

*Anna Stos\**

## ZASTOSOWANIE *MEZZANINE* DO FINANSOWANIA INNOWACYJNYCH CZYNNIKÓW ROZWOJU PRZEDSIĘBIORSTW

### 1. WPROWADZENIE

Celem artykułu jest przedstawienie roli *mezzanine* jako alternatywnej do *venture capital* formy finansowania przedsięwzięć innowacyjnych.

Rozwinięty system gospodarki rynkowej posługuje się różnymi formami finansowania przedsięwzięć gospodarczych. Ekspansja gospodarcza, rozwój i strukturalne zmiany systemu gospodarczego wymagają od przedsiębiorstw coraz częściej pozyskania kapitału z zewnątrz. Wychodzą temu naprzeciw rynki finansowe oferujące coraz bardziej wyrafinowane produkty, dostosowane do rodzaju i skali podejmowanych przedsięwzięć gospodarczych. Zachodzące w Polsce w latach 90. XX w. radykalne przeobrażenia systemowe wywołały zjawisko przenoszenia do praktyki polskiego obrotu gospodarczego konstrukcji ekonomiczno-prawnych od lat funkcjonujących i uznanych za efektywne w państwach o wysokim poziomie rozwoju gospodarczego.

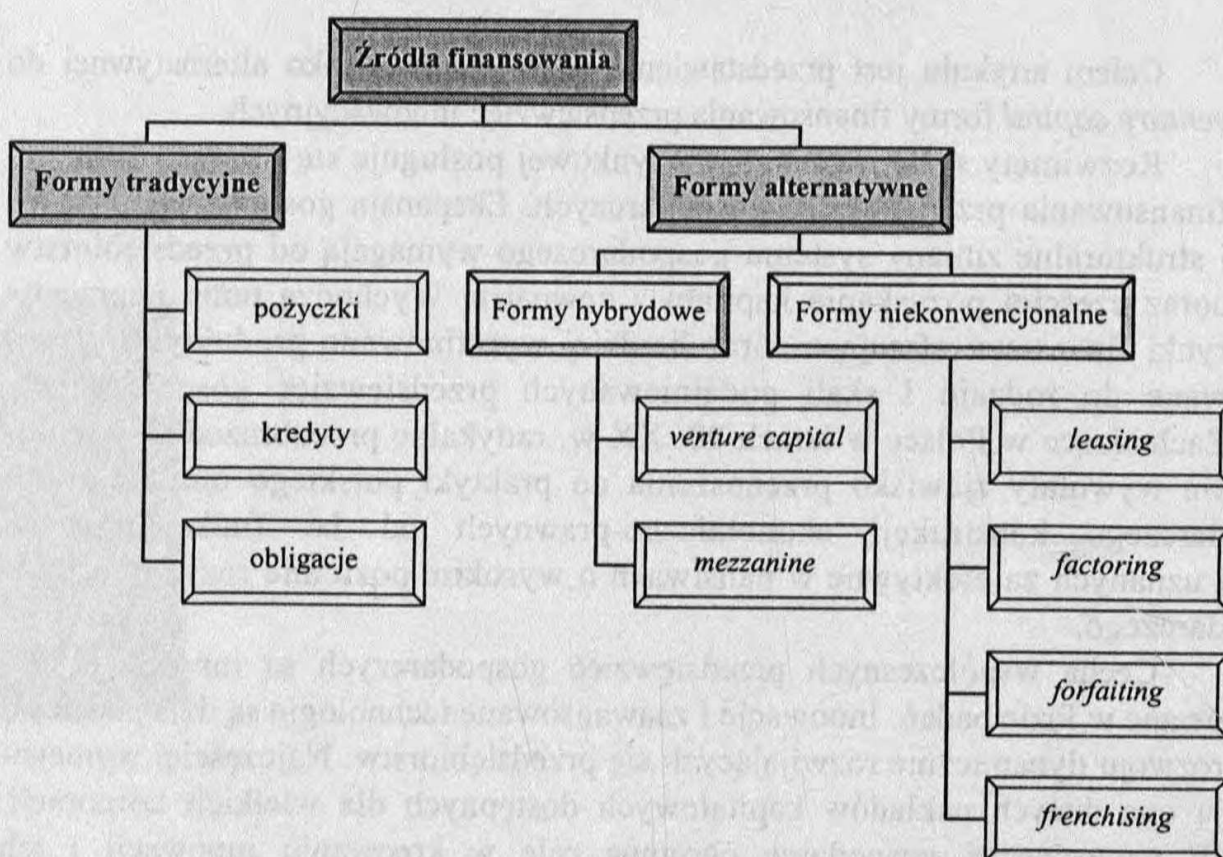
Cechą współczesnych przedsięwzięć gospodarczych są innowacje kreowane w fazie badań. Innowacje i zaawansowane technologie są dziś podstawą rozwoju dynamicznie rozwijających się przedsiębiorstw. Najczęściej wymagają one dużych nakładów kapitałowych dostępnych dla wielkich korporacji. W nowoczesnej gospodarce ogromną rolę w kreowaniu innowacji i ich rozpowszechnianiu odgrywają również małe i średnie przedsiębiorstwa. W tym przypadku finansowanie innowacji ze źródeł konwencjonalnych jest bardzo utrudnione.

Rozwój małych i średnich przedsiębiorstw napotyka na wiele barier. Są to bariery biurokratyczne, związane z procedurami podjęcia działalności, ale są też trudne do przezwyciężenia bariery kapitałowe. Niewielkie środki własne

---

\* Mgr, asystent-doktorant, Katedra Ekonomii Przemysłu i Rynku Kapitałowego, Uniwersytet Łódzki.

oraz drogi i trudny do uzyskania kredyt skłaniają przedsiębiorstwa do poszukiwania alternatywnych form finansowania swoich przedsięwzięć. Małe i średnie przedsiębiorstwa coraz częściej sięgają więc po niekonwencjonalne metody finansowania inwestycji, takie jak: *leasing*, *factoring*, *franchising*, *forfaiting*. Formy te są dobre jako uzupełnienie tradycyjnych źródeł, takich jak pożyczki i kredyty w finansowaniu przedsięwzięć roszszerzających rozmiary przedsiębiorstw, ale nie zawierają fazy kreowania innowacji. Dla finansowania przedsięwzięć innowacyjnych pojawiły się formy hybrydowe w postaci *venture capital* oraz *mezzanine*, zaliczane do kapitału *private equity*. Formy te łączą cechy obcych i własnych źródeł finansowania. Na rys. 1 przedstawiono klasyfikację źródeł finansowania przedsięwzięć gospodarczych.



Rys. 1. Klasyfikacja źródeł przedsięwzięć gospodarczych

Źródło: opracowanie własne na podstawie publikacji: *Vademecum innowacyjnego przedsiębiorcy. Finansowanie innowacji w małych i średnich przedsiębiorstwach*, t. II, P. Głodek, M. Gołębiowski (red.), STIM, SOOIPP, Warszawa 2006.

Zaletami alternatywnych (niekonwencjonalnych i hybrydowych) metod finansowania są m. in. dynamizm przedsiębiorczy, elastyczność oraz zaangażowanie w realizowane projekty innowacyjne.



## 2. CHARAKTERYSTYKA NIEKONWENCJONALNYCH METOD FINANSOWANIA PRZEDSIĘWZIĘĆ INWESTYCYJNYCH

W finansowaniu działalności gospodarczej przedsiębiorstwa wykorzystują coraz częściej środki będące tzw. niekonwencjonalnymi formami finansowania, do których zaliczyć można: *leasing*, *franchising*, *factoring*, *forfaiting*<sup>1</sup>.

Najogólniej można stwierdzić, że instytucja **leasingu** polega na udostępnianiu dóbr inwestycyjnych przez wyspecjalizowane firmy *leasingowe*, do odpłatnego korzystania. W formie odpowiednio określonych opłat *leasingowych* firmy *leasingowe* (*leasingodawcy*, finansujący) otrzymują wraz z zyskiem kapitał wydany na nabycie tych dóbr, a *leasingobiorca* (korzystający) korzysta z dóbr inwestycyjnych bez potrzeby angażowania środków kapitałowych. Można zatem stwierdzić, że *leasing* stanowi formę kredytu rzeczowego, polegającą na okresowym korzystaniu z dobra za stosowną opłatą bez konieczności zakupu. Daje to firmom korzystającym z *leasingu* możliwości zaoszczędzenia środków finansowych potrzebnych na zakup odpowiedniego sprzętu do prowadzenia działalności lub też jest sposobem na pozyskanie dóbr inwestycyjnych, których zakup przekraczałby możliwości finansowe korzystającego.

„**Franchising** to sposób na własny biznes oparty na cudzym i sprawdzonym pomysle”<sup>2</sup>. *Franchising* to alternatywna forma finansowania inwestycji kapitałem obcym, która umożliwia uzyskanie dostępu do rynku przez przedsiębiorstwo nieposiadające wystarczających kapitałów, aby utworzyć firmę o silnej pozycji rynkowej. *Franchising* jako nowoczesna forma prowadzenia działalności gospodarczej opiera się na negocjowanej umowie, na podstawie której *franchisingobiorca* w zamian za odpowiednią opłatę uzyskuje prawo do utworzenia i prowadzenia przedsiębiorstwa zgodnego z pomysłem, sposobem zarządzania, w oparciu o doświadczenie i sprzęt oraz pod znakiem firmowym *franchising-odawcy*<sup>3</sup>. Inną definicją *franchisingu* jest stwierdzenie, iż jest to metoda sprzedaży towarów i usług, polegająca na udzieleniu licencji na prowadzenie sprzedaży przez jedną osobę (*franchisor*) drugiej osobie (*franchisee*). Licencja ta uprawnia do sprzedaży przy wykorzystaniu znaku firmowego lub nazwy firmy udzielającej licencji oraz do korzystania z całego pakietu usług obejmujących szkolenia niewykwalifikowanych pracowników w celu założenia kolejnej placówki rozwiniętego przedsiębiorstwa<sup>4</sup>. Inni autorzy podnosząc fakt, iż istotną różnicą pomiędzy umową sprzedaży, a umową *franchisingu* jest to, iż zawarcie tej umowy nie jest warunkiem wystarczającym do przeniesienia własności rzeczy z dawcy na biorcę, podważają

<sup>1</sup> L. Lewandowska, *Niekonwencjonalne formy finansowania przedsiębiorczości*, Ośrodek Doradztwa i Doskonalenia Karier, Gdańsk 1999, s. 117–118.

