Zeszyty Naukowe
Wyższej Szkoły Bankowej we Wrocławiu
Nr 27/2011

Zbigniew Kuryłek

Wyższa Szkoła Bankowa we Wrocławiu

Znaczenie finansowania *mezzanine* na tle innych form *private equity* i sposoby wyjścia z inwestycji

Streszczenie. *Mezzanine* to jeszcze mało znany sposób finansowania przedsiębiorstw w Polsce. Rozwinął się w krajach otwartych na stosowanie nowoczesnych rozwiązań, posiadających bogatą wiedzę na temat przedsiębiorczości i sposobów oddziaływania na wzrost wartości przedsiębiorstwa.

W artykule przedstawiono znaczenie finansowania *mezzanine* na tle innych form *private equity*. Zaprezentowano fazy rozwoju firm i możliwości jego pomostowego wykorzystania w poszczególnych fazach. Uwzględniono także ścieżki wyjścia z inwestycji, biorąc pod uwagę koszty czy też poszczególne branże.

Słowa kluczowe: *private equity*, *mezzanine*, wykupy lewarowane (LBO), oferta publiczna (IPO)

Wstęp

Przedsiębiorstwa nieustannie poszukują nowych ścieżek rozwoju, a co się z tym wiąże – nowych sposobów pozyskania kapitału. W ten sposób dążą do przejęcia innych firm, tym samym do zwiększania wartości firmy. Tak też mogą przejmować coraz większą część rynku. Warto przyjrzeć się zatem finansowaniu hybrydowemu (*mezzanine*), które jest nowoczesną formą zdobycia kapitału na rozwój. Służyć może głównie firmom, które nie mają wystarczającej zdolności kredytowej na pozyskanie środków potrzebnych na nowe inwestycje.

Przeanalizowanie anatomii tej formy finansowania zmusza do wyodrębnienia jej specyficznych cech, a także porównania z innymi sposobami pozyskiwania

środków, zwłaszcza określenie, w jakim momencie rozwoju firmy może być stosowana ta forma zasilania kapitałowego przedsiębiorstw.

Wart podkreślenia jest również ostatni etap wykorzystania *mezzanine*, czyli różne sposoby i możliwości wyjścia z tej nietypowej formy inwestowania.

Cechy *mezzanine*

Mezzanine to instrument pośredni pomiędzy finansowaniem dłużnym a finansowaniem kapitałowym. Najczęściej jest stosowany, gdy występuje luka kapitałowa, czyli wówczas, gdy inwestorzy mogą skorzystać w części z kapitału własnego, a pozostałe środki zechcą pozyskać z banku. *Mezzanine* wykorzystywany jest wtedy, gdy podmiot nie jest w stanie pozyskać wystarczających środków na sfinansowanie inwestycji. Ta forma przydatna jest szczególnie większym przedsiębiorstwom, niezależnie od formy prawnej, najczęściej tym notowanym na giełdzie, ale i tym, które na giełdzie nie są notowane. Wynika stąd, że to finansowanie przeznaczone jest dla spółek mających solidne fundamenty w biznesie, prowadzących działalność od dłuższego czasu i posiadających perspektywę rozwoju. Ten rodzaj pozyskiwania kapitału nie jest przeznaczony dla przedsiębiorstw we wczesnych fazach rozwoju. W Polsce *mezzanine* zajmują się głównie fundusze *venture capital*, ale również mogą zajmować się takie, jak:

– fundusze wyspecjalizowane w *mezzanine capital*,
– towarzystwa ubezpieczeniowe,
– inwestorzy *corporate venture*,
– *business angels*.

W wyniku wykorzystania atrybutów kapitału własnego i obcego mogą powstać różne możliwości stanowiące optymalne źródło finansowania przedsiębiorstwa, dostosowane do jego aktualnej sytuacji.

Finansowanie pomostowe *mezzanine* wykorzystywane jest wówczas, gdy firma znajduje się w fazie dynamicznego rozwoju i zmienia swoją strukturę kapitałową. Może również obejmować:

– finansowanie reorganizacji firm,
– finansowanie wymiany akcjonariuszy,
– finansowanie rozwoju,
– rekapitalizację,
– finansowanie fuzji, przejęć i akwizycji przedsiębiorstw (LBO, MBO, MBI itp.),
– finansowanie pomostowe,
– finansowanie podczas przygotowań spółki do wejścia na giełdę[1].

[1] *Nowoczesne zarządzanie finansami przedsiębiorstwa*, red. A. Bielawska, C.H. Beck, Warszawa 2009, s. 166.

