

## Rolul instrumentelor financiare în finanțarea companiilor

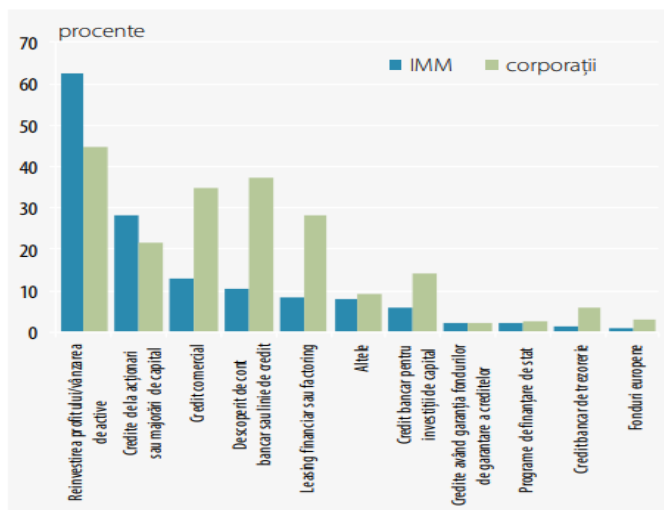
- document de poziție -

### 1. Analiza contextului

#### Surse de finanțare pentru companiile din România

Accesul la sursele de finanțare reprezintă una dintre dificultățile de natură structurală cu care se confruntă companiile din România. Prin comparație cu celelalte țări din Uniunea Europeană, România, anterior pandemiei Covid-19, era situată pe ultimele locuri în ceea ce privește soluțiile de finanțare destinate întreprinderilor mici și mijlocii. Conform statisticilor oficiale, 71,99% din numărul total de IMM-uri foloseau autofinanțarea ca principală sursă de finanțare, în timp ce proporția celor care foloseau creditul bancar era de doar 22,63%.

**Grafic 1** – Principalele surse de finanțare pentru IMM-uri și corporații în perioada 2019-2020



1. **Reinvestirea profitului/vânzarea de active**
2. *Credite de la acționari sau majorări de capital*
3. *Credit comercial*
4. *Descoperit de cont bancar sau linie de credit*
5. *Leasing financiar sau factoring*
6. *Altele*
7. *Credit bancar pentru investiții de capital*
8. *Credite având garanția fondurilor de garantare a creditelor*
9. *Programe de finanțare de stat*
10. *Credite bancare de trezorerie*
11. *Fonduri europene*

