

Hybrydowe źródła finansowania działalności rozwojowej przedsiębiorstwa – studium przypadku

Elżbieta Wrońska-Bukalska*

Streszczenie: Celem niniejszego opracowania jest prezentacja sposobu wykorzystania hybrydowych instrumentów w finansowaniu działalności przedsiębiorstwa. Dla potrzeb realizacji tak postawionego celu sformułowana została hipoteza badawcza stwierdzająca, że dobór instrumentu finansowania do sytuacji finansowej podmiotu wspiera realizację strategii rozwojowej. Dla potrzeb weryfikacji hipotezy badawczej przyjęto metodę studium przypadku.

W wyniku przeprowadzonej analizy stwierdzono, że realizacja strategii wymaga doboru odpowiednich źródeł finansowania, co ma szczególne znaczenie w okresie spowolnienia gospodarczego.

Wartością artykułu jest nie tylko wskazanie możliwości wykorzystania hybrydowych źródeł finansowania, ale też prezentacja praktycznej ich aplikacji. W literaturze bowiem dość często spotyka się analizę ograniczoną do kwestii teoretycznych bez wskazania aspektu i kontekstu praktycznego.

Słowa kluczowe: hybrydowe instrumenty finansowania, mezzanine capital, pożyczka właścicieli

Wprowadzenie

Szybki rozwój rynku finansowego znajduje w szczególności wyraz w coraz większym zróżnicowaniu instrumentów finansowania działalności przedsiębiorstw. Zmiany te umożliwiają dopasowanie specyfiki instrumentu do sytuacji przedsiębiorstwa oraz oczekiwań i możliwości kapitałodawców (okresu zaangażowania kapitału, kontroli nad zaangażowanym kapitałem, możliwości osiągnięcia dochodu z zaangażowanego kapitału, warunków jego wycofania) (Węclawski 2006a: 139).

Celem artykułu jest prezentacja sposobu wykorzystania hybrydowych instrumentów w finansowaniu działalności przedsiębiorstwa. Dla potrzeb realizacji tak postawionego celu sformułowana została hipoteza badawcza stwierdzająca, że dobór instrumentu finansowania do sytuacji finansowej podmiotu wspiera realizację strategii rozwojowej. Dla potrzeb weryfikacji hipotezy badawczej przyjęto metodę studium przypadku.

* dr Elżbieta Wrońska-Bukalska, UMCS w Lublinie, Wydział Ekonomiczny, Instytut Ekonomii i Finansów, Zakład Finansów Podmiotów Gospodarczych.

1. Istota i znaczenie hybrydowych źródeł finansowania działalności przedsiębiorstw

Hybrydowe instrumenty finansowania (*mezzanine capital*) obejmują obszerną paletę produktów finansowych o różnych właściwościach (Mikołajczyk 2012; Łukasik 2011: 120). Stanowią one pomost między dwoma głównymi rodzajami finansowania – kapitałem własnym i obcym. Hybrydowe formy zawierają cechy długu i kapitału własnego. Dzięki takiej konstrukcji są w stanie sprostać niedoborom finansowym, które nie mogą zostać uzupełnione przez tradycyjne formy finansowania. Z tego względu zacierają się różnice między kapitałem własnym i obcym (Allen 1989) i trudniejsze stają się zagadnienia kształtowania optymalnej struktury kapitału (Myers 1989). Ze względu na cechy kapitału *mezzanine*, jest on dla pozyskującego go przedsiębiorstwa droższy niż kapitał obcy, ale tańszy niż kapitał własny. Jednocześnie generuje mniejsze ryzyko niż gdyby firma korzystała z kapitałów obcych (Grzywacz 2012: 53).

Ważne jest dostosowanie i dobór rodzaju hybrydowego instrumentu finansowania w powiązaniu z etapem rozwoju przedsiębiorstwa. Przedsiębiorstwa w ramach cyklu swojego rozwoju przechodzą takie etapy, gdy ryzyko związane z działalnością ogranicza lub uniemożliwia pozyskanie kapitału obcego, względnie własnego w drodze emisji akcji. Hybrydowe instrumenty finansowania stają się alternatywnym źródłem pozyskania, gdy przedsiębiorstwo nie może wykazać się zdolnością kredytową bądź emisyjną ze względu na wysokość generowanych nadwyżek pieniężnych z działalności operacyjnej czy stopień innowacyjności realizowanego przedsięwzięcia (Węclawski 2006a: 141; Łukasik 2011: 121). Uważa się, że uwzględniając poszczególne etapy cyklu życia firmy, *mezzanine capital* wykorzystywany może być raczej w fazie rozwoju bądź restrukturyzacji (Węclawski 2006b; Panfil 2008).

