

**PRACE NAUKOWE**

Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu

**RESEARCH PAPERS**

of Wrocław University of Economics

**271**

# Zarządzanie finansami firm – teoria i praktyka

Tom 2



Redaktorzy naukowi

**Adam Kopiński, Tomasz Słoński,  
Bożena Ryszawska**



Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu  
Wrocław 2012

Redaktorzy Wydawnictwa: Elżbieta Kozuchowska, Aleksandra Śliwka

Redaktor techniczny: Barbara Łopusiewicz

Korektor: Justyna Mroczkowska

Łamanie: Adam Dębski

Projekt okładki: Beata Dębska

Publikacja jest dostępna w Internecie na stronach:

[www.ibuk.pl](http://www.ibuk.pl), [www.ebscohost.com](http://www.ebscohost.com),

The Central and Eastern European Online Library [www.ceeol.com](http://www.ceeol.com),

a także w adnotowanej bibliografii zagadnień ekonomicznych BazEkon

[http://kangur.uek.krakow.pl/bazy\\_ae/bazekon/nowy/index.php](http://kangur.uek.krakow.pl/bazy_ae/bazekon/nowy/index.php)

Informacje o naborze artykułów i zasadach recenzowania znajdują się na stronie internetowej Wydawnictwa

[www.wydawnictwo.ue.wroc.pl](http://www.wydawnictwo.ue.wroc.pl)

Kopiowanie i powielanie w jakiejkolwiek formie wymaga pisemnej zgody Wydawcy

© Copyright by Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu  
Wrocław 2012

**ISSN 1899-3192**

**ISBN 978-83-7695-219-2 (całość)**

**ISBN 978-83-7695-227-7 t. 2**

Wersja pierwotna: publikacja drukowana

Druk: Drukarnia TOTEM

## Spis treści

<b>Aneta Michalak:</b> Wybrane aspekty finansowania inwestycji rozwojowych w branżach kapitałochłonnych .....	11
<b>Grzegorz Mikołajewicz:</b> Społeczna odpowiedzialność biznesu (CSR), etyka biznesu i wartości korporacyjne .....	23
<b>Sebastian Moskal:</b> Zastosowanie instrumentu <i>credit default swap</i> do szacowania stopy wolnej od ryzyka na potrzeby wyceny wartości przedsiębiorstwa .....	34
<b>Krzysztof Możejko:</b> Efektywność analizy portfelowej w zmiennych warunkach inwestycyjnych .....	47
<b>Rafał Nagaj:</b> Analysis of public finances in Poland and the EU during the financial/economic crisis in 2008-2010 .....	60
<b>Witold Niedzielski:</b> Najem długoterminowy samochodów jako alternatywa dla leasingu. Studium przypadku .....	71
<b>Jarosław Nowicki:</b> Szacowanie stopy podatku dochodowego w wycenie przedsiębiorstw niebędących spółkami kapitałowymi .....	83
<b>Józef Osoba, Marcin Czarnacki:</b> Wykorzystanie <i>mezzanine capital</i> w zrównoważonym modelu struktury kapitału przedsiębiorstwa .....	92
<b>Dorota Ostrowska:</b> Sprawność zarządzania środkami finansowymi uczestników rynku emerytalnego w Polsce .....	107
<b>Przemysław Panfil:</b> Przyjmowanie przez ministra finansów środków w depozyt lub w zarządzanie. Wnioski <i>de lege lata</i> .....	118
<b>Marek Pauka, Paweł Prędkiewicz:</b> Zagadka dyskonta w wycenach zamkniętych funduszy inwestycyjnych z perspektywy inwestora .....	127
<b>Agnieszka Piechocka-Kaluźna:</b> Znaczenie współczynnika wypłacalności jako miernika bezpieczeństwa funkcjonowania banków komercyjnych ...	141
<b>Katarzyna Prędkiewicz:</b> Is it possible to measure a funding gap? .....	152
<b>Katarzyna Prędkiewicz:</b> Limity inwestycyjne funduszy <i>venture capitals</i> i aniołów biznesu .....	160
<b>Katarzyna Prędkiewicz, Hanna Sikacz:</b> Analiza płynności statycznej grup kapitałowych na przykładzie przemysłu metalowego .....	170
<b>Anna Pyka:</b> Zewnętrzne formy finansowania działalności operacyjnej oraz inwestycji w małych i średnich przedsiębiorstwach w okresie kryzysu gospodarczego .....	183
<b>Anna Pyka:</b> Motywy emisji „obligacji węglowych” jako specyficznych obligacji korporacyjnych opartych na świadczeniach niepieniężnych .....	193
<b>Anna Rosa, Wojciech Rosa:</b> The impact of seasonality on the level of working capital needs .....	203

<b>Jerzy Różański, Jakub Marszałek:</b> Struktura finansowania firm rodzinnych na przykładzie przedsiębiorstw regionu łódzkiego .....	215
<b>Jerzy Różański, Dorota Starzyńska:</b> Finansowe i pozafinansowe czynniki rozwoju przedsiębiorstw rodzinnych w regionie łódzkim .....	226
<b>Józef Rudnicki:</b> Can stock splits generate abnormal stock performance in post-crisis era? Evidence from the New York Stock Exchange.....	237
<b>Włodzimierz Rudny:</b> Model biznesu w procesie tworzenia wartości.....	248
<b>Iwona Sajewska, Artur Stefański:</b> Źródła finansowania wybranych przedsiębiorzeń w zakresie produkcji energii z zasobów odnawialnych w Polsce	259
<b>Alicja Sekuła:</b> Property revenues (PRS) and expenditures of local government units (LGUS) in Poland .....	270
<b>Paweł Sekuła:</b> Empiryczny test strategii fundamentalnej.....	280
<b>Przemysław Siudak:</b> Wpływ Wałbrzyskiej Specjalnej Strefy Ekonomicznej na sektor finansów publicznych .....	290
<b>Tomasz Skica:</b> Efektywność działania jednostek samorządu terytorialnego .	306
<b>Michał Soliwoda:</b> Rzeczowe aktywa trwałe a cykl inkasa należności, obrotu zapasami i regulowania zobowiązań .....	317
<b>Dorota Starzyńska, Jakub Marszałek:</b> Bariery finansowania firm rodzinnych na przykładzie przedsiębiorstw regionu łódzkiego .....	327
<b>Wacława Starzyńska, Justyna Wiktorowicz:</b> Czy zamówienia publiczne sprzyjają innowacyjności przedsiębiorstw? .....	336
<b>Artur Stefański:</b> Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej spółek giełdowych a cena rynkowa akcji.....	346
<b>Igor Styn:</b> Zakres wykorzystania funduszy pomocowych w finansowaniu inwestycji w odnawialne źródła energii w Polsce w stosunku do potrzeb inwestycyjnych .....	355
<b>Alina Szewc-Rogalska:</b> Wykup akcji własnych przez spółki giełdowe jako forma dystrybucji wartości dla akcjonariuszy .....	365
<b>Piotr Szkudlarek:</b> Inwestycje operatorów telekomunikacyjnych jako czynnik ograniczania wykluczenia cyfrowego w Polsce.....	374
<b>Aneta Szóstek:</b> Nabywanie nieruchomości w Polsce przez inwestorów zagranicznych.....	383
<b>Piotr Szymański:</b> Propozycja nowego standardu wartości uwzględniającego koszty zewnętrzne .....	394
<b>Tomasz Śpiewak:</b> Kierunki modyfikacji metody Baumola zarządzania środkami pieniężnymi – model linii kredytowej.....	406
<b>Beata Trzaskuś-Zak:</b> Budowa modelu prognostycznego należności spłacanych terminowo metodą harmoniczną i metoda Kleina.....	418
<b>Dariusz Urban:</b> Państwowe fundusze majątkowe jako inwestor finansowy ..	434
<b>Ewa Widz:</b> Efektywność wyceny rynkowej kontraktów futures na kurs euro na GPW w Warszawie .....	443