<sup>2</sup> [www.postawnaswoim.pl/franchising\\_lista.php](http://www.postawnaswoim.pl/franchising_lista.php).

<sup>3</sup> I. Czechowska, *Finanse przedsiębiorstwa z elementami zarządzania i analizy*, M. Wypych (red.), Absolwent, Łódź 2000, s. 123–124.

<sup>4</sup> [www.franczyzawpolsce.pl](http://www.franczyzawpolsce.pl).

prawdziwość powyższej definicji<sup>5</sup>. Przykładem finansowania na zasadzie franczyzy jest sieć restauracji McDonald's lub Dagrasso. Przedsiębiorca pozyskuje i adaptuje lokale na cele gastronomiczne, zawiera umowy franczyzy z renomowanymi podmiotami gospodarczymi, na podstawie których podmioty te udostępniają markę i zezwalają na podejmowanie we własnym imieniu i na własny rachunek w pełni wyposażonych restauracji (punktów gastronomicznych) zgodnie z zasadami *know-how* przekazanymi im przez *franchisora* za obopólnie ustaloną opłatą.

Dwie powyższe formy finansowania dotyczą przedsięwzięć inwestycyjnych, stanowiąc swoisty substytut kapitału stałego, natomiast *factoring* i *forfaiting* zmniejszają zapotrzebowanie na kapitał obrotowy, pozwalając również na szybszy jego obrót.

**Factoring** jest jedną z form krótkoterminowego finansowania transakcji handlowych. Polega on na nabywaniu przez wyspecjalizowane instytucje *factoringowe* należności bieżących z tytułu dostaw towarów i usług oraz na świadczeniu dodatkowych usług<sup>6</sup>. *Factoring* jest więc elastycznym instrumentem finansowania wierzytelności. Narastanie stanu należności zobowiązuje przedsiębiorstwo do opracowania określonego sposobu zarządzania i kontrolowania należnościami. Wymaga to jednak od kadry przedsiębiorstwa posiadania odpowiednich umiejętności<sup>7</sup>. Wyspecjalizowane firmy *factoringowe*, oprócz udostępnienia środków finansowych, oferują usługi właśnie w tym zakresie. W związku z powyższym można wyróżnić trzy funkcje *factoringu*: funkcję usługową, funkcję gwarancyjną, funkcję finansową<sup>8</sup>.

**Funkcja usługowa** polega na dokonywaniu przez faktora czynności administracyjnych związanych z obsługą wierzytelności, np. badanie wiarygodności kredytowej dłużnika, prowadzenie rozliczeń z dłużnikami, inkasowanie należności. **Funkcja gwarancyjna** polega na zagwarantowaniu wpływu należności, czyli na przejęciu przez faktora (firmę *factoringową*) ryzyka wypłacalności dłużnika. W zależności od rodzaju umowy *factoringowej* faktor przejmuje całość ryzyka wypłacalności dłużnika (*factoring właściwy*), albo określoną jego część, np. do określonej kwoty lub pod warunkiem zapłaty (*factoring niewłaściwy*). W ofercie instytucji *factoringowych* (w szczególności banków) przeważa *factoring niewłaściwy* (czyli z prawem ponownego przeniesienia wierzytelności); w takich sytuacjach, gdy zapłata nie nastąpi w określonym terminie, ryzyko powraca do faktoranta<sup>9</sup>. Funkcja gwarancyjna traci więc w takich przypadkach na znaczeniu.

---

<sup>5</sup> A. Tokaj-Krzewska, *Franchising. Strategie rozwoju małych firm w Polsce*, Difin, Warszawa 1999, s. 11–19.

<sup>6</sup> P. Feliks, *Źródła finansowania majątku*, [w:] *Finanse przedsiębiorstwa*, L. Szyszko (red.), PWE, Warszawa 2000, s. 138–140.

<sup>7</sup> J. Grzywacz, *Factoring*, Difin, Warszawa 2005, s. 67–78.

<sup>8</sup> P. Feliks, *op. cit.*, s. 138–139.

<sup>9</sup> *Ibidem*, s. 138.



Najistotniejszą z punktu widzenia finansowania przedsiębiorstwa (faktoranta) jest **funkcja finansowa**, która przejawia się w uzyskiwaniu środków finansowych w okresie oczekiwania na spłaty należności od dłużnika. *Factoring* jest przez to traktowany jako niekonwencjonalne źródło w stosunku do innych tradycyjnych krótkoterminowych źródeł finansowania. Faktorant może uzyskać ekwiwalentną kwotę należności w formie specjalnej pożyczki już w momencie przeniesienia wierzytelności na faktora. W innym przypadku faktorant uzyskuje wcześniej 75–80% należności w formie zaliczki, a wyrównanie następuje w terminie wymagalności wierzytelności lub rzeczywistej wpłaty dłużnika. Dzięki tej funkcji faktorant uzyskuje poprawę swojej sytuacji finansowej (płatniczej i inwestycyjnej)<sup>10</sup>. Opinie autorów w sprawie tego, czy *factoring* jest szczególną formą finansowania, alternatywną w stosunku do kredytu bankowego, są podzielone. Niektórzy autorzy są zdania, że *factoring* należy traktować raczej jedynie jako specyficzną formę kredytowania<sup>11</sup>. Przyczyną tego jest fakt, że większość firm *factoringowych* jest związana kapitałowo i organizacyjnie z bankami lub wręcz banki prowadzą działalność *factoringową*. Wobec czego kryteria oceny klientów są analogiczne do stosowanych przez banki. Podobnie stopy dyskontowe wyznaczane są na podstawie stóp procentowych na rynku. Inni autorzy, podkreślając problem gwarancji kredytowych, będących barierą w staraniach o uzyskanie kredytu przez małe i średnie przedsiębiorstwa, które nie dysponują wystarczająco dużym majątkiem, stawiają *factoring* jako alternatywę w stosunku do kredytu bankowego<sup>12</sup>.

Podstawową wadą *factoringu* są wysokie koszty obsługi transakcji. Prowizja *factoringowa* obejmuje trzy elementy<sup>13</sup>:

- opłaty za usługi *factoringowe* (w granicach 0,75–2% kwoty wierzytelności),
- prowizja za przejęcie ryzyka (1–3% kwoty wierzytelności),
- koszt finansowania wyznaczany przez stopę oprocentowania kredytu dyskontowego (przy czym stopa dyskontowa jest wyznaczana przez faktora i z reguły jest wyższa od aktualnej rynkowej stopy procentowej).

**Forfaiting** natomiast polega na zakupie przez *forfaitera* (bank lub inną instytucję *forfaitingową*) od klientów (sprzedawców wierzytelności) lub innego *forfaitera* terminowych należności pod warunkiem, że wierzytelność jest zabezpieczona instrumentem finansowym, akceptowanym przez *forfaitera*, bez stosowania prawa regresu wobec klientów zbywających wierzytelność<sup>14</sup>. Ta

<sup>10</sup> A. Kusa k, *Płynność finansowa. Analiza i sterowanie*, Wydawnictwo Naukowe Wydziału Zarządzania UŁ, Warszawa 2006, s. 133.

<sup>11</sup> I. Cze ch o w s k a, *op. cit.*, s. 126.

<sup>12</sup> A. Kusa k, *op. cit.*, s. 133.

<sup>13</sup> J. Grzy w a c z, *op. cit.*, s. 77.

<sup>14</sup> S. Ni ko ł a j c z u k, *Rozliczenia międzynarodowe i ich wpływ na gospodarkę finansową przedsiębiorstwa*, [w:] *Finanse przedsiębiorstwa*, J. Szczepański, L. Szyszko (red.), PWE, Warszawa 2007, s. 191–192.

forma finansowania umożliwia więc sprawny obrót średnio i długoterminowymi wierzytelnościami pieniężnymi. *Forfaiting* jest szczególną formą sprzedaży wierzytelności, której towarzyszy definitywne przejście ryzyka niewypłacalności dłużnika. Obok funkcji zabezpieczającej wyróżnia się także funkcję finansującą *forfaitingu*. Wyraża się ona w uzyskaniu od wierzyciela, zbywcy wierzytelności źródła finansowania swojej działalności. *Forfaiting* może mieć zastosowanie zarówno w rozliczeniach eksportowo-importowych, jak i w sferze wewnętrznego obrotu gospodarczego.

Prawno-ekonomicznych przyczyn powstania *forfaitingu* upatruje się m. in. w rozliczeniach eksportowo-importowych związanych z działalnością przedsiębiorców, prowadzących jednostki gospodarcze o większych rozmiarach<sup>15</sup>. Przedsiębiorcy dostarczali zagranicznym partnerom (importerom) znacznych ilości dóbr, przy czym dostawy (sprzedaże) takie miały najczęściej charakter kredytowy. Importerzy zobowiązywali się do zapłacenia sprecyzowanych cen na ogół dopiero po upływie terminu zapłaty. Transakcje te dochodziły do skutku dlatego, że eksporterzy udzielali im w istocie odpowiednich kredytów pieniężnych odpowiadających wysokości cen za dostarczone dobra. Jeżeli stan prawno-majątkowy nie pozwalał określonemu eksporterowi na takie swoiste udzielanie kredytów, zmuszony on był zaciągnąć stosowną pożyczkę w instytucji bankowej. Uzyskane na tej drodze kredytowe pieniądze kompensowały temuż przedsiębiorcy te wartości, których nie mógł on uzyskać od razu od importerów. Korzystanie przez eksporterów z pożyczek (kredytów), mających na celu skompensowanie uszczerbków wywoływanych udzielanymi przez nich kredytami, łączyło się dla nich z pewnymi niedogodnościami, np. ponoszeniem znacznych ciężarów związanych z oprocentowaniem zaciągniętych kredytów, redukcją wiarygodności kredytowej w odniesieniu do ewentualnych przyszłych kredytów inwestycyjnych. Odczuwając niedogodności związane z tradycyjną formą wyrównywania czasowych uszczerbków finansowych, jakie pociągają za sobą dostawy (sprzedaże) kredytowe, zaczęto uciekać się do niekonwencjonalnego sposobu wspierania eksportu-*forfaitingu*. *Forfaiting* okazał się elastyczniejszym źródłem finansowania eksportu niż kredyt<sup>16</sup>.

