

Jan Rymarczyk

Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

e-mail: jan.rymarczyk@ue.wroc.pl

HYBRYDOWE INSTRUMENTY FINANSOWANIA MAŁYCH I ŚREDNICH PRZEDSIĘBIORSTW

HYBRID INSTRUMENTS OF SMALL AND MEDIUM-SIZED ENTERPRISES FINANCING

DOI: 10.15611/pn.2018.523.29

JEL Classification: D25

Streszczenie: Celem niniejszego artykułu jest prezentacja i ocena znaczenia hybrydowych instrumentów, tj. pośrednich pomiędzy kredytem bankowym a kapitałem własnym, w zmniejszeniu luki w finansowaniu małych i średnich przedsiębiorstw (MŚP). Do tych instrumentów należą: dług podporządkowany, ciche uczestnictwo, pożyczki partycypacyjne, prawa do udziału w zyskach, obligacje zamienne, obligacje z warrantami i mezzanine. Autor stawia hipotezę, że instrumenty hybrydowe stanowią alternatywny sposób finansowania dla MŚP, szczególnie segmentu średnich przedsiębiorstw, z dobrymi perspektywami rozwoju, a jednocześnie z korzyścią dla inwestorów. Artykuł oparty został na studiach literatury w języku angielskim, niemieckim i polskim oraz na źródłach internetowych przy wykorzystaniu ogólnologicznych i empirycznych metod badań naukowych. Początkowe fragmenty artykułu dotyczą istoty, zastosowania i rodzajów instrumentów hybrydowych. Następnie scharakteryzowane zostały podstawowe ich rodzaje. W kolejnej części dokonano analizy ich zalet i wad, a w zakończeniu oceniono perspektywy ich rozwoju.

Słowa kluczowe: hybrydowe instrumenty, małe i średnie przedsiębiorstwa, kredyt bankowy, kapitał własny.

Summary: The aim of this paper is a presentation and an evaluation of a significance of hybrid instruments i.e. intermediate between a bank credit and an equity capital in a decrease of a gap in a small and medium-sized enterprises (SMSS) financing. Among these instruments one can mention subordinated loans, silent participations, participating loans, profit participation rights, convertible bonds, bonds with warrants and mezzanine finance. The author hypothesizes that hybrid instruments are the alternative means of SMS financing, especially medium-sized with the good development perspective and simultaneously favourable for investors. The paper was based on the literature in English, Polish and German and Internet sources with a use of logical and empirical methods of scientific research. The initial fragments of the paper concern an essence, use and the kinds of hybrid instrument. Then were characterized their basic sorts. In the next part was made an analysis of their merits and defects. In the conclusion were estimated their development perspectives.

Keywords: hybrid instruments, small and medium-sized enterprises, bank credit, equity capital.

1. Wstęp

Tradycyjne metody finansowania małych i średnich przedsiębiorstw, oparte głównie na kredycie bankowym, okazały się dalece niewystarczające dla efektywnego zmniejszenia luki w ich finansowaniu. Często również były niemożliwe do wykorzystania ze względu na restrykcyjne wymogi banków dotyczących zabezpieczeń i gwarancji oraz ich koszt. Poszukiwanie sposobów finansowania bardziej adekwatnych do specyfiki MŚP doprowadziło do skonstruowania wielu innowacyjnych instrumentów, w tym grupy zwanych hybrydowymi.