<b>Paweł Wnuczak:</b> Stopa zwrotu z kapitałów własnych (ROE) jako jedna z podstawowych determinant kreacji wartości przedsiębiorstwa .....	454
<b>Robert Wolański:</b> Zakres wykorzystania preferencji podatkowych w podatku dochodowym przez małe i średnie przedsiębiorstwa.....	467
<b>Justyna Zabawa:</b> Zastosowanie metody AHP w procesie finansowania inwestycji w odnawialne źródła energii .....	475
<b>Dariusz Zawadka:</b> Aktywność funduszy <i>venture capital</i> w ramach alternatywnych systemów obrotu .....	488
<b>Danuta Zawadzka, Ewa Szafraniec-Siluta:</b> Samofinansowanie produkcji rolniczej a poziom aktywności inwestycyjnej towarowych gospodarstw rolnych – analiza porównawcza sytuacji w Polsce na tle Unii Europejskiej.....	498
<b>Grzegorz Zimon:</b> Zarządzanie zapasami w przedsiębiorstwach tworzących zintegrowany system dostaw .....	509
<b>Aleksandra Zygmunt:</b> Analiza płynności finansowej spółek giełdowych branży przemysłu spożywczego w Polsce.....	519

## Summaries

<b>Aneta Michalak:</b> Chosen aspects of financing development investments in capital-consuming industries.....	22
<b>Grzegorz Mikołajewicz:</b> Corporate Social Responsibility (CSR), business ethics and corporate values.....	33
<b>Sebastian Moskal:</b> Application of credit default swap in order to estimate risk free rate in the process of company's valuation .....	46
<b>Krzysztof Możejko:</b> Effectiveness of portfolio analysis in variable conditions on capital markets .....	59
<b>Rafał Nagaj:</b> Analiza finansów publicznych w Polsce i Unii Europejskiej w czasie kryzysu finansowego i gospodarczego w latach 2008-2010.....	70
<b>Witold Niedzielski:</b> Long-term rent with fleet management as an alternative for lease of cars. Case study .....	82
<b>Jarosław Nowicki:</b> Estimating the income tax rate in valuation of other enterprises than limited liability or joint-stock companies .....	91
<b>Józef Osoba, Marcin Czarnacki:</b> The use of mezzanine capital in an equilibrium model of capital structure of an enterprise.....	106
<b>Dorota Ostrowska:</b> Quality management of the pension market participants' financial means in Poland.....	117
<b>Przemysław Panfil:</b> The rules of free funds transfer to the Minister of Finance in the deposit or management – attempt to assess .....	126
<b>Marek Pauka, Paweł Prędkiewicz:</b> Mystery of discount in valuations of closed-end funds from the investor's perspective .....	140

<b>Agnieszka Piechocka-Kaluźna:</b> The role of insolvency ratio in assessing safety and ability for continuance of commercial banks.....	151
<b>Katarzyna Prędkiewicz:</b> Czy można zbadać lukę finansową? .....	159
<b>Katarzyna Prędkiewicz:</b> Venture capital and business angels investment limits .....	169
<b>Katarzyna Prędkiewicz, Hanna Sikacz:</b> Analysis of static financial liquidity in capital groups on the example of metal industry .....	182
<b>Anna Pyka:</b> External forms of working-capital and capital-expenditure financing for small and medium-sized businesses in times of an economic crisis.....	192
<b>Anna Pyka:</b> The motives for issuing “coal bonds” as a specific corporate bonds based on non-financial benefits .....	202
<b>Anna Rosa, Wojciech Rosa:</b> Wpływ sezonowości na poziom kapitału obrotowego.....	214
<b>Jerzy Różański, Jakub Marszałek:</b> Family business financial structure analysis of the Łódź region companies.....	225
<b>Jerzy Różański, Dorota Starzyńska:</b> Financial and non-financial factors of family enterprise development in the Łódź region.....	236
<b>Józef Rudnicki:</b> Czy podział akcji może być źródłem ponadprzeciętnych stóp zwrotu w czasach po kryzysie 2007-2009? Przykład Nowojorskiej Giełdy Papierów Wartościowych.....	247
<b>Włodzimierz Rudny:</b> Business model in value creation process .....	258
<b>Iwona Sajewska, Artur Stefański:</b> Main sources of funding for production ventures energy from renewable resources in Poland .....	269
<b>Alicja Sekuła:</b> Dochody i wydatki majątkowe jednostek samorządu terytorialnego .....	279
<b>Paweł Sekuła:</b> Empirical test of fundamental strategy.....	289
<b>Przemysław Siudak:</b> The influence of “Invest-Park” – Wałbrzych Special Economic Zone on public finance sector .....	305
<b>Tomasz Skica:</b> Effectiveness of activities of local government units .....	316
<b>Michał Soliwoda:</b> Tangible fixed assets vs. receivables, turnover and payables conversion cycles .....	326
<b>Dorota Starzyńska, Jakub Marszałek:</b> Family business financing barriers analysis of the Łódź region companies.....	335
<b>Wacława Starzyńska, Justyna Wiktorowicz:</b> Can public procurement stimulate innovativeness of enterprises? .....	345
<b>Artur Stefański:</b> Operating cash flow of firms listed on stock exchange and the price of stocks .....	354
<b>Igor Styn:</b> The scope of aid funds use in financing investments in renewable energy in Poland in comparison to investment needs .....	364
<b>Alina Szewc-Rogalska:</b> Share repurchase by publicly listed companies as a form of value distribution for shareholders .....	373

---

<b>Piotr Szkudlarek:</b> Telecommunication operators' investments as a factor limiting the digital exclusion in Poland .....	382
<b>Aneta Szóstek:</b> Acquiring properties in Poland by foreign investors .....	393
<b>Piotr Szymański:</b> The idea of a new standard of value which takes into account the external costs.....	405
<b>Tomasz Śpiewak:</b> Directions of modifications of the Baumol cash management model – line of credit model.....	417
<b>Beata Trzaskus-Żak:</b> Construction of the prognostic model of paid-in-term receivables using the harmonic method and the Klein method.....	433
<b>Dariusz Urban:</b> Sovereign Wealth Funds as a financial investor .....	442
<b>Ewa Widz:</b> Efficiency of market valuation of euro futures on the Warsaw Stock Exchange.....	453
<b>Paweł Wnuczak:</b> Return on equity (ROE) as one of fundamental determinants of company's value creation .....	466
<b>Robert Wolański:</b> The scope of the use of tax expenditures in income tax for small and medium enterprises.....	474
<b>Justyna Zabawa:</b> The application of the AHP method in the process of financing renewable energy sources projects.....	487
<b>Dariusz Zawadka:</b> Venture Capital activity in alternative investment markets .....	497
<b>Danuta Zawadzka, Ewa Szafraniec-Siluta:</b> Self-financing of agricultural production vs. the level of commercial farms' investment activity – comparative analysis of the situation in Poland on the basis of the European Union .....	508
<b>Grzegorz Zimon:</b> Inventory management in enterprises creating an integrated supply system.....	518
<b>Aleksandra Zygmunt:</b> Financial liquidity analysis of quoted enterprises belonging to food industry in Poland .....	531

## Józef Osoba

Wyższa Szkoła Handlu i Finansów Międzynarodowych im. F. Skarbka w Warszawie  
filia w Lublinie

## Marcin Czarnacki

Bank Ochrony Środowiska SA

---

# WYKORZYSTANIE *MEZZANINE CAPITAL* W ZRÓWNOWAŻONYM MODELU STRUKTURY KAPITAŁU PRZEDSIĘBIORSTWA

---

**Streszczenie:** *Mezzanine capital*, nazywany również hybrydowymi instrumentami finansowania – jest połączeniem instrumentów dłużnych i kapitału własnego i stanowi formę pośrednią między długiem a finansowaniem kapitałowym. Zastosowanie ich pozwala przedsiębiorstwu na lepsze zarządzanie ryzykiem wynikającym z bieżącej działalności operacyjnej i na lepsze budowanie własnej struktury kapitałowej. Pozwala mu także na zmniejszenie kosztów agencji oraz kosztów trudności finansowych. Minimalizuje też zagrożenia związane z przeinwestowaniem i niedoinwestowaniem przedsiębiorstwa. Jest ciekawą alternatywą dla pozyskiwania kapitału w warunkach narastających trudności związanych z korzystaniem z klasycznych form pozyskiwania kapitału obcego.

