

Sławomir Juszczyk, Artur Nagórka

Katedra Ekonomiki i Organizacji Przedsiębiorstw

Szkoła Główna Gospodarstwa Wiejskiego w Warszawie

Finansowanie typu mezzanine jako rozwiązanie pośrednie między emisją akcji a kredytem bankowym

Wstęp

Żeby się rozwijać, przedsiębiorstwo potrzebuje kapitału, który najczęściej dzieli się na własny jako wkład udziałowców lub akcjonariuszy i obcy jako kredyt bankowy lub pożyczka zaciągnięte u innego podmiotu. W obecnej sytuacji gospodarczej, gdy nastąpiło zmniejszenie podaży pieniądza przez banki oraz załamanie koniunktury giełdowej wiele przedsiębiorstw napotyka problem braku kapitału. Potencjalni nowi akcjonariusze nie są tak skłonni do inwestowania jak w czasach, gdy na giełdzie panowała hossą. Nawet inwestorzy giełdowi posiadający wolne środki finansowe zmniejszyli skalę inwestycji czekając na poprawę koniunktury. Od 2008 roku banki wyraźnie zaostrzyły kryteria udzielania kredytów. Przed przedsiębiorcami stają zatem wyzwania polegające na podjęciu decyzji dotyczących finansowania dalszego rozwoju, szczególnie w zakresie horyzontu czasowego inwestycji i dokapitalizowania. Powstaje pytanie, czy w przypadku recesji powinni skupić się tylko i wyłącznie na bieżącej działalności w celu utrzymania pozycji rynkowej, czy też poszukiwać możliwości pozyskania kapitału i dalszego rozwoju przedsiębiorstwa. Nowatorskim rozwiązaniem na polskim rynku może być mezzanine finance. Jest to rozwiązanie inżynierii finansowej, które w nowoczesny sposób zaspokaja potrzeby kapitałowe przedsiębiorstw a jednocześnie zapewnia stabilny i bezpieczny rozwój.

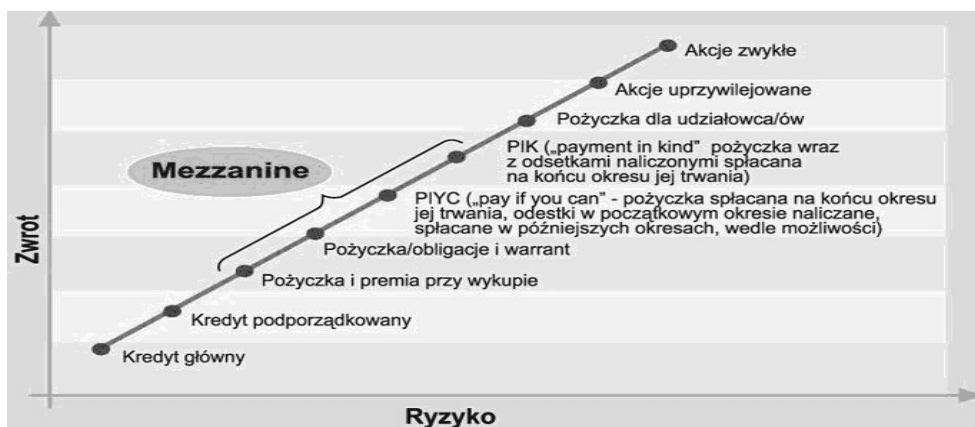
Mezzanine finance wydaje się być dogodniejsze i bardziej dostępne niż klasyczne finansowanie, ponadto jest sposobem na finansowanie przedsiębiorstw w warunkach podwyższonego ryzyka. W dosłownym tłumaczeniu słownikowym pojęcie „mezzanine” oznacza w języku francuskim „półpiętro” lub „antresolę”. Mezzanine to sposób na finansowanie zawieszony między klasycznym kredytem (senior debt) a kapitałem pochodzącym od inwestorów lub akcjonariuszy i mającym postać udziałów lub akcji (equity). Polega na połączeniu pewnych cech kredytu z pewnymi cechami inwestycji kapitałowej. Zawierając w sobie elementy

finansowania dłużnego i kapitału, ten rodzaj finansowania wiąże finansującego mezzanine i przedsiębiorcę na płaszczyźnie kapitałowej, a jednocześnie pozwala na wykorzystanie dźwigni finansowej.