Sursa: Banca Națională a României

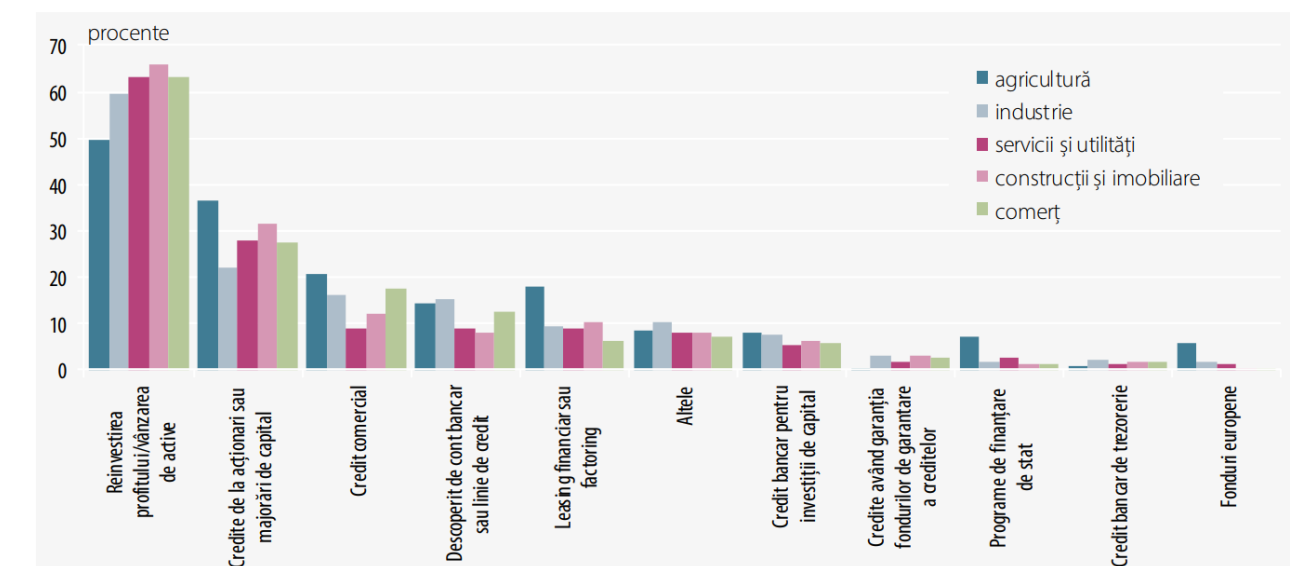
Analiza surselor de finanțare ale companiilor în perioada de pandemie arată că atât sectoarele puternic afectate, cât și cele afectate moderat, nu se bazează într-o proporție prea mare pe împrumuturi de la bănci și instituții financiare non-bancare (IFN). Valoarea acestora reprezintă doar 8% din total pasiv (asemănător mediei la nivelul ansamblului companiilor nefinanciare), similar sectoarelor cu impact mediu (9% din total pasiv). Având în vedere nivelul ridicat al creditelor comerciale din bilanțurile firmelor (18,4% din total pasiv), în timp ce ponderea împrumuturilor solicitate de la băncile și IFN-urile autohtone era de 8,4%, riscul ca societățile care întâmpină probleme financiare să propage aceste dificultăți de-a lungul lanțurilor de afaceri se majorează.

Similar evoluției la nivel agregat, și în cazul principalelor sectoare de activitate se observă preferința companiilor pentru utilizarea resurselor interne, în principal reinvestirea profitului, vânzarea de active, credite de la acționari sau majorări de capital.

Principalele nevoi de finanțare ale companiilor (indiferent de mărime) sunt următoarele:

- stocuri și capital circulant (35,95%)
- dezvoltarea de produse, servicii ori accesul la noi piețe de desfacere (29,74%)
- investiții imobiliare, în echipamente și tehnologie (28,10%)

**Grafic 2 –** Principalele surse de finanțare a companiilor pe sectoare de activitate în perioada 2019-2020



Sursa: Banca Națională a României

Principalele dificultăți întâmpinate de companii în accesarea de finanțări sunt:

- nivelul prea ridicat al dobânzilor și al comisioanelor
- cerințele privind valoarea sau tipul garanției
- clauzele contractuale
- birocrația
- gradul de îndatorare maxim permis de către instituția creditoare.

Ca soluție pe termen mediu și lung, autofinanțarea companiilor nu asigură premisele unei dezvoltări sustenabile, ci mai degrabă una de supraviețuire, pe termen scurt. Efectele pot fi negative asupra activității economice, respectiv stoparea planurilor de investiții/extindere, restructurări de personal, diminuarea bugetelor destinate investițiilor, inovării și marketingului, toate acestea conducând către o reducere a dimensiunii companiilor.

Ca efect al constrângerilor de natură internă, IMM-urile sunt mai expuse manifestării imperfecțiunilor pieței și inconsistențelor de politică publică.

Multe dintre IMM-uri fiind insuficient capitalizate, devin semnificativ mai vulnerabile, cu precădere în perioade de incertitudine economică. O structură echilibrată a capitalurilor ar contribui la creșterea potențialului de a atrage finanțare bancară în condiții mai avantajoase și ar determina o creștere a cifrei de afaceri și a profitabilității acestora, având consecințe pozitive asupra dimensiunii IMM-urilor și rezilienței acestora la diverse șocuri.