Generalnie finansowanie hybrydowe polega na połączeniu kapitału własnego i długu. Dług ma następujące cechy[2]:

– z góry określoną wysokość korzyści,
– pierwszeństwo przed właścicielami,
– tarczę podatkową,
– określony z góry termin wykupu,
– brak wpływu na zarządzanie firmą.

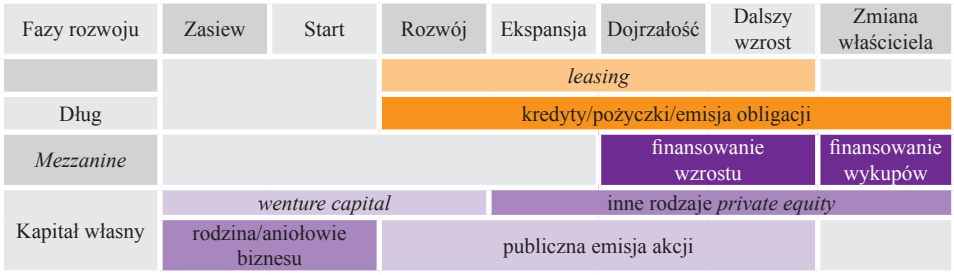
Kapitał własny różni się od długu, a jego cechy są następujące[3]:

– prawo do całej wartości rezydualnej w firmie,
– prawo do uzyskania korzyści po spłaceniu wierzycieli,
– brak tarczy podatkowej,
– nieskończony okres trwałości.

Mezzanine a inne formy finansowania *private equity*

W skład *private equity* wchodzą: finansowanie *venture capital* (*seed capital*), czyli kapitał zalążkowy, kapitał początkowy (*start-up*), kapitał przeznaczony na rozwój (*expansion*), kapitał odtworzeniowy (*replacement*) oraz dług podporządkowany (*mezzanine*)[4].

Finansowanie przedsiębiorstw przybiera różne formy, co przedstawia rysunek 1.



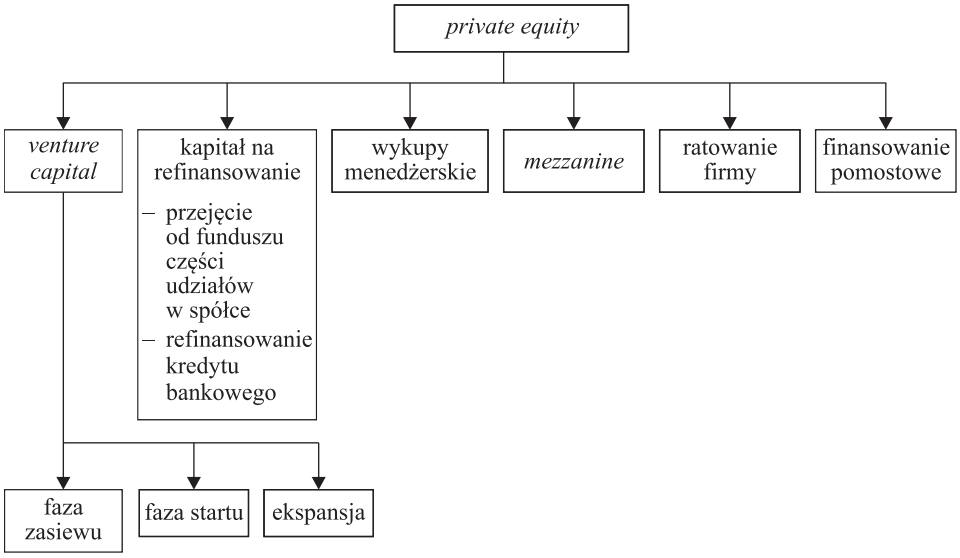
Rys. 1. Finansowy cykl rozwoju przedsiębiorstwa

Ź r ó d ł o: *Mezzanine* jako źródło finansowania dla przedsiębiorstwa, www.inwestycje.pl [30.06.2008]

Podstawą dla funduszy typu *venture capital* są przede wszystkim potrzeby inwestycyjne. Spółki wykorzystujące tego rodzaju wsparcie kapitałowe powinny się charakteryzować takimi cechami, jak: duży potencjał rozwojowy, działalność

[2] A. Damodaran, *Finanse korporacyjne. Teoria i praktyka*, 2, Helion, Gliwice 2007, s. 751.
[3] Ibidem, s. 751.
[4] *Value Based Management. Koncepcje, narzędzia, przykłady*, red. A. Szablewski, K. Pniewski, B. Bartoszewicz, Deloitte, Poltext, Warszawa 2008, s. 317.

w branży innowacyjnej, możliwość osiągania przewagi na rynku. Jest to dość ogólne sformułowanie firm mających potencjał rozwojowy, dlatego fundusze *venture capital* trafiają do firm, których wartość po zainwestowaniu środków zdecydowanie wzrośnie, co przełoży się na stopę zwrotu zainwestowanego kapitału. Podstawowe kryteria inwestycyjne są następujące: region, branża, etap rozwoju i limity inwestycyjne.