**Słowa kluczowe:** *mezzanine capital*, instrumenty finansowe, ryzyko, zarządzanie.

## 1. Wstęp

W obliczu gwałtownie zmieniających się warunków współczesnego rynku finansowego dla przedsiębiorstwa bardzo ważne jest, jak pozyskiwać nowe źródła kapitału, zachowując przy tym maksymalne ograniczenie ryzyka upadłości. Ryzyko w działalności biznesowej postrzegane jest głównie jako zmienność czynników wpływających na wyniki finansowe różnych przedsięwzięć. Wynika to ze znacznego wzrostu amplitudy wahań takich czynników, jak m.in. ceny zaopatrzeniowe i ceny zbytu, kursy walut i stopy procentowe. Jest to jeden z przejawów negatywnego oddziaływania procesów globalizacyjnych na współczesną gospodarkę. Z drugiej strony często nie wystarczą krajowe możliwości finansowania, które są dość skromne w swej ofercie produktowej i zazwyczaj bardzo drogie. Dostęp do zagranicznych źródeł finansowania daje przedsiębiorstwu większe możliwości wyboru produktu finansowego minimalizującego ryzyko finansowe. Natomiast kapitałodawcy próbują dostosować swoją ofertę produktową do konkretnej sytuacji przedsiębiorstwa w kontekście



ryzyka podjętych przedsięwzięć, możliwości realizacji przychodów, długości okresu i skali zapotrzebowania na kapitał obcy. Jednocześnie próbują zapewnić sobie kontrolę nad zaangażowanym kapitałem i możliwość oraz zasady jego wycofania w przypadku niepowodzenia biznesu. Taką propozycją, która wychodzi naprzeciw oczekiwaniom kapitałobiorców i kapitałodawców, jest m.in. *mezzanine capital*<sup>1</sup>.

Celem niniejszego opracowania jest krótka charakterystyka grupy instrumentów opartych na finansowaniu typu *mezzanine* i wskazanie na możliwości ich wykorzystania w kształtowaniu tzw. zrównoważonego modelu struktury kapitału przedsiębiorstwa, który to model pozwala mu zarządzać ryzykiem w prowadzeniu przedsięwzięć finansowo-gospodarczych i pozyskiwaniu kapitału. Jest to poważny atut dla małego lub średniego przedsiębiorstwa w aspekcie szerszych możliwości wykorzystania instrumentów *mezzanine capital* w strategii rozwojowej firmy w konfrontacji z możliwościami, jakie dają klasyczne źródła pozyskiwania kapitału, takie jak np. kredyt bankowy.

Intencją autorów tego artykułu jest w szczególności zwrócenie uwagi na wybrane aspekty zarządzania ryzykiem w budowaniu wartości rynkowej przedsiębiorstwa poprzez kształtowanie zrównoważonej struktury kapitału z wykorzystaniem instrumentów opartych na *mezzanine capital* oraz na kwestię innowacyjności tej formy inwestowania w obliczu zwiększających się trudności i przeszkód w pozyskiwaniu tradycyjnych źródeł finansowania w obecnej kryzysowej rzeczywistości.

## 2. Istota i rodzaje *mezzanine capital*

Historia finansowania *mezzanine* sięga lat 70. ubiegłego wieku i jak większość innowacji oraz instrumentów finansowych, miała swój początek w USA. Bazą dla jego rozwoju był wówczas rynek pożyczek udzielanych przez firmy ubezpieczeniowe oraz kasy oszczędnościowe. Rynek *mezzanine* w Europie powstał w końcu lat 80. XX wieku. Tu największą rolę odgrywają fundusze specjalistyczne, finansujące rynek *private equity*, do którego zaliczamy właśnie *mezzanine capital*<sup>2</sup>.

Finansowanie typu *mezzanine* stosuje się zarówno w branżach stabilnych, jak i szybko rosnących. Ten typ finansowania wykorzystywany jest przez średnie spółki, jak też duże, międzynarodowe podmioty. *Mezzanine* skierowane jest raczej do przedsiębiorstw nienotowanych na rynku głównym giełdy. M. Stradomski zalicza *mezzanine capital* do tzw. nowych technik finansowania obok tzw. nowych instytucji pośrednictwa finansowego (np. holdingi finansowe), nowych instrumentów finansowych (np. opcje egzotyczne), nowych rynków finansowych (np. rynek certy-

<sup>1</sup> *Mezzanine* (fr. półpiętro), czyli miejsce łączące dwie kondygnacje. W odniesieniu do finansowania termin ten oznacza instrument pośredni pomiędzy finansowaniem dłużnym, np. kredytem, a finansowaniem kapitałowym, np. emisją akcji – zob. [Stradomski 2006, s. 24].

<sup>2</sup> Wśród najczęstszych strategii inwestycji w ramach *private equity* wyróżnia się: wykupy lewarowane, *venture capital*, strategię zagrożonych inwestycji i *mezzanine capital*.

fikatów depozytowych), nowych usług finansowych (np. sekurytyzacja należności) (zob. [Stradomski 2006, s. 24]).

Zamiennie termin *mezzanine capital* oznacza również finansowanie nazywane hybrydowymi instrumentami finansowania. Pożyczka typu *mezzanine* to hybryda długu i kapitału własnego. Finansowanie *mezzanine* jest jednym ze sposobów finansowania przez *venture capital* i stanowi formę pośrednią między długiem a finansowaniem kapitałowym. Hybrydowość tych instrumentów polega na łączeniu w określonych proporcjach cech klasycznych rodzajów kapitału, jakimi są kapitał własny i obcy, oraz instrumentów właścicielskich i dłużnych, jak np. udziały i obligacje przedsiębiorstwa. Instrumenty stosowane w finansowaniu *mezzanine* są dobrane tak, aby uzależniały koszt finansowania od wyników planowanego przedsięwzięcia, umożliwiały spłatę kapitału na koniec okresu finansowania oraz minimalizowały koszty obsługi w pierwszych okresach kredytowania.

Ta forma finansowania wypełnia lukę podaży w absorpcji kapitału, gdy przedsiębiorstwo nie może pozyskać wystarczających kwot z kapitału obcego lub własnego. Istotą instrumentu hybrydowego typu *mezzanine* jest dążenie do dostosowania się do sytuacji, w jakiej znajduje się przedsiębiorstwo, które chce zrealizować określony projekt biznesowy mający mu zapewnić ekspansję i dalszy rozwój przy istniejącym wysokim stopniu ryzyka. Ten typ finansowania przeznaczony jest przede wszystkim dla małych i średnich przedsiębiorców, których przedsięwzięcia inwestycyjne przekraczają możliwości uzyskania typowego kredytu bankowego, oraz dla podmiotów, które chcą nabyć przedsiębiorstwo i poszukują środków na taki zakup. W przypadku *mezzanine capital* kapitałodawcy posiadają niepełne lub nie mają żadnych praw właścicielskich, zatem właściciele bądź menedżerowie nie muszą się obawiać utraty kontroli własnościowej nad firmą w przypadku przyjęcia tego kapitału. Jest to niezabezpieczona forma finansowania, która zazwyczaj nie wymaga dołączenia zabezpieczenia na rzeczowych składnikach aktywów, jak to najczęściej bywa w przypadku klasycznych źródeł finansowania. Rekompensatą takiego ryzyka jest za to wyższe wynagrodzenie za udzielony kapitał, czyli oprocentowanie, którego wysokość znacznie się waha w zależności od branży. Może być stosowane osobno lub w połączeniu z finansowaniem kapitałem własnym lub obcym, np. kredytem bankowym. Wykorzystuje się je najczęściej w następujących sytuacjach: restrukturyzacji bądź reorganizacji przedsiębiorstw, przygotowania spółki do wejścia na giełdę, dodatkowego finansowania w przypadku ekspansji ekonomicznej i wykupu typu: LBO, MBO i MBI<sup>3</sup>.