Instrumenty hybrydowe mogą przyjmować różne formy (Węclawski 2006a: 143; Łukasik 2011: 123; Grzywacz 2012: 56; Mioduchowska-Jaroszewicz 2011): dług zamienny na akcje, dług łączony z warrantem, akcje uprzywilejowane, ciche udziały. Kapitał *mezzanine* może przejawiać silniejsze cechy kapitału własnego (*equity mezzanine*) lub obcego (*debt mezzanine*) (Grzywacz 2012: 51).

Equity mezzanine (np. akcje uprzywilejowane) nazwane bywają także *junior mezzanine* lub *sweet equity*, posiadają w przewadze cechy kapitału własnego. Wyposażone są one w prawa kontrolne lub współdecydowania w spółce. Ponadto inwestor ponosi ryzyko działalności poprzez uczestnictwo w zyskach i stratach oraz we wzroście wartości przedsiębiorstwa. Kapitał *equity mezzanine* powinien być stosowany przez szybko rozwijające się przedsiębiorstwa o stosunkowo niskich, w porównaniu z posiadanymi przez nie możliwościami wzrostu, bieżących przepływach pieniężnych z działalności operacyjnej, niewystarczających na pokrywanie wysokich bieżących kosztów związanych z obsługą długu. Przedsiębiorstwu w fazie szybkiego wzrostu jest więc potrzebny instrument finansowy pozwalający na utrzymanie jak najwyższej płynności przez stosunkowo niskie, bieżące oprocentowanie

oraz dający możliwość spłaty pożyczonej sumy wraz z większością wynagrodzenia dla kapitałodawcy (skumulowane odsetki, *equity-kicker*) w jak najpóźniejszej fazie inwestycji.

Natomiast *debt mezzanine* (np. obligacja zamienna na akcję) może być nazywana *senior mezzanine* lub *smart loan*. Ten rodzaj hybrydowych instrumentów charakteryzuje się cechami, które czynią go szczególnie atrakcyjnym instrumentem finansowym dla rozwiniętych przedsiębiorstw o wysokich bieżących przepływach finansowych z działalności operacyjnej, dzięki czemu firmy takie mają wystarczające środki na obsługę wyższych bieżących odsetek. Warunki takie spełniają firmy znajdujące się w fazie wzrostu bądź dojrzałe, ale wymagające przeprowadzenia restrukturyzacji.

2. Pożyczka właścicieli jako hybrydowe źródło finansowania

Istotnym elementem kapitałów hybrydowych jest pożyczka udzielona przedsiębiorstwu przez właścicieli (element *debt mezzanine*) (Grzywacz 2012: 63). Zaletą tego instrumentu jest to, że przedsiębiorstwo, które ze względu na zbyt wysoki stopień zadłużenia, nie może zaciągnąć dodatkowego długu, uzyskuje potrzebne środki bez konieczności rozszerzania kręgu inwestorów zaliczanych do właścicieli. Z drugiej strony, firma uzyskuje korzyści podatkowe ze względu na klasyfikowanie pożyczki właściciela jako kapitału obcego¹. Pożyczka taka może mieć wbudowaną opcję zamiany jej na akcje już w momencie zaciągania (konwersja zadłużenia na akcje, *Debt Equity Swap*) (Węclawski 2010). Ewentualnie sposób spłaty pożyczki (płatność w gotówce lub w akcjach firmy) może być ustalony w momencie jej spłaty. To drugie rozwiązanie daje podmiotowi gospodarczemu i inwestorom większą elastyczność. W przypadku przyszłego niepowodzenia przedsięwzięcia rozwojowego inwestorzy mogą woleć uzyskać spłatę pożyczki w gotówce, natomiast w przypadku sukcesu w realizacji projektu mogą wybrać zamianę pożyczki na akcje. Szczególną cechą tego rodzaju hybrydowych źródeł finansowania może być więc (Łukasik 2011: 128):

- zapewnienie zwrotu kapitału i rynkowego dochodu od zaangażowanego kapitału w sytuacji, gdy nie sprawdzi się optymistyczny przewidywany scenariusz rozwoju realizacji inwestycji (bieżąco wypłacane odsetki i spłata kapitału),
- dodatkowy zysk, gdy spełnią się założenia przyjętych scenariuszy rozwoju (ewentualna zamiana na akcje).