Rys. 2. Podział inwestycji *private equity* przy uwzględnieniu etapu rozwoju spółki
Ź r ó d ł o: *Finanse*, red. M. Podstawka, WN PWN, Warszawa 2010, s. 581.

Większość funduszy działających na polskim rynku działa w Europie Środkowo-Wschodniej. Najczęściej są one zainteresowane takimi branżami, jak: telekomunikacja i media, informatyka, medycyna i ochrona zdrowia, a także usługi finansowe i usługi dla biznesu. Fundusze te mają charakter *venture capital* i *private equity*, ponieważ finansują nie tylko fazę zalążkową i początkową, ale również pozostałe fazy rozwoju przedsiębiorstw. Limity inwestycyjne nie zawierają się w sztywnych ramach. Zależą od wielkości oraz czasu istnienia na rynku funduszy. Im jest on większy, tym większe kwoty może przeznaczyć na inwestycje. Limity są podawane w euro bądź dolarach. Najniższe limity dla funduszy działających na szczeblu krajowym kształtują się na poziomie 40 tys. EUR bądź 50 tys. USD. Kwoty najwyższe to 500 mln EUR i 2 mld USD dla funduszy, które działają na skalę światową[5].

[5] *Wartość jako kryterium efektywności*, red. T. Dudycz, Politechnika Wrocławska, Wrocław 2008, s. 73.

Istnieje kilka możliwości wyboru inwestycji i sposobu jej finansowania. Należy rozważyć wszelkie za i przeciw. Wybór zależny jest od aktualnej sytuacji firmy i jej strategii na przyszłe lata.

Źródła finansowania spółki ze względu na poziom środków zilustrowano na rysunku 3.

Źródło kapitału	Poziom rozwoju firmy			
	start-up	rozwój	poziom poniżej średniego	średni poziom rozwoju
	0-1 mln USD	1-10 mln USD	10-50 mln USD	50-500 mln USD
Inwestor indywidualny	T	T	M	
Business angel	T	M		
Bank komercyjny	M	T	T	T
Firma *leasingowa*	T	T	T	T
Private equity (bez wykupów)		M	T	T
Fundusz *Venture capital*	T	T	M	
Fundusz *Mezzanine*		M	T	T
Fundusz zajmujący się wykupami		M	T	T

T – tak, M – możliwe, w zależności od przedsiębiorstwa i branży.

Rys. 3. Źródła finansowania w zależności od rozwoju firmy

Ź r ó d ł o: K.H. Marks, L.E. Robbins, G. Fernández, J.P. Funkhouser, D.L. Williams, *The Handbook of Financial Growth. Strategies, Capital Structure, and M&A Transactions*, wyd. II, John Wiley&Sons, New Jersey, 2009, s. 75.

Biorąc pod uwagę stopień zorganizowania działalności inwestorów dzielimy na:

1. Formalnych (instytucjonalnych) – są to przede wszystkim organizacje mające osobowość prawną i zrzeszone w stowarzyszeniach biznesowych do których zaliczamy:

a) Fundusze specjalne – wykorzystują powierzone im środki publiczne lub specjalne fundusze rozwojowe. Mają one określone cele inwestycyjne, przy wykonywaniu których nie kierują się tylko i wyłącznie zasadami komercyjnymi.

b) Fundusze komercyjne – przy inwestycjach opierają się na powierzonych im środkach od inwestorów instytucjonalnych oraz prywatnych osób.

c) Międzynarodowe podmioty komercyjne – należą do nich inwestorzy, którzy biorą pod uwagę określone projekty bez względu na kraj bądź region, w którym będą zrealizowane.

d) Podmioty posiadające środki inwestycyjne w kraju bądź zagranicą.

2. Nieformalnych – są to głównie osoby indywidualne, tzw. *business angels*[6]. B. Mikołajczyk i M. Krawczyk w publikacji *Aniołowie biznesu w sektorze MSP* przedstawiają cechy inwestorów w Szwecji i Hiszpanii.

Inwestor szwedzki:

– 96% zbiorowości to mężczyźni,

– 90% grupy to osoby, które wcześniej prowadziły własną działalność,

– inwestorzy posiadali średnio jedenastoletnie doświadczenie w działalności na rynku *venture capital*,

– 77% inwestorów uzyskało majątek w wyniku sprzedaży własnej firmy lub dzięki zyskom osiągniętym z udziałów w prywatnych przedsiębiorstwach,

– 11% aktywów inwestowali w firmy we wczesnej fazie rozwoju,

– 59% rozwijało aktywność w firmie w którą inwestowali.