Przyczyną chęci głębszego rozeznania tej problematyki są zainicjowane badania dotyczące kierunków zmian ekonomicznych i organizacyjnych w przedsiębiorstwach przemysłu spożywczego notowanych na Giełdzie Papierów wartościowych w Warszawie w latach 1998–2007. Do celów porównawczych wytypowano 35 przedsiębiorstw przemysłu spożywczego, które nie są notowane na parkiecie i korzystają z różnych pozagiełdowych form finansowania swojego rozwoju. Materiałem źródłowym niniejszego artykułu jest literatura zagadnienia w dorobku polskim i międzynarodowym, a także obserwacje własne autorów. Oprócz obserwacji gospodarczych wykorzystano elementy działań o charakterze dedukcyjnym i indukcyjnym, przytaczane zaś dane zaprezentowano w formie rysunków.

Cechy finansowania typu mezzanine

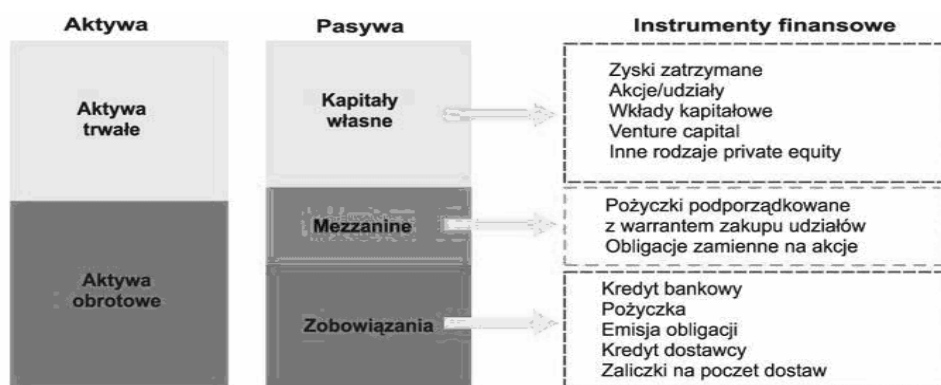
Najważniejszą cechą tego typu finansowania jest to, że finansujący mezzanine akceptują wyższy niż osiągnięty przy lokatach bankowych poziom ryzyka, mając w korzystnej perspektywie udział w przyszłych zyskach pochodzących z zakończenia projektu (rys. 1). Jednocześnie oczekiwany przez nich udział w zyskach jest o wiele mniejszy niż ten, którego oczekują dotychczasowi właściciele, ale udział ten jest też większy niż przypadłby nowym akcjonariuszom w przypadku emisji nowych akcji.



Rysunek 1

Mezzanine – zwrot i ryzyko względem innych form finansowania rozwoju przedsiębiorstwa
Źródło: [Augustyniak 2007].

Taka struktura finansowania powoduje, że finansujący mezzanine nie jest zainteresowany wyłącznie spłatą pożyczonych, a właściwie zaangażowanych środków, jest jednocześnie także silnie motywowany do współpracy z przedsiębiorcą w celu budowania wartości spółki. Z punktu widzenia tego inwestora generowanie zysku przez przedsiębiorstwo jest istotne, ale nie oczekuje on natychmiastowej dywidendy. Jest skłonny nie wywierać presji na przedsiębiorstwo i odczekać pewien okres, bo ważniejszy dla niego jest stały wzrost wartości przedsiębiorstwa. W strukturze finansowania mezzanine znajduje się pomiędzy długiem a kapitałem, co powoduje, że jest obsługiwane po obsłudze klasycznego finansowania (rys. 2).



Rysunek 2

Finansowanie typu mezzanine wobec długów i kapitałów własnych

Źródło: [Panfil 2008a].

Ważną i korzystną dla przedsiębiorcy cechą finansowania typu mezzanine jest to, że jest ono najczęściej spłacane jednorazowo na koniec okresu finansowania. Z punktu widzenia przedsiębiorstwa to odroczenie w czasie spłaty długu mezzanine oznacza większą swobodę w zarządzaniu przepływami pieniężnymi w trakcie finansowania przez zmniejszenie ich obciążeń i tym samym daje szansę na szybszy rozwój przedsięwzięcia.