Takie rozwiązanie pozwala zabezpieczyć inwestorów przed spadkiem wartości aktywów poniżej założonego poziomu. Dla inwestora posiadanie tego rodzaju instrumentu jest szansą przyjęcia bezpiecznej pozycji na rynku finansowym, szczególnie wobec trudności w ocenie ryzyka inwestycyjnego i pewności co do rozwoju sytuacji rynkowej. Instrumenty hybrydowe są często wykorzystywane w celu ochrony przed utratą kontroli nad przedsiębiorstwem ze strony dotychczasowych właścicieli, którzy realizując innowacyjne projekty, mogą mieć obawy przed przejściem korzyści przez nowych właścicieli.

¹ Pamiętaj jednak należy o zjawisku tzw. cienie kapitalizacji.

Dla emitenta, ale też dla dotychczasowych akcjonariuszy, wykorzystanie własnych źródeł finansowania stanowi ryzyko nie zawsze korzystnej zmiany struktury własnościowej i dzielenia się w przyszłości wolnymi przepływami pieniężnymi z szerszym gronem właścicieli. Ten rodzaj instrumentu hybrydowego jest często wykorzystywany w celu ochrony przed utratą kontroli nad przedsiębiorstwem ze strony dotychczasowych właścicieli, których firmy realizują innowacyjne projekty, a którzy to właściciele mogą mieć obawy przed przejęciem korzyści przez nowych właścicieli. Stwarzają jednak dodatkowe ryzyko nie tylko w rozumieniu podejmowania zbyt ryzykownych inwestycji, ale także nadmiernego zadłużania się przedsiębiorstwa.

Wybór tego instrumentu hybrydowego dotyczy etapu rozwoju przedsiębiorstwa, kiedy ograniczone jest szerokie pozyskanie kapitału zarówno obcego, jak i własnego. Pozwala on na przekroczenie klasycznych granic zadłużenia, pozwalając jednocześnie realizować wszystkie płatności z tym związane (odsetki) oraz uwzględnia przyszły *cash flow*. Inwestorom stwarza się równocześnie możliwość udziału we wzroście wartości przedsiębiorstwa. Instrumenty te pozwalają na ograniczenie luki kapitałowej w sytuacji trudności w pozyskaniu innych źródeł finansowania, co nie jest bez znaczenia dla innowacyjności przedsiębiorstw, szczególnie na etapach intensywnego rozwoju. Motywem emisji tego rodzaju instrumentu finansowego może być obawa przed rezygnacją z realizacji opłacalnych projektów inwestycyjnych w sytuacji niskiej rynkowej wyceny przedsiębiorstwa (Łukasik 2011).

Dla przedsiębiorstwa realizującego projekty inwestycyjne jest to możliwość elastycznej synchronizacji uzyskiwanych korzyści finansowych z wymaganymi wydatkami z tytułu obsługi kapitału (bieżąca obsługa długu z możliwością wykorzystania tarczy podatkowej oraz odroczenie w czasie spłaty kapitału).

Tego rodzaju kapitał *mezzanine* jest często zabezpieczony jedynie oceną przyszłej sytuacji finansowej przyszłych przepływów pieniężnych, wyznaczanych na podstawie perspektyw rozwojowych przedsiębiorstwa. Ten rodzaj instrumentu hybrydowego może być przeznaczony dla przedsiębiorstw (Łukasik 2011):

- posiadających relatywnie wysokie bieżące przepływy pieniężne pozwalające na obsługę zadłużenia;
- z dużymi perspektywami rozwoju, ale znacznym ryzykiem inwestycyjnym.

