

Jerzy Węclawski

Uniwersytet Marii Curie-Skłodowskiej w Lublinie

WYKORZYSTANIE *MEZZANINE CAPITAL* DO POKONYWANIA LUKI KAPITAŁOWEJ

1. Problemy kapitałowe przedsiębiorstw nie notowanych na giełdzie

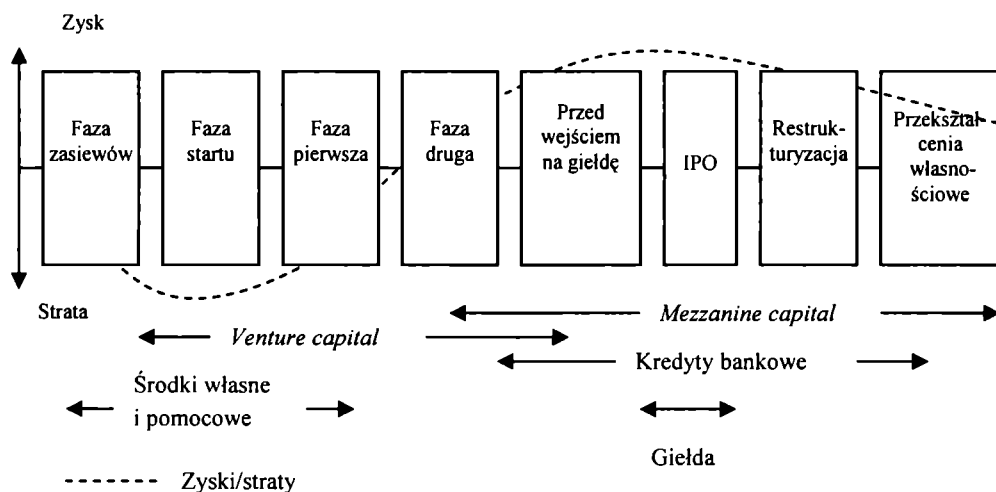
Przedsiębiorstwo w trakcie rozwoju ma różne możliwości pozyskania kapitału niezbędnego do finansowania zarówno potrzeb bieżących, jak i działalności inwestycyjnej. Dostęp do kapitału w drodze emisji papierów wartościowych dla przedsiębiorstw nienotowanych na giełdzie albo w ogóle nie jest możliwy, albo otwiera się dopiero w późniejszych fazach ich rozwoju. Także finansowanie kredytem bankowym jest często utrudnione ze względu na problemy w oszacowaniu potencjału rozwojowego przedsiębiorstwa i związane z tym ryzyko niewypłacalności, dodatkowo pogłębiane brakiem wymaganych zabezpieczeń wierzytelności. W takiej sytuacji powstaje luka kapitałowa, która coraz częściej jest wypełniana przez dopływ zewnętrznego kapitału własnego pozyskiwanego w drodze pozaemisyjnej. *Private equity* z produktu niszowego, przeznaczonego na finansowanie innowacyjnych projektów, staje się w coraz większym stopniu sposobem rozwiązywania problemów kapitałowych przedsiębiorstw dysponujących odpowiednim potencjałem rozwoju. Menedżerowie funduszy *private equity* i nieformalni inwestorzy tego kapitału dzięki posiadanej wiedzy i doświadczeniu są w stanie pokonać barierę informacyjną, która odstręcza innych kapitałodawców, uniemożliwiając im dokonanie adekwatnej oceny ryzyka inwestycyjnego.

Rozwój finansowania typu *private equity* prowadzi do coraz większego zróżnicowania jego form i tym samym możliwości dostosowania do różnych sytuacji, w jakich znajdują się przedsiębiorstwa. Szczególnym rodzajem *private equity* jest *mezzanine capital*, który występuje pod postacią różnych instrumentów hybrydowych, pośrednich między finansowaniem kapitałem własnym i kapitałem obcym. Celem tego opracowania jest przedstawienie istoty *mezzanine capital*, możliwości

jego zastosowania do finansowania określonych faz rozwoju przedsiębiorstw oraz wskazanie na korzyści, jakie posiada z punktu widzenia kapitałobiorcy i kapitałodawcy. Z powodu słabego rozwoju tego instrumentu na rynku polskim sięgnięto do doświadczeń innych krajów, wskazując na możliwości jego wykorzystania do wspomagania rozwoju małych i średnich przedsiębiorstw.