Kolejną istotną cechą finansowania mezzanine jest jego elastyczność, wszelkie bowiem parametry tego sposobu finansowania, czyli: jego okres, sposób i terminy płatności odsetek, zabezpieczenia, a nawet rodzaj używanego instrumentu, są ściśle dostosowane do rodzaju transakcji i specyfiki finansowanego podmiotu. Wszystkie te elementy są omawiane i negocjowane między finansującym a przedsiębiorcą, aby wyważyć horyzont czasowy inwestycji i jej zyskowność w powiązaniu z jak najszybszym rozwojem przedsiębiorstwa.

Istotną cechą finansowania mezzanine jest również struktura stosowanych zabezpieczeń. Ze względu na podporządkowany charakter tego finansowania

względem kredytu bankowego zabezpieczeniem są zazwyczaj akcje lub udziały podmiotu finansowanego. Bywa też, że zabezpieczenie jest ustanawiane na drugim miejscu, co oznacza, że w przypadku egzekucji zabezpieczeń najpierw zaspokajane są roszczenia finansujących zwykłe długi, a dopiero później finansujących mezzanine. Naturalnie majątek przedsiębiorstwa, jego poszczególne aktywa, w tym też nieruchomości, służą zabezpieczeniu kredytów, a finansujący mezzanine rzadko sięgają do zabezpieczeń na aktywach przedsiębiorstwa. W zależności od rodzaju finansowania mezzanine oraz projektu będącego przedmiotem finansowania używane są różne inne instrumenty, głównie z grupy papierów dłużnych lub papierów wartościowych.

W przypadku rozwiązania zwanego „junior mezzanine” stosowanego w krajach Europy Zachodniej i Stanach Zjednoczonych, stosuje się głównie wysoko oprocentowane pożyczki lub obligacje. Te obligacje mogą zawierać instrument nazywany PIK (payment in kind), czyli odsetki w formie kolejnych obligacji. W przypadku drugiego rozwiązania zwanego „warranted mezzanine”, stosowanego m.in. w Polsce, wykorzystuje się głównie obligacje podlegające wymianie na inne instrumenty czy papiery wartościowe – np. obligacje z warrantem na akcje finansowanej spółki, obligacje wymienne na akcje podmiotu innego niż przedmiot finansowania czy też w końcu akcje uprzywilejowane. Warrant w tym przypadku oznacza papier wartościowy imienny lub na okaziciela uprawniający jego posiadacza do zapisu lub objęcia akcji, z wyłączeniem prawa poboru; szczegółowe zapisy tego zagadnienia znajdują się w art. 453 § 2 kodeksu spółek handlowych [DzU z 2000 r. Nr 94, poz. 1037 z póź. zm.]. Akcje uprzywilejowane w tym przypadku oznaczają akcje imienne o szczególnych uprawnieniach określonych w statucie. Uprawnienia te mogą dotyczyć w szczególności prawa głosu, prawa do dywidendy lub podziału majątku w przypadku likwidacji spółki. Uprzywilejowanie w zakresie prawa głosu nie dotyczy spółki publicznej, szczegółowe zapisy tego wątku zagadnienia znajdują się w art. 351 kodeksu spółek handlowych.

Rozwiązania „junior mezzanine” i „warranted mezzanine” różnią się co do konstrukcji i sposobu finansowania [Pankiewicz 2009]. „Junior mezzanine” to rozwiązanie bliskie klasycznej pożyczki akceptującej wyższy poziom ryzyka i co za tym idzie, jest wyżej oprocentowane i lepiej zabezpieczone. „Warranted mezzanine” to odmiana długu, która daje jednocześnie prawo do udziału w kapitale finansowanego podmiotu lub zyskach z finansowanego przedsięwzięcia.