Poszukiwane w obszarze hybrydowych instrumentów, instrumenty tego typu mają na celu kompromisowe rozwiązanie między ujemnymi konsekwencjami wzrostu zadłużenia i podwyższania kapitału własnego ze zmianami struktury własnościowej i utratą kontroli dotychczasowych właścicieli a szansami pozyskania kapitału z wykorzystaniem rynku kapitałów własnościowych i wierzytelnościowych. Instrumenty te pozwalają inwestorom na elastyczne kształtowanie ich pozycji wobec emitenta w zależności od indywidualnej oceny ryzyka inwestycyjnego.

Prezentowany w niniejszym artykule przypadek stanowi prezentację możliwości zastosowania hybrydowych źródeł finansowania (pożyczka właścicieli) w okresie realizacji projektu rozwojowego.

3. Charakterystyka sytuacji analizowanego podmiotu gospodarczego

Analizowany podmiot gospodarczy działa od lat 50. Do szczególnych dat funkcjonowania Firmy w nowych uwarunkowaniach gospodarczych zaliczyć można rok 2001 – powstanie spółki zawiązanej przez pracowników przedsiębiorstwa, a także podpisanie umowy tzw. leasingu pracowniczego do 2011 roku. Oznaczało to, że w kolejnych latach funkcjonowania Spółka została obciążona koniecznością spłaty 2 mln kapitału rocznie oraz opłatami dodatkowymi za możliwość korzystania z przedsiębiorstwa.

W kolejnych latach Przedsiębiorstwo osiągało przychody ze sprzedaży pozwalające pokryć zarówno koszty operacyjne, jak i opłaty z tytułu korzystania z majątku Skarbu Państwa oraz generować zysk netto. Zysk ten był wystarczający do finansowania działań inwestycyjnych oraz spłaty wartości przedsiębiorstwa na rzecz Skarbu Państwa. Spółka posiadała zadowalającą płynność, dodatnie przepływy z działalności operacyjnej oraz niewielką, ale zadowalającą rentowność. Spółka nie korzystała z kredytów i pożyczek. Realizowana strategia była strategią bezpieczną, nastawioną w większym stopniu na zapewnienie Spółce płynności i bezpieczeństwa bieżącego funkcjonowania niż na maksymalizowanie rentowności i jej intensywnego dalszego rozwoju.

Wyjątkowym i krytycznym rokiem był jednak rok 2006, kiedy to przychody ze sprzedaży spadły o 12% przy zachowaniu kosztów na niezmiennym poziomie. Doprowadziło to do wygenerowania straty, ale bez utraty płynności. W roku 2007 właściciele-pracownicy podjęli decyzję o zbyciu posiadanych przez siebie udziałów na rzecz strategicznego inwestora branżowego. W efekcie rozmów, w 2008 roku wybrano grupę inwestorów powiązanych z rynkiem hurtowym obrotu produktami Spółki i nastąpiło zbycie udziałów przez udziałowców-pracowników na rzecz jednego udziałowca – zawiązanej w tym celu przez grupę osób fizycznych powiązanych z rynkiem hurtowym spółki celowej. Spółka celowa stała się bezpośrednim większościowym udziałowcem opisywanego podmiotu, a jej udziałowcy właścicielami pośrednimi.

Zakup udziałów od dotychczasowych udziałowców odbył się przez zawiązaną spółkę celową, która pozyskała środki pieniężne na sfinansowanie transakcji w postaci pożyczek od swoich udziałowców (osób fizycznych-właścicieli pośrednich). Następnie analizowana Spółka pozyskała kredyt bankowy (o wartości 18 mln zł), i środki te udostępniła jako pożyczkę spółce celowej – swojemu właścicielowi. Środki pozyskane pierwotnie w postaci pożyczek przez spółkę celową od jej właścicieli zostały im zwrócone. Nastąpiło więc pozyskanie kontroli nad Spółką bez istotnego zaangażowania kapitałowego ze strony właścicieli spółki celowej oraz samej spółki celowej.