Pojawienie się hybrydowych form finansowania małych i średnich przedsiębiorstw było wynikiem, z jednej strony, zapotrzebowania na instrumenty, które bardziej odpowiadałyby specyfice ich rozwoju aniżeli tradycyjny kredyt bankowy, a z drugiej – rozwoju rynków finansowych i wzrostu konkurencji na nich. Pojawiło się wiele nowych niebankowych instytucji finansowych, które podjęły ostrą rywalizację z bankami o udział w rynku. MŚP, których udział w globalnym zatrudnieniu szacowany jest na 60%, a w wartości dodanej na 50%, stanowiły pożądany obiekt dla finansowych inwestycji. Zastosowanie innowacyjnych instrumentów zwiększyło szansę odniesienia sukcesu przez inwestorów, a jednocześnie sprzyjało ograniczeniu luki w finansowaniu MŚP. Największą grupą innowacyjnych instrumentów są tzw. hybrydowe. Stanowią one formę finansowania pośrednią pomiędzy kredytem bankowym a kapitałem własnym. Wiążą się z większym ryzykiem i przynoszą wyższą stopę zwrotu dla inwestora aniżeli w przypadku długu senioralnego. Natomiast dla firmy są tańszym i mniej ryzykownym instrumentem finansowym aniżeli kapitał własny. Elastyczne kształtowanie warunków umowy pozwala na kompromis interesów firmy i inwestora. Podstawowa ich wada polega na tym, że skierowane są na ogół do bardziej dojrzałych firm, z dobrą kondycją finansową.

2. Pojęcie, zastosowanie i rodzaje instrumentów hybrydowych

Instrumenty hybrydowe wykazują cechy finansowania „czystym” długiem i „czystym” kapitałem, łącząc w jednej transzy cechy obu tych form [New Approaches... 2015, s. 63 i n.; *Alternative Financing...* 2013, s. 24]. W stosunku do długu senioralnego mają one charakter podporządkowany, a w stosunku do kapitału własnego nadrzędny. Oznacza to, że w przypadku bankructwa firmy związane z nimi zadłużenie spłacane jest po kredycie bankowym, a przed zobowiązaniami wynikającymi z kapitału własnego. Oferent tych instrumentów akceptuje większe ryzyko niż dostawca kredytu bankowego, ale oczekuje wyższej stopy zwrotu. Z kolei ich beneficjent ponosi wyższe koszty aniżeli w przypadku finansowania kredytem, ale jego ryzyko i koszty są mniejsze niż przy finansowaniu kapitałem własnym. Instrumenty hybrydowe zapewniają zatem większą równowagę w podziale korzyści i ryzyka pomiędzy inwestorem a firmą. Oferowane one są przez towarzystwa ubezpieczenio-

we, fundusze emerytalne, fundusze hedgingowe, fundusze *private equity*, banki, biura reprezentujące rodziny i osoby prywatne. Hybrydowe finansowanie może być szczególnie przydatne dla firm, które potrzebują dodatkowych środków, ale nie mogą zwiększyć swojej dźwigni finansowej, nie spełniają kryteriów wymaganych przy wejściu na giełdy lub obawiają się rozwodnienia kapitału i utraty kontroli nad spółką w wyniku emisji akcji. Wymienione wyżej instrumenty hybrydowe zostaną tu kolejno scharakteryzowane.

3. Dług podporządkowany

Jest on także nazywany młodszym długiem (*junior debt*) i występuje w formie niezabezpieczonej pożyczki lub niezabezpieczonych obligacji o czasie trwania wynoszącym przeciętnie 8 lat [Stritz 2007, s. 21-24; <https://translate.googleusercontent>]. Pożyczkodawca akceptuje, że w przypadku bankructwa pożyczkobiorcy jego roszczenia będą zaspokojone po spłacie długu senioralnego, ale przed inwestorami kapitałowymi. Ponieważ ryzyko inwestowania w taki dług jest większe aniżeli w dług zabezpieczony, to pożyczkodawca żąda wyższego oprocentowania. Obligacje niezabezpieczone mogą funkcjonować tak jak pożyczki niezabezpieczone, tzn. ich oprocentowanie będzie wypłacane okresowo lub w dniu wykupu łącznie z ich wartością nominalną, lub też mogą być emitowane z dyskontem, tzn. sprzedawane po niższej cenie, a wykupywane po cenie nominalnej.

Dług podporządkowany może być połączony także z gwarancją uczestnictwa pożyczkodawcy we wzroście wartości firmy. Najbardziej powszechną formą tego jest gwarancja wypłaty zależnej od wysokości zysków lub dochodów firmy określonej kwoty (tzw. opcja *Non Equity Kicker*). Korzyści długu podporządkowanego w porównaniu z klasycznym kredytem bankowym polegają na tym, że z punktu widzenia ekonomicznego może być traktowany jako kapitał własny, co pozytywnie będzie wpływało na dalsze pozyskanie obcego kapitału. Ponadto jeśli w grę nie wchodzi *Equity Kicker*, tj. opcja udziału w kapitale spółki, to nie prowadzi on do rozwodnienia kapitału i groźby utraty kontroli nad firmą.