2. Pojęcie i lokalizacja wśród innych instrumentów finansowych

Mezzanine capital jest zaliczany do szeroko rozumianego *equity capital*. Pojawia się on w dalszych fazach rozwoju przedsiębiorstwa, gdy w firmach mających w ocenie inwestorów duży potencjał rozwoju dochodzi do powstania luki kapitałowej w związku z przejściową sytuacją utrudniającą pozyskanie innych źródeł finansowania. Z etymologicznego punktu widzenia termin *mezzanine* jest związany z architekturą i oznacza półpiętro. W sensie ekonomicznym używany jest do zbiorczego określenia różnych instrumentów finansowych, które lokują się pomiędzy finansowaniem za pomocą kapitału własnego a finansowaniem kapitałem obcym (rys. 1). *Mezzanine capital* może być stosowany równolegle z finansowaniem kapitałem własnym lub kapitałem obcym. Chodzi tutaj o sytuacje, gdy przedsiębiorstwo nie jest w stanie pozyskać dostatecznych kwot jednego bądź jednocześnie obydwu tych rodzajów kapitału z powodu ograniczeń stawianych przez inwestorów. W tym sensie *mezzanine capital* służy jako instrument wypełniający lukę pomiędzy finansowaniem opartym na kapitale własnym i kapitale obcym.



Rys. 1. Kształtowanie się zysków/strat przedsiębiorstwa i możliwości pozyskania kapitału w poszczególnych fazach jego rozwoju

Źródło: opracowanie własne.

Charakter *mezzanine capital* sprawia, że jest on także wykorzystywany w celu ochrony przed utratą kontroli nad przedsiębiorstwem ze strony dotychczasowych właścicieli. W okresach szybkiego rozwoju przedsiębiorstwa dysponującego innowacyjnym projektem, gdy wykazuje ono ciągle duże zapotrzebowanie na kapitał, które jest pokrywane przez inwestorów *venture capital*, właściciele obawiają się rozproszenia własności i przejęcia przedsiębiorstwa. *Mezzanine* pozwala na takie ukształtowanie struktury kapitału, która zapewnia właścicielom duży wpływ na przedsiębiorstwo.

3. Rodzaje *mezzanine capital*

W literaturze przedmiotu stosowane są różne klasyfikacje *mezzanine capital*. Jedna z nich dzieli go na *mezzanine capital* w szerszym i węższym znaczeniu [Dörscher, Hitz 2003, s. 606-607]. W szerszym znaczeniu do *mezzanine capital* zalicza się wszystkie hybrydowe instrumenty finansowe służące do dostarczania przedsiębiorstwu kapitału własnego bądź obcego, które nie należą do wyposażającego w pełne prawa głosu kapitału własnego bądź do zabezpieczonego majątkiem dłużnika kapitału obcego, korzystającego z pierwszeństwa w zaspokojeniu zobowiązania (*senior debt*). Tak więc znaczenie *mezzanine capital* rozciąga się od pozbawionych praw głosu akcji uprzywilejowanych do niezabezpieczonych, lecz nie zaliczanych do niższego stopnia pożyczek (rys. 2).



Rys. 2. Rentowność i ryzyko przy finansowaniu kapitałem obcym, *mezzanine capital* i *venture capital*

Źródło: opracowanie na podstawie: [Dörscher, Hitz 2003, s. 607].