*Forfaiting* spełnia podobne funkcje jak *factoring*. W każdym przypadku chodzi o szybsze uzyskanie środków finansowych ze sprzedaży wyrobów lub wykonania usług i zmniejszenie ryzyka ich utraty. Zarówno *forfaiting*, jak i *factoring* są szczególnymi formami sprzedaży wierzytelności pieniężnych. Możemy jednak wymienić kilka różnic pomiędzy tymi dwiema formami, do których można zaliczyć<sup>17</sup>:

<sup>15</sup> L. Stecki, *Forfaiting*, Dom Organizatora, Toruń 1997, s. 12–13.

<sup>16</sup> *Ibidem*, s. 16–17.

<sup>17</sup> J. Śliwa, *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1998, s. 372–374.



1) **różnice w przedmiocie ryzyka** – przedmiotem *forfaitingu* są z reguły duże wierzytelności pieniężne (wynikają one z transakcji eksportowych), a *factoring* obejmuje na ogół mniejsze wierzytelności,

2) **różnice w charakterze ryzyka** – typowym elementem *forfaitingu* jest przeniesienie ryzyka niewypłacalności dłużnika ze zbywcy wierzytelności na instytucję *forfaitingową*. Wynika to z faktu definitywnego nabycia danej wierzytelności. W przypadku *factoringu* ryzyko niewypłacalności dłużnika może pozostać po stronie zbywcy,

3) **różnice w przedmiocie finansowania** – *forfaiting* obejmuje często wierzytelności długoterminowe od 3–10 lat, a *factoring* stosowany jest do wierzytelności bieżących, czyli o krótkich terminach wymagalności,

4) **różnice form finansowania** – firma *forfaitingowa* wypłaca zbywcy wierzytelności dużą kwotę pieniężną odpowiadającą wielkości nabywanych wierzytelności, pomniejszoną jedynie o stopę *forfaitingową* oraz prowizję, a w przypadku *factoringu* są to zazwyczaj mniejsze kwoty i wypłacana kwota zbywcy wierzytelności stanowi 70–90% nominalnej wartości wierzytelności,

5) **różnice w formach zabezpieczeń** – w zakresie *forfaitingu* z reguły występują podmioty, które zabezpieczają wierzytelności będące przedmiotem umowy *forfaitingu*, a występowanie takich podmiotów nie wiąże się bezwzględnie z *factoringiem*.

6) **różnice w charakterze usług** – w ofercie faktora znajduje się cały zestaw usług (np. prowadzenie ksiąg handlowych, analizy ekonomiczne), wśród których finansowanie nie musi odgrywać najważniejszej roli, a w *forfaitingu* chodzi głównie o finansowanie wierzytelności i temu podporządkowane są praktycznie wszelkie czynności,

7) **różnice w zakresie usług** – w *forfaitingu* przedmiotem sprzedaży jest z reguły jedna wierzytelność pieniężna danego przedsiębiorcy, a przedmiotem działalności *factoringowej* mogą być nawet wszystkie wierzytelności przyszłe, jakie mogą powstać w stosunku do określonego w umowie dłużnika (tzw. cesja globalna),

Podstawowa różnica pomiędzy formami niekonwencjonalnymi a tradycyjnymi sposobami finansowania, takimi jak pożyczka, kredyt lub obligacje, polega na tym, że formy niekonwencjonalne, zmniejszając zapotrzebowanie na środki inwestycyjne, częściowo zmniejszają ryzyko finansowe przedsiębiorstw wynikające z finansowania działalności gospodarczej kapitałem obcym – jest ono dzielone między strony transakcji.

**Niekonwencjonalne źródła finansowania**, chociaż mogą być stosowane zarówno do finansowania bieżącej działalności, jak i do finansowania przedsięwzięć inwestycyjnych, mają dwie zasadnicze wady:

- 1) są na ogół droższe od tradycyjnych form,
- 2) nie zmniejszają ryzyka finansowego tkwiącego w inwestycjach,
- 3) nie finansują inwestycji innowacyjnych.

Wprawdzie *franchising* jest formą korzystania z innowacji, ale jego zastosowanie nie stanowi formy wyposażenia przedsiębiorstwa w aktywa innowacyjne, uzależniając je pod tym względem całkowicie od *franchising*-odawcy.

Metody powyższe w niewielkim stopniu nadają się do finansowania przedsięwzięć innowacyjnych.

### 3. SPECYFIKA FINANSOWANIA ETAPÓW PRZEDSIĘWZIĘĆ INNOWACYJNYCH

Przedsięwzięcia innowacyjne przedsiębiorstw znacznie różnią się od siebie, jednak fakt, że powiązane są z pracą nad nową technologią i bazującym na niej nowym produktem powoduje, że przy ich wprowadzaniu można wyróżnić kilka wspólnych etapów<sup>18</sup>:

1) **etap badań i rozwoju (faza zasiewu)** – wiąże się z wydatkami przedsiębiorstw, podczas gdy projekt nie generuje jeszcze żadnych wpływów;

2) **wprowadzenie (faza startu)** – etap, w którym produkt jest wprowadzany na rynek i zaczyna generować niewielkie wpływy, przychody, najczęściej jednak bieżące wydatki, koszty działalności je przewyższają i działalność jest prowadzona ze stratą;

3) **wzrost (wczesny wzrost)** – okres dynamicznego wzrostu wpływów, przychodów generowanych przez sprzedaż produktu, został przekroczony próg rentowności i sprzedaż pokrywa koszty operacyjne związane z produkcją danego produktu;

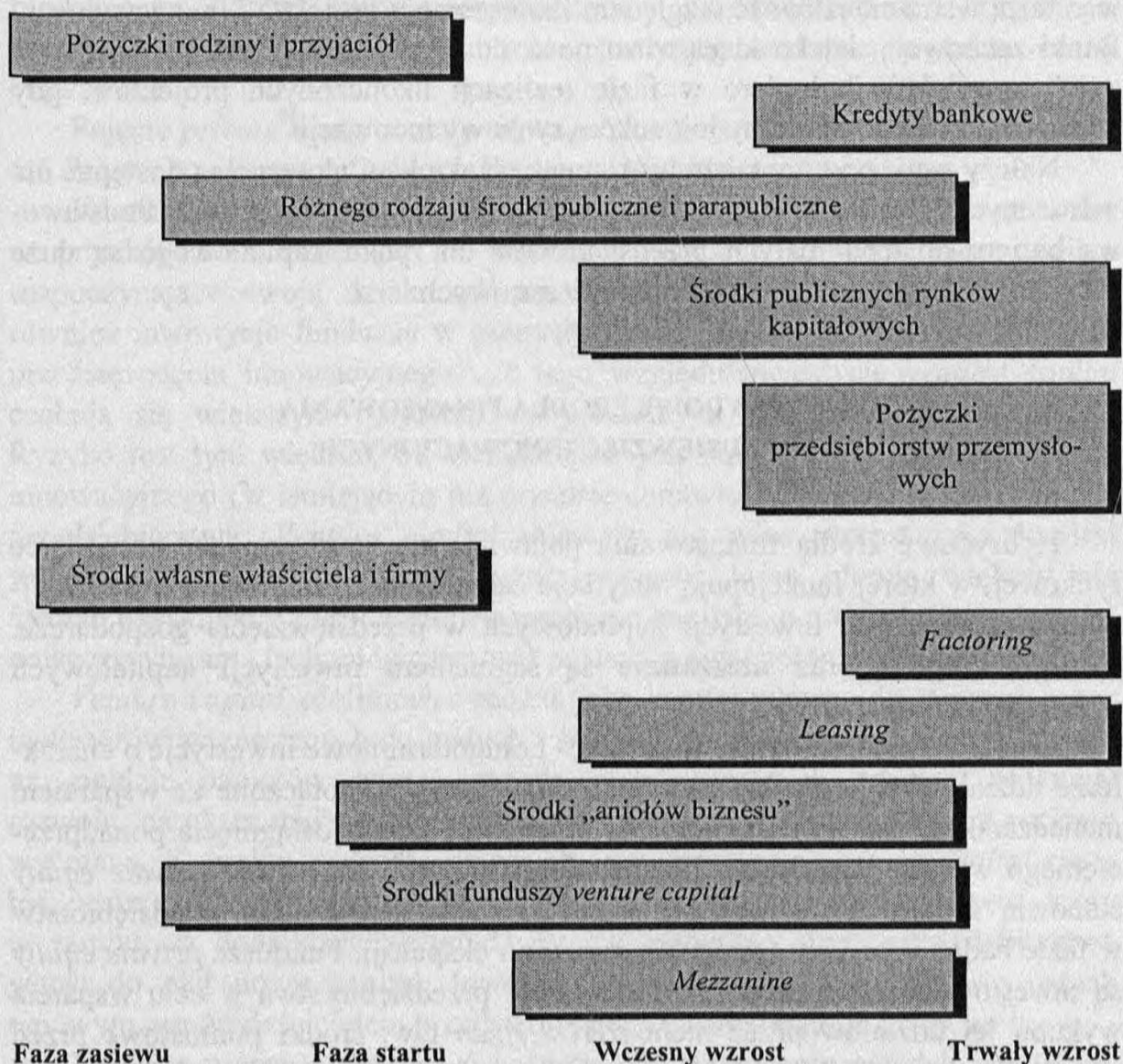
4) **dojrzałość (trwały wzrost)** – okres, w ramach którego generowana jest nadwyżka bieżących wpływów nad wydatkami, co pozwala zrealizować oczekiwany wzrost z inwestycji.