4. Ciche uczestnictwo

Polega ono na dostarczeniu przez daną osobę lub grupę osób kapitału dla firmy na podstawie zawartej prawnie umowy. Ponoszą one odpowiedzialność za zobowiązania firmy tylko do wysokości zaangażowanego kapitału i ich udział nie jest widoczny dla zewnętrznych obserwatorów, czyli zapewniona jest jego anonimowość. Prawa cichego współnika ograniczone są do otrzymywania informacji i kontroli działalności firmy, uczestnictwa w zyskach, najczęściej przez ustalenie minimalnego oprocentowania wniesionego kapitału i dodatkowego zależnego od zysku [Stritz 2007, s. 24-31; *Alternative Financing* 2013, s. 26]. Ponosi on ryzyko bankructwa

firmy, ale otrzymywane oprocentowanie jego kapitału z reguły jest wyższe aniżeli innych wkładów kapitałowych o stałym oprocentowaniu. Dla właściciela firmy ta forma finansowania jest korzystna, ponieważ otrzymuje kapitał bez konieczności dostarczenia gwarancji. Ponadto umowa może być tak skonstruowana, że cichy wspólnik tylko wtedy otrzymuje wynagrodzenie, kiedy firma osiąga zyski. Korzyści dla przedsiębiorcy związane są także z poprawą struktury kapitału i wyższą oceną przy ubieganiu się o inne formy finansowania. Ze względu na duże możliwości swobodnego kształtowania warunków umowy i dopasowania ich do potrzeb jej stron ta forma finansowania cieszy się dużą popularnością jako metoda likwidacji lub zmniejszania luki finansowej MŚP.

5. Pożyczka partycypacyjna

W tym przypadku udzielający pożyczki uzyskuje prawo do uczestnictwa w efektach gospodarczych firmy [Stritz 2007, s. 31-34; *New Approaches...* 2015, s. 64-65]. Wynagrodzenie za udzieloną pożyczkę może stanowić określony procent obrotów, dochodu lub zysku firmy. W praktyce możliwe jest także, oprócz uczestnictwa w efektach firmy, ustalenie minimalnego oprocentowania pożyczki, wypłacanego również w okresach, kiedy firma nie osiąga zysków lub opcji *Equity Kicker*, lub *Non Equity Kicker*. Dostawca pożyczki partycypacyjnej tak jak dostawca zwykłej pożyczki nie uczestniczy w stratach firmy, ale w porównaniu z nim ma szansę odnieść większe korzyści przy większym jednak ryzyku. Korzyści firmy polegają na otrzymaniu kapitału, którego oprocentowanie zależne jest od rocznych jej wyników, co oznacza, że w okresie złej koniunktury nie ponosi ona kosztów pożyczki lub tylko minimalne, jeśli w umowie ustalone zostało stałe minimalne oprocentowanie, o którym już wspomniano. Natomiast w przypadku jej bankructwa pożyczkodawca uczestniczy w wartości likwidacyjnej w taki sposób jak inni pożyczkodawcy.

Partycypacyjne pożyczki w praktyce występują dość rzadko i wchodzą w rachubę, jeśli firma w dłuższym okresie osiąga rosnące lub przynajmniej stabilne zyski.