Przy takim określeniu zakresu pojęciowego *mezzanine capital* zaliczane są do niego następujące instrumenty:

- akcje uprzywilejowane nie dające prawa głosu, lecz zapewniające prawo do dywidendy oraz udziału w majątku likwidowanej spółki,
- typowe i nietypowe ciche udziały w spółce,
- papiery wartościowe uprawniające do udziału w zyskach i innych przywilejów w spółce,
- pożyczki konwersyjne i pożyczki z prawem opcji,
- pożyczki z uprawnieniami niższego rzędu, których spłata jest w dużym stopniu uzależniona od przyszłej sytuacji finansowej spółki.

Instrumenty tego typu zapewniają inwestorowi realizację praw wierzycielskich w dalszej kolejności, po wierzycielach w pełni uprawnionych, oraz określone uprawnienia właścicielskie, głównie w zakresie otrzymywania informacji, wykonywania kontroli oraz udziału w dochodzie w wyniku wzrostu wartości spółki. Zakres tych uprawnień określany jest w przepisach odnoszących się do danego instrumentu finansowego bądź wynika z ustaleń przyjętych w umowie zawieranej pomiędzy inwestorem a przedsiębiorcą.

Mezzanine capital w wąskim znaczeniu ujmowany jest jako niezabezpieczona pożyczka dalszego rzędu, dla której głównym komponentem wynagrodzenia jest tzw. *equity-kicker* (wypłata z wartości przedsiębiorstwa) realizowana w przypadku odniesienia przez finansowane przedsiębiorstwo sukcesu. Pożyczka ta wyposażona jest w prawo zamiany na z góry ustalonych warunkach długu na udziały w kapitale własnym przedsiębiorstwa. *Mezzanine capital* w wąskim znaczeniu charakteryzuje się większą elastycznością i możliwością dostosowania do indywidualnych warunków niż hybrydowe instrumenty rynku kapitałowego, jak akcje uprzywilejowane czy pożyczki podporządkowane. Oznacza to jednak, że finansowanie tego typu jest związane nie tylko z dostarczaniem kapitału pieniężnego, ale też z wykonywaniem praw do kontroli i współdecydowania. Umożliwiają one kapitałodawcy lepszą ochronę przed ryzykiem i wpływ na realizowaną stopę zwrotu z inwestycji.

Nieco inne uporządkowanie instrumentów zaliczanych do *mezzanine capital* zakłada drugi jego podział na *debt mezzanine capital* (*senior mezzanine capital*) oraz *equity mezzanine capital* (*junior mezzanine capital*) [Golland 2000, s. 35]. Do pierwszego zalicza się pożyczki podporządkowane, pożyczki od współników, pożyczki niezabezpieczone, typowe ciche udziały, a więc te instrumenty, od których wynagrodzenie realizowane jest w formie oprocentowania stałego bądź zmiennego (zależnego od wyników). Zaletą tych instrumentów jest możliwość wliczenia wynagrodzenia od nich w ciężar kosztów przedsiębiorstwa. Natomiast do *equity mezzanine capital* zaliczane są nietypowe ciche udziały i akcje uprzywilejowane. Kapitał tego rodzaju zapewnia inwestorom pewne prawa właścicielskie, jak prawo do uzyskiwania informacji, kontroli i określonego wpływu na działalność przedsiębiorstwa. Dawcy tego typu kapitału uzyskują prawo do udziału w cichych rezer-

wach oraz wzroście wartości przedsiębiorstwa (*equity-kicker*). Poprzez opcje bądź warranty uzyskują prawo do obejmowania udziałów (akcji) bądź realizacji zysku zależnego od wzrostu wartości przedsiębiorstwa.

Obydwie klasyfikacje wykazują duży stopień zbieżności, rozszerzając w przypadku *equity mezzanine capital* zakres instrumentów ujętych przez *mezzanine capital* w wąskim znaczeniu na te, które mają charakter bardzo zbliżony do kapitału własnego.