Powyższe etapy różnią się m. in. pod względem stojących przed przedsiębiorstwem głównych zadań realizacyjnych, napotykanych przez nie problemów organizacyjnych oraz zapotrzebowania finansowego. Dokonując analizy praktyki przedsiębiorstw w zakresie wykorzystania poszczególnych źródeł finansowania, można przyporządkować źródła finansowania do poszczególnych faz realizacji projektu innowacyjnego oraz rozwoju firmy. Możliwość zastosowania poszczególnych źródeł przedstawiono na rys. 2.

---

<sup>18</sup> P. Głodek, M. Gołębiowski, *Vademecum innowacyjnego przedsiębiorcy. Finansowanie innowacji w małych i średnich przedsiębiorstwach*, t. II, [www.rsi.org.pl/dane/download/vademecum\\_2tom\\_finansowanie\\_innowacji.pdf](http://www.rsi.org.pl/dane/download/vademecum_2tom_finansowanie_innowacji.pdf).





Rys. 2. Fazy rozwoju projektu inwestycyjnego a źródła finansowania

Źródło: jak do rys. 1.

W sytuacji, gdy projekt innowacyjny znajduje się w fazie badań, najczęściej przedsiębiorstwa decydują się zaangażować środki własne firmy (gdy już ona istnieje) i oszczędności właściciela oraz pożyczki od rodziny i przyjaciół. Źródła te są jednak dość ograniczone i starczą na realizację wstępnej fazy projektu. Gdy projekt osiągnie już pewien stopień zaawansowania, przedsiębiorca może sięgnąć po zewnętrzne źródła finansowania. Może zwrócić się z propozycją współpracy do inwestorów indywidualnych (tzw. aniołów biznesu) lub do instytucji oferujących środki funduszy seed, funduszy *venture capital*, funduszy *mezzaninowych*, firm *leasingowych* itp. Dla wdrożonego już projektu innowacyjnego jednym z potencjalnych źródeł finansowania mogą być pożyczki przedsiębiorstw przemysłowych. Mimo że w Polsce nadal głównym dostawcą kapitału do przedsiębiorstw jest sektor bankowy, to można zaobserwo-

wać dużą wstrzeźliwość względem finansowania projektów innowacyjnych. Banki zachowują daleko idącą ostrożność, co powoduje, że można skorzystać z ich „produktów” dopiero w fazie realizacji ukończonych projektów, gdy wysoce uprawdopodobniony jest sukces rynkowy innowacji<sup>19</sup>.

Należy zauważyć, że także instrumenty rynku kapitałowego są dostępne dla wdrożonych lub mocno zaawansowanych projektów innowacyjnych. Podstawową barierą dostępu małych przedsiębiorstw do rynku kapitałowego są duże rozmiary dokonywanych tam operacji finansowych.

#### 4. HYBRYDOWE ŹRÓDŁA FINANSOWANIA PRZEDSIĘWZIĘĆ INNOWACYJNYCH

Hybrydowe źródła finansowania pojawiają się w rozwiniętej gospodarce rynkowej, w której funkcjonują instytucje zarządzające funduszami inwestycyjnymi dokonującymi inwestycji kapitałowych w przedsięwzięcia gospodarcze. **Venture capital** oraz **mezzanine** są segmentem inwestycji kapitałowych nazwanych *private equity*.

Instytucje **private equity** to średnio- i długoterminowe inwestycje o charakterze udziałowym – zwykle na rynku niepublicznym, połączone ze wsparciem menedżerskim – w przedsiębiorstwa, które mają szansę osiągnięcia ponadprzeciętnego wzrostu wartości w oznaczonym okresie<sup>20</sup>. Inwestycje *private equity* stanowią źródło finansowania i wsparcie menadżerskie dla przedsiębiorstw w fazie badań i rozwoju (zasiewu), rozwoju i ekspansji. Fundusze *private equity* są inwestowane również w restrukturyzację przedsiębiorstwa w celu wsparcia wykupu jej udziałów przez menedżerów, jako tzw. środki pomostowe przed wprowadzeniem spółki na publiczną giełdę papierów wartościowych i w innych sytuacjach, w których istnieje potrzeba partnerskiego zaangażowania kapitału finansowego i menedżerskiego. Z reguły inwestycje typu *private equity* mają charakter udziałowy. Niekiedy jednak obejmują także udzielenie przedsiębiorstwu pożyczki lub nabycie papierów dłużnych.

Małe i średnie przedsiębiorstwa dla realizacji przedsięwzięć innowacyjnych starają się pozyskać wsparcie środkami, które mogą być inwestowane w sytuacji większego ryzyka niż ryzyko, które są skłonni ponieść tradycyjni dostawcy kapitału. Inwestorzy *private equity* są gotowi ponieść owe ryzyko i angażując własne środki finansowe, współrealizować przedsięwzięcie o charakterze innowacyjnym; oczekują jednak zysków przewyższających przeciętne oczekiwane stopy zwrotu. Głównymi dawcami kapitału *private equity* są banki,

<sup>19</sup> *Ibidem*.

<sup>20</sup> K. Sobańska, P. Sieradzian, *Inwestycje Private equity/Venture capital*, Wydawnictwo KeyText, Warszawa 2004, s. 13–14.



fundusze emerytalne, firmy ubezpieczeniowe, przedsiębiorstwa i korporacje, agencje rządowe, instytucje publiczne, instytuty naukowe, a także osoby prywatne.

Pojęcie *private equity* stosuje się często zamiennie z pojęciem *venture capital*. *Private equity* jest jednak określeniem różnym od *venture capital*.

**Venture capital** jest to kapitał *private equity*, który jest inwestowany w przedsiębiorstwa będące na wczesnych etapach rozwoju bądź dopiero rozpoczynające swoją działalność na rynku. W pojęciu tym mieszczą się również inwestycje funduszy w pomysły („faza zasiewu”), czyli w koncepcję przedsięwzięcia innowacyjnego<sup>21</sup>. Z tego względu inwestycje *venture capital* cechują się większym ryzykiem od pozostałych inwestycji *private equity*. Ryzyko jest tym większe, im wcześniejsza jest faza rozwoju przedsięwzięcia innowacyjnego (w istniejącym już przedsiębiorstwie) lub faza rozwoju samego przedsiębiorstwa. *Venture capital* tłumaczy się więc wprost jako **kapitał wysokiego ryzyka** finansujący przedsięwzięcia, które oferują większy niż średnio uzyskiwany zwrot z zainwestowanego kapitału, wprowadzają (wdrażają) nowe rozwiązania technologiczne oraz posiadają duży potencjał rozwojowy.

*Venture capital* zdefiniować można jako kapitał własny, dostarczany przez inwestorów zewnętrznych do małych i średnich przedsiębiorstw nienotowanych na giełdzie papierów wartościowych, a posiadających znaczny potencjał rozwoju, na okres maksymalnie 10 lat, aby po tym czasie mógł być z zyskiem wycofany. Z punktu widzenia przedsiębiorcy inwestycja *venture capital* może być postrzegana jako pozyskanie dodatkowego akcjonariusza/udziałowca, który w zamian za dodatkowe akcje/udziały wyemitowane przez przedsiębiorstwo wnosi do niej nowy kapitał. Inwestor *venture capital* nie staje się jednak typowym współwłaścicielem przedsiębiorstwa. Charakteryzuje go to, że<sup>22</sup>:

1) nie zamierza uczestniczyć w bieżącym zarządzaniu przedsiębiorstwem, zadowolona się pozycją w radzie nadzorczej, która pozwala zbierać informacje na temat jego działań i kondycji oraz zajmuje pozycję doradcy strategicznego,

2) jest współwłaścicielem, który zainwestował swoje środki, ale z góry tylko na pewien okres – zwykle od 2 do maksymalnie 10 lat – a potem będzie starał się sprzedać posiadane akcje/udziały, a nawet oczekuje gwarancji ich sprzedaży,

3) zwykle jest to akcjonariusz/udziałowiec mniejszościowy (relatywnie rzadko obejmowane są również pakiety większościowe).

Jak widać, *venture capital* angażuje w dane przedsięwzięcie nie tylko środki finansowe, ale również doświadczenie i kontakty w celu osiągnięcia przez rosnące przedsiębiorstwo szybkiego rozwoju poprzez innowacje, co zapewni funduszowi realizację spodziewanego zwrotu z inwestycji. Inwestor *venture*

<sup>21</sup> A. Kornasiewicz, *Venture capital w krajach rozwiniętych i w Polsce*, CeDeWu, Warszawa 2004, s. 21.

<sup>22</sup> P. Głodek, M. Gołębiowski, *op. cit.*

*capital* łączy w sobie pozytywne cechy inwestora strategicznego (bezpośredniego) i pasywnego (portfelowego). Pojawienie się nowego współwłaściciela może być szczególnie trudne do zaakceptowania przez przedsiębiorstwa, które są początkowo własnością jednego właściciela. Jest to jednak niezbędny koszt pozyskania tego rodzaju finansowania.

Przedsięwzięcia będące w obszarze zainteresowań inwestorów *venture capital* charakteryzują się:

- relatywnie wyższym stopniem ryzyka w stosunku do innych przedsięwzięć,
- wysoką spodziewaną stopą zysku od zainwestowanego kapitału,
- brakiem szczególnych form zabezpieczenia finansowego.

Powyższe cechy sprawiają, że przedmiotem zainteresowań *venture capital* są szczególnie **przedsięwzięcia innowacyjne**.

Wybór właściwej inwestycji przez fundusz *venture capital* jest bardzo trudny. Często poprzedzany jest on wieloma analizami i badaniami rynku. Na decyzję inwestora ma wpływ wiele różnych czynników, do których zalicza się przede wszystkim:

- ocenę dojrzałości i tendencji wzrostowych danego segmentu rynku, w którym działa przedsiębiorstwo,
- profesjonalizm zespołu, który będzie realizował dane przedsięwzięcie (wiedza, kwalifikacje kadrowe, determinacja),
- innowacyjność przedsięwzięcia,
- uwarunkowania rynkowe.