6. Prawa do udziału w zyskach

Jest to inwestycja o charakterze kapitałowym, która daje prawo do uczestnictwa w zyskach, emisji nowych akcji i nadwyżce likwidacyjnej firmy. Beneficjent tego prawa nie jest jednak współwłaścicielem firmy i w spółce nie ma prawa uczestnictwa i głosowania na walnym zgromadzeniu [*New Approaches...* 2015, s. 64-65; Stritz 2007, s. 34-38; <https://translate.googleusercontent.com>]. Prawa do udziału w zyskach ustalone są na czas określony lub nieokreślony z możliwością ich skrócenia lub przedłużenia. Mogą one występować w formie papierów wartościowych jako tzw. certyfikaty uczestnictwa w zyskach i mogą być oferowane publicznie zgodnie z obowiązującą w takim przypadku procedurą. Częściej jednak przybierają formę

czystych prawnych zobowiązań dłużnych. Prawa do udziału w zyskach nie są prawnie definiowane, a zatem mogą w praktyce być formułowane w znacznym stopniu zgodnie z preferencjami stron negocjacji. Przede wszystkim elastycznie może być kształtowane wynagrodzenie dostawcy kapitału. Może ono być ustalone w zależności od wysokości zysku osiąganego przez firmę lub występować w formie niezależnej od zysku, ustalonej kwoty wypłacanej na koniec okresu obowiązywania praw do zysku. Możliwa jest także kombinacja tych form oraz uwzględnienie w umowie tzw. opcji *Kicker*, o której już była mowa.

7. Obligacje zamienne

Są to instrumenty finansowe o określonym terminie zapadalności zawierające opcję ich zamiany na inny instrument finansowy, którym może być inna forma długu, akcje lub derywaty. Zwykle emitowane są przez firmy o niskim ratingu kredytowym i wysokim potencjale wzrostu. [*New Approaches...* 2015, s. 65; <https://pl.wikipedia.org/wiki/obligacja>; <https://translate.googleusercontent.com>; <https://www.aaii.com>]. Wartość obligacji zamiennej składa się z wartości długu i wartości opcji i decyduje o niej ilość papierów wartościowych, na które wymieniana jest obligacja, i ich cena. Wykonanie opcji oznacza likwidację długu, a spłata długu oznacza wygaśnięcie opcji. Firmy emitują obligacje zamienne, dążąc do obniżenia kosztów finansowania zewnętrznego, ponieważ mogą zaproponować niższe oprocentowanie aniżeli zwykłych obligacji ze względu na opcję. Ponadto mogą opóźnić rozwodnienie kapitału. Natomiast inwestor liczy na wzrost ceny akcji, co może mu zapewnić większe korzyści z wymiany obligacji na akcje aniżeli z jej wykupu przez emitenta. Jeśli cena akcji do daty wykupu obligacji nie osiągnie satysfakcjonującego inwestora poziomu, to nie wykona on opcji zamiany. W takim przypadku otrzymuje ustalone w umowie oprocentowanie płacone w ustalonych przedziałach czasowych i jej wartość nominalną w terminie jej wykupu. Jest to zatem bezpieczna dla niego inwestycja – ryzyko ograniczone jest do różnicy pomiędzy wyższym oprocentowaniem zwykłych obligacji a niższym obligacji zmiennych, pod warunkiem że emitent ma odpowiednio wysoki rating kredytowy.

8. Obligacje z warrantem

Nabywca obligacji z warrantem uzyskuje prawo do zakupu określonej liczby akcji po z góry określonej cenie [*New Approaches* 2015, s. 65; <https://stats.oecd.org/>]. Podobnie jak obligacje zamienne, obligacje z warrantem są niżej oprocentowane i opóźniają proces rozwodnienia kapitału, co przynosi pewne korzyści ich emitentowi. Natomiast inwestor spodziewa się osiągnąć większą korzyść aniżeli ze zwykłych obligacji przez zamianę warrantów na akcje. Taka sytuacja wystąpi, gdy cena akcji objętych za warranty będzie niższa od aktualnej ceny rynkowej w momencie

realizacji warrantu. Różnica pomiędzy tymi cenami stanowi wartość warrantu. Zasadnicza różnica pomiędzy obligacją zamienną a obligacją z warrantem polega na tym, że warrant może być handlowany oddzielnie od obligacji. W przypadku warrantu amerykańskiego w dowolnym czasie do wykupu obligacji, a warrantu europejskiego – w terminie jej zapadalności.