De aceea, scăderea dependenței IMM-urilor de sursele de finanțare tradiționale (autofinanțare, credit acționar, credit comercial) a devenit urgentă.

O diversificare a opțiunilor de finanțare ar contribui la reducerea riscului sistemic, la creșterea rezilienței economiei la șocuri majore și ar facilita îndeplinirea rolului IMM-urilor în economie cu privire la investiții, creștere, inovare și ocupare.

**Ca atare, un cadru instituțional și de reglementare adaptat acestui profil, precum și condiții favorizante pentru accesul la piață și la resurse sunt indispensabile pentru a stimula asumarea de riscuri antreprenoriale și a sprijini realizarea și atingerea potențialului de creștere a afacerilor.**

## Soluții alternative de finanțare pentru companiile din România

### Rațiunea utilizării instrumentelor financiare

O alternativă viabilă la soluțiile clasice de finanțare a companiilor din Romania este reprezentată de **instrumentele financiare, utilizând fonduri europene și naționale**. Aceste facilități sunt create de Uniunea Europeană și de Guvernul României în scopul de a asigura suport de la bugetul UE/bugetul național prin intermediul împrumuturilor, garanțiilor, altor instrumente de partajare a riscurilor investițiilor de capital.

Instrumentele financiare sunt implementate pentru a sprijini investiții preconizate a fi viabile din punct de vedere financiar, darcare nu atrag finanțare suficientă din piață, din motive precum disponibilitatea redusă a fondurilor (riscul ridicat al sectorului sau profitabilitate redusă) sau costurile ridicate asociate surselor de finanțare existente. Instrumentele financiare asigură lichiditate suplimentară în condiții mai favorabile decât cele oferite de piață, facilitând realizarea investițiilor.

Din perspectiva politicilor publice ale Statului Român, instrumentele financiare aduc:

1. posibilitatea utilizării fondurilor publice cu efect multiplicator („leverage”) – prin mobilizarea de resurse publice și private adiționale, în completarea fondurilor publice alocate inițial, și
2. caracterul revolving al capitalului aferent acestor instrumente financiare (posibilitatea de a utiliza aceleași fonduri în mai multe cicluri) - permițând ca fiecare euro disponibil prin instrumentele financiare sa fie utilizat, in principiu, de mai multe ori.

### Oportunități pentru România în perioada 2022-2027

În prezent, România a demarat negocierea Programelor Operaționale pentru exercițiul financiar curent (2021-2027), cu o sumă alocată de 38,3 miliarde euro, comparativ cu 34,7 miliarde euro în perioada anterioară de programare. Pentru a asigura cu succes implementarea proiectelor de investiții cu componentă nerambursabilă, cofinanțarea din surse proprii a beneficiarilor este esențială.

În paralel, România are de implementat și măsurile necesare utilizării fondurilor puse la dispoziție prin Mecanismul de redresare și reziliență, Comisia Europeană avizând favorabil în luna septembrie 2021 și, ulterior, Consiliul Uniunii Europene aprobând în luna octombrie 2021 Planul Național de Redresare și Reziliență (PNRR) în valoare de 29,2 miliarde euro. Investițiile avute în vedere a fi realizate prin intermediul acestui program sunt legate de implementarea unor reforme esențiale pentru Romania, cu scopul de a susține un model de creștere sustenabil pe termen mediu și lung. Sectorul privat este așteptat să contribuie activ la alocarea sumelor din PNRR, atât direct prin componenta 9 dedicată, cat și indirect prin implementarea investițiilor după parcurgerea procedurilor de achiziții publice.

În cadrul PNRR, la nivelul Componentei 9: Suport pentru sectorul privat, cercetare, dezvoltare și inovare, se regăsesc măsuri privind instrumentele financiare pentru sectorul privat, prezentate în **Anexă**.