Z powyższego wynika, że podstawowym kryterium selekcji projektów inwestycyjnych jest wiarygodność dobrego pomysłu udokumentowana ogólną analizą rynku.

*Venture capital* może być źródłem finansowania przedsięwzięcia na różnych poziomach jego zaawansowania (etapach rozwoju). W literaturze przedmiotu wyróżnia się z reguły cztery etapy<sup>23</sup>.

**Pierwszy etap** (faza zasiewu) jest etapem najtrudniejszym. Inwestor angażuje tutaj zaledwie kilka procent kapitału przeznaczonego na sfinansowanie całego przedsięwzięcia. **Drugi etap** (faza startu) obejmuje finansowanie rozpoczęcia inwestycji. Inwestor na sfinansowanie tego etapu przeznaczają ok. 1/3 całego kapitału *venture capital*. Najbardziej kapitałochłonnym etapem, pochłaniającym ok. 2/3 środków finansowych inwestora, jest **etap trzeci**, tzw. wczesny wzrost. Wiąże się on z rozbudową mocy produkcyjnych przedsiębiorstwa, wprowadzaniem nowych produktów oraz osiąganiem wysokich zysków. **Czwarty etap** (faza trwałego wzrostu) może odnosić się do finansowania wejścia przedsiębiorstwa na giełdę. Etap ten może stać się jednocześnie ostatnim etapem współpracy przedsiębiorstwa z inwestorem (funduszem *venture capital*),

<sup>23</sup> L. Lewandowska, *op. cit.*, s. 110.



często nazywa się go tzw. etapem dezinwestycji. Jest to etap wycofania się inwestora z inwestycji.

**Etap dezinwestycji** następuje zwykle po 3–7 latach, w sytuacji gdy zostaną zrealizowane cele, dla których inwestor zdecydował się zaangażować swój kapitał w oznaczone przedsięwzięcie, np. wzrosła wartość rynkowa przedsiębiorstwa w wyniku realizacji przedsięwzięcia – wprowadzenia przedsiębiorstwa na rynek giełdowy.

W praktyce istnieje kilka możliwości dezinwestycji<sup>24</sup>:

- 1) upublicznienie przedsiębiorstwa, czyli wprowadzenie na giełdę i sprzedaż akcji za jej pośrednictwem,
- 2) sprzedaż udziałów inwestorowi branżowemu,
- 3) odsprzedaż udziałów inwestorowi finansowemu,
- 4) odsprzedaż udziałów zarządowi lub właścicielom.

Wprowadzenie spółki na giełdę jest jednym z bardziej atrakcyjnych sposobów wycofania kapitału i realizacji zysków, stosowanych przez fundusze *venture capital*. Dezinwestycja w postaci wprowadzenia podmiotu na giełdę (sfinansowanie wejścia firmy na giełdę) i sprzedaż akcji za jej pośrednictwem jest korzystna dla inwestora *venture capital*, samego przedsiębiorstwa oraz państwa. Akcje zostają wprowadzone na giełdę lub regulowany rynek pozagiełdowy – w ten sposób fundusz pozbywa się swoich udziałów, a przedsiębiorca nie musi tracić kontroli nad spółką. Przy tego rodzaju dezinwestycji fundusz *venture capital* osiąga przeważnie wyższy zysk niż przy innej sprzedaży posiadanych przez siebie udziałów. Przedsiębiorstwo funkcjonujące na rynku giełdowym cieszy się większym prestiżem oraz zaufaniem wśród klientów i instytucji finansowych. Może również zyskać opinię dobrego i pewnego partnera wśród swoich kontrahentów. Korzyścią z wprowadzenia przedsiębiorstwa na rynek giełdowy jest także fakt, że ma ono dostęp do niemal nieograniczonych zasobów finansowych, jeśli jej wyniki są pozytywnie ocenione przez inwestorów. Ważne jest również to, że na rynku kapitałowym dokonuje się codziennej wyceny przedsiębiorstwa. Wycena ta stanowi ważne źródło informacji dla inwestorów – określa wysokość stopy zwrotu z inwestycji, oraz dla przedsiębiorstw – stanowi ocenę dotychczasowego rozwoju, menedżerów, kierunków i szans dalszego rozwoju. Należy jednak wziąć pod uwagę, że wejście na giełdę wiąże się ze spełnieniem wielu wymogów formalnych oraz poniesieniem wysokich kosztów.

Drugim, obok giełdy, sposobem wyjścia z inwestycji jest sprzedaż udziałów inwestorowi branżowemu. Polega on na sprzedaży pakietu lub wszystkich udziałów inwestorowi z branży. Powyższa strategia wyjścia jest obarczona wysokim stopniem ryzyka, ale może zapewnić duży zwrot z kapitału. Inwestor branżowy jest w stanie zapłacić za udziały ponad ich wycenę dokonaną na rynku publicznym. Ten rodzaj dezinwestycji nie jest polecany przedsiębiorcom,

<sup>24</sup> [www.ipo.pl/finansowanie/venture\\_capital](http://www.ipo.pl/finansowanie/venture_capital).

którym zależy na kontroli nad przedsiębiorstwem. Ten sposób wyjścia z inwestycji niesie za sobą następujące korzyści:

- możliwość osiągnięcia przez inwestora większych zysków,
- dostęp do zasobów inwestora branżowego,
- korzystanie z *know-how* inwestora branżowego.

Kolejnym sposobem dezinwestycji jest odsprzedaż akcji/udziałów inwestorowi finansowemu (bankom, funduszom emerytalnym). Strategia ta stosowana jest w przypadku przedsiębiorstw o dużym potencjale wzrostu, które nie są jeszcze przygotowane na wprowadzenie na giełdę lub na odsprzedaż inwestorowi branżowemu.

Odsprzedaż udziałów zarządowi lub właścicielom to następna możliwość dezinwestycji *venture capital*. Wymaga ona od przedsiębiorcy wystarczających zasobów gotówkowych. Można ją sfinansować dzięki środkom uzyskanym od innej instytucji finansowej.

Możliwe jest także umorzenie akcji/udziałów funduszu. Odbywa się to poprzez transakcję kupna przez przedsiębiorstwo akcji/udziałów funduszu w celu ich umorzenia w niedalekiej przyszłości. Likwidacja to forma stosowana w sytuacji bankructwa przedsiębiorstwa bądź postępowania restrukturyzacyjnego. Strategia ta nie przynosi żadnych dochodów. Środki uzyskane w wyniku likwidacji są przeznaczone na spłatę zobowiązań przedsiębiorstwa.

Drugim segmentem inwestycji kapitałowych typu *private equity*, mogącym wspierać przedsięwzięcia innowacyjne jest **mezzanine**. Termin „**mezzanine**” pierwotnie wywodzi się z architektury i oznacza półpiętro znajdujące się pomiędzy dwoma kondygnacjami budynku. Jego uzasadnieniem ekonomicznym jest tzw. finansowanie pośrednie. Ta forma finansowania powstała w latach 70. XX w. na fali fuzji i przejęć w USA. W Europie *mezzanine* pojawił się pod koniec lat 80. ubiegłego wieku i stał się domeną wyspecjalizowanych funduszy. *Mezzanine* cieszy się znaczną popularnością w krajach o rozwiniętych gospodarkach rynkowych. W Polsce jest on natomiast mało znany.

*Mezzanine* stanowi sposób finansowania przedsięwzięć innowacyjnych, o wysokim stopniu ryzyka i dużej stopie zwrotu, posiadający następujące właściwości:

- hybrydowa forma udziału w finansowaniu,
- charakter długu podporządkowanego,
- elastyczność dezinwestycji,
- możliwość przesunięcia w czasie terminu spłaty środków uzyskanych od inwestora.

*Mezzanine* jako forma hybrydowego finansowania łączy w sobie cechy zarówno kapitału własnego, jak i obcego na w czasie pełnego okresu finansowania. Kapitał *mezzanine* znajduje zastosowanie, gdy w finansowaniu przedsięwzięcia występuje tzw. **luka kapitałowa**, czyli gdy przedsiębiorstwo nie może pozyskać wystarczających kwot z kapitału własnego lub poprzez tradycyjne i niekonwen-



cyjonalne formy kapitału obcego. Ta forma finansowania stanowi dobre rozwiązanie dla przedsiębiorstw, które zaciągnęły już dużo kredytów, mają perspektywy rozwoju, ale nie są w stanie uzyskać od banków dalszych środków z powodu braku odpowiedniego (wymaganego przez banki) zabezpieczenia na majątku trwałym. *Mezzanine* nie wykracza jednak finansowaniem poza poziom wyznaczony przez tzw. pojemność zadłużenia<sup>25</sup>.

*Mezzanine* czasami jest nazwane pożyczką podporządkowaną wobec długu bankowego o określonych właściwościach. **Dług podporządkowany** jest długiem niezabezpieczonym na aktywach. Nie zalicza się go więc do tzw. finansowania opartego na aktywach. Zabezpieczeniem długu podporządkowanego są przyszłe przepływy pieniężne, które wygeneruje dłużnik, pomniejszone o koszty obsługi długu nadrzędnego. Należy podkreślić, że dług nadrzędny posiada pierwszeństwo przy spłacie. Oznacza to, że roszczenia *mezzanine* inwestora są zaspokajane dopiero w drugiej kolejności – po zaspokojeniu roszczeń z tytułu długu nadrzędnego (np. długu bankowego). Dostarczyciele kapitału podporządkowanego zwracają szczególną uwagę na utrzymanie określonych poziomów płynności zadłużenia oraz niezaciąganie przez dłużnika dodatkowego zadłużenia, nadrzędnego w stosunku do poziomu pierwotnego (sprzed momentu wejścia ich kapitału)<sup>26</sup>. W związku z tym, że kapitał *mezzanine* jest zabezpieczony na przepływach pieniężnych przedsiębiorstwa, inwestor wymaga od niego utrzymania odpowiedniego poziomu wskaźników finansowych płynności oraz rentowności działalności.