Inwestor hiszpański:

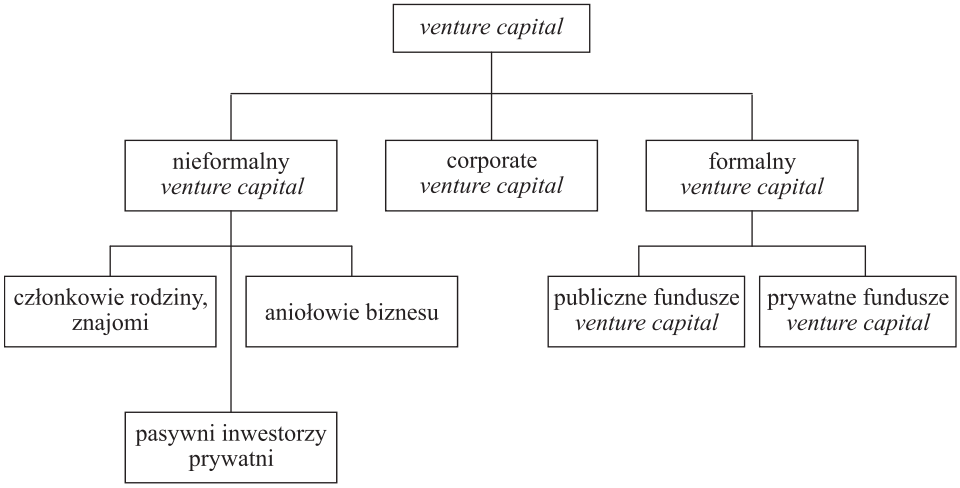
– 70% badanych to mężczyźni,

– średni wiek – 40 lat,

– 87% aniołów posiadało inną pracę oprócz inwestowania,

– 42% przyznało, że nie posiada wiedzy w zakresie inwestowania,

– średnio na jedną inwestycję przeznaczali 18 500 – 36 000 EUR[7].



Rys. 4. Struktura rynku *venture capital*

Ź r ó d ł o: B. Mikołajczyk, M. Krawczyk, *Aniołowie biznesu w sektorze MSP*, Difin, Warszawa 2007, s. 36.

Głównymi przeszkodami, które miały wpływ na możliwości inwestowania przez *venture capital* były:

[6] B. Mikołajczyk, M. Krawczyk, *Aniołowie biznesu w sektorze MSP*, Difin, Warszawa 2007, s. 35.

[7] Ibidem, s. 51.

– zbyt wolny i niewystarczający rozwój infrastruktury,

– problemy związane z ingerencją państwa w procesy gospodarcze dotyczące wydawania zezwoleń, koncesji,

– brak przejrzystości systemu podatkowego,

– silna pozycja związków zawodowych,

– zbyt duże znaczenie urzędników w procesie podejmowania decyzji, występowanie uznaniowości.

Bariery istnieją również po stronie samych funduszy. Bardzo trudno określić i zminimalizować ryzyko na rynku, gdzie tego typu inwestycje nie są doskonale rozwinięte. Stworzenie kryteriów czy też ram inwestycyjnych stanowiło spore problemy. Wszystkie te utrudnienia sprzyjały zwiększaniu specjalizacji i rezygnacji niektórych funduszy z tego typu działalności[8].

W roku 2009 inwestycje PE/VC obliczono na 268 mln EUR. Średnia wielkość inwestycji w Polsce wynosiła 10 mln EUR, inwestycjami dominującymi były te w późnych etapach rozwoju. Wykupy wyniosły 198 mln EUR i stanowiły 74% wszystkich inwestycji w Polsce, natomiast finansowanie wzrostu wyniosło 62 mln EUR i stanowiło 23% zainwestowanych środków.

Tabela 1. Podział inwestycji ze względu na etap rozwoju spółki w latach 2008-2009

Etap rozwoju spółki	2008				2009			
	kwota inwestycji (w tys. EUR)	%	liczba spółek	%	kwota inwestycji (w tys. EUR)	%	liczba spółek	%
Zasiew	4 003	0,6	10	14,1	1 100	0,4	1	3,7
Start-up	10 660	1,7	20	28,2	0	0,0	0	0,0
Venture – późniejszy etap	35 687	5,6	16	22,5	634	0,2	6	22,2
Venture ogółem	50 350	8,0	46	64,8	1 734	0,6	7	25,9
Finansowanie wzrostu	73 515	11,6	6	8,4	61 559	23,0	8	29,7
Restrukturyzacja	68	0,0	1	1,4	6 100	2,3	1	3,7
Refinansowanie	0	0,0	0	0,0	99	0,0	1	3,7
Wykupy	509 277	80,4	18	25,4	198 602	74,1	10	37,0
Razem	633 210	100,0	71	100,0	268 094	100,0	27	100,0

Ź r ó d ł o: www.ppea.org.pl [4.11.2010].