4. Zakres zastosowania *mezzanine capital* do finansowania przedsiębiorstw

Mezzanine capital jest przeznaczony dla przedsiębiorstw funkcjonujących już od pewnego czasu na rynku, lecz nie notowanych na giełdzie. Kierowany jest głównie do małych i średnich przedsiębiorstw poszukujących wsparcia finansowego o relatywnie niewielkich rozmiarach. Nie występują przy tym preferencje branżowe, co jest często związane z finansowaniem za pomocą *venture capital*. Przesłanką wyboru obiektu finansowania jest sytuacja przedsiębiorstwa. Najczęściej chodzi o przedsiębiorstwa, które wykazują dobre perspektywy rozwoju, lecz mają problemy z pozyskaniem innych form kapitału ze względu na relatywnie wysokie ryzyko związane z inwestycją. Są to głównie następujące przypadki:

- na skutek zmiany sytuacji rynkowej bądź nietrafionych inwestycji przedsiębiorstwo wymaga restrukturyzacji finansowej bądź reorganizacji, która pozwoliłaby mu ponownie wejść na ścieżkę rozwoju,
- przedsiębiorstwo planuje przejęcie swojego konkurenta i potrzebuje inwestora, który sfinansowałby transakcję, zwłaszcza za pomocą wykupu wspomaganego (LBO),
- właściciel przedsiębiorstwa zamierza sprzedać swoje udziały menedżerom, którzy, nie dysponując własnymi środkami pozwalającymi na sfinansowanie transakcji, poszukują kapitału na przeprowadzenie wykupu (MBO, MBI),
- przedsiębiorstwo przygotowuje się do wejścia na giełdę i potrzebuje kapitału na poprawę struktury swojego kapitału oraz sfinansowanie kosztów związanych z dopuszczeniem do obrotu (finansowanie pomostowe).

Mezzanine capital może także znajdować zastosowanie w innych sytuacjach, jako dodatkowe źródło finansowania. Na przykład w młodych, szybko rozwijających się przedsiębiorstwach znajdujących się w fazie ekspansji, finansowanych już przez *venture capital*, występuje znaczne zapotrzebowanie na dopływ kapitału zewnętrznego, a właściciele nie chcą zwiększać jego udziału, aby nie utracić kontroli nad firmą. Jednocześnie mają ograniczony dostęp do kredytów bankowych bądź nie są zainteresowani dalszym zadłużaniem ze względu na powodowane przez kapitał obcy obciążenie bieżącej płynności.

Chociaż zasadniczo *mezzanine capital* jest kierowany do przedsiębiorstw nie notowanych na giełdzie, to w praktyce może dochodzić do finansowania za jego

pomocą spółek publicznych, które w wyniku niekorzystnych notowań nie są w stanie pozyskać dodatkowego kapitału za pośrednictwem nowej emisji akcji. Jeżeli taka spółka ma szanse rozwoju, może poszukiwać kapitału poza rynkiem giełdowym w postaci *mezzanine capital* [Gehlhaar, Golland, Westermann 2005, s. 7].

Finansowaniem za pomocą *mezzanine capital* zajmują się różne rodzaje podmiotów. Mogą to być fundusze *private equity*, które stawiają do dyspozycji przedsiębiorstw różne formy finansowania od kapitału własnego, przez *mezzanine capital*, do kapitału obcego. Na rynku działają także fundusze wyspecjalizowane w finansowaniu za pomocą *mezzanine capital*, które dostarczają nie notowanym na giełdzie przedsiębiorstwom środków finansowych wykazujących cechy kapitału własnego i obcego. Fundusze te powstają jako podmioty niezależne bądź są zakładane przez banki, które w ten sposób chcą poszerzyć zakres swoich produktów przeznaczonych na finansowanie małych i średnich przedsiębiorstw. Do kapitałodawców należą także inne podmioty, kierujące się motywem realizacji ponadprzeciętnej stopy zwrotu w warunkach umiarkowanego ryzyka, jak: fundusze funduszy, towarzystwa ubezpieczeniowe, inwestorzy *corporate venture capital*, osoby prywatne (*business angels*).