<sup>3</sup> Operacje typu LBO (*Leverage Buy Out*) w skrócie polegają na wykupie przedsiębiorstwa przez inwestorów zewnętrznych lub udziałowców spółki za pieniądze pochodzące z kredytu. Udział ich kapitału własnego, czyli wysokość kapitału, jaki muszą zaangażować przejmujący spółkę, jest stosunkowo niski i wynosi zazwyczaj od 10 do 25% wartości całej transakcji, a reszta pochodzi z kredytu. Zadłużenie „przenoszone” jest następnie na spółkę i spłacane w ciągu kilku lat nie tyle z zysków, co z wolnych przepływów finansowych, jakie spółka wypracuje. Wykup MBO (*Management Buy Out*) polega na wykupie spółki przez menedżerów niezwiązanych dotychczas ze spółką, którymi są zazwyczaj

Podmiotami, które najczęściej inwestują w ramach tej formy, są: fundusze *venture capital*, podmioty niezależne typu *corporate venture* lub mniejsze typu *friends-and-family-placement*, *business angels* lub *small money*, bądź banki wyspecjalizowane w *mezzanine capital* i towarzystwa ubezpieczeniowe.

Podmioty takie stawiają zwykle następujące warunki pożyczkobiorcom: utrzymanie odpowiedniego poziomu wskaźników finansowych (szczególnie płynności oraz rentowności), przeprowadzenie badania *due diligence*<sup>4</sup>. Następne to: prawo do dokonywania kontroli w przedsiębiorstwie oraz zagwarantowanie wpływu na podejmowanie decyzji oddziałujących na rozwój firmy, takich jak np. udzielanie zabezpieczeń podmiotom trzecim lub zaciąganie kredytów i zbywanie majątku firmy.

Finansowanie *mezzanine* ma charakter długoterminowy i trwa zazwyczaj od 7 do 10 lat. Termin ten jest dłuższy niż w przypadku np. kredytu bankowego i nie wymaga regularnych spłat. Podmiot, który decyduje się na finansowanie typu *mezzanine*, spłaca jedną część zobowiązań w gotówce z bieżącej działalności operacyjnej, druga natomiast jest księgowana jako warrant, czyli możliwość objęcia w przyszłości wyemitowanych akcji lub nabycia ich po preferencyjnej cenie, ewentualnie wejścia w posiadanie udziałów. Spłata zobowiązań przez przedsiębiorstwo może następować w sposób elastyczny, w zależności od jego bieżącej sytuacji finansowej i bez konieczności sprzedaży aktywów bądź pozyskiwania kapitału poprzez giełdę.

Wynagrodzenie realizowane przez kapitałodawcę dostarczającego kapitału hybrydowego zależy od rodzaju stosowanego instrumentu<sup>5</sup>. Można wyróżnić dwa zasadnicze elementy tego wynagrodzenia, tzn. bieżące oprocentowanie, wypłacane niezależnie od wyników ekonomicznych przedsiębiorstwa, którego wysokość określana jest jako suma rynkowej stopy bazowej i uzgodnionej marży. Ponadto oprocentowanie uzależnione jest od wyników przedsiębiorstwa, które może przewidywać udział kapitałodawcy w stratach, lub tzw. *equity-kicker*, czyli udział we wzroście wartości rynkowej przedsiębiorstwa-kapitałobiorcy na końcu okresu finansowania. Jest to jak gdyby zysk nadzwyczajny dla kapitałodawcy i ma on cechy kapitału własnego przedsiębiorstwa.

Podstawowymi formami instrumentów finansowych wykorzystywanych w większości transakcji typu *mezzanine* są pożyczki, obligacje podporządkowane,

---

menedżerowie z zewnątrz. Celem jest zwykle podniesienie wartości spółki i jej sprzedaż. Operacja typu MBI (*Management Buy In*) jest to wykup spółki przez menedżerów związanych z nią (zazwyczaj są to menedżerowie zarządzający). Następnym krokiem jest zwiększenie wartości akcji spółki i jej odsprzedaż.

<sup>4</sup> *Due diligence* (należyta staranność) jest to poddanie przedsiębiorstwa przed przejęciem przez nowego właściciela, ale przed podjęciem właściwych kroków prawnych, starannej analizie pod względem jego kondycji handlowej, finansowej, prawnej i podatkowej, kadry zarządzającej, w celu identyfikacji związanych z nim szans i zagrożeń.

<sup>5</sup> Asymetryczność informacji dla kapitałodawcy zmusza go do korzystania z ratingów lub wywiadowni gospodarczych, aby zabezpieczyć się przed wysokim ryzykiem utraty udzielonego kapitału. Ponadto to koszt udzielenia takiej pożyczki, dlatego przyjmuje się, że wysokość minimalna udzielonych kapitałów na rynku europejskim waha się od 5 do 20 mln euro.

akcje uprzywilejowane i instrumenty pochodne. Natomiast wśród nich wyróżnia się następujące rodzaje [Sokołowska 2010, s. 293]:

- **Pożyczkę z prawem do udziału w zyskach**, zwaną również **pożyczką podporządkowaną**. Jest to najbardziej popularny instrumentem hybrydowy, podobny do tradycyjnej formy kapitału obcego. Jest to pożyczka dająca pożyczkodawcy prawo do części zysku z inwestycji lub może tylko ograniczyć się do wynagrodzenia w postaci odsetek. Udział w zysku może być ustalony jako np. procent rocznego zysku netto za określony z góry przedział czasu. Oprocentowanie pożyczki jest wysokie i wynosi od 9 do 18%. Kapitałodawca ma prawo weta w niektórych sprawach związanych z wykorzystaniem tej pożyczki, ale nie partycypuje w stratach kapitałodawcy. Przedsiębiorstwu-kapitałobiorcy przynosi to kapitał, traktowany prawie jak ekonomiczny kapitał własny, przy niewielkim wpływie pożyczkodawcy na jego wykorzystanie. Podporządkowanie oznacza zobowiązanie kapitałobiorcy do zwrotu pożyczki w określonej kolejności w stosunku do innych wierzycieli firmy w przypadku niewypłacalności, tzn. najczęściej przed właścicielami firmy, ale z zachowaniem pozostałych wymogów prawa upadłościowego. Kapitał pozyskany przez przedsiębiorstwa tą drogą może być ujmowany w bilansie przedsiębiorstwa jako jego fundusz własny. Daje to przedsiębiorstwu możliwość zwiększenia jego wartości księgowej, co często ma znaczenie przy korzystaniu z kredytów bankowych lub przy jego sprzedaży.
- **Pożyczkę z prawem do udziału w kapitale**, zwaną również **pożyczką konwersyjną**.
- Ten rodzaj pożyczki (oprócz tego, co daje pożyczka podporządkowana) daje kapitałodawcy także prawo do zamiany pożyczki na udziały w spółce na ściśle określonych w umowie warunkach, które dotyczą przede wszystkim ceny i liczby akcji przeznaczonych do objęcia. Pożyczka ta przynosi kapitałodawcy stały, wysoki dochód wynoszący ok. 10-18% od udzielonego kapitału, a po konwersji na udziały daje nawet ok. 20-30% zysku. Kapitałodawca staje się po konwersji współnikiem, a pożyczka ta staje się bilansowym kapitałem własnym firmy. Finansujący *mezzanine* ma bowiem prawo, czyli warrant, do kupna określonej procentowo liczby akcji lub udziałów kapitałobiorcy. W przypadku bankrutwa kapitałodawca nie ponosi odpowiedzialności finansowej, ale jego współodpowiedzialność jest podporządkowana, tzn. odzyskuje swój kapitał na równi z innymi współudziałowcami, najpierw po zaspokojeniu roszczeń innych wierzycieli. Ta forma finansowania powoduje, że spółka ponosi koszt finansowania w postaci odsetek, pozostałe koszty, czyli wartość nominalnego kapitału, ponoszone są przez kapitałodawców, ale tylko w sytuacji, kiedy planowane przedsięwzięcie kończy się sukcesem.
- **Cichy udział**, który jest odmianą pożyczki konwersyjnej i – oprócz stałego lub zmiennego wynagrodzenia dla pożyczkodawcy (wynoszącego od 10 do 18%) – daje mu pewne formy udziału właścicielskiego. Udzielony kapitał musi być zwracany w ściśle określonych umową terminach wraz z odsetkami i może być

ujmowany w bilansie przedsiębiorstwa jako fundusz własny. Wynagrodzenie, czyli wysokość odsetek, jest uzależnione od wypracowanego zysku przez przedsiębiorstwo-kapitałobiorcę. Udzielony kapitał zapewnia kapitałodawcy określone w umowie prawa do ingerowania w działalność przedsiębiorstwa, czyli *de facto* zapewnia współudział w decydowaniu o losach firmy, ale nakłada także obowiązek partycypowania w ewentualnych stratach. Jego odpowiedzialność w przypadku utraty wypłacalności przez przedsiębiorstwo może być w umowie wyłączona, tak jak w przypadku spółki z o.o.