Podmioty decydujące się na taką formę finansowania spłacają w formie gotówki, w ramach bieżącej obsługi długu, jedynie część pozyskanego kapitału. Inwestor *mezzanine* dopuszcza najprzeróżniejsze formy długu (instrumenty finansowe) dostosowane do oczekiwań przedsiębiorstwa i jego przepływów pieniężnych. Drugą część spłaty mogą natomiast stanowić warrant lub opcje, czyli tzw. **equity kicker** („ciastko”) – nagroda dla inwestora *mezzanine* za wcześniejszą elastyczność i ryzyko, przyjmująca formę obietnicy przyszłego udziału w kapitale własnym przez wyemitowanie w przyszłości akcji lub prawo do zakupu ich pakietu po cenie ze skontem. Przedsiębiorstwo może więc uzgodnić z inwestorem, że przez pierwsze parę lat realizacji inwestycji będzie płaciło wyłącznie odsetki od zaciągniętej pożyczki (część odsetkowa długu), a po zakończonej inwestycji spłaci inwestorowi jednorazowo część kapitałową długu wraz ze wspomnianym *equity kicker* w przypadku osiągnięcia sukcesu w postaci wzrostu przedsiębiorstwa.

Z powyższych rozważań wynika więc, że istotnie *mezzanine* jest **formą hybrydowego finansowania**, gdyż zawiera cechy typowe dla instrumentu dłużne-

<sup>25</sup> J. Gajdka, *Teorie struktury kapitału i ich aplikacje w warunkach polskich*, Wydawnictwo UŁ, Łódź 2002.

<sup>26</sup> K. Lis, [www.hlb.pl/pl/finanse\\_przedsięb.php?artid=1858](http://www.hlb.pl/pl/finanse_przedsięb.php?artid=1858).

go i inwestycji kapitałowej. Inwestor *mezzanine* otrzymuje bieżący dochód w formie odsetek od zainwestowanej kwoty, najczęściej naliczanych według stałego oprocentowania (raty odsetkowe dla przedsiębiorstwa są kosztem). W porównaniu z długiem bankowym, pożyczka *mezzanine* jest wyżej oprocentowana, gdyż jest obciążona wyższym ryzykiem. Ryzyko to jest związane z brakiem spłat rat kapitałowych oraz z faktem podporządkowania *mezzanine* wobec długu bankowego, ponadto – w przeciwieństwie do długu bankowego – pożyczka *mezzanine* spłacana jest jednorazowo w całości po upływie terminu kredytowania. Dlatego też, oprócz dochodów typowych dla instrumentu dłużnego, *mezzanine* zapewnia inwestorowi możliwość dodatkowego zwrotu, czyli (*equity kicker* – „ciastko”).

Z połączenia cech kapitału własnego i obcego może powstać wiele instrumentów długu podporządkowanego typu *mezzanine*. Wśród podstawowych instrumentów można wymienić<sup>27</sup>:

- instrumenty hybrydowe,
- obligacje zwykle kuponowe,
- instrumenty „reduced cash-flow”,
- *high-yield securities*.

Dwa podstawowe instrumenty zaliczane do grupy **instrumentów hybrydowych** to obligacje zamienne na akcje oraz obligacje z warrantem. Ideą tych instrumentów jest zaoferowanie możliwości udziału w kapitale własnym emitenta w zamian za obniżenie kosztów bieżącej obsługi obligacji – niższy kupon w zamian za możliwość: w przypadku obligacji zamiennych – zamiany w przyszłości obligacji na akcje, lub w przypadku obligacji z warrantem – wykorzystania prawa zakupu akcji po określonej cenie. Udział w kapitale własnym jest dla inwestorów zewnętrznych zachętą (ang. *equity kicker incentive*) do wykupienia papierów o niższym oprocentowaniu. Dokonując wyboru pomiędzy obligacją zamienną a obligacją z warrantem, emitent powinien brać pod uwagę trzy czynniki:

- 1) realizacja prawa zamiany nie zwiększa ilości gotówki, a realizacja prawa kupna zwiększa ilość gotówki u remitenta,
- 2) zamiana obligacji na akcje zmienia strukturę kapitału, eliminując dług (i odsetki), a zwiększając kapitał własny, natomiast wykonanie warranta nie zmniejsza długu ani kosztów jego obsługi, a powoduje wzrost kapitału własnego;
- 3) emitent ma większe możliwości przyspieszenia zamiany obligacji na akcję niż realizacji warranta.

**Obligacja zwykła kuponowa** to papier wartościowy potwierdzający zobowiązanie emitenta obligacji wobec pożyczkodawcy. Pożyczający zobowiązuje się do zwrotu zadłużenia oraz spłaty odsetek w określonym terminie (według

<sup>27</sup> *Ibidem*.



z góry określonego harmonogramu). Prosta obligacja kuponowa jest najmniej wyrafinowanym z instrumentów długu podporządkowanego. Kierowana zwykle do większych odbiorców instytucjonalnych, cechuje się umiarkowanie wysokim kosztem kapitału, ale jest jednocześnie stosunkowo wymagająca, jeśli chodzi o bieżącą obsługę; obowiązek spłacania kuponów powoduje regularne odpływy gotówki z przedsiębiorstwa.

**Instrumenty „reduced cash-flow”** to grupa papierów wartościowych, które zostały skonstruowane tak, aby minimalizować koszty ich obsługi w pierwszych okresach po emisji. Bezpośrednio po „przedsięwzięciu” potrzeby gotówkowe przedsiębiorstwa są bardzo duże, a powyższe instrumenty pozwalają na zatrzymanie gotówki w tym najbardziej gorącym okresie. Zaliczamy do nich:

- *Obligacje zerokuponowe (zero-coupon bonds)* to obligacje, w przypadku których nie ma miejsca wypłata kuponów (odsetek), a cała kwota zadłużenia jest spłacana jednorazowo, w momencie gdy obligacja staje się wymagalna.

- *PIK (pay-in-kind) securities*, czyli papiery wartościowe typu PIK, to obligacje lub akcje uprzywilejowane, których odsetki (lub dywidendy) są wypłacane w postaci nowych papierów wartościowych. O formie zapłaty decyduje emitent, przy czym bezgotówkowa forma spłaty długu jest zwykle możliwa tylko w ciągu pierwszych okresów. Umożliwiają one zatrzymanie gotówki wtedy, gdy jest najbardziej potrzebna, ale cechuje je wysoki koszt kapitału.

- *Split-coupon bonds* (obligacje o dzielonym kuponie) to obligacje o zerowym lub niskim kuponie początkowym, który później rośnie do wysokiego poziomu. Niewielkie odsetki w pierwszych okresach kumulują się i są uwzględniane w wysokiej stopie procentowej bliżej terminu wykupu. Są bardzo podatne na wahania stóp procentowych. Podobnie jak PIK pozwalają na początku zatrzymać gotówkę, ale w całkowitym rozrachunku są drogie w obsłudze.

- *Reset bond* jest obligacją o zmiennej, dostosowywanej stopie procentowej. Początkowo niski kupon jest kilkakrotnie ponownie ustanawiany w przyszłości, przy czym znana jest data, kiedy nastąpi wzrost stopy, ale nie jest znana wielkość, o jaką ona wzrośnie.

- *Increasing rate bond*, czyli obligacja o rosnącym kuponie. W tym przypadku emitent określa wartość kuponu w pierwszym okresie oraz zasady jego wzrostu w kolejnych okresach (np. o 0,5 pkt proc. co kwartał w pierwszym roku i o 0,25 pkt proc. co kwartał przez drugi rok). Dodatkowo, w ostatnim roku kupon może być wyższą z dwóch wartości: konkretnej zadeklarowanej stopy procentowej w dniu emisji oraz LIBOR (WIBOR) + określona stopa procentowa.

- *Extendible bond* to jest obligacja o przedłużanym terminie wykupu. W przypadku tych papierów emitent zawiera w umowie klauzulę zezwalającą mu na przedłużenie czasu wykupu o określone okresy (np. o 1, 2, 3 lata), z zaznaczeniem, iż łącznie nie mogą one przekraczać maksymalnej wyznaczonej wartości, np. obligacja o początkowym okresie wykupu równym 7 lat, a maksymalnym 12.

*High-yield securities* to wysoko oprocentowane papiery dłużne. Zazwyczaj są to zwykłe obligacje o bardzo wysokim kuponie, tzw. obligacje śmieciowe (*junk bonds*), które ze względu na związane z nimi ryzyko notowane są poniżej *ratingu* inwestycyjnego (*rating* taki jest wyznaczany przez renomowane agencje *ratingowe*, takie jak np. Moody's). Do *high-yield securities* zalicza się również wysokodochodowe bony komercyjne oraz niektóre akcje uprzywilejowane.

*Mezzanine* skierowane jest do małych i średnich przedsiębiorstw nienotowanych na giełdzie. Nie koncentruje się na danych branżach, ale selekcjonuje przedsiębiorstwa ze względu na przedstawiane przez nie projekty przedsięwzięć inwestycyjnych, wielkość wsparcia finansowego oraz ich sytuację finansową. Kapitał *mezzanine* nie jest zwykle wykorzystywany w „zwykłych” przedsięwzięciach finansowych, a znajduje zastosowanie przy<sup>28</sup>:

- restrukturyzacji przedsiębiorstw,
- finansowaniu transakcji wykupu LBO,
- wykupach menedżerskich, finansowaniu strategicznych akwizycji,
- przygotowaniu spółki do wejścia na giełdę.

W szczególności kapitały te mogą stanowić dodatkowe źródło finansowania w przypadku szybko rozwijających się przedsiębiorstw nastawionych na realizację przedsięwzięć innowacyjnych. Inwestorami kapitału *mezzanine* są w większości przypadków instytucje finansowe, które posiadają duże i zdywersyfikowane portfele „alternatywnych” inwestycji.

Zalicza się do nich<sup>29</sup>:

- fundusze *venture capital*,
- fundusze wyspecjalizowane tylko i wyłącznie w *Mezzanine Capital* (podmoty niezależne, banki),
- towarzystwa ubezpieczeniowe,
- inwestorzy *corporate venture*,
- „anioły biznesu”.