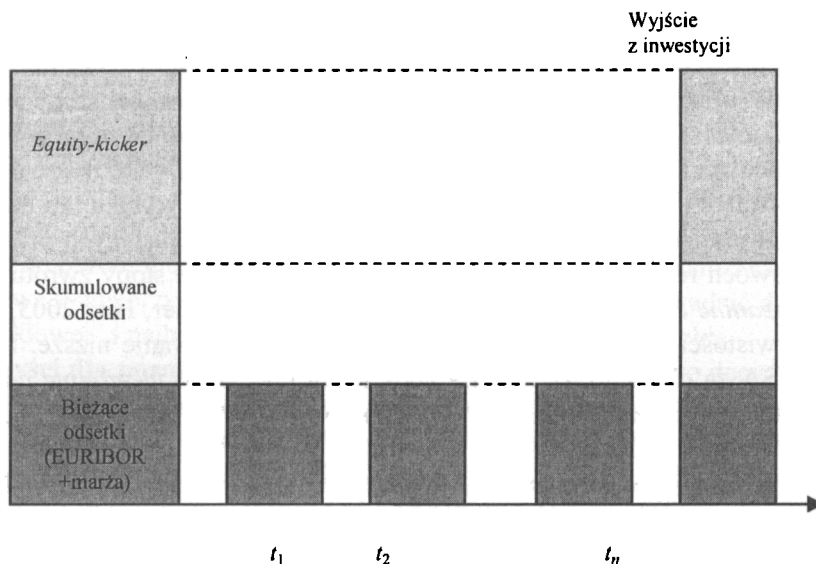
5. Korzyści dla stron transakcji stosujących *mezzanine capital*

Korzyści dla kapitałodawcy. Korzyści z finansowania za pomocą *mezzanine capital* są związane z powstawaniem określonej kombinacji cech wynikających z jego ulokowania pomiędzy kapitałem obcym a kapitałem własnym i ich typowymi właściwościami. Zwłaszcza *mezzanine capital* w wąskim ujęciu oferuje specyficzną kombinację cech związanych z zobowiązaniami dalszego rzędu i uzależnieniem wynagrodzenia od osiągniętych wyników finansowych. Co jest szczególnie istotne, ten złożony charakter instrumentu, jakim jest *mezzanine capital*, pozwala w określony sposób zapewnić korzyści wszystkim stronom uczestniczącym w transakcji. Co więcej, można wskazać na korzyści nie tylko dla bezpośrednich uczestników finansowania za pomocą *mezzanine capital* – kapitałodawcy i kapitałobiorcy, ale także dla ewentualnych dostarczycieli kapitału własnego (inwestorów *venture capital*) oraz kapitału obcego (np. banków).

Korzyści ze stosowania instrumentu finansowego należy w pierwszym rzędzie rozpatrywać z punktu widzenia kapitałodawcy, który, udostępniając środki pieniężne w warunkach określonego ryzyka, oczekuje z tego tytułu adekwatnego wynagrodzenia. Hybrydowy charakter finansowania za pomocą *mezzanine capital* ma wpływ na sposób realizacji wynagrodzenia przez inwestorów. Z reguły składa się ono z określonej kombinacji trzech następujących elementów:

- bieżącego oprocentowana, otrzymywanego niezależnie od wyników przedsiębiorstwa, określanego jako suma stopy bazowej i marży,

- oprocentowania uzależnionego od wyników przedsiębiorstwa, realizowanego w ustalonych okresach bądź na zakończenie inwestycji, które może przewidywać udział kapitałodawcy w stratach,
- tzw. *equity-kicker*, realizowanego na zakończenie inwestycji, o ile doprowadziła ona do wzrostu wartości przedsiębiorstwa (rys. 3).



Rys. 3. Elementy składowe ceny *mezzanine capital*

Źródło: opracowanie na podstawie: [Gehlhaar, Golland, Westermann 2005, s. 7].