- **Nietypowy udział własny** jest odmianą udziału cichego, który jest oprocentowany na podstawie stałej lub zmiennej stopy, wynoszącej od 12 do 18%. Kapitałodawca staje się współudziałowcem i ma prawo głosu we władzach spółki i prawo kontroli. Z reguły kapitałodawca partycypuje swoim kapitałem w stratach spółki, ale w przypadku bankructwa jego odpowiedzialność zazwyczaj nie występuje. Natomiast kapitał wnoszony, w zależności od konstrukcji umowy, może być lub nie jest kapitałem bilansowym spółki.

Oprócz pożyczki innym instrumentem dłużnym pozwalającym na pozyskanie kapitału są obligacje emitowane przez przedsiębiorstwo-kapitałobiorcę. Wyróżnia się następując ich rodzaje [Sokołowska 2010, s. 294]:

- **Obligacje z warrantem**, emitowane przez kapitałobiorcę, który ponosi koszt ich finansowania w postaci kuponu odsetkowego, płacąc od nich odsetki. Pozostałe koszty ponoszone są przez kapitałodawcę (podobnie jak w przypadku pożyczki z prawem do udziału w kapitale) i dotyczą wartości wniesionego kapitału, który zamieniany jest na prawa własnościowe, zwane warrantem. Oznacza to, że kapitałodawca może zamienić nominal kapitału na udziały lub akcje uprzywilejowane.
- **Obligacje zamienne**, gdzie koszt obligacji – ustalony według postaci kuponu odsetkowego – ponosi emitent, natomiast wnoszący kapitał właściciel ma prawo do zamiany wyemitowanych przez spółkę obligacji na jej akcje lub udziały, według z góry określonych reguł, ale nie musi tego robić – jeśli umowa tak stanowi.
- **Obligacje wymienne**, które są podobne do obligacji zamiennych, z tym że zamiana obligacji następuje na akcje lub udziały podmiotu innego niż emitent obligacji. Zwykle jest nią firma zależna od emitenta.
- **Obligacje zerokuponowe lub dyskontowe (*zero-coupon bonds*)**, w których emitent spłaca całą kwotę zadłużenia wraz z odsetkami jednorazowo, w terminie jego wymagalności. Obligacje takie mogą także być obejmowane poniżej nominalu, a spłacane po nominalu. Jest to dodatkowe wynagrodzenia dla ich nabywcy.
- **PIK securities (*pay-in-kind*)** – mogą nimi być obligacje lub akcje uprzywilejowane, od których wynagrodzenie w postaci odsetek lub dywidend są wypłacane bezgotówkowo w postaci emisji nowych papierów wartościowych.

O formie zapłaty za pożyczony kapitał decyduje emitent, przy czym bezgotówkowa forma spłaty długu jest zwykle możliwa tylko w pierwszych okresach działania spółki-emitenta, potem spłata następuje w postaci walorów pieniężnych.

- **Increasing rate bond**, czyli obligacje o rosnącym kuponie. Są podobne do *zero-coupon bonds*, z tym że wartość kuponu w pierwszym okresie oraz jego wzrost w okresach następnych są określone według zasad, np. wzrost o stopę inflacji. Zwykle określa je emitent obligacji.
- **Extendible bond**, czyli obligacje o przedłużanym terminie wykupu dla emitenta, który zgodnie z zawartą w umowie klauzulą może przedłużyć czas ich wykupu o następne lata lub inny okres, z zaznaczeniem, że ich łączna wartość przeznaczona do wykupu nie może przekraczać maksymalnej, wyznaczonej w umowie wartości.

W ramach *mezzanine capital* mianem „hybrydowy” określa się również instrumenty finansowania łączące w sobie cechy instrumentów finansowych dłużnych i instrumentu pochodnego. Przykładem takiego zastosowania są<sup>6</sup>:

- **Obligacje dwuwalutowe**, będące kombinacją obligacji o stałym oprocentowaniu i walutowego kontraktu *forward*. Pozwalają one pozyskać środki i opłacać odsetki w jednej walucie, np. w dolarach, natomiast spłata wierzytelności głównej odbywa się w innej walucie, np. w euro. Odbywa się to w granicach wartości, oznaczonych w walucie krajowej lub inną walutą. Umożliwia to przeniesienie na kupującego ekspozycji transakcyjnej, dotyczącej przychodów emitenta w określonej walucie, np. dolarach, przy jednoczesnym ustaleniu kursu wymiany obu walut (np. dolara do euro) dla operacji wykupu obligacji.
- **Obligacje o wierzytelności głównej i powiązanej z kursem walutowym, czyli tzw. PERLS i odwrócone PERLS**, są konstrukcją podobną do poprzedniej. Kwota wykupu obligacji realizowanego przez kapitałodawcę występuje w jednej walucie, np. w dolarze, natomiast jest księgowana według aktualnego kursu kasowego dla określonej kwoty w drugiej walucie, np. w euro. Odwrócone PERLS polega na wprowadzeniu zmiany kwoty wykupu w jednej walucie, odwrotnie proporcjonalnej do zmian kursu drugiej waluty. Konstrukcje PERLS są korzystne dla przedsiębiorstw dotkniętych ryzykiem walutowym po stronie przychodów. Natomiast odwrócone PERLS są korzystne dla przedsiębiorstw dotkniętych ryzykiem walutowym po stronie kosztów operacyjnych. Oprócz kursu walutowego mogą w tego typu konstrukcjach występować obligacje o wierzytelności głównej, indeksowane rynkową ceną określonego surowca, np. ropy naftowej lub złota.
- **Obligacja w połączeniu z opcją**, która polega na tym, że posiadacz opcji ma prawo wyboru, tzn. czy przedstawi obligację do wykupu według wartości nominalnej, czy też zrealizuje opcję oferowaną w zamian za rezygnację z wykupu. W

<sup>6</sup> [www.ceo.cxo.pl/artykuly/58456/Mezzanine,jako.zrodlo.finansowania.dla.przedsiębiorstwa.html](http://www.ceo.cxo.pl/artykuly/58456/Mezzanine,jako.zrodlo.finansowania.dla.przedsiębiorstwa.html), 5.01.2012, i [www.ipo.pl/inwestycje/data/dostepu/alternatywne/1654/html](http://www.ipo.pl/inwestycje/data/dostepu/alternatywne/1654/html), 10.02.2012.

tym przypadku instrumentem bazowym opcji nie są akcje emitenta, lecz np. kurs waluty zagranicznej, indeks cen określonego towaru czy też inny, określony indeks giełdowy. Czasami łączy się obligację z kilkoma opcjami, wtedy każda płatność odsetkowa zostaje powiązana z opcją na inny instrument bazowy. Konstrukcja ta przypomina obligacje zamienne na akcje lub udziały, gdzie zamiast wykupu obligacji wierzyciel zamienia ją nie na określoną liczbę akcji, lecz na określony instrument pochodny.