Warunki i okoliczności finansowania typu mezzanine

Inwestycje mezzanine są kierowane przede wszystkim do przedsiębiorstw już istniejących, ale niegieldowych. Głównymi elementami decydującymi

o możliwości przeprowadzenia inwestycji mezzanine są sytuacja spółki i jej przeszłe przepływy pieniężne. O dofinansowanie tego typu mogą ubiegać się przedsiębiorstwa, które mają dobre perspektywy rozwoju, chcą realizować plany inwestycyjne, ale mają problem z uzyskaniem finansowania, ponieważ inwestycje wiążą się z wysokim ryzykiem. Są to głównie takie przypadki, jak:

- zmiana sytuacji na rynku bądź źle przeprowadzona inwestycja; przedsiębiorstwo potrzebuje reorganizacji lub restrukturyzacji finansowej, co umożliwiłoby mu dalszy rozwój;
- spółka planuje przejęcie konkurencji, a do tego potrzebuje dofinansowania tej transakcji;
- menedżerowie chcą wykupić udziały w przedsiębiorstwie od jego właściciela (ang. MBO), ale nie posiadają odpowiedniego kapitału na sfinansowanie takiej transakcji;
- spółka planuje wejście na giełdę, ale przed tym etapem chce poprawić strukturę swojego kapitału, a także potrzebuje środków finansowych do pokrycia kosztów, które wiążą się z dopuszczeniem spółki do obrotu giełdowego [Panfil 2008 a].

Mezzanine jest praktycznym rozwiązaniem, szczególnie gdy polski i światowy rynek giełdowy nie znajdują się w fazie wzrostu. Wiele planowanych na drugą połowę 2008 roku ofert publicznych zostało odwołanych, mimo zaawansowanego stanu lub wręcz przy kompletnie przygotowanych ofertach; w takiej sytuacji dobrym rozwiązaniem dla tych przedsiębiorstw jest finansowanie typu mezzanine. Ponadto podmioty, które planowały zgromadzić środki na realizację zamierzeń inwestycyjnych czy akwizycji w drodze emisji nowych akcji, mogą w dwójnasób zyskać na zastąpieniu oferty publicznej finansowaniem mezzanine. Po pierwsze, przy obecnych nastrojach inwestorów na rynku zgromadzenie środków potrzebnych na realizację zamierzeń przedsiębiorstw mogłoby okazać się niemożliwe. Po drugie, podejmując decyzję o zastosowaniu finansowania mezzanine, to właśnie dotychczasowi właściciele maksymalizują swoje przyszłe zyski. Wprowadzając swoje akcje na GPW w obecnych warunkach rynkowych właściciele musieliby się pogodzić z relatywnie niską wyceną, a to oznaczałoby dla nich niższe zyski ze sprzedaży istniejących akcji, mimo że to oni ponieśli największe ryzyko inwestując w spółkę jako pierwsi i włożyli w nią najwięcej pracy i środków. Jeśli w takich warunkach inwestycyjnych zdarzają się emisje giełdowe, to na tych ofertach zarabiają głównie krótkoterminowi inwestorzy giełdowi o profilu spekulacyjnym. Sytuacja przedsiębiorstwa będzie wyglądać inaczej, gdy zamiast oferty publicznej organizowanej na słabym rynku właściciele zdecydują się na finansowanie mezzanine.

Finansujący mezzanine dostarczą spółce środków, które pozwolą zrealizować planowane przedsięwzięcie. Odroczone w czasie spłata pożyczonych

środków pozwala na relatywnie szybkie osiągnięcie planowanych wyników i w konsekwencji znacząco może podwyższyć wartość spółki. W takich sytuacjach finansujący mezzanine akceptują na ogół to, że źródłem spłaty finansowania będzie oferta publiczna akcji finansowanego podmiotu przesunięta w czasie do właściwego momentu [Pankiewicz 2009]. Ten moment występuje wówczas, gdy pozycja spółki zostanie już ugruntowana, a wartość podniesiona do poziomu, który zapewni jej właścicielom i finansującemu mezzanine, jako posiadaczowi warrantu na akcje, większe zyski niż w przypadku, kiedy oferta giełdowa miałaby sfinansować planowane przedsięwzięcie.

