funduszu Pożyczkowego – albo pośrednik finansowy albo potencjalny fundusz funduszy.
- Nieco więcej zalet prezentuje pełnienie przez KPFP roli pośrednika finansowego, przy ewentualnym doradztwie i wsparciu w procesie wyboru funduszu funduszy i ew. wsparciu (tam, gdzie nie wystąpi konflikt interesów) w jego działaniu.
- Dość niskie proponowane przez KE w akcie delegowanym maksymalne poziomy opłat za zarządzanie instrumentami finansowymi – proponujemy wykorzystanie przetargów do wyłaniania pośredników finansowych, co może pozwolić na ich podwyższanie.

Wynagrodzenie za zarządzanie instrumentami finansowymi

	Limity kosztów zarządzania dla okresu 2007-2013	Limity kosztów zarządzania dla okresu 2014-2020*		
Rodzaj wynagrodzenia	Koszty zarządzania (corocznie)	Koszty zarządzania (corocznie)	Coroczne wynagrodzenie za poziom aktywności od udzielonego finansowania	Maksymalny limit obu rodzajów kosztów w ramach danego projektu
Pożyczki i kredyty	3% (pożyczki) 4% (mikropożyczki)	0,5%	1% od aktywnych pożyczek** 1,5% (od aktywnych mikropożyczek)**	8% (pożyczki) 10% (mikropożyczki)
Poręczenia	2%	0,5%	1,5% od aktywnych poręczeń**	10%
Wejścia kapitałowe	3%	2,5% (1-2 rok), 1% (kolejne lata)	2,5% od wypłaconych środków**	20%
Fundusz funduszy	2%	3% (1 rok), 1% (2 rok), 0,5% (kolejne lata)	0,5% od wypłaconych środków**	7%

Motywowanie PF

Oczekujemy, że pośrednicy będą:

- udzielali pożyczek firmom w luce (podejmowali ryzyko);
- stali na straży publicznych środków (unikali ryzyka);
- udzielili wielu pożyczek i wykorzystali środki (niskie oprocentowanie);
- nie konkutowali z ofertą rynkową (wysokie oprocentowanie).

Te oczekiwania są w oczywisty sposób sprzeczne.

Wprowadzenie nieproporcjonalnego wynagrodzenia kapitału tworzy motywację dla pośredników, by podejmować ryzyko i pożyczać możliwe drogo, przy jednoczesnym dbaniu o niskie straty i szybki obrót.

Instrumenty łączące cechy finansowania zwrotnego i bezzwrotnego (instrumenty mieszane)

Łączenie dotacji i instrumentów finansowych – teoretyczne możliwości

Możliwa forma łączenia	Zalety	Wady
Subsydiowanie odsetek	Konieczność alokowania znacznie mniejszych środków, niż na preferencyjny instrument finansowy.	Trudności w nawiązaniu współpracy z bankami o odpowiednio rozwiniętej sieci w regionie, skomplikowane mechanizmy rozliczeniowe. Potencjalne wykorzystanie w ramach PI 4.5
Dotacje do prowizji poręczeniowych	Budowa mechanizmów rynkowych na rynku poręczeniowym.	Praktycznie zanik stosowania prowizji „rynkowych” przez fundusze poręczeniowe, problemy formalne.
Dotacje do przygotowania np. wejścia kapitałowego	Możliwość sfinansowania pracochłonnej wyceny i dopracowania pomysłu.	Konieczność ustanowienia odpowiednich limitów udziału takich kosztów.
Instrument finansowy i dotacja w różnej fazie projektu – np. dla start-upów, najpierw dotacja, potem kontynuacja w formie pożyczki (oddzielne wyd. kwal.)	Łączenie instrumentu silnie preferencyjnego z quasi rynkowym (pożyczka lub kredyt).	Dość trudne zaprojektowanie i rozliczanie tego typu instrumentu. Ewentualnie oddzielny podprodukt np. w PI 3.3.

Dziękuję za uwagę!

Maciej Gajewski, PAG Uniconsult

e-mail: mgajewski@pag-uniconsult.pl