Na rynku niemieckim popularną formą *mezzanine capital* są tzw. *Genussrechte* (niem. prawo do udziału w zysku przedsiębiorstwa, ale bez prawa do głosowania). Cechują się one m.in. przekazaniem kapitału kapitałobiorcy na okres nie krótszy niż pięć lat oraz wynagrodzeniem kapitałodawcy uzależnionym od wyników ekonomicznych przedsiębiorstwa. Instrument ten pełni podobne funkcje jak kapitał własny przedsiębiorstwa. Pozwala to przedsiębiorstwu na powiększenie jego wartości księgowej, a tym samym umożliwia pozyskiwanie klasycznych kapitałów obcych (kredyty). Jednak nie może *Genussrechte* wchodzić w skład bilansowego kapitału własnego, ze wszystkimi tego konsekwencjami, związanymi ze współodpowiedzialnością i współwłaścicielstwem kapitałodawcy. Oznacza to, że kapitałodawca nie ma prawa głosu we władzach spółki, przez co nie traci ona swojej niezależności, ale też nie jest on traktowany jako jej współwłaściciel. Posiadacze *Genussrechte* mają pierwszeństwo do zaspokojenia swoich roszczeń przed współwłaścicielami spółki, ale nie przed pozostałymi wierzycielami, którzy określani są przez niemieckie prawo upadłościowe. Oczywiście wynagrodzenie kapitałodawcy jest wyższe niż dawców kredytów klasycznych i określone jest procentowo stopą stałą lub zmienną. Jego wysokość waha się w granicach 12-18% i jest płatne w terminach określonych umową. Dla przedsiębiorstwa ten sposób finansowania, mimo wysokich kosztów, ma tę zaletę, że pozwala uzależnić wypłatę odsetek od jego płynności finansowej, tzn. brak płynności pozwala na zawieszenie ich spłaty na czas potrzebny na poprawę sytuacji. Z uwagi na wysokie koszty stosowania *Genussrechte* stają się opłacalne dla kapitałodawcy, gdy wysokość udzielonego kapitału przekracza 5 mln euro.

### **3. Zarządzanie ryzykiem poprzez strukturę kapitału a *mezzanine capital***

Zarządzanie ryzykiem w przedsiębiorstwie polega na ustaleniu celu priorytetowego, którym powinno być albo minimalizowanie ryzyka utraty płynności, a w dalszej perspektywie upadłości, albo też maksymalizacja wartości przedsiębiorstwa, co w konsekwencji odsuwa ryzyko upadłości o wiele skuteczniej, chociaż dzieje się to w dłuższym horyzoncie czasu niż sama eliminacja ryzyka płynności jako takiego.

Zarządzanie ryzykiem oparte na maksymalizacji wartości przedsiębiorstwa odbywa się poprzez ograniczanie zmienności przepływów pieniężnych, rozumiane jako przewaga akumulacji nad rozchodami. Daje to większe prawdopodobieństwo

uzyskania trwałych przychodów i zwiększa możliwości zewnętrznego zasilania w toku prowadzonej działalności gospodarczej. W konsekwencji pozwala to na zmniejszenie danin podatkowych i poprawę zdolności kredytowej. Daje także możliwość zwiększenia aktywności inwestycyjnej oraz ułatwia prognozowanie i planowanie finansowe w firmie.

R.M. Stulz zauważa, że istnieją trzy podstawowe sposoby zarządzania ryzykiem. Pierwsze odbywa się poprzez zmiany w działalności operacyjnej przedsiębiorstwa. Drugie poprzez wykorzystanie pochodnych instrumentów finansowych i trzecie poprzez wybór odpowiedniej struktury kapitału [Stulz 1996, s. 9-20]. Mogą, ale nie muszą, być one łączone w zintegrowane podejście do zarządzania ryzykiem w przedsiębiorstwie, tzn. mogą być łączone lub stosowane każde z osobna.

Autorzy poświęcili swoje rozważania w tej publikacji ostatniej z wymienionych metod, tzn. wyborowi odpowiedniej struktury kapitału w zarządzaniu ryzykiem w przedsiębiorstwie, które proponuje właśnie R.M. Stulz.

Klasycznym już modelem wpływu struktury kapitału na wartość przedsiębiorstwa jest tzw. model zrównoważonego wyboru struktury kapitału, który zaproponowali E.F. Brigham i L.C. Gapenski [2000, s. 33-34].

Model ten jest wystarczający do przedstawienia podstawowych zasad zarządzania ryzykiem poprzez strukturę kapitału. Opiera się on na uwzględnieniu dwu przeciwstawnych determinant, mających wpływ na wartość przedsiębiorstwa korzystającego z dźwigni finansowej (*finance leverage*). Pierwszą są korzyści podatkowe, będące rezultatem ulg podatkowych w podatku od korporacji i wynikających z odliczania rat kredytu wraz z odsetkami od podstawy opodatkowania. Drugą, przeciwstawną determinantą są tzw. koszty trudności finansowych. Zależności są takie, że im wyższy udział oprocentowanego zadłużenia w strukturze kapitału, tym większa wartość korzyści podatkowych. Jednocześnie tym silniej działają koszty trudności finansowych, które mają odwrotny do poprzedniego, czyli negatywny, wpływ na wartość przedsiębiorstwa. Koszty trudności finansowych są tu definiowane jako dodatkowe koszty operacyjne i finansowe, a także koszty utraconych korzyści, ponoszone przez przedsiębiorstwo. Przykładami takich kosztów mogą być: podwyższone oprocentowanie i przez to mniejsza dostępność kredytów bankowych, ostrzejsze warunki kredytu handlowego, oferowanego przez dostawców, utrata przychodów ze sprzedaży, wywołana odejściem kontrahentów do podmiotów gospodarczych, mających bardziej stabilną pozycję finansową. M.J. Barclay i C.W. Smith wskazują, że tak rozumiane koszty trudności finansowych są znacząco wyższe od bezpośrednich kosztów związanych z upadłością. Ponadto ich wpływ na wartość przedsiębiorstwa ujawnia się znacznie wcześniej i dotkliwiej niż wpływ bezpośrednich kosztów bankructwa [Barclay, Smith 1999, s. 10-11].

Każde zmniejszanie udziału długu w strukturze majątku przedsiębiorstwa prowadzi do ograniczenia ryzyka ponoszonego przez inwestorów. Zmniejszone zostają przy tym koszty trudności finansowych, co wpływa korzystnie na wartość firmy. Ogranicza to na pewno efekty negatywnego oddziaływania dźwigni finansowej oraz



redukuje stopień zagrożenia wystąpieniem zakłóceń w obsłudze zobowiązań. Taką możliwością daje finansowanie typu *mezzanine*. Chociaż trzeba podkreślić, że mimo iż działanie takie dotyczy ryzyka wywoływanego przez finansowanie zewnętrzne majątku przedsiębiorstwa, to jednak nie zmienia to prawdopodobieństwa wystąpienia negatywnych skutków ryzyka wynikającego z bieżącej działalności operacyjnej.

Korzystną stroną podejścia do zarządzania ryzykiem poprzez dostosowywanie struktury kapitału jest brak potrzeby dokładnej identyfikacji poszczególnych czynników ryzyka występujących w działalności operacyjnej. Ta identyfikacja jest natomiast warunkiem koniecznym do zarządzania ryzykiem z wykorzystaniem (wymienionych wcześniej): zarządzania przez zmiany w działalności operacyjnej i zarządzania przez wykorzystanie instrumentów pochodnych. Wynika to ze specyfiki ryzyka, które w tym przypadku ma charakter bardziej egzogeniczny niż endogeniczny (jak ma to miejsce w przypadku budowania struktury kapitałowej przedsiębiorstwa). Nie odnosimy się tu do stopnia zagrożenia, jakie to może nieść dla przedsiębiorstwa, ze względu na ograniczoność tego artykułu.