După cum remarcăm, în ultimii ani și la nivel european, opțiunile și instrumentele de finanțare a IMM-urilor s-au diversificat:

- pe de o parte, ca raspuns la diversificarea nevoii de finanțare și la varietatea de circumstanțe în care IMM-urile accesează finanțare
- pe de altă parte, ca efect al modificării condițiilor de pe piața creditului

În ciuda succesului înregistrat în România, instrumentele alternative de finanțare au încă o dimensiune sub potențial și unele dintre acestea sunt în faze incipiente de implementare sau sunt accesibile unei ponderi reduse a IMM-urilor, ca efect al barierelor existente atât în calea ofertei (potențialii investitori sunt sceptici din cauza dimensiunii reduse și opacității pieței IMM-urilor, lipsei opțiunilor de exit și reglementărilor ineficiente), cat și în calea cererii (mulți antreprenori nu dispun de cunoștințe financiare, viziune strategică, resurse și chiar dorința manifestă de a atrage finanțare, alta decât, eventual, cea bancară).

Ca o consecință, instrumentele financiare pentru IMM-uri operează încă într-o piață îngustă, ilichidă, cu un număr redus de participanți, ceea ce conduce la o cerere relativ scăzută de finanțare dinspre IMM-uri și descurajează potențialii investitori.

Pentru ca instrumentele financiare să poată contribui în mod efectiv la accelerarea tranziției României către un nou model de creștere, este esențial ca accesibilitatea acestora să fie îmbunătățită, iar paleta produselor financiare să fie adaptată profilului și nevoilor IMM-urilor din România.

Aceasta presupune:

- identificarea acelor decalaje de finanțare și acelor priorități de investiții care să fie adresate prin instrumente financiare - pe baza informațiilor existente, evaluării experienței utilizării acestora, inclusiv din perspectiva eficienței utilizării fondurilor europene, respectiv cea mai mare acoperire a pieței și cel mai bun răspuns al mediului privat
- evaluarea nevoilor și caracteristicilor bazei de intermediari financiari care acționează pe piața locală, în așa fel încât să poată fi structurate instrumente financiare care să încurajeze participarea mediului privat și să atragă investiții private cu efect multiplicator, cu scopul lărgirii bazei de investitori privați locali și creșterii capacității de finanțare pe termen lung

În acest fel, creșterea disponibilității instrumentelor financiare va contribui la corectarea dezechilibrelor structurale, la acoperirea nevoilor de finanțare, la atragerea investitorilor privați.

## **2. Propuneri privind creșterea utilizării instrumentelor financiare ca soluție alternativă de finanțare a companiilor din România**

Având în vedere experiența băncilor comerciale din România, precum și a administratorilor de fonduri PE/VC regionali sau cu expunere exclusivă pe România, în managementul proiectelor cu fonduri nerambursabile și expertiza acumulată în implementarea instrumentelor financiare, **propunem următoarele măsuri:**