9. Finansowanie mezzanine

Powszechnie ta forma finansowania określana jest jako posiadająca cechy długu i kapitału własnego firmy. Połączenie długu i kapitału może występować w różnych proporcjach w zależności od warunków umowy pomiędzy inwestorem a firmą. W stosunku do długu senioralnego mezzanine ma charakter podporządkowany, a w stosunku do kapitału własnego nadrzędny. Jest ono zwykle wykorzystywane w celu sfinansowania:

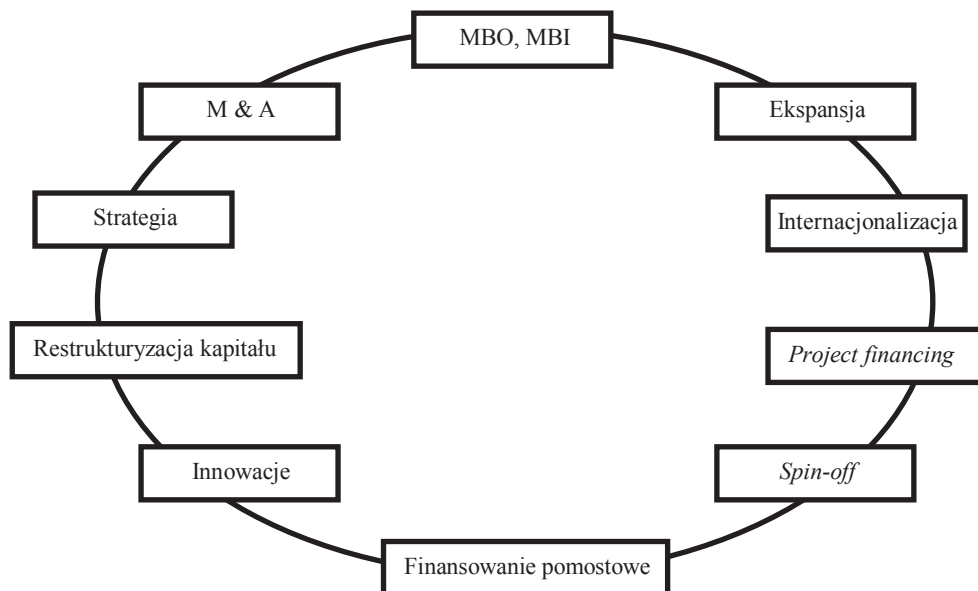
- wykupów menedżerskich (*buy-out* i *buy-in*);
- fuzji i przejęć (*Merger & Acquisition*; M&A);
- ekspansji rynkowej;
- internacjonalizacji;
- restrukturyzacji kapitałowej;
- zmian w strategii działania;
- innowacji produktowej i procesowej;
- inwestycji typu *project financing*;
- przedsięwzięć typu *spin-off*;
- fazy pomostowej w rozwoju firmy (przed wejściem na giełdę).

Finansowanie mezzanine może pomóc firmie w realizacji wielu zasadniczych dla jej rozwoju i przetwarzania celów. Nie jest to jednak „cudowny” środek na usunięcie problemów finansowych firmy i nie jest dostępny dla wszystkich MŚP. Aby firma mogła z niego skorzystać, musi mieć ustabilizowaną sytuację rynkową, stabilne przepływy finansowe, dobre perspektywy wzrostu, odpowiednie zasoby materialne, niewielkie zadłużenie i dobrze wykwalifikowany personel. Wynika z tego, że finansowanie mezzanine nie nadaje się dla *start-up*ów oraz słabych i małych firm. Głównymi jego beneficjentami mogą być średnie firmy o ugruntowanej pozycji rynkowej.

Przebieg procesu inwestowania obejmuje zasadniczo pięć faz (tab. 1).

Do podstawowych cech mezzanine inwestowania należą [<http://www.mezzanineverglich/Golej> 2016, s. 62-64]:

- udział długu i kapitału własnego w różnej proporcji;
- podrzędny charakter w stosunku do klasycznego finansowania długiem;
- nadrzędność w porównaniu z finansowaniem kapitałem własnym;
- niewymagane poręczenia lub zabezpieczenia;
- koszt wyższy aniżeli przy finansowaniu kredytem bankowym, a niższy aniżeli w przypadku kapitału własnego;



Rys. 1. Przeznaczenie mezzanine kapitału

Źródło: opracowanie własne.