Niezależnie od negatywnych sygnałów płynących z historii funkcjonowania Spółki, ale też bieżących sygnałów pogorszenia się sytuacji rynkowej (kryzys finansowy lat 2007–2008), Spółka rozpoczęła szeroko zakrojone działania inwestycyjne w posiadany majątek. Nastąpiła zmiana strategii działania z dotychczasowej bezpiecznej na strategię nastawioną na dynamiczne zwiększanie przychodów ze sprzedaży i zysków kosztem płynności finansowej. W efekcie agresywnej strategii, w okresie spowolnienia gospodarczego nastąpił niewielki przyrost przychodów ze sprzedaży i jednocześnie wzrost kosztów, spadek rentowności, wzrost zapasów i należności, pogorszenie sytuacji w zakresie płynności. Dodatkowo, intensywne działania inwestycyjne oraz dodatkowe zadłużenie firmy pogorszyły tylko sytuację finansową podmiotu i jej pozycję negocjacyjną zarówno w relacjach z instytucjami finansowymi, jak i kontrahentami.

Spółka, ratując pogarszającą się sytuację finansową, dokonała w 2010 roku sprzedaży na rzecz właścicieli pośrednich i powiązanych z nimi spółek wybranych maszyn i urządzeń na łączną wartość blisko 6 mln zł, następnie korzystając z tych maszyn na podstawie umów dzierżawy. Zamiarem takiej transakcji było pozyskanie środków pieniężnych, które zostały przeznaczone na poprawę płynności finansowej Spółki. Jednocześnie prowadziło to do zwiększenia obciążeń finansowych funkcjonowania Spółki (czynsz dzierżawny w skali roku wyniósł 2 mln zł).

Wybrane efekty finansowe bieżących działań Spółki w okresie 2006–2012 prezentuje tabela 1.

Tabela 1

Wybrane dane finansowe Spółki w okresie 2006–2012

Wyszczególnienie	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Płynność bieżąca	10,1	8,0	2,8	1,1	1,0	1,1	1,9
Przychody ze sprzedaży netto (tys zł)	20 999	24 484	30 182	32 275	33 624	37 860	34 022
ROS (%)	-1,3	6,2	15,3	4,9	7,6	0,4	-15,6
ROE (%)	-3,7	16,5	34,2	12,4	18,1	1,9	-11,9
Relacja inwestycji do amortyzacji (%)	63,0	101,0	133,0	523,0	250,0	369,0	165,0
Przepływy pieniężne z działalności operacyjnej (tys. zł)	1 906	3 236	5 261	4 043	-1 294	-6 405	-2 404

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych Spółki.

4. Finansowanie działań rozwojowych Spółki

Niezależnie od sytuacji finansowej Spółki oraz gospodarczej całego kraju, nowy Zarząd Spółki podjął w 2009 roku decyzję o rozwoju działalności gospodarczej. Te działania wiążą się z rozpoczęciem produkcji nowych produktów. Realizacja przedsięwzięcia wymaga wieloletnich nakładów w aktywa trwałe i obrotowe na łączną szacunkową wartość 300 mln zł,

miała umożliwić Spółce osiągnięcie przychodów rzędu kilkuset milionów rocznie, a rentowność netto przedsięwzięcia miała być kilkunastoprocentowa.

W pierwszej kolejności, w 2009 roku, Spółka zakupiła grunt, budynki i budowle. Nabyty majątek został w 2010 roku sprzedany firmie leasingowej i przejęty ponownie przez Spółkę w ramach leasingu zwrotnego. Raty leasingowe tych aktywów sięgają rocznie 1,5 mln zł. Spółka dodatkowo ponosi również bieżące koszty utrzymania (ochrona, energia, woda, gaz, podatek od nieruchomości, ubezpieczenie – łącznie ok. 500 tys. zł rocznie). Do dzisiaj nabyte wówczas składniki majątku nie są wykorzystywane. Źródłem finansowania płatności leasingowych oraz kosztów utrzymania są operacyjne przepływy pieniężne z działalności bieżącej.

W celu realizacji kolejnego etapu, nabycia surowca w ilości niezbędnej do wytworzenia pierwszej partii produktów, Spółka w 2011 roku dokonała podwyższenia kapitału w drodze emisji prywatnej o kwotę ponad 30 mln zł (według wartości emisyjnej). Emisja nowych akcji została objęta przez fundusz inwestycyjny. Podwyższenie kapitału nastąpiło przy zachowaniu pakietu kontrolnego (80% kapitału akcyjnego) przez spółkę celową oraz właścicieli pośrednich, którzy nabyli akcje Spółki w 2008 roku. Kwota pozyskana z podwyższenia kapitału była wystarczająca wyłącznie do sfinansowania nabycia surowca.