Sytuacja zmieniła się w 2010 r., wykupy stanowiły wówczas zdecydowanie mniejszą część inwestycji, spadła ilość środków przeznaczanych na finansowanie wzrostu, natomiast spółki w początkowej fazie rozwoju były przedmiotem inwestycji.

[8] *Rynek finansowy*, red. P. Karpuś, J. Węcławski, Wyd. UMCS, Lublin 2003, s. 222.

Tabela 2. Podział inwestycji ze względu na etap rozwoju spółki w roku 2010

Etap rozwoju spółki	Kwota inwestycji (w tyś. EUR)	%	Liczba spółek	%
Zasiew	0	0,0	0	0,0
Start-up	605	0,2	3	15
Venture – późniejszy etap	486	0,2	2	10
Venture ogółem	1 091	0,4	5	25
Finansowanie wzrostu	22 601	8,0	4	20
Restrukturyzacja	3 073	1,0	1	5
Refinansowanie	12 396	4,4	2	10
Wykupy	244 353	86,2	8	40
Razem	283 514	100,0	20	100,0

Ź r ó d ł o: www.ppea.org.pl [4.11.2010].

W 2009 r. środki trafiały do takich branż, jak: medyczna, farmaceutyczna, czy też biotechnologiczna. W tych sektorach w Polsce środki zaangażowane to 146 mln EUR. Atrakcyjną branżą w 2009 r. okazały się dobra konsumpcyjne. Zrealizowano aż 5 inwestycji.

Tabela 3. Inwestycje PE/VC ze względu na branżę w latach 2007-2009

Branża	2007		2008		2009	
	kwota inwestycji (w tys. EUR)	liczba spółek	kwota inwestycji (w tys. EUR)	liczba spółek	kwota inwestycji (w tys. EUR)	liczba spółek
Produkcja dla biznesu	104 029	8	81 360	6	33 406	4
Usługi dla biznesu	1 256	1	22 568	3	22 485	2
Chemia i gospodarka materiałowa	199	1	857	1	627	1
Telekomunikacja i media	6 229	16	8 775	20	478	3
IT	24 759	3	20 759	9	3 771	3
Budownictwo	1 863	1	5 144	1	0	0
Dobra konsumpcyjne – produkcja i dystrybucja	56 109	7	142 100	6`	13 205	5
Branża konsumpcyjna – inne	365	2	1 869	4	2 391	3
Energetyka i surowce	70 553	2	64 294	3	1 100	1
Usługi finansowe	99 427	7	45 957	4	0	0
Branża medyczna, farmaceutyczna, biotechnologia	60 508	5	52 146	7	146 332	3
Nieruchomości	0	0	0	0	44 300	1
Transport	15 417	2	173 370	3	0	0
Inne	0	0	14 011	4	0	0
Inwestycje ogółem	440 714	55	633 210	71	268 095	26

Ź r ó d ł o: www.ppea.org.pl [4.11.2010].

Niektóre inwestycje podjęte w Polsce w 2010 r. są przedstawione w tabeli 4.

Tabela 4. Niektóre wyjścia zrealizowane w Polsce w 2010 r.

Fundusz	Nazwa spółki
Enterprise Investors	Micro Fund
Enterprise Investors	Harper Hygienics (IPO)
Krokus	Helios
MCI Management	ABC Data (IPO)
OresaVentures	NeoBPO
Royalton Partners	mPunkt Polska SA
Secus AM	Wiedzanet SA

Ź r ó d ł o: www.ppea.org.pl [4.11.2010].

Strategie wyjścia z inwestycji

Wyjście z inwestycji stanowi ostatni etap funkcjonowania kapitału o podwyższonym ryzyku. Sprzedane zostają przez fundusz akcje czy też udziały, a środki zostają zwrócone inwestorom, którzy wcześniej zdecydowali się przeznaczyć na inwestycję swój kapitał. Wyjście z inwestycji jest wprost proporcjonalne do rozwoju przedsiębiorstwa, dzięki wykorzystaniu środków funduszu w danej firmie. Większe zaangażowanie zmniejsza ryzyko działalności i powoduje, że stopa zwrotu staje się też mniej atrakcyjna. Fundusze podwyższonego ryzyka uwzględniają sposób i czas wyjścia z inwestycji już na samym początku, czyli w momencie podpisywania umowy inwestycyjnej[9]. Istnieje wiele sposobów wyjścia z inwestycji, a są nimi[10]:

– wprowadzenie firmy na giełdę papierów wartościowych – IPO[11],
– sprzedaż akcji lub udziałów inwestorowi strategicznemu (*trade sale*),
– sprzedaż akcji lub udziałów inwestorowi finansowemu (*secondary sale*),
– wykup menedżerski (*management buy-out* – MBO),
– odkupienie akcji przez współwłaścicieli lub spółkę,
– likwidacja (*liquidation*),
– bankructwo (*bankruptcy*).