1. Eficientizarea implementării și operaționalizării instrumentelor financiare sub umbrela PNRR și a programelor operaționale, cu păstrarea complementarității activităților/sectoarelor acoperite
2. Realizarea de urgență a unei evaluări ex ante pentru viitoarele programe operaționale, prin care să fie identificate deficiențele pieței sau situațiile de investiții suboptimale, necesitățile de investiții, precum și posibila participare a sectorului privat. O astfel de evaluare ex ante contribuie, de asemenea, la evitarea suprapunerilor și contradicțiilor dintre instrumentele financiare puse în aplicare de diferiți actori pe diverse niveluri
3. Creșterea disponibilității instrumentelor financiare (dimensiunea alocărilor și diversitatea produselor) și a rolului instituțiilor bancare ca intermediari financiari prin implementarea de instrumente financiare lansate sub umbrela PNRR, Invest EU sau în cadrul programelor operaționale. Instrumentele financiare ar trebui: (1) să răspundă în mod real nevoilor de finanțare ale mediului privat (inclusiv pe domenii specializate: digitalizare, cercetare - dezvoltare, inovare, tranziție verde) și (2) să permită băncilor transferul de beneficii către companii (costuri reduse și structură flexibilă a colateralului) prin menținerea caracterului „uncapped” pentru garanțiile de portofoliu
4. Pentru o implementare eficientă pe zona domeniilor specializate (digitalizare, cercetare - dezvoltare, inovare, tranziție verde, etc.), ar fi necesare: (I) o componentă de asistență tehnică (de exemplu, consultanță de specialitate) atât pentru intermediarii bancari, cât și pentru companii și (II) Manuale de încadrare în aceste categorii foarte specializate
5. În contextul autonomiei Agențiilor de Dezvoltare Regională (ADR) în ceea ce privește absorbția de fonduri europene și dezvoltarea politicilor regionale, pentru bănci implementarea simultană de instrumente financiare diferite, pentru fiecare ADR/Regiune europeană este dificil de administrat și monitorizat. În acest sens, o soluție mult mai eficientă ar fi gestionarea acestor instrumente financiare centralizat, cu implementare printr-o divizie separată de instrumente financiare din cadrul Ministerului Investițiilor și Proiectelor Europene și cu monitorizarea indicatorilor specifici la nivel regional de către ADR-uri
6. Pentru a asigura acoperirea unei game cât mai largi de beneficiari (datorită efectului de pârghie și caracterului revolving al instrumentelor financiare), dar și a deficitului de investiții, posibilitatea adăugării unei componente de grant pentru unele dintre instrumentele financiare și pentru

compensarea condiționalităților; aceste combinații de grant-uri și instrumente financiare sunt deja implementate cu succes în alte țări europene

7. Având în vedere necesarul de finanțare în zona proiectelor de mari dimensiuni, de tip industrial, ce presupun diversificări privind gama de produse, fluxuri tehnologice sau operaționale noi, posibilitatea relansării în cadrul noului exercițiu de programare a unor scheme de ajutor de stat pe modelul Hotărârii de Guvern nr. 807/2014 pentru instituirea unor scheme de ajutor de stat având ca obiectiv stimularea investițiilor cu impact major în economie

8. Având în vedere:

– (i) dificultățile majore în constituirea unor fonduri de PE/VC cu expunere pe România sau a unor fonduri regionale cu expunere preponderentă pe România, (ii) acoperirea insuficientă a pieței locale prin fonduri de investiții de capital PE/VC care să depășească total capitaluri (active administrate) de 100 mil. EUR, (iii) acoperirea insuficientă a pieței locale prin fonduri specializate pentru întreprinderi cu capitalizare medie (midcaps), (iv) absența unor fonduri specializate în transfer de tehnologie sau (v) specializate în infrastructură (iar în cazurile (iv) și (v) și absența corespunzătoare a unor echipe de management specializate în România

- faptul că investitorii instituționali tradiționali prezenți activ în România și în alte țări din regiune sau în alte state aparținând Spațiului Economic European (SEE) (instituții financiare precum Grupul BEI, BERD, IFC), cât și investitorii instituționali specifici industriei (fonduri de pensii, societăți de asigurare etc) au disponibilitatea de a se implica mai mult în România, inclusiv în ceea ce privește implementarea instrumentelor financiare, devin necesare următoarele:

- crearea unei strategii unitare pentru următorii 5 ani, respectiv 10 ani, pentru micșorarea decalajului față de țările din regiune și față de SEE (în ce privește completarea verigilor lipsa (ii)-(v) de mai sus, dar și majorarea dimensiunii în valoare absolută a fondurilor de investiții de capital care au expunere pe România, crearea unor echipe de management solide și mai mari, mai sofisticate
- încurajarea apariției și dezvoltării intermediarilor financiari locali de tipul administratorilor de fonduri de private equity sau venture capital, prin măsuri de stimulare a activității acestora, inclusiv prin alinierea legislației naționale la modelele de reglementare cu eficacitate dovedită, practicate pe piețe precum Luxemburg sau Olanda
- încurajarea creării de produse de finanțare pentru susținerea coagulării și implicării echipelor locale în managementul fondurilor de investiții, de tip credite sau garanții pentru contribuția acestora la capitalul fondurilor
- discutarea, împreună cu factorii guvernamentali decizionali a oportunităților pentru a crește expunerea unor instituții precum IFC, BERD, Grupul BEI pe piața locală, în concordanță cu mandatele de dezvoltare ale acestor instituții
- adoptarea de modificări legislative pentru a stimula investițiile în fondurile de investiții de capital ale fondurilor de pensii din România, care să compenseze lipsa de atractivitate investițională din prezent: (i) modul de sub-evaluare/ constituire a valorii contabile și (ii) ponderarea investițiilor în fondurile de investiții de capital cu 25% în loc de 0%, având în vedere că diversificarea sectorială și per emitent este un criteriu esențial al industriei, toate acestea ducând la scăderea profilului de risc în comparație cu o investiție privată de capital directă.

În plus față de a investi într-o clasă de active ca alternativă la clasele de active cu expunere deja foarte mare, fondurile de pensii din România văd industria de fonduri de investiții de capital ca o sursă suplimentară de listări la BVB, companii cu o guvernare corporativă deja implementată anterior listării și nu doar la momentul acesteia

- încurajarea participării diverselor categorii de investitori instituționali locali – fonduri de pensii, societăți de asigurare, corporații ca parteneri în fonduri de investiții locale printr-un cadru stimulative de reglementare
- alinierea reglementărilor aplicabile fondurilor de investiții și din perspectiva tratamentului fiscal al fluxurilor financiare între diversele structuri ale fondurilor, precum și din perspectiva regimului taxării investițiilor în aceste fonduri ca investiții pe termen lung (dat fiind orizontul investițional de 10-15 ani, în linie cu recomandările OCDE și propunerilor formulate în contextul Uniunii Piețelor de Capital)

- amendarea Legii 31/1990, care să fie în acord cu legislația și practica europeană în materie, dar și să răspundă nevoilor oricărui investitor de capital într-o societate comercială română (fie el investitor minoritar sau majoritar, străin sau român).
  - adaptarea cadrului secundar de reglementare cu privire la condițiile de intrare, ieșire și operare pe piață.
9. De asemenea, apreciem ca fiind necesară intensificarea cooperării între instituțiile financiare internaționale și entitățile naționale pentru armonizarea ofertei de produse financiare.

În încheiere, considerăm implicarea mediului privat ca fiind recomandabilă și utilă atât pentru identificarea instrumentelor financiare care să asigure o maximizare a impactului utilizării lor, dar și pentru implementarea efectivă și evaluarea eficienței acestora.

Rămânem deschiși pentru a contribui la dezbateră cu privire la conturarea noii generații de instrumente financiare, cu o orientare spre sustenabilitate, precum și la complementaritatea acestora cu alte instrumente menite a contribui la dezvoltarea pieței locale.

## Anexa

### PNRR - COMPONENTA 9: SUPTOR PENTRU SECTORUL PRIVAT, CERCETARE, DEZVOLTARE ȘI INOVARE

#### Investiția 2 – Instrumente financiare pentru sectorul privat

##### Măsura 1: Garanția de portofoliu pentru Reziliență – 300 mil. EUR

*Administrator:* Fondul European de Investiții ("FEI").

*Finanțarea eligibilă:* credite pentru capital de lucru, linii de credit, credite de investiții, leasing, etc. Aceste elemente, precum și sectoarele economiei vizate vor fi determinate după finalizarea analizei de piață, ținând cont de Regulamentul Facilității de Recuperare și Reziliență precum și de criteriile de eligibilitate din cadrul programului InvestEU.