Finansowanie mezzanine a oferta publiczna akcji lub zaciągnięcie kredytu

W zależności od cyklu rozwoju przedsiębiorstwa zmieniają się preferencje co do sposobu finansowania projektów. Kapitał własny w różnych formach finansuje wczesne stadia rozwoju przedsiębiorstwa. Po jego uruchomieniu sięga się najczęściej po dług w formie kredytu lub leasingu. Po osiągnięciu pewnego pułapu dojrzałości firmy można nadal finansować rozwój długiem lub emisją akcji, ale można też zastosować mezzanine. Ta forma finansowania jest szczególnie interesująca przy zmianie właściciela rozwijającej się firmy. Zależność pomiędzy stadium rozwoju przedsiębiorstwa a sposobem finansowania ilustruje rysunek 3.

Wymieniając walory finansowania mezzanine w czasach dekonjunktury, należy podkreślić, że może to być dobre rozwiązanie także w sprzyjających wa-

Fazy rozwoju	Zasiew	Start	Rozwój	Ekspansja	Dojrzałość	Dalszy wzrost	Zmiana właściciela
			Leasing				
Dług			Kredyty/pozyczki/emisja obligacji				
Mezzanine					Finansowanie wzrostu	Finansowanie wykupów	
	Venture capital		Inne rodzaje private equity				
Kapitał własny	Rodzina/anioly biznesu		Publiczna emisja akcji				

Rysunek 3

Finansowy cykl rozwoju przedsiębiorstwa

Źródło: [Panfil 2008].

runkach gospodarczych, a zatem może skutecznie konkurować z rynkiem giełdowym. Zorganizowanie całego procesu oferty publicznej w każdym przypadku jest dłuższe od procesu finansowania typu mezzanine. Z punktu widzenia kosztu finansowania należy podkreślić, że mezzanine jest znacznie tańsze od oferty publicznej, która generuje koszty związane m.in. z doradztwem, sporządzaniem prospektów emisyjnych, właściwą sprzedaż instytucjonalną, dystrybucją dla inwestorów indywidualnych, marketingiem, relacjami inwestorskimi itp. Ponadto, bardzo ważnym czynnikiem jest ryzyko związane z powodzeniem oferty publicznej, należy bowiem liczyć się z tym, że nie ma pewności, iż oferta odniesie sukces. Udana sprzedaż na rynku publicznym to pochodna wielu czynników rynkowych, które muszą być spełnione jednocześnie. W przypadku natomiast mezzanine organizatorem finansowania jest wyspecjalizowana firma kapitałowa lub oddział banku. W obu przypadkach podmiot oferujący mezzanine pozyskuje zainteresowanych inwestorów.

Rozważając powyższą problematykę, należy wziąć pod uwagę to, że nie tylko giełda jest źródłem finansowania nowych inwestycji czy planów związanych z przejęciami. Klasycznym źródłem finansowania takich planów są kredyty bankowe, gdzie zasady są znane od dawna, praktyka i teoria zaś dostarczyły właściwych rozwiązań. Niemniej jednak uzasadnione jest, by przeanalizować wykorzystanie nowych, relatywnie rzadko próbowanych w Polsce form finansowania. Finansowanie kredytem (senior debt) ma swoje ograniczenia, które wynikają głównie z oferowanych zabezpieczeń na majątku spółki i jej zdolności kredytowej. Zaciąganie kredytów napotyka często w przypadku potrzebujących kapitału przedsiębiorstw dwie istotne bariery – brak zabezpieczeń i brak zdolności kredytowej. Pierwsza wynika z ograniczoności majątku przedsiębiorstwa, druga zaś na ogół z konieczności natychmiastowego generowania przepływu gotówki na spłatę pierwszych rat kredytu. Finansowanie mezzanine, które akceptuje wyższy poziom ryzyka, może być stosowane tam, gdzie nie ma już możliwości zastosowania klasycznego długu. Dlatego też finansowanie mezzanine nie konkuruje z zadłużeniem w formie kredytu, ale jest jego ważnym i może okazać się decydującym o sukcesie dopełnieniem. Przedsiębiorca, który potrzebuje większej ilości środków na sfinansowanie swojego przedsięwzięcia, może połączyć te dwie formy finansowania, tzn. uzupełnić kredyt inwestycyjny finansowaniem mezzanine. Dla banku nie będzie to stanowiło żadnego problemu, ponieważ mezzanine jako podporządkowane spłacie kredytu traktowane jest przez banki jako forma kapitału. Mezzanine ze swojej natury jest spłacane w drugiej kolejności, po zadłużeniu kredytowym. Dostawca mezzanine nie może więc zostać zaspokojony przed spłatą dostawcy klasycznego długu. Można zatem powiedzieć, że finansowanie mezzanine rozszerza możliwości pozyskiwania kapitału.