Najczęściej spotykane sposoby wychodzenia z inwestycji przedstawia tabela 5. Okazuje się, że najpopularniejsza jest sprzedaż inwestorowi branżowemu, likwida-

[9] M. Wrzesiński, *Kapitał podwyższonego ryzyka*, Wyd. SGH, Warszawa 2008, s. 225.
[10] Ibidem, s. 225.
[11] *Initial public offering* – oferta publiczna.W polskim prawie oferta indywidualna musi być skierowana do więcej niż 300 osób.

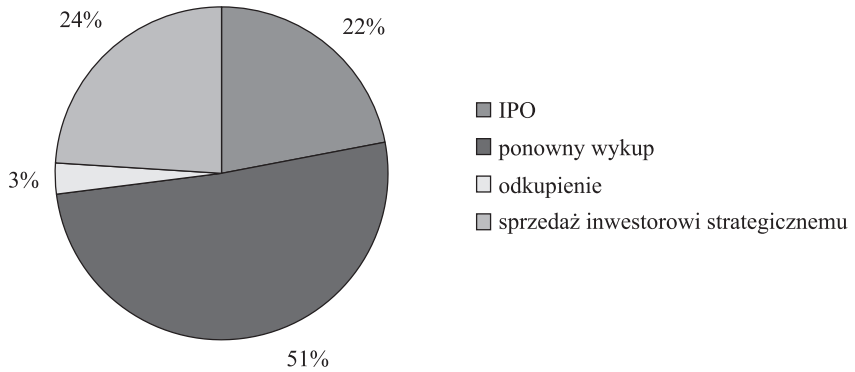
cja, a następnie dopiero wprowadzenie na giełdę papierów wartościowych. Forma likwidacji wzrosła znacząco na przestrzeni ostatnich czterech lat. Natomiast zauważalne są zarówno spadek dokonywania IPO, jak również tendencja spadkowa występująca w sprzedaży inwestorom branżowym.

Istnieje kilka strategii wyjść z LBO. Okazuje się, że w roku 2007 najwięcej było ponownych wykupów, a na drugim miejscu uplasowało się IPO (rys. 5).

Tabela 5. Sposoby wyjścia z inwestycji przez europejskie fundusze *private equity* (lata 1998-2002)

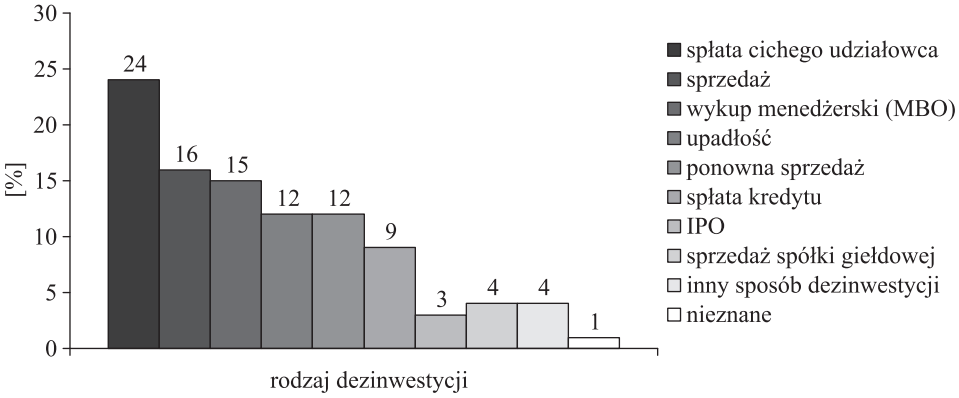
Sposób wyjścia z inwestycji	1998		1999		2000		2001		2002	
	wartość (mln USD)	udział (w %)	wartość (mln USD)	udział (w %)	wartość (mln USD)	udział (w %)	wartość (mln USD)	udział (w %)	wartość (mln USD)	udział (w %)
Sprzedaż inwestorowi branżowemu	3732	53,6	3153	36,6	3005	33,0	4228	33,9	3 301	30,9
Likwidacja	385	5,5	567	6,6	689	7,6	2848	22,8	3 201	30,0
Wprowadzenie na giełdę papierów wartościowych	1309	18,8	1783	20,7	1279	14,1	1386	11,1	1 264	11,9
Spłata pożyczki/ wykup akcji uprzywilejowanych	262	3,8	1470	17,0	1783	19,6	1807	14,5	896	8,4
Sprzedaż instytucji finansowej	341	4,9	394	4,6	357	3,9	539	4,3	420	3,9
Sprzedaż innemu funduszowi PE	365	5,2	430	5,0	1051	11,5	479	3,9	418	3,9
Inny sposob	573	8,2	818	9,5	939	10,3	1188	9,5	1 174	11,0
Suma	6967	100,0	8615	100,0	9103	100,0	12475	100,0	10 674	100,0