O atrakcyjności inwestycji *mezzanine* decyduje zarówno korzystny stosunek ryzyka i stopy zwrotu, jak i możliwość współuczestnictwa w projektach innowacyjnych realizowanych przez fundusze. Z zainwestowanego w przedsięwzięcie kapitału *mezzanine* inwestorzy otrzymują wynagrodzenie składające się z następujących składników<sup>30</sup>:

---

<sup>28</sup> J. Wojtowicz, *Mezzanine Capital, czyli finansowanie hybrydowe*, [www.ipo.pl/venture\\_capital/aktualnosci\\_vc/mezzanine\\_capitalczyli\\_finansowaniehybrydowe.html](http://www.ipo.pl/venture_capital/aktualnosci_vc/mezzanine_capitalczyli_finansowaniehybrydowe.html).

<sup>29</sup> *Ibidem*.

<sup>30</sup> *Ibidem*.



– część odsetkowa wyznaczona na podstawie bieżącego oprocentowania (czyli sumy stopy bazowej i marży) oraz zależna od wyników osiąganych przez przedsiębiorstwo,

– tzw. *equity kicker* („ciastko”), realizowane na koniec inwestycji, jeżeli doszło do wzrostu przedsiębiorstwa (posiada cechy kapitału własnego).

Fundusze *mezzanine* mogą otrzymać w ramach umowy z przedsiębiorstwem również udział w niektórych prawach właścicielskich, np. prawo uzyskania informacji, prawo do dokonywania kontroli w przedsiębiorstwie (członkostwo w radzie nadzorczej). Możliwy jest także ich udział w podejmowaniu decyzji dotyczących udzielania zabezpieczeń podmiotom trzecim, zaciągania kredytów czy zbywania majątku firmy bądź zablokowania pewnych inwestycji.

W tab. 1 przedstawiono porównanie zainteresowań inwestycyjnych inwestorów.

Tabela 1

## Zainteresowania inwestycyjne przedsiębiorców

Kryterium	Banki	Fundusze <i>venture capital</i>	Fundusze <i>mezzanine</i>
Charakter inwestycji	średnioterminowy 5–7 lat	długoterminowy 7–10 lat	długoterminowy 7–10 lat
Finansowane etapy przedsiębiorstwa	od fazy wzrostu po etap ekspansji (trwałego wzrostu)	od etapu zasiewu po etap ekspansji (trwałego wzrostu)	od fazy startu po etap ekspansji (trwałego wzrostu)
Możliwość wsparcia pozafinansowego	pasywna rola w rozwoju przedsiębiorstwa	aktywna rola w rozwoju firmy, możliwe udzielenie wsparcia w postaci doradztwa (prawne, finansowe, marketing) lub też kontaktów biznesowych	w zależności od ustaleń umownych
Nastawienie wobec innowacji	niechętnie z powodu wysokiego ryzyka	główny obiekt inwestycji	główny obiekt inwestycji

Źródło: opracowanie własne na podstawie: *Vademecum innowacyjnego przedsiębiorcy. Finansowanie innowacji w małych i średnich przedsiębiorstwach*, t. II, P. Głodek, M. Gołębiowski (red.), STIM, SOOIPP, Warszawa 2006.

W tab. 2 przedstawiono podstawowe różnice między kredytem bankowym (tradycyjnym źródłem finansowania) a *venture capital* oraz kapitałem *mezzanine* (hybrydowe źródła finansowania inwestycji).

Tabela 2

Różnice między kredytem bankowym a *venture capital* oraz kapitałem *mezzanine*

Kryterium	Kredyt bankowy	<i>Venture capital</i>	Kapitał <i>mezzanine</i>
Podstawowe kryteria ceny przedsięwzięcia	1) zdolność kredytowa, 2) zabezpieczenia	1) potencjał rozwoju przedsiębiorstwa, 2) możliwość sprzedania akcji na koniec inwestycji (ścieżka wyjścia)	1) potencjał rozwoju przedsiębiorstwa, 2) odpowiedni poziom wskaźników finansowych; płynności i rentowności działania
Zabezpieczenie	zabezpieczenie na aktywach (majątku trwałym)	nadzór korporacyjny	zabezpieczenie na przepływach pieniężnych
Splata kapitału i koszty jego obsługi	konieczność bieżącej spłaty pożyczonego kapitału oraz ponoszenia na bieżąco kosztów odsetek	kapitał zostaje w firmie na stałe, brak jest bieżących kosztów obsługi inwestycji	ponoszenie bieżących kosztów obsługi (odsetki) zaciągniętego długu, jednorazowa spłata pożyczonego kapitału pod koniec umowy wraz z <i>equity kicker</i>
Zwrot z inwestycji	odsetki z zainwestowanego kapitału	dywidendy oraz udział we wzroście wartości przedsiębiorstwa po przeprowadzeniu przedsięwzięcia	udziały we wzroście wartości przedsiębiorstwa po przeprowadzeniu przedsięwzięcia oraz odsetki od zainwestowanego kapitału
Konieczność przekazania kontroli nad przedsiębiorstwem	w ograniczonym stopniu, głównie chodzi o dostęp do dokumentów, który umożliwia bankowi bieżący przegląd sytuacji finansowej kredytobiorcy	konieczność przekazania inwestorowi części kontroli nad przedsiębiorstwem, zwykle inwestor wymaga zapewnienia mu miejsca w radzie nadzorczej firmy	udział w niektórych prawach właścicielskich może polegać na zapewnieniu inwestorowi miejsca w radzie nadzorczej
Elastyczność w ofercie inwestora	mała	duża w zakresie udziału właścicielskiego i form dezinwestycji	duża – dopasowanie kosztów obsługi finansowania (wysokości odsetek) do bieżącej sytuacji finansowej przedsiębiorstwa
Charakter długu – pierwszeństwo zaspokojenia roszczeń	dług nadrzędny	finansowanie ma formę kapitału własnego	dług podporządkowany
Cel	uzyskanie zwrotu z zainwestowanego kapitału w postaci odsetek od zainwestowanego kapitału	budowanie/powiększanie wartości przedsiębiorstwa – cel inwestora zbieżny z celem przedsiębiorstwa	budowanie/powiększanie wartości przedsiębiorstwa – cel inwestora zbieżny z celem przedsiębiorstwa

Źródło: jak do tab. 1.



## 5. PRZYPADKI ZASTOSOWANIA *MEZZANINE* W POLSCE I INNYCH KRAJACH EUROPY ŚRODKOWEJ

Według Mezzanine Management istnieją trzy podstawowe powody zapotrzebowania na kapitał typu *mezzanine* jako źródło finansowania przedsięwzięć gospodarczych w krajach Europy Środkowej<sup>31</sup>:

1) deficyt kapitału odczuwalny przez małe i średnie przedsiębiorstwa – wiele przedsiębiorstw będzie potrzebowało finansowania na zakup środków trwałych i innych środków produkcji, aby móc konkurować na rynku UE i rynkach światowych,

2) rozwój rynku *private equity* – fundusze dążą do finansowania coraz większych przedsięwzięć przy zachowaniu wysokiej stopy zwrotu, wykorzystując przy tym finansowanie *mezzanine*. Inwestor *mezzanine* (fundusz *private equity*) zabezpiecza sobie minimalny dochód, jaki zamierza osiągnąć z inwestycji, jednocześnie pozostawiając sobie możliwość uzyskania nieograniczonego dochodu.

3) deficyt finansowania dłużnego – banki, które kierują się głównie możliwością zabezpieczenia na aktywach przedsiębiorstwa, a nie poziomem generowanej przez nich gotówki, zamykają małym i średnim przedsiębiorstwom drogę do rozwoju. Powstaje więc luka w finansowaniu inwestycji, którą wypełnia kapitał typu *mezzanine*.

Accession Mezzanine Capital<sup>32</sup> jest jednym z funduszy typu *mezzanine* wspomagającym przedsięwzięcia polskich podmiotów gospodarczych. Fundusz ten dostarcza kapitału przedsiębiorstwom działającym w nowych krajach członkowskich Unii Europejskiej i na Bałkanach. Fundusz Accession Mezzanine Capital jest zarządzany przez Mezzanine Management. Do roku 2005 Mezzanine Management zainwestował ponad 1 mld USD w ponad 50 firmach w Europie Zachodniej i w USA. Fundusz ten wspiera przedsięwzięcia dojrzałych przedsiębiorstw o dodatnich przepływach pieniężnych. Z reguły przedsiębiorstwa te dysponują sprawdzoną i doświadczoną kadrą menedżerską. Wyróżniają się spośród innych podmiotów gospodarczych wyraźną przewagą konkurencyjną oraz znaczącym udziałem w rynku, posiadają jednak niski poziom dźwigni operacyjnej.

Accession Mezzanine Capital<sup>33</sup>, jak większość funduszy *mezzanine*, jest funduszem ogólnym, bez specjalizacji sektorowej. Jednak, patrząc na dotychczasowe doświadczenia grupy Mezzanine Management, można stwierdzić, że sektory takie jak usługi dla biznesu, produkcja i przemysł przetwórczy, media i sektory powiązane, ochrona zdrowia znajdują się w kręgu jego szczególnych zainteresowań.

<sup>31</sup> Sz. Augustyniak, *Rozwój przez mezzanine*, [www.cxo.pl/arttykuł/46058.html](http://www.cxo.pl/arttykuł/46058.html).

<sup>32</sup> [www.mezzmanagement.com](http://www.mezzmanagement.com).

<sup>33</sup> *Ibidem*.