Traktowanie zarządzania ryzykiem poprzez strukturę kapitału jako elementu zintegrowanego podejścia do zarządzania ryzykiem w przedsiębiorstwie ma też inne zalety. Otóż wysoki udział kapitału własnego (kapitał *mezzanine* staje się właśnie kapitałem własnym) w finansowaniu majątku zapewnia uniwersalną ochronę przed stratami finansowymi, niezależnie od tego, jaki czynnik ryzyka wywołał problem. W działalności gospodarczej występują różne rodzaje ryzyka, które trudno jest zidentyfikować i zmierzyć, w związku z czym nie można nimi skutecznie zarządzać poprzez pozostałe, wymienione wcześniej metody, czyli metodę zmian w działalności operacyjnej przedsiębiorstwa oraz metodę wykorzystania pochodnych instrumentów finansowych. Nie dotyczy to metody zarządzania opartego na strukturze kapitału przedsiębiorstwa, nie jest tu bowiem potrzebna zmiana działalności operacyjnej przedsiębiorstwa ani nie jest potrzebny odpowiedni instrument finansowy pochodny, zabezpieczający przed ryzykiem, który też niesie w sobie pewne ryzyko.

Istnieją oczywiście wady stosowania takiej metody zarządzania ryzykiem. Pierwszą jest brak ulg podatkowych, z jakich przedsiębiorstwo może korzystać, stosując klasyczne formy pozyskania kapitału, jak np. kredyt bankowy, którego raty spłaty przedsiębiorstwo może wliczać w koszty uzyskania przychodu. Kolejną wadą finansowania *mezzanine capital*, związaną z dużym udziałem kapitału własnego, jest potencjalne zwiększanie tzw. kosztów agencji, związanych z dysponowaniem wolnymi przepływami pieniężnymi. Koszty agencji, zwane też kosztami przedstawicielstwa, związane są z rozdzieleniem własności i funkcji zarządzania przedsiębiorstwem. Definiowane są jako suma wydatków ponoszonych przez właścicieli na monitorowanie działalności wynajętych menedżerów. Są to koszty wynikające z ograniczenia uprawnień decyzyjnych wynajętych menedżerów i strat, będących efektem niepełnej dbałości wynajętych menedżerów o interesy właścicieli.

Określenie problemu agencji, czyli relacji tzw. otoczenia przedsiębiorstwa do samego przedsiębiorstwa, jest wynikiem wpływu na przedsiębiorstwo jako

na przedmiot zainteresowania rozmaitych grup interesów, takich jak: właściciele, wierzyciele, menedżerowie, pracownicy, kontrahenci, a nawet społeczność lokalna i wynikające z tego *public relations*. Identyfikacja tego problemu pozwala dopiero na oszacowanie kosztów agencji. Rozpatruje się tutaj przede wszystkim dwie grupy interesów, czyli właściciele przedsiębiorstwa i wynajęty zarząd oraz konflikty pomiędzy właścicielami a wierzycielami. Konflikty między pierwszą grupą interesów rodzą największe koszty agencji. Różnice w celach innych grup, wywołujące pomiędzy nimi konflikty interesów, mogą prowadzić do powstawania kosztów obniżających wartość przedsiębiorstwa. Z punktu widzenia celu zarządzania finansami istotne jest poszukiwanie sposobów ograniczania kosztów agencji i pozostałych kosztów obniżających wartość przedsiębiorstwa. Można tego dokonać poprzez wprowadzanie odpowiedniej struktury kapitału. Najlepszym tego sposobem jest właśnie *mezzanine capital*.

#### **4. Zastosowanie instrumentów opartych na *mezzanine capital* w kształtowaniu struktury kapitału przedsiębiorstwa**

Instrumenty hybrydowe, łączące cechy kapitału własnego i długu, czyli oparte na *mezzanine capital*, pozwalają na elastyczne kształtowanie struktury kapitału, co umożliwia skorzystanie z zalet zarządzania ryzykiem działalności. Odbywa się to poprzez kształtowanie struktury kapitału przedsiębiorstwa. Tego typu instrumenty hybrydowe, oparte w swojej konstrukcji na instrumentach dłużnych (najczęściej obligacjach), nie pozbawiają emitenta korzyści podatkowych z tytułu spłacania odsetek od zaciągniętego długu. Jednocześnie ich powiązanie z kapitałem własnym pozwala na redukcję tzw. kosztów trudności finansowych. Hybrydy takie mogą więc przez określony czas finansowania dostarczać kapitału obcego, który staje się kapitałem własnym, nie zwiększając jednocześnie skali kosztów trudności finansowych kapitałobiorcy tak silnie, jak w przypadku klasycznego zwiększenia zadłużenia, np. przez kredyt bankowy. Odbywa się to w ten sposób, że wymagają one realizacji określonych płatności odsetkowych, ale nie musi występować konieczność spłaty wiarytelności głównej, która pozostaje w przedsiębiorstwie-kapitałobiorcy w wyniku konwersji długu na akcje lub udziały w zasadzie w dowolnym czasie, najkorzystniejszym dla przedsiębiorstwa.

W przypadku *mezzanine capital* kluczowe znaczenie dla redukcji kosztów trudności finansowych (to, co daje mu przewagę nad tradycyjnymi formami kredytowania) ma możliwość wezwania kapitałodawców do wykupu lub konwersji obligacji nawet przed terminem, co zmusza ich do wczesnego wykonania opcji zakupu akcji emitenta. Wezwanie do wykupu obligacji spowoduje zamianę zadłużenia na kapitał własny. To z kolei zwiększa możliwość łagodzenia kosztów trudności finansowych, które powstały w wyniku działalności operacyjnej lub wystąpienia trudności płatniczych związanych z obsługą zadłużenia.

Możliwość wymuszenia konwersji obligacji na akcje lub udziały czyni z prawa emitenta bardzo istotną cechą instrumentu hybrydowego opartego na obligacjach, niespotykaną w innych formach pozyskiwania kapitału. Umożliwia ona bowiem sterowanie momentem zmiany struktury kapitału przedsiębiorstwa emitenta. Działanie takie jest jednak postrzegane jako niekorzystne z punktu widzenia interesów kapitałodawcy, który poprzez to wymuszenie pozbawiony jest stałych i wysokich dochodów z tytułu posiadania obligacji kapitałobiorcy. Stąd też kolejną istotną cechą instrumentu opartego na *mezzanine capital* jest możliwość zawarcia w umowie klauzuli dającej kapitałodawcom ochronę przed zmuszeniem do wcześniejszego wykupu przez emitenta obligacji. Klauzula może dotyczyć okresu, przez jaki emitent nie będzie mógł wezwać obligatariuszy do wcześniejszego wykupu, lub wskazania warunków, jakie musi spełnić kurs akcji emitenta, aby możliwe było ogłoszenie wezwania do zakupu tych akcji.

Stosowanie *mezzanine capital* opartego na konstrukcji obligacji pozwala (podobnie jak w przypadku zwykłego długu) na jeszcze jedną korzyść, tzn. na obniżenie kosztów agencji, wynikających z problemu przeinwestowania. Zmniejszenie wolnych przepływów pieniężnych na skutek pojawienia się kosztów obsługi zadłużenia ogranicza możliwości przeinwestowania planowanych przedsięwzięć przez wynajęty zarząd. Koszty agencji obniżają się, ponieważ emisja obligacji podlegających konwersji na akcje lub udziały dla kapitału obcego będzie zmieniać strukturę kapitału w sposób ograniczający wady bezpośredniego stosowania kapitału własnego, który zazwyczaj wzmaga presję na wzrost tychże kosztów agencji.