Kryteria dla przedsiębiorstw starających się uzyskać mezzanine

Ważne jest, że przedsiębiorstwo z dużym portfelem kredytów i nie potrafiące spłacić bieżących zobowiązań nie może otrzymać finansowania mezzanine, które nie jest rozwiązaniem ratunkowym, lecz szansą dla stabilnego przedsiębiorstwa na kontynuowanie rozwoju. Głównymi kryteriami oceny, jakimi posługują się finansujący mezzanine, są:

- silny potencjał wzrostu,
- stabilne przepływy pieniężne,
- akceptowalny poziom ryzyka.

Dodatkowo oceniane są wycena spółki, jej dalsza ścieżka rozwoju, a także mechanizmy zabezpieczające interesy finansującego w czasie trwania inwestycji. Te kryteria są zasadniczo podobne do tych, które stosują banki w ocenie przedsięwzięć mających stać się przedmiotem kredytowania lub inwestorzy giełdowi podejmujący decyzję o zakupie akcji. Ponadto, należy podkreślić konieczność przeprowadzenia firmy przez proces negocjacyjny oraz due dilligence z funduszem mezzanine, a także przygotowanie się na opracowanie szczegółowej umowy. Weryfikacja dokonywana przez dostawców mezzanine musi być precyzyjna, gdyż przystępując do współpracy z przedsiębiorstwem, faktycznie jedynym zabezpieczeniem przed bankructwem firmy są dla nich jej przepływy pieniężne [Augustyniak 2005].

Finansujący mezzanine biorą także pod uwagę dwa zagadnienia związane z czynnikiem ludzkim: ocenę kadry zarządzającej i ocenę sponsora projektu. W przypadku kadry zarządzającej oceniane są jej dotychczasowe osiągnięcia i jej doświadczenie. Decydując się na finansowanie przedsięwzięcia w perspektywie kilku lat i odraczając spłatę długu także na kilka lat, finansujący mezzanine ocenia ryzyko powodzenia przedsięwzięcia przez pryzmat doświadczenia i jakości dotychczasowej pracy kadry zarządzającej. Od wyników bowiem ich pracy zależy w znacznej mierze nie tylko potencjalny dochód finansującego mezzanine, ale również możliwość odzyskania pożyczonych środków. Zarząd spółki będzie poddany szczegółowej ocenie, zwłaszcza pod kątem posiadania cech takich, jak: wizja projektu, umiejętność planowania strategicznego, zdolności przywódcze, dobra organizacja pracy, sprawny system podejmowania decyzji i rozwiązywania problemów, doskonała znajomość rynku, produktów i technologii, umiejętność zarządzania finansami i kontroli kosztów, a także kreatywność i energia. Równie istotnym elementem jest ocena tzw. sponsora projektu, czyli osób lub podmiotów, które będą uczestniczyć w projekcie zarówno finansowo, jak i operacyjnie, finansujący mezzanine pełni bowiem w projekcie rolę pasywną. Sponsorami najczęściej są przedsiębiorcy, fundusze private equity lub kadry zarządzające. Sponsor stanowi siłę napędową spółki i jest odpowiedzialny za

osiąganie ustalonych wcześniej celów, dlatego jego ocena jest równie istotna jak ocena jakości zarządu.