*Intermediarii financiari eligibili:* bănci comerciale, fonduri de garantare, instituții de microfinanțare, companii de leasing și orice alte entități autorizate să acorde credite.

*Beneficiari finali:* IMM-urile (până la 249 de angajați) și întreprinderile cu până la 500 de angajați, întreprinderile individuale, fermierii individuali și întreprinderile agricole ar putea fi eligibili pentru garanția de portofoliu.

##### Măsura 2: Garanția de portofoliu pentru acțiune climatică – 200 mil. EUR

*Administrator:* Fondul European de Investiții ("FEI").

*Beneficiarii finali:* IMM-urile (până la 249 de angajați) și întreprinderile cu până la 500 de angajați, de asemenea și persoanele fizice. În ceea ce privește persoanele fizice, pot primi sprijin prin intermediul instrumentului financiar gospodăriile ce solicită împrumuturi pentru a finanța investiții eligibile în cadrul măsurii pentru Acțiune climatică.

*Finanțarea eligibilă:* credite pentru capital de lucru, linii de credit, credite de investiții, leasing, etc. Aceste elemente, precum și sectoarele economiei vizate vor fi determinate în urma analizei de piață, ținând cont de Regulamentul Facilității de Recuperare și Reziliență, precum și de criteriile de eligibilitate din cadrul programului InvestEU.

##### Măsura 3: Fond de capital de risc pentru redresare – 400 mil. EUR

*Administrator:* Fondul European de Investiții ("FEI").

FEI selectează intermediari financiari cu care semnează acorduri de finanțare pentru fonduri de capital de risc (cu manageri de fonduri noi sau deja existenți în piață), create pentru o perioadă de 10 ani. Fondurile vor fi selectate până în 2026 și vor investi în IMM, midcaps și proiecte de tip energie regenerabilă sau eficiență energetică.

Investițiile la nivelul beneficiarului final vor lua forma de capital de risc (equity) și cvasicapital (quasi-equity), în funcție de tipul de fond și nevoile beneficiarilor finali.

##### Măsura 4: Fond de fonduri pentru digitalizare, acțiune climatică și alte domenii de interes –

##### 300 mil. EUR

*Administrator:* Banca Europeană de Investiții.

Fondul de fonduri este destinat să includă cel puțin două substructuri de fonduri, dintre care una ar putea fi implementată prin intermediul mai multor intermediari financiari subiacenți, care vor fi numiți în urma finalizării unui proces de selecție transparent, nediscriminatoriu, necondiționat și competitiv. Celălalt sub-fond ar avea ca scop facilitarea împrumuturilor directe din partea BEI și, cel mai probabil, va fi gestionat direct de BEI.

Diferitele sub-fonduri vor viza finanțarea pentru a acoperi o gamă adecvată de nevoi de acoperire/finanțare de pe piață (subvenții pentru investiții, subvenții la dobândă, granturi pentru asistență tehnică). Al doilea sub-fond va răspunde nevoilor proiectelor care depășesc 25 de milioane EUR.

##### Măsura 5: Investiții în eficiență energetică în sectorul rezidențial și al clădirilor – 50 mil. EUR

*Administrator:* Banca Europeană pentru Reconstrucție și Dezvoltare.

Garanția de portofoliu pentru investiții în eficiență energetică și energie regenerabilă în sectorul rezidențial și al clădirilor va include o garanție de portofoliu neplafonată, parțial acoperită de către InvestEU/compartimentul pentru România - acoperirea primei pierderi („First Loss Piece”). Garanția va fi furnizată de către BERD intermediarilor financiari selectați care finanțează beneficiarii finali eligibili (sub-împrumutați), respectând un set predeterminat de criterii de eligibilitate.