Ź r ó d ł o: M. Wrzesiński, *Kapitał podwyższonego ryzyka*, Wyd. SGH, Warszawa 2008, s. 229.



Rys. 5. Strategie wyjścia z LBO na świecie w 2007 r., transakcje powyżej 500 mln EUR

Ź r ó d ł o: *Corporate Finance*, red. P. Vernimmen, wyd. 2, John Wiley&Sons, [b.m.] 2009, s. 920.



Rys. 6. Sposoby dezinwestycji w Europie w pierwszej połowie 2010 r.

Ź r ó d ł o: 2010 EVCA Buyout Report, październik 2010, www.evca.eu, s. 46.

Tabela 6. Koszty dezinwestycji i liczba spółek (mln EUR)

Ścieżka wyjścia	2007		2008		2009		I połowa 2010	
	koszty	liczba spółek	koszty	liczba spółek	koszty	liczba spółek	koszty	liczba spółek
Sprzedaż	6 284	322	4 084	241	2762	156	1003	69
Oferta publiczna (IPO)	1 775	66	542	17	366	25	842	29
Upadłość	451	36	566	56	3474	121	2631	50
Spłata cichego udziałowca	82	11	62	54	41	93	106	101
Spłata kredytów	3 560	219	629	101	327	68	117	36
Sprzedaż innemu funduszowi PE	8 690	200	3 692	175	710	75	1468	49
Sprzedaż instytucji finansowej	1 167	69	606	35	485	21	176	4
Wykup menedżerski (MBO)	551	130	433	93	489	104	323	64
Dezinwestycja za pomocą innych dróg	498	36	398	29	48	12	309	18
Nieznane	700	136	95	33	75	38	0	0
Suma	23 758	1225	11 107	834	8777	713	6975	420

Ź r ó d ł o: 2010 EVCA Buyout Report, październik 2010, www.evca.eu, s. 59.

W Polsce w 2009 r. zanotowano spadek wyjść z inwestycji. Fundusze wyszły z dziewięciu spółek, a akcje sprzedanych spółek wyniosły 31 mln EUR. W porównaniu z rokiem 2009 oznacza to, że nastąpił spadek wyjść o 50% i spadek wartości o 54%[12].

[12] www.ppea.org.pl [4.11.2010].

Jeśli chodzi o wyjście z inwestycji w Europie, sytuacja przedstawia się nieco inaczej.

Z powyższej tabeli wynika, że ścieżka wyjścia z inwestycji, jaką jest sprzedaż, pochłania coraz mniejsze koszty. Związane jest to także z coraz mniejszą liczbą spółek korzystających z tej drogi.

W latach 2008 i 2009 również liczba ofert publicznych uległa zdecydowanemu obniżeniu. Ponadto liczba wykupów menedżerskich też się zmniejszyła. Sytuacja zaczęła się zmieniać i ulegać poprawie na początku roku 2010.

Tabela 7. Koszty dezinwestycji według branży (mln EUR)

Branża	2007		2008		2009		1 połowa 2010	
	koszty	liczba spółek	koszty	liczba spółek	koszty	liczba spółek	koszty	liczba spółek
Rolnictwo	270	11	16	6	0	3	3	3
Produkty przemysłowe	3 475	232	2 269	191	1652	177	1163	83
Usługi przemysłowe	2 884	139	1 342	97	1002	69	308	42
Chemiczna	925	43	634	34	109	18	263	13
Telekomunikacja	2 380	77	811	48	967	49	433	17
Elektronika	1 172	78	715	84	275	54	395	38
Budownictwo	220	42	115	30	243	26	189	16
Produkty konsumpcyjne	3 796	188	1 865	143	2223	108	1045	99
Usługi dla klientów indywidualnych	3 020	100	855	66	548	42	1512	28
Energetyka i środowisko	1 475	32	622	22	267	26	107	6
Usługi finansowe	460	23	209	19	499	14	160	13
Nauki biologiczne	886	56	852	45	392	43	943	32
Nieruchomości	542	3	5	5	6	4	3	2
Logistyka	1 483	38	773	31	504	24	448	18
Nieznane	769	17	26	13	92	32	2	8
Suma	23 757	1079	11 108	834	8778	689	6974	418

Ź r ó d ł o: 2010 EVCA Buyout Report, październik 2010, www.evca.eu, s. 59.