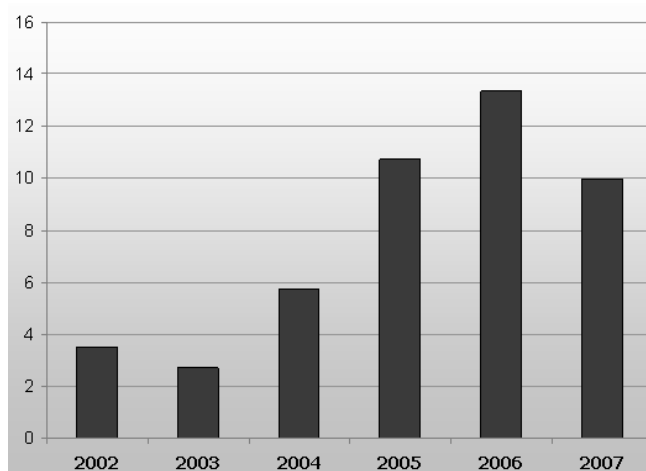
Kolejnym kryterium poddawanych ocenie jest pomysł na finansowany biznes [Pankiewicz 2009], najczęściej bowiem finansowane są przedsięwzięcia o relatywnie dużej skali i o pewnych znamionach innowacyjności. Podstawowym dokumentem w transakcjach finansowanych przy użyciu mezzanine są przewidywania finansowe uwzględniające skutki planowanych przedsięwzięć, które poddawane są badaniu, często przez niezależnych doradców. Jeśli projekt jest finansowany na podstawie „warranted mezzanine”, to istotnym elementem podlegającym ocenie jest również tzw. ścieżka wyjścia. Innymi słowy, finansujący mezzanine, który w wyniku realizacji warrantu na akcje spółki otrzyma kilka procent jej kapitału, musi widzieć perspektywę sprzedaży tych akcji. W takim przypadku najbardziej naturalną perspektywą jest giełda, lecz, co także istotne, nie jest to jedyne wyjście. Może to być również zobowiązanie dotychczasowych akcjonariuszy do odkupu akcji od finansującego mezzanine lub do poszukiwania inwestora branżowego. Przekonująca symulacja wzrostu finansowego, której założenia są weryfikowalne, oraz profesjonalny zarząd to podstawowe warunki, jakie trzeba spełnić, aby móc ubiegać się o ten typ finansowania.

Opisane okoliczności nie oznaczają, że mezzanine można używać zawsze wtedy, kiedy przedsiębiorstwu brakuje środków, a banki odmawiają już klasycznego finansowania. Nie oznacza to też, że kiedy przedsiębiorcy brakuje zabezpieczeń lub ma małą zdolność kredytową, to może sięgać po mezzanine. Mezzanine może być oferowane głównie spółkom z ugruntowaną pozycją i historią zyskowności, a także silnymi i stabilnymi przepływami pieniężnymi, poszukującym funduszy na finansowanie wzrostu, ekspansji oraz zmiany struktury właścicielskiej. Mezzanine może dotyczyć wszystkich potencjalnych celów inwestycyjnych, włączając przedsiębiorstwa z niedowartościowanymi aktywami, spółki słabo zarządzane oraz spółki zadłużone, które mają interesujące produkty i pomysły na rozwój. Jednakże we wszystkich przypadkach warunkiem powinno być istnienie jasnej koncepcji wykazania ukrytych wartości i realizacji zysków w kilkuletnim okresie.

Rynek mezzanine w praktyce

Historia finansowania mezzanine sięga lat 70. ubiegłego wieku i jak większość instrumentów miała swój początek w Stanach Zjednoczonych Ameryki. Bazą dla rozwoju mezzanine był wówczas rynek pożyczek udzielanych przez firmy ubezpieczeniowe oraz kasy oszczędnościowe. W Europie rozwój tego rodzaju finansowania to lata 80. XX wieku. Tu największą rolę odgrywają fundusze

specjalistyczne finansujące rynek private equity. Na rysunku 4 przedstawiono wartość transakcji mezzanine w Europie.



Rysunek 4

Wartość transakcji mezzanine w Europie [mld euro]

Źródło: [Pankiewicz 2009].