Tabela 1. Fazy procesu mezzanine inwestowania

Lp.	Fazy	Czas trwania	Czynności
1	Faza wstępnego badania firmy	1 tydzień	<ul style="list-style-type: none"> wstępna analiza informacji o firmie wstępny rating decyzja o dalszym postępowaniu
2	Faza dokładnego badania firmy	3 tygodnie	<ul style="list-style-type: none"> pogłębiona analiza firmy szczegółowa prezentacja firmy ustalenie podstawowych warunków finansowania
3	Faza podjęcia decyzji o finansowaniu	3 tygodnie	<ul style="list-style-type: none"> <i>due diligence</i>, względnie proces ratingu
4	Faza negocjacji, podpisania umowy i rozpoczęcia finansowania	3 tygodnie	<ul style="list-style-type: none"> opracowanie scenariusza finansowania ustalenie struktury finansowania podpisanie umowy o finansowaniu
5	Faza postinwestycyjna	około 5 lat	<ul style="list-style-type: none"> monitorowanie i zarządzanie inwestycją stałe raportowanie przebiegu inwestowania wyjście z inwestycji

Źródło: na podstawie: <https://www.mezzanine-vergleich/>.

- oprocentowanie potrącane jest od podatku;
- nie zagraża utratą kontroli nad spółką;
- czas trwania około 5 lat ze z góry ustalonym czasem wyjścia z inwestycji.

Organizacyjną formą inwestowania jest zwykle prywatna spółka inwestycyjna z ograniczoną liczbą inwestorów (spółka specjalnego przeznaczenia; *Special Purpose Vehicle*, SPV). Realizacją inwestycji zajmują się specjaliści zwani partnerami generalnymi [New Approaches 2015, s. 66]. W celu efektywnego monitorowania i zarządzania inwestycjami fundusz mezzanine ma w swoim portfelu zwykle 20-30 spółek. Inwestorzy mezzanine zwykle ograniczają swój udział w kapitale spółki do 3-5% i nie dążą do zarządzania nią. Przeciętny oczekiwany przez nich zwrot z inwestycji wynosi około 13-25%, podczas gdy z długu senioralnego 5-13%, a z kapitału własnego ponad 25%. Zalety i wady mezzanine finansowania stanowią połączenie pozytywnych i negatywnych cech różnych instrumentów hybrydowych, które w nim występują.

10. Wady i zalety instrumentów hybrydowych

Instrumenty hybrydowe mogą stanowić ważny sposób zmniejszenia luki finansowej MŚP. Znajdują one zastosowanie raczej w średnim stadium rozwoju firmy i często związane są z firmami średniej wielkości lub większymi. Nie znaczy to, że małe firmy, których perspektywy rozwoju oceniane są pozytywnie, nie mogą z nich korzystać.

Do podstawowych korzyści, które MŚP mogą osiągnąć z zastosowania tej formy finansowania, należą [Piaskowski, Kaczmarczyk 2008, s. 13-16; Stritz 2007, s. 46-47; Round Table... 2006-2007, s. 7-8]:

- poprawa struktury bilansu. Kapitał hybrydowy w bilansie firmy traktowany jest jako kapitał własny lub *quasi-własny*. Zwiększenie udziału kapitału własnego oznacza gwarancję większej zdolności spłaty zobowiązań i wyższą ocenę wiarygodności kredytowej ze strony wierzycieli i instytucji ratingowych;
- poprawa ratingu umożliwia dalsze zaangażowanie obcego kapitału;
- dopływ nowego kapitału zwiększa płynność firmy i możliwości inwestowania i realizacji projektów o wysokim potencjale ryzyka, ponieważ część tego ryzyka przejmują inwestorzy w zamian za wyższe zyski;
- w przeciwieństwie do czystego kapitałowego finansowania nie następuje tu rozwodnienie kapitału własnego i zagrożenie utraty kontroli nad firmą. Dlatego ten typ finansowania jest preferowany, gdy zachodzi obawa wrogiego przejęcia firmy;
- ustawowe regulacje pozwalają elastycznie kształtować warunki umowy pomiędzy emitentem a inwestorem, dotyczące szczególnie kontroli, współdziałania, możliwości jej wypowiedzenia, czasu trwania, wynagrodzenia inwestora i sposobu zwrotu długu, dostosowując je do indywidualnej sytuacji firmy. Poprzez to uwzględnione mogą być preferencje i interesy zarówno jednego, jak i drugiego podmiotu;