Stosowanie finansowania typu *mezzanine* dodatkowo pozwala jednak także na łagodzenie odwrotnego problemu, tzn. niedoinwestowania w warunkach niedostatecznego poziomu przepływów pieniężnych, wynikającego z asymetrii informacji pomiędzy zarządem firmy a właścicielami. Asymetria posiadanych informacji prowadzić będzie do różnicy w wycenie akcji. Wynika to z tego, że inwestorzy wyceniają papiery wartościowe na podstawie oczekiwań co do przyszłych wzrostów wartości firmy. Jeżeli te oczekiwania są zaniżone, to warunki pozyskania kapitału na rynku finansowym, determinowane przez wycenę rynkową akcji, będą gorsze od warunków wynikających z wartości rzeczywistej akcji, opartej na wartości rynkowej, którą jednak tylko zarząd poprawnie może wycenić. W warunkach niedoszacowania akcji przedsiębiorstwa w wycenie rynkowej zarząd może podjąć decyzję o rezygnacji z realizacji opłacalnych projektów inwestycyjnych (realizowanych z innych źródeł niż finansowanie *mezzanine*), groziłoby to bowiem przejęciem po zaniżonej cenie tych inwestycji razem z akcjami firmy przez kapitałodawcę *mezzanine*. Zarząd spółki pozyskującej kapitał poprzez emisję instrumentów opartych na *mezzanine capital*, posiadając pozytywne informacje o perspektywach przedsiębiorstwa i postępując racjonalnie, nie pozwoli na sprzedaż udziałów w spółce po zaniżonej cenie. Rozwiązaniem gwarantującym uzyskanie zamierzonych efektów zarówno dla kapitałodawców, jak i kapitałobiorców w tym przypadku będzie zagwarantowane w umowie objęcie akcji w przyszłości po cenie emisyjnej, odpowiednio wyższej od

aktualnej na moment emisji obligacji, a wycena już nabytych akcji nastąpi według ich wartości rynkowej w przyszłości. Tak więc zastosowanie instrumentów hybrydowych pozwala na racjonalizowanie zarówno problemu przeinwestowania, jak i problemu niedoinwestowania przedsiębiorstwa.

Bardzo często w działalności małych i średnich przedsiębiorstw, a szczególnie w działalności przedsiębiorstw innowacyjnych, istnieje niepewność co do możliwości pozyskania kapitału w przyszłości.

Wykorzystanie instrumentów hybrydowych pozwala redukować również tę niepewność. Zastosowanie instrumentów hybrydowych, w których konstrukcji nabywcy obligacji mają obowiązek zamiany ich na akcje na wezwanie emitenta, zapewnia korzystającym z takiego finansowania spółkom elastyczność kształtowania struktury kapitału oraz elastyczność poziomu dostępności kapitału. W przypadku podjęcia projektów uzależnionych od przyszłych zdarzeń odpowiedni kapitał jest już w dyspozycji przedsiębiorstwa, które może działać bez dodatkowych opóźnień związanych z realizacją procesu pozyskiwania kapitału. Ogranicza się w ten sposób również ryzyko wpływu przyszłych niekorzystnych warunków występujących na rynku finansowym na możliwość pozyskania kapitału.

Inną nieco funkcję spełniają natomiast instrumenty hybrydowe, łączące w sobie elementy długu i instrumentu pochodnego, które zostały tu wcześniej wymienione. Mogą one bowiem posłużyć do przenoszenia części ryzyka rynkowego, dotyczącego działalności operacyjnej przedsiębiorstwa, na wierzycieli, jak zauważyli to C.W. Smithson, W. Smith i D. Sykes Wilford [2000, s. 495-502].

Instrumenty takie, jak np. obligacje o wierzytelności głównej powiązanej z kursem walutowym, łączące w swojej konstrukcji cechy obligacji i instrumentów pochodnych, mogą bardziej skutecznie zastępować bezpośrednie wykorzystywanie oferowanych na rynku instrumentów pochodnych dla zabezpieczenia ryzyka występującego w działalności operacyjnej przedsiębiorstwa. Co więcej, mogą służyć do budowania zabezpieczenia również w takich przypadkach, gdy występuje brak na rynku adekwatnych instrumentów pochodnych lub ich stosowanie nie sprawdzało się, np. jak to było w 2009 r. w kwestii masowego korzystania przez polskie przedsiębiorstwa z opcji walutowych. Zamiast bezpośredniego korzystania z instrumentów pochodnych, przedsiębiorstwo-kapitałobiorca tworzy odpowiednią konstrukcję instrumentu finansowego, opartego na *mezzanine capital* w połączeniu z instrumentami pochodnymi, dostosowaną do swojej ekspozycji na ryzyko. Taka konstrukcja zwiększa możliwości elastycznego reagowania na zmienność sytuacji rynkowej, a tym samym lepiej zabezpiecza przed ryzykiem działalności operacyjnej.

## 5. Podsumowanie

Zastosowanie instrumentów finansowych z grupy *mezzanine capital* w zarządzaniu ryzykiem i kształtowaniu struktury kapitału przedsiębiorstwa pozwala znacznie efektywniej minimalizować ryzyko wynikające z finansowania przedsięwzięć biz-

nesowych i budować wartość rynkową firmy niż w przypadku działań opartych wyłącznie na klasycznych instrumentach dłużnych i właścicielskich. Jest to szczególnie cenne w dobie kryzysu finansowego, w obliczu zwiększających się trudności w pozyskaniu kapitału dla małych i średnich przedsiębiorstw. Łączenie cech różnych instrumentów finansowych pozwala tak kształtować relacje pomiędzy inwestorem a emitentem papierów dłużnych, aby łączyć korzystne cechy kapitału własnego i obcego z korzyścią dla obu stron. Przedsiębiorstwu przynosi to korzyści zarządzania ryzykiem i kosztami przy pozyskiwaniu kapitału obcego. Inwestorowi natomiast przynosi to efekt wysokiego zysku z udzielonego kapitału i dodatkowych korzyści właścicielskich z tytułu konwersji zadłużenia na akcje lub udziały.

## Literatura

- Arundale K., *Raising Venture Capital Finance in Europe*, Kogan Page, London-Philadelphia 2000.
- Barclay M.J., Smith C.W., *The capital structure puzzle: Another look at the evidence*, „Journal of Applied Corporate Finance” 1999.
- Brigham E.F., Gapenski L.C., *Podstawy zarządzania finansami*, PWE, Warszawa 2000.
- Copeland T., Koller T., Murrin J., *Wycena: mierzenie i kształtowanie wartości firm*, WIG-Press, Warszawa 1997.
- Jensen M.C., *The agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers*, „American Economic Review” 1986, no. 76.
- Jensen M.C., Meckling W.H., *Theory of the firm: Managerial behavior agency costs and ownership structure*, „Journal of Financial Economics” 1976, no. 3.
- Kamp A., Solmecke H., *Mezzanine-Kapital: Ein Eigenkapitalsubstitut für den Mittelstand*, „Finanz Betrieb” 2005, nr 10.
- Kornasiewicz A., *Venture capital w krajach rozwiniętych i w Polsce*, CeDeWu, Warszawa 2004.
- Małecka D., *Private equity – przyszłość funduszy*, „Home&Market” z 1.06.2006.
- Panfil M., *Fundusze private equity – wpływ na wartość spółki*, Difin, Warszawa 2005.
- Smithson C.W., Smith C., Sykes Wilford D., *Zarządzanie ryzykiem finansowym*, Dom Wydawniczy ABC, Kraków 2000.
- Sokołowska E., *Alternatywne formy inwestowania na rynku papierów wartościowych*, Wyd. Naukowe Uniwersytetu Mikołaja Kopernika w Toruniu, Toruń 2010.
- Stradomski M., *Innowacje finansowe w kreowaniu wartości przedsiębiorstwa*, Grafika, Poznań 2006.
- Stulz R.M., *Rethinking risk management*, „Journal of Applied Corporate Finance” 1996, no. 4.
- www:ceo.cxo.pl.
- www:ipo.pl.

## THE USE OF MEZZANINE CAPITAL IN AN EQUILIBRIUM MODEL OF CAPITAL STRUCTURE OF AN ENTERPRISE

**Summary:** Mezzanine capital, also known as hybrid financial instruments, is a combination of debt instruments and equity and is in between a debt and capital financing. It allows a company for more effective risk management, caused by current operations, as well as a better creation of its own capital structure. It also allows to lessen agency costs and financial difficulties costs. It minimizes the risks connected with over- and under-investing of a company. It is an interesting alternative which allows to raise capital despite increasing difficulties connected with using classic forms of gaining a foreign capital.

**Keywords:** mezzanine capital, financial instruments, risk, management.