Przyczyną spadku wartości transakcji mezzanine w 2007 roku było liberalne podejście banków do udzielania kredytów. Banki akceptowały znacznie wyższe niż dotychczas ryzyko i udzielały finansowania kredytowego na poziomach dużo wyższych i po cenach niższych niż powinny. Takie postępowanie było jedną z przyczyn obecnego kryzysu na rynkach finansowych. Wyniki za 2008 rok potwierdzą prawdopodobnie kolejny spadek w wartościach transakcji mezzanine, ze względu na zauważalne zmniejszenie ilości wykupów lewarowanych (Leveraged Buyout – LBO), co oznacza nabycie przy wspomaganie finansowym i polega na nabyciu przedsiębiorstwa, najczęściej w ramach wykupu menedżerskiego, z wykorzystaniem długu jako głównego źródła finansowania. Kolejne jednak lata przyniosą prawdopodobnie poprawę w tym względzie, co będzie związane z wychodzeniem z kryzysu i polepszaniem koniunktury gospodarczej. Przecena wartości przedsiębiorstw na polskiej i światowych giełdach doprowadzi w konsekwencji do wzrostu wolumenu transakcji przejęć, finansowanych w dużej mierze przy użyciu instrumentów mezzanine. Ponadto, nie powinno już powtórzyć się zjawisko zastępowania mezzanine przez finansowanie kredytowe – obecna sytuacja na rynkach finansowych spowodowała bowiem, że banki będą stosować dużo ostrzejsze kryteria przy ocenie projektów i raczej nie powrócą do dostarczania wysoko lewarowanych kredytów.

Wnioski

Przeprowadzone rozważania umożliwiają sformułowanie następujących wniosków:

1. Finansowanie typu mezzanine może być przydatne wszystkim grupom przedsiębiorców, w szczególności w przypadku szerokiej akcji inwestycyjnej lub w przypadku wykupu przez kadre menadżerską.
2. Mezzanine jest szczególnie interesujące w okresie dekonjunktury na rynku giełdowym lub w przypadku zaostrzenia kryteriów bankowej akcji kredytowej.
3. Z uwagi na to, że mezzanine jest formą pośrednią między kredytem a ofertą publiczną oraz że jest finansowane przez prywatnych inwestorów, spotyka się z zainteresowaniem przedsiębiorców ze sfery realnej. Rozwija się nie tylko w USA i krajach Europy Zachodniej, lecz stanowi interesującą perspektywę dla firm polskich, zwłaszcza w trudniejszych uwarunkowaniach gospodarczych i przy spowolnieniu ofert na rynku giełdowym.

Literatura

- AUGUSTYNIAK S. 2005: *Rozwój przez mezzanine* – rozmowa z Marcinem Halickim prezesem Lux-Med. CEO Magazyn Top Managerów – styczeń.
- AUGUSTYNIAK S. 2007: *Mezzanine nie czeka na lepsze czasy* – rozmowa z Andrew Philipsem dyrektorem zarządzającym ICG oraz Aleksandrem Ferencem reprezentującym w Polsce ICG. CEO Magazyn Top Managerów – czerwiec.
- PANKIEWICZ J.: 2009: Biuletyn euro info nr 1 Bank BRE.
- PANFIL M. 2008a: *Mezzanine jako źródło finansowania dla przedsiębiorstwa*. CEO Magazyn Top Managerów – czerwiec.
- PANFIL M.: 2008b: *Finansowanie rozwoju przedsiębiorstwa. Studia przypadków*. Wyd. Difin.
- Ustawa z dnia 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych. DzU z 2000 r. Nr 94, poz. 1037 z póź. zm.

Mezzanine finance as the type of financing placed between the shares issue and the bank credit

Abstract

Company in order to grow needs financing. The classic way is to acquire a credit from the bank. This is directly linked with the question of collateral what in case of the company is not the obvious choice. Another classic way of financing the company is the share issue. This solution is however linked with the question

of ownership that is unavoidably diluted with every issue. Sometimes the company is on an excellent path of growth, does not want to disperse ownership, has already used all available assets for collateral and still needs some capital because of the scale of the project. In this case the solution might be any of private capital sources. The possibility known since the 80's is "mezzanine finance". This is financing that combines some features of credit with some features of share issue and comes from the private investors. Because of its collateral, investment time range and the ways of running the company it is perceived to be appropriate for several years large projects generating sizeable and stable cash flows. This is as well a good path of development for the family run businesses where there is no evident heir and the management wishes to take over the company but lacks sufficient capital. Particularly in the times of crisis when the banks impose tight rules on credit policy and the stock exchange investors are reluctant to take any risks the mezzanine finance may be an answer for companies capital needs.