- instrumenty hybrydowe mogą neutralizować zmniejszenie kapitału własnego firmy po dokonaniu przez nią fuzji lub przejęcia;
- użycie instrumentów hybrydowych nie jest koniecznie związane z wejściem na giełdy, ale może stanowić formę finansowania pomostowego przed upublicznieniem firmy;
- zastosowanie niektórych z tych instrumentów, jak np. mezzanine, może wiązać się ze wsparciem w zakresie zarządzania;
- opłaty za wykorzystanie hybrydowych instrumentów, po ich dostosowaniu do obowiązujących przepisów prawnych, traktowane są tak jak odsetki od kredytu, tj. stanowią koszt uzyskania przychodu;
- instrumenty hybrydowe mogą być stosowane przez wszelkie rodzaje form prawnych działalności gospodarczej i ich rozmiary, aczkolwiek najlepiej nadają się do stosowania w średniej klasie przedsiębiorstw;
- elastyczne ustalenie warunków spłaty zadłużenia hybrydowego umożliwia optymalizację kosztów kapitału i *cash flows*. Finansowanie hybrydowe zasadniczo jest droższe od „czystego” kredytu ze względu na większe ryzyko inwestora. Jeśli jednak rynkowe stopy procentowe spadną poniżej wynikających z umowy o finansowaniu hybrydowym, to firma może ją wypowiedzieć i taniej finansować się na rynku, jeśli oczywiście taka możliwość została w niej zawarta. Ponadto w okresie dekonstrukcji firma nie ponosi opłat zależnych od zysku;
- z praktyki wynika, że hybrydowymi instrumentami finansują się raczej silne firmy. Stanowi to sygnał dla inwestorów o aktualnej ich sytuacji, przez co zmniejszona zostaje asymetria informacyjna, co może skutkować obniżeniem premii za ryzyko.

Finansowanie hybrydowe ma także wiele wad, których świadomość może przedsiębiorcy pozwolić je wyeliminować przez stosowne zapisy w umowie z inwestorem [Stritz 2007, s. 47-48]. Należą do nich:

- wspomniane już wyższe koszty w porównaniu z klasycznym finansowaniem kredytem bankowym;
- wysokie wymagania inwestorów dotyczące kondycji przedsiębiorstwa i perspektyw osiągnięcia odpowiednich zysków;
- trudności w pozyskaniu tej formy finansowania przez słabsze firmy;
- ze względu na brak zabezpieczenia i niższą rangę tego rodzaju kredytu inwestorzy żądają bardzo dokładnej i kosztownej analizy sytuacji firmy przed podjęciem decyzji o finansowaniu;
- pomimo że kapitał hybrydowy traktowany jest w świetle przepisów finansowych jako kapitał własny, to jednak w przeciwieństwie do niego jest użyczany na ograniczony okres, zwykle od 3 do 10 lat, tzn. przedsiębiorca w chwili pożyczania jest konfrontowany z problemem, w jaki sposób ponieść jego koszty i jak go zwrócić.

Enumeracja zalet i wad kapitału hybrydowego wydaje się wskazywać, że te pierwsze mają przewagę nad drugimi. Ta forma finansowania znacznie rozszerza

zakres dostępnych instrumentów, stwarzając większe możliwości wyboru dla firmy. Relacje przedsiębiorca–inwestor mogą być bardziej elastycznie kształtowane i godzić sprzeczne ich interesy przez zapewnienie obustronnych korzyści i bardziej proporcjonalny podział ryzyka.