Taka konstrukcja wynagrodzenia za stawiany do dyspozycji przedsiębiorstwa kapitał sprawia, że jest on związany ze stosunkowo niskim, w porównaniu z ryzykiem ponoszonym przez inwestora, obciążeniem dla kapitałobiorcy. Dawca kapitału otrzyma zasadniczą część swojego wynagrodzenia dopiero na zakończenie inwestycji, o ile zapewni ona zakładaną rentowność. Głównym składnikiem wynagrodzenia za ryzyko związane z inwestycją jest tzw. *equity-kicker* realizowany w wyniku zastosowania opcji bądź obligacji zamiennych na akcje [Gehlhaar, Golland, Westermann 2005, s. 7]. Prawo do zamiany na ustalonych warunkach zadłużenia z tytułu udzielonej pożyczki na udziały w kapitale własnym pozwala na partycypowanie we wzroście wartości przedsiębiorstwa. Prawa opcyjne mogą być ukształtowane jako opcja wirtualna, która daje dawcy kapitału prawo do wypłaty różnicy pomiędzy ustaloną ceną a aktualną wartością przedsiębiorstwa [Dörscher, Hitz 2003, s. 607]. O ile bieżące oprocentowanie zbliża finansowanie za pomocą *mezzanine capital* do kapitału obcego, o tyle *equity-kicker* jest wynagrodzeniem o charakterze odpowiadającym cechom kapitału własnego.

Zaletą finansowania przez *mezzanine capital* jest to, że kapitałodawca może zrealizować swoje wynagrodzenie bez sprzedaży przedsiębiorstwa (udziałów w nim) inwestorowi strategicznemu bądź wprowadzenia go na giełdę. Spłata zobowiązania na rzecz kapitałodawcy może nastąpić z bieżących wpływów przedsiębiorstwa bądź ze środków uzyskanych w ramach refinansowania. Jest to istotne dla małych i średnich przedsiębiorstw, których właściciele nie planują sprzedaży przedsiębiorstwa bądź wprowadzenia go na giełdę. Ponieważ inwestycje *mezzanine capital* są dokonywane w warunkach stosunkowo mniejszego ryzyka niż inwestycje *venture capital* we wczesnych fazach rozwoju, to realizowane stopy zwrotu są odpowiednio niższe, choć jednocześnie wyższe niż możliwe do zrealizowania na rynku giełdowym. Poza tym z charakteru *mezzanine capital*, jako instrumentu pośredniego między kapitałem własnym a kapitałem obcym, wynika, że także jego ryzyko, a więc i rentowność, kształtują się w granicach określanych przez rynek dla tych dwóch rodzajów finansowania. Oczekiwane roczne stopy zwrotu z inwestycji *mezzanine capital* są określane na 15 do 25% [Dörscher, Hitz 2003, s. 609]. W rzeczywistości stopy realizowane na rynku są zdecydowanie niższe. Na przykład w USA za okres do 31 grudnia 2002 r. dla inwestycji *mezzanine capital* na okres 5 lat stopa zwrotu wynosiła 6,3%, dla 10 lat 9,8%, a dla 20 lat 10,3% [Sobańska, Sieradzan 2004, s. 254].

Korzyści dla przedsiębiorstwa. W małych i średnich spółkach znajdujących się w rękach indywidualnych przedsiębiorców bądź rodzin często dochodzi do powstania dylematu związanego z pozyskaniem od osób trzecich kapitału własnego niezbędnego do rozwoju przedsiębiorstwa. Obawa przed utratą bądź ograniczeniem wpływu na przedsiębiorstwo ściiera się z dążeniem do wykorzystania szans jego rozwoju dzięki nowym inwestycjom. Ta sama obiekcja może dotyczyć menedżerów zainteresowanych przejęciem przedsiębiorstwa w ramach MBO/MBI. Problem ten może być w pewnym zakresie rozwiązany przez wykorzystanie *mezzanine capital*. Dawca tego kapitału, w zależności od jego rodzaju, albo nie dysponuje żadnymi, albo jedynie niepełnymi prawami właścicielskimi. Decydujący wpływ na przedsiębiorstwo zachowują jego dotychczasowi właściciele bądź menedżerowie, którzy dokonali przejęcia firmy. W zależności od określonej dla danego instrumentu relacji pomiędzy niezależną i zależną od wyników osiągniętych przez przedsiębiorstwo częścią wynagrodzenia przysługującego kapitałodawcy – różne jest jego zainteresowanie bieżącym funkcjonowaniem spółki. Inwestorzy dysponujący prawami do zamiany swojego długu na udziały oraz opcjami będą starali się silniej angażować w rozwój firmy niż dawcy pożyczek podporządkowanych. Jeżeli zatem udział wynagrodzenia realizowanego dopiero po zakończeniu inwestycji jest odpowiednio duży, to *mezzanine capital* zacznie zbliżać się swoim charakterem do kapitału własnego. W momencie przyjmowania *mezzanine capital* nie są jednak wydawane dawcom kapitału żadne udziały, a jedynie co najwyżej wystawiane opcje i udzielane prawa do zamiany długu na udziały. Ewentualne skorzystanie z