Przedstawienie szczegółów transakcji funduszu Accession Mezzanine Capital

Przedsiębiorstwo	Kraj	Działalność	Typ przedsięwzięcia	Szczegóły transakcji	Instrument
Grupa Danubius	Węgry	media – skupia wiodącą węgierską stację radiową oraz dom mediowy	b.d.	środki zostały przeznaczone na przejęcie węgierskich aktywów radiowych od brytyjskiej grupy GWR	b.d.
Borsodchem	Węgry	producent wyrobów chemicznych	wykup lewarowy	Permira oraz Vienna Capital Partners nabyły 100% akcji Grupy Borsodchem, węgierskiej spółki notowanej na giełdach w Budapeszcie, Londynie i Warszawie fundusz <i>mezzanine</i> dostarczył finansowania akwizycyjnego dla potrzeb powyższej transakcji	b.d.
Lux-Med	Polska	usługi medyczne	rozwój przedsiębiorstwa – kapitał <i>mezzanine</i> jako dodatkowe źródło finansowania działalności	środki zostały przeznaczone na rozbudowanie sieci klinik w głównych miastach Polski	pożyczka podporządkowana połączona z warrantem oraz prawem bezpośredniego wykupu udziałów
Solaria Bus& Coach	Polska	producent niskopodłogowych autobusów miejskich	b.d.	środki zostały przeznaczone na odzyskanie kontroli nad spółką – wykup części udziałów spółki Solaria, które były w posiadaniu instytucji bankowej	pożyczka podporządkowana połączona z warrantem na udziały w spółce
Zeberd	Polska	usługi inżynierii ruchu drogowego	rozwój przedsiębiorstwa, umocowanie spółki na rynku – kapitał <i>mezzanine</i> jako dodatkowe źródło finansowania działalności	środki zostały przeznaczone na przejęcie przedsiębiorstw o zbliżonym profilu, m. in. spółki IMEX	pożyczka podporządkowana połączona z warrantem oraz prawem bezpośredniego wykupu akcji

BTC	Bułgaria	usługi telefoniczne		środki zostały przeznaczone na wsparcie konsorcjum funduszy <i>private equity</i> prowadzone przez Adveni International w transakcji przejęcia 65% udziałów w BTC	b.d.
JetFinance International	Bułgaria	usługi finansowe – udzielanie pożyczek konsumenckich	rozwój przedsiębiorstwa – kapitał <i>mezzanine</i> jako dodatkowe źródło finansowania działalności	środki zostały przeznaczone na rozbudowę portfela kredytowego.	pożyczka podporządkowana
Devin	Bułgaria	producent butelkowanej wody mineralnej	wykup lewarowy	dostarczenie finansowania akwizycyjnego w lewarowym wykupie Devin od dotychczasowych właścicieli	struktura inwestycji obejmowała dług podporządkowany wraz z <i>equity kicker</i> oraz bezpośrednią inwestycję kapitałową

b.d. – brak danych.

Źródło: opracowanie własne na podstawie strony internetowej: [www.mezzmanagement.com/mezzanine\\_pl.html](http://www.mezzmanagement.com/mezzanine_pl.html).



Preferowana przez fundusz wielkość inwestycji zawiera się w przedziale od 7 do 20 mln EUR. Fundusz jest jednak w stanie zaangażować w przedsięwzięcie środki znacznie przekraczające wymienione poziomy, co potwierdzają przeprowadzone dotychczas przez niego transakcje.

Procedura rozpatrywania nowych projektów przedsięwzięć inwestycyjnych składa się z czterech etapów<sup>34</sup>. W **pierwszym etapie** dokonywana jest krótka wstępna analiza całościowa, która ma na celu stwierdzenie sensowności zaangażowania kapitałowego funduszu. Przedstawienie tzw. *term sheet*, dokumentu prezentującego główne warunki potencjalnego zaangażowania funduszu w projekt, stanowi **drugi etap**. Tworzony jest na podstawie przedstawionych przez przedsiębiorstwo informacji oraz przeprowadzonych przez fundusz analiz finansowych i rynkowych. **Trzeci etap** wymaga ścisłej współpracy funduszu z przedsiębiorstwem i z zewnętrznymi doradcami. Etap ten koncentruje się na pogłębieniu wiedzy o przedsiębiorstwie i branży, w której działa. **Czwarty etap** stanowi podjęcie przez tzw. komitet inwestycyjny ostatecznej decyzji co do zaangażowania się funduszu w realizację przedsięwzięcia.

W celu przyspieszenia procesu zamknięcia transakcji, równoległe z wewnętrznym procesem analizy i akceptacji projektu, fundusz przygotowuje dokumentację prawną transakcji. Po uzyskaniu ostatecznej akceptacji komitetu inwestycyjnego następuje podpisanie odpowiednich umów i udostępnienie uzgodnionych środków finansowania. Dotychczas fundusz podjął współpracę przy realizacji przedsięwzięć z następującymi przedsiębiorstwami: Grupa Danubius, Borsodchem, Lux-Med, Solaria Bus & Coach, Zeberd, BTC, JetFinance International, Devin. W tab. 3 przedstawiono szczegóły transakcji.

## 6. PODSUMOWANIE

Cechą wyróżniającą przedsięwzięcia innowacyjne w stosunku do zwykłych przedsięwzięć inwestycyjnych jest występowanie fazy kreowania innowacji cechującej się ryzykiem związanym z niepewnością rezultatu badań. Ryzyko to jest na tyle duże, że nie może być uwzględnione w koszcie obsługi i metodach zabezpieczeń tradycyjnych i niekonwencjonalnych form finansowania. Zastosowanie hybrydowych form finansowania, do których należą *venture capital* i *mezzanine*, pozwala zwiększyć elastyczność kosztów obsługi form finansowania i wykorzystać szczególne sposoby zabezpieczeń. W przypadku *venture capital*, w okresie realizacji projektu koszty obsługi tej formy finansowania nie występują, gdyż fundusze stają się udziałowcami projektu do czasu jego zakończenia. Zabezpieczeniem jest stosowany nadzór właścicielski z tytułu

<sup>34</sup> *Ibidem*.

posiadanych udziałów (akcji). W przypadku *mezzanine* w okresie realizacji projektu można obniżyć koszty obsługi, „przenosząc” ich część do czasu zakończenia projektu w postaci tzw. „ciastka”.

## LITERATURA

Czechowska I., *Finanse przedsiębiorstwa z elementami zarządzania i analizy*, M. Wypych (red.), Absolwent, Łódź 2000.

Feliks P., *Źródła finansowania majątku*, [w:] *Finanse przedsiębiorstwa*, L. Szyszko (red.), PWE, Warszawa 2000.

Gajdka J., *Teorie struktury kapitału i ich aplikacje w warunkach polskich*, Wydawnictwo UŁ, Łódź 2002.

P. Głodek, M. Gołębiowski, *Vademecum innowacyjnego przedsiębiorcy. Finansowanie innowacji w małych i średnich przedsiębiorstwach*, t. II, [www.rsi.org.pl/dane/download/vademecum\\_2tom\\_finansowanie\\_innowacji.pdf](http://www.rsi.org.pl/dane/download/vademecum_2tom_finansowanie_innowacji.pdf).

Grzywacz J., *Factoring*, Difin, Warszawa 2005.

Kornasiewicz A., *Venture capital w krajach rozwiniętych i w Polsce*, CeDeWu, Warszawa 2004.

Kusak A., *Płynność finansowa. Analiza i sterowanie*, Wydawnictwo Naukowe Wydziału Zarządzania UŁ, Warszawa 2006.

Lewandowska L., *Niekonwencjonalne formy finansowania przedsiębiorczości*, Ośrodek Doradztwa i Doskonalenia Karier, Gdańsk 1999.

Nikołajczuk S., *Rozliczenia międzynarodowe i ich wpływ na gospodarkę finansową przedsiębiorstwa*, [w:] *Finanse przedsiębiorstwa*, J. Szczepański, L. Szyszko (red.), PWE, Warszawa 2007.

Sobańska K., Sieradzan P., *Inwestycje Private equity/Venture capital*, Wydawnictwo KeyText, Warszawa 2004.

Stecki L., *Forfaiting*, Dom Organizatora, Toruń 1997.

Śliwa J., *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1998.

Tokaj-Krzewska A., *Franchising. Strategie rozwoju małych firm w Polsce*, Difin, Warszawa 1999.

## Źródła internetowe

Augustyniak Sz., *Rozwój przez mezzanine*, [www.cxo.pl/artykuł/46058.html](http://www.cxo.pl/artykuł/46058.html).

[www.postawnaswoim.pl/franchising\\_lista.php](http://www.postawnaswoim.pl/franchising_lista.php).

[www.franczyzawpolsce.pl](http://www.franczyzawpolsce.pl).

[www.rsi.org.pl/dane/download/vademecum\\_2tom\\_finansowanie\\_innowacji.pdf](http://www.rsi.org.pl/dane/download/vademecum_2tom_finansowanie_innowacji.pdf).

[www.ipo.pl/finansowanie/venture\\_capital](http://www.ipo.pl/finansowanie/venture_capital).

Lis K., [www.hlb.pl/pl/finanse\\_przedsięb.php?artid=1858](http://www.hlb.pl/pl/finanse_przedsięb.php?artid=1858).

[www.ipo.pl/venture\\_captal/aktualnosci\\_vc/mezzanine\\_capitalczyli\\_finansowaniehybrydowe.html](http://www.ipo.pl/venture_captal/aktualnosci_vc/mezzanine_capitalczyli_finansowaniehybrydowe.html).

[www.mezzmanagement.com](http://www.mezzmanagement.com).



*Anna Stos***THE USE OF MEZZANINE CAPITAL IN FINANCING INNOVATIVE FACTORS  
OF ENTERPRISE DEVELOPMENT**

The distinctive feature of innovative undertakings, as opposed to standard investment undertakings, is the presence of the innovation creation phase characterised by a risk connected with the lack of certainty as to the research results. The said risk is so significant that it cannot be accounted for in the handling costs and the methods of providing security to traditional and unconventional forms of financing. The use of hybrid forms of financing, which include venture capital and mezzanine capital, allows one to increase the elasticity of handling costs of the forms of financing, as well as to make use of special forms of security. In the case of venture capital, in the period of the project's realisation, the handling costs of such form of financing do not occur as funds become shareholders of the project until its completion. The security has the form of corporate governance on account of shares (stocks) held. In the case of mezzanine capital, in the period of the project's realisation the handling costs can be decreased by way of a part of them being "brought forward" until completion of the project in the form of the so-called "warrant".