W roku 2007 koszty dezinwestycji były najwyższe w takich branżach, jak: produkty przemysłowe, telekomunikacja, produkty konsumpcyjne i usługi. Należy zauważyć, że po trzech latach, w 2010 r., koszty dezinwestycji zmalały, co związane było z malejącą liczbą spółek. Tendencje z 2007 r., odnosząc te dane do 2010 r., pod względem największych kosztów dezinwestycji zostały jednak utrzymane. Na czele listy znalazły się usługi, produkty przemysłowe, produkty kon-

sumpcyjne. Największa zmiana dotyczyła telekomunikacji. Transakcji wyjścia z inwestycji było zdecydowanie mniej w 2010 r. w porównaniu z rokiem 2007.

W Europie przy wyjściu z inwestycji najczęściej spotykanymi transakcjami są te, które polegają na spłacie cichego udziałowca. Na kolejnym miejscu jest sprzedaż spółki lub wykup menedżerski. Świadczy to o istniejących trendach i może wskazywać kierunki na przyszłość.

Należy zauważyć, że liczba dezinwestycji uległa zdecydowanemu zmniejszeniu w 2008 r., na co mógł mieć wpływ kryzys na świecie i spowolnienie w Polsce. Niestabilność na rynkach finansowych zdecydowanie wpływa na niechęć inwestowania zarówno klientów instytucjonalnych, jak i detalicznych. Można przypuszczać, że decyzje inwestycyjne były odkładane na bardziej stabilny i spokojny okres. Okresem odrodzenia, co widać w przedstawionych tabelach, był rok 2010.

Chcąc zastosować *mezzanine*, firma powinna posiadać stabilne przepływy pieniężne, aby móc regulować odsetki od pozyskanego kapitału. Jednocześnie nie musi wykazywać, jak w przypadku kredytu bankowego, zysku netto na wysokim poziomie.

Głównym celem źródła kapitału, jakim jest *mezzanine*, jest szybki wzrost wartości firmy w ograniczonym czasie do siedmiu lat. Może być to wykonane poprzez wzrost organiczny bądź wykorzystanie środków do fuzji, bądź przejęć. Należy też zauważyć, że finansowanie pomostowe nie jest stosowane na samym początku działania przedsiębiorstwa, tylko dopiero wraz z jego rozwojem, jest bowiem warunkowane odpowiednio dużym potencjałem.

Istotnym elementem ustalanym przy decyzji o pozyskaniu kapitału jest sposób wyjścia z inwestycji i spłaty wcześniej pozyskanych środków. W ten sposób uwzględnia się ryzyko i daje możliwość uzyskania ponadstandardowej stopy zwrotu dla kapitałodawcy.

Ze względu na częste wykorzystanie finansowania *mezzanine* w krajach rozwiniętych, można przypuszczać, że przy ograniczonym ryzyku przez banki i ich niechęcią do udzielania kredytów, zwłaszcza w czasie zawirowań w gospodarce, będzie to coraz częstsze źródło kapitału także w Polsce.

Literatura

Corporate Finance, red. P. Vernimmen, wyd. 2, John Wiley&Sons, [b.m.] 2009.

Damodaran A., *Finanse korporacyjne. Teoria i praktyka*, wyd. 2, Helion, Gliwice 2007.

Finanse, red. M. Podstawka, WN PWN, Warszawa 2010.

Marks K.H., Robbins L.E., Fernández G., Funkhouser J.P., Williams D.L., *The Handbook of Financial Growth. Strategies, Capital Structure, and M&A Transactions*, wyd. 2, John Wiley&Sons, New Jersey 2009.

Mikołajczyk B., Krawczyk M., *Aniołowie biznesu w sektorze MSP*, Difin, Warszawa 2007.

Nowoczesne zarządzanie finansami przedsiębiorstwa, red. A. Bielawska, C.H. Beck, Warszawa 2009.
Rynek finansowy, red. J. Węcławski, P. Karpuś, Wyd. UMCS, Lublin 2003.
Value Based Management, Deloitte, red. A. Szablewski, K. Pniewski, B. Bartoszewicz, Poltext, Warszawa 2008.
Wartość jako kryterium efektywności, red. T. Dudycz, Wyd. Politechniki Wrocławskiej, Wrocław 2008.
Wrzesiński M., *Kapitał podwyższonego ryzyka*, Wyd. SGH, Warszawa 2008.
www.evca.eu
www.ppea.org.pl