tych uprawnień jest zatem przesunięte w czasie – i to na okres, gdy sytuacja przedsiębiorców ulegnie poprawie na tyle, że mogą być w stanie wykupić te udziały. Ochrona pozycji właścicieli przedsiębiorstwa przez przyjmowanie kapitału nie związanego z możliwością wykonywania praw właścicielskich upodabnia go bardziej do kapitału obcego, ale prowadzi do większych obciążeń bieżącej płynności w postaci wypłacania odsetek niezależnych od wyników finansowych.

Finansowanie za pomocą *mezzanine capital* może być traktowane jako alternatywa wobec zbyt wczesnego wprowadzenia przedsiębiorstwa do obrotu giełdowego, w razie załamania się notowań spółki traci ona bowiem z reguły dostęp do nowego kapitału (podwyższenie kapitału, emisja papierów dłużnych itp.). Natomiast pozyskanie *mezzanine capital* nie zamyka przed przedsiębiorstwem dostępu na przyszłość do innych źródeł finansowania. Poza tym koszty transakcyjne związane z *mezzanine capital* są znacznie niższe niż związane z wprowadzeniem przedsiębiorstwa do obrotu giełdowego [Golland 2000, s. 35]. Poprzez finansowanie przedsiębiorstwa z wykorzystaniem tego instrumentu można je doprowadzić do „dojrzałości giełdowej” i najbardziej stosownego momentu wejścia na giełdę.

Korzyści dla pozostałych dawców kapitału. Przedsiębiorstwo decyduje się na przyjęcie *mezzanine capital* w sytuacji, gdy nie jest możliwe pozyskanie nowego kapitału obcego. W tym sensie *mezzanine capital* stanowi substytut kapitału własnego. Inwestycja tego typu prowadzi do polepszenia struktury bilansu oraz zwiększenia efektu lewarowania, a przez to podniesienia oczekiwanej stopy zwrotu dla dawców kapitału własnego.

Przyjęcie przez przedsiębiorstwo *mezzanine capital* podnosi jego standing finansowy i ułatwia mu pozyskiwanie kapitału obcego. Przedsiębiorstwo uzyskuje dzięki niemu lepsze możliwości rozwoju, a podporządkowany charakter *mezzanine capital* sprawia, że dawca nowego kapitału obcego nie ponosi większego ryzyka. *Mezzanine capital* stanowi dla niego dodatkowy kapitał gwarancyjny, gdyż z jego punktu widzenia ma on charakter kapitału własnego.

6. Warunki stawiane przez inwestorów *mezzanine capital*

Inwestycja *mezzanine capital* ze względu na podporządkowany charakter zobowiązania oraz uzależnienie w dużym stopniu rentowności od wyników osiągniętych przez przedsiębiorstwo stwarza dla kapitałodawcy ponadprzeciętny poziom ryzyka. Ryzyko to jest tym trudniejsze do oceny, że inwestycja ma z reguły charakter długoterminowy, gdyż dokonywana jest w perspektywie kilku do kilkunastu lat. Inwestorzy starają się ograniczać to ryzyko na kilka sposobów. Po pierwsze, dokonują przed podjęciem decyzji o wniesieniu kapitału do przedsiębiorstwa jego szczegółowej analizy (*due diligence*). Po drugie, odpowiednio formułują warunki umowy, starając się zabezpieczyć swoje prawa. Rozróżnia się przy tym warunki formalne i finansowe [Bascha, Walz 2000, s. 412-412]. Do pierwszych należą:

udział kapitałodawcy w radzie nadzorczej, uzależnienie od zgody kapitałodawcy udzielania zabezpieczeń na rzecz podmiotów trzecich, zaciągania nowych kredytów, zbywania elementów majątku przedsiębiorstwa, prawo do uzyskiwania informacji i wykonywania kontroli. Inwestorzy *mezzanine* wprowadzają także do umów warunki finansowe w formie zobowiązania przedsiębiorcy do utrzymywania określonej struktury bilansu, poziomu wskaźników finansowych, płynności. Brak przestrzegania przyjętych w umowie ustaleń może prowadzić do wypowiedzenia umowy i żądania zwrotu kapitału. Inwestorzy *mezzanine capital* są jednak zainteresowani jedynie wykonywaniem kontroli nad działalnością przedsiębiorstwa, a nie angażowaniem się w zarządzanie.

7. Podsumowanie

Słabość kapitałowa małych i średnich przedsiębiorstw, trudności w dostępie do kapitału obcego, niedostateczny rozwój rynku *venture capital* sprawiają, że finansowanie za pomocą *mezzanine capital* może być atrakcyjną formą pozyskiwania środków finansowych na rozwój firmy. W Polsce inwestycje *mezzanine capital* są stosowane jeszcze na stosunkowo niewielką skalę. W swojej ofercie mają je niektóre fundusze *private equity* (AIB WBK Fund Management, Caresbac-Polska, Environmental Investment Partners, MCI Management). Natomiast inni dawcy kapitału są w zasadzie nieobecni. Jest to wynik słabej znajomości tego instrumentu i nieufności przedsiębiorców do przyjmowania kapitału o charakterze choćby zbliżonym do własnego, stosunkowo wysokiego ryzyka inwestycyjnego oraz niewielkiej podaży kapitału na rynku krajowym. Rozwijanie tego segmentu rynku kapitałowego ma jednak duże znaczenie ogólnogospodarcze, gdyż poszerza zakres stosowanych instrumentów finansowych i tym samym sprzyja lepszemu alokacji kapitału.

Literatura

- Bascha A., Walz U., *Hybride Finanzierungsinstrumente als Anreiz- und Kontrollmechanismen bei Venture Capital*, „Finanz Betrieb“ 2000, nr 6.
- Dörscher M., Hitz H., *Mezzanine capital – Ein flexibles Finanzierungsinstrument für KMU*, „Finanz Betrieb“ 2003, nr 10.
- Gehlhaar L., Golland F., Westermann D., *M Cap Finance Deutsche Mezzanine*, „Finanz Betrieb News“ 2005, nr 1.
- Golland F., *Equity Mezzanine Capital*, „Finanz Betrieb“ 2000, nr 1.
- Sobańska K., Sieradzan P., *Inwestycje private equity/venture capital*, Wydawnictwo Key Text, Warszawa 2004.

MEZZANINE CAPITAL AS A BRIDGE TO CLOSE A CAPITAL GAP

Summary

Mezzanine capital is of importance for unlisted small and medium sized enterprises which encounter difficulties in raising own and foreign capital. Mezzanine capital falls in between the two types of capital. The vast scope of mezzanine capital instruments ensures meeting various situational needs of enterprises. Mezzanine capital instruments include: mezzanine debt, preference shares, equity mezzanine capital with warrant, equity mezzanine capital with shadow warrant, equity mezzanine capital with convertible right. Mezzanine capital is predominantly used in financing expansion, mergers and acquisitions, going public, financial restructuring, and ownership transformations. The major advantage on the part of an entrepreneur is that his position in a company remains unaffected. Mezzanine capital investors safeguard their rights by way of legal covenants and financial covenants.