11. Zakończenie

Instrumenty hybrydowe, tak jak wiele innych form finansowania, po raz pierwszy pojawiły się na rynku amerykańskim. Są one względnie nowym sposobem finansowania, ponieważ ich początki przypadają na lata 80. XX wieku. Ich powstanie stanowiło odpowiedź na ograniczenia, które reprezentowało „czyste” finansowanie kredytem bankowym, i próbę ich usunięcia. Znaczenie ich wzrosło po kryzysie 2008-2009, kiedy to banki znacznie zaostrzyły kryteria kredytowania zgodnie z zaleceniami Basel III, a ponadto ich znajomość upowszechniła się wśród przedsiębiorców. Łączą one w sobie wiele cech, które sprawiają, że są korzystne zarówno dla firm, jak i inwestorów. Największe korzyści dla przedsiębiorców polegają na tym, że mogą one być dopasowane do indywidualnych ich preferencji, zwiększać ich kapitał własny, a przez to podnosić ich rating, przynosić korzyści podatkowe i bardziej proporcjonalnie dzielić ryzyko z inwestorami. Z kolei dla banków, funduszy inwestycyjnych i innych instytucji finansowania emisja instrumentów hybrydowych zwiększa rozmiary wykorzystania posiadanych zasobów pieniężnych i umożliwia osiągnięcie większego zysku aniżeli ze zwykłych kredytów. Sprzyja temu obserwowana ich skłonność do bardziej ryzykownych przedsięwzięć przynoszących wyższą stopę zwrotu w warunkach drastycznego spadku oprocentowania kredytów i obligacji – przejściowo nawet do ujemnego poziomu.

Ich wadą jest ograniczenie ich możliwości wykorzystania w przeważającej mierze do segmentu średnich firm o dobrych perspektywach i względnie wysoki koszt w porównaniu ze zwykłym kredytowaniem. Generalnie jednak tę innowację finansową należy ocenić pozytywnie jako środek w większym lub mniejszym stopniu, w zależności od rozwoju rynku finansowego danego kraju, zmniejszający lukę finansową na rynku małych, a szczególnie średnich przedsiębiorstw. Stanowią one ważny alternatywny sposób ich finansowania. Ich znaczenie wraz z poprawą koniunktury po globalnym kryzysie finansowym znacznie wzrosło. Stają się one coraz bardziej znane i popularne wśród MŚP i są wspierane przez rządy krajów i organizacje międzynarodowe, co pozwala prognozować dalszy ich wzrost, zwłaszcza na *emerging markets*, gdzie ciągle są *in statu nascendi*.

Literatura

- Alternative Financing Instruments for SMES and Entrepreneurs: the Casse of Mezzanine Finance*. Final Raport, OECD 2013.
- Goley R., 2016, *Selected determinants of mezzanine financing in Poland*, Journal of Entrepreneurship, Management and Innovation, vol. 12, issue 3.
- https://pl.wikipedia.org/wiki/Sektor_ma.../dostęp 29.12.2017.
- <https://stats.oecd.org.glossary/detail...>/dostęp 11.01.2018.
- <https://translate.googleusercontent.com/translate...>/dostęp 8.01.2018.
- https://www.mezzanine-vergleich.de/info_vergabeprozess.php/dostęp 20.01.2018.
- New Approaches to SME and Entrepreneurship Financing: *Broadening the Range of Instruments*, 2015, OECD, Paris.
- Nijs L., 2014, *Mezzanine Financing. Tools, Applications and Total Performance*, Wiley, Chichester.
- Paikowski W., Kaczmarczyk J., 2008, *Hybridcapital. Eine Marktübersicht*. Discussion Paper No 08-003. Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung GmbH.
- Round Table between Bankers and SMEs, *Mezzanine Finance*, Financial Report European Commission, 2006-2007, Brussels.
- Silbernagel C., Vaitkunas D., 2016, *Mezzanine Finance*, White Paper, NYU Stern School of Business, Vancouver.
- Stritz B., *Hybride Finanzierungsformen als Finanzierungsinstrumente mittelständischer Unternehmen*, Wismarer Discussions – papiere, Heft 04.2007.
- Vasilescu L.G., 2010, *Financing gap for SMEs ad the mezzanine Capital*, Ekonomska istraživanja, vol. 23, no. 3.