Spółka, ze względu na trudną jej sytuację oraz wysokie już aktualne zadłużenie, ma ograniczone możliwości pozyskania dodatkowych kredytów na finansowanie dalszych działań (zakup licencji, maszyn, urządzeń). Zwrócić też należy uwagę na coraz wyższe standardy oceny stosowane przez banki, co także utrudnia Spółce dostęp do kapitałów wierzycielskich (Karaś 2011: 167). Kolejne podwyższenie kapitału podstawowego w drodze emisji nowych akcji pociągać będzie za sobą rozwodnienie kontroli nad Spółką, na co nie chcą się zgodzić dotychczasowi akcjonariusze.

Oprócz podwyższenia kapitału własnego w 2011 roku o kwotę 30 mln zł (pojawienie się inwestora mniejszościowego) oraz sprzedaży majątku w 2010 roku na wartość 6 mln zł na rzecz właścicieli pośrednich, dodatkowo rozwój Spółki był finansowany pożyczkami osób fizycznych (właścicieli pośrednich). W 2010 roku Spółka pozyskała z tego tytułu 2 mln zł, a w 2012 kolejne 7 mln zł. Pożyczki te zostały oprocentowane zmienną stopą procentową na warunkach rynkowych², wymagają jednak bieżącej spłaty odsetek. Spłata kapitału została zawieszona na kilka lat. Odsetki stanowią jednak bieżące obciążenie finansowe prowadzonej działalności gospodarczej.

Warto podkreślić, że udziałowcy, którzy pojawili się w Spółce w 2008 roku, nie byli zainteresowani kapitałowym zaangażowaniem w jej funkcjonowanie. Nabycie udziałów w Spółce zostało sfinansowane z kredytu zaciągniętego właśnie przez Spółkę. W 2010 roku woleli odkupić od Spółki maszyny i urządzenia, a następnie oddać je Spółce w dzierżawę i czerpać bieżące dochody w postaci czynszu dzierżawnego niż podwyższyć kapitał

² Kwestia cen transferowych, czyli cen stosowanych w transakcjach pomiędzy podmiotami powiązаныmi. Powinny one być jednak ustalane w taki sposób, jak w rozliczeniach pomiędzy przedsiębiorstwami niezależnymi, czyli według cen rynkowych.

zakładowy i wnieść środki pieniężne. Podobnie w przypadku pożyczek udzielonych Spółce, oczekiwali natychmiastowych i bieżących korzyści w postaci odsetek. Stosując ten dłużny instrument (pożyczki właścicieli) osiągają oni korzyści, zanim przedsiębiorstwo osiągnęło korzyści z wdrażanego innowacyjnego projektu.

Działania podejmowane przez właścicieli spółki wydają się jednak nie uwzględniać jej interesu, a wyłącznie interes osobisty właścicieli. Dla zachowania swojego wpływu jako właścicieli (pozyskanego bez zaangażowania kapitałowego), nie chcąc dopuścić innych udziałowców, obciążyli spółkę koniecznością obsługi coraz większych zobowiązań (kredyt, dzierżawa, pożyczki).

Powyższe zachowania mają szczególne znaczenie dla Spółki, bowiem działania rozwojowe realizowane przez analizowany Podmiot są podejmowane w okresie spowolnienia gospodarczego. Skutkiem wyżej opisanych zachowań właścicieli w stosunku do Przedsiębiorstwa jest wyraźne pogorszenie bieżących wyników finansowych oraz opóźnienie realizacji projektu rozwojowego. Prowadzi to również do pogorszenia zdolności i wiarygodności kredytowej, co znowu utrudnia dostęp do źródeł finansowania i prowadzi do dalszych opóźnień we wdrożeniu projektu rozwojowego.

W końcu roku 2012 Spółka znalazła się w sytuacji patowej. Nie mogła się już wycofać z realizacji projektu, nie miała też możliwości pozyskania dodatkowego kapitału obcego, a na zwiększenie kapitału własnego nie wyrażali zgody dotychczasowi właściciele.

Uwagi końcowe

Dla wykorzystania pożyczki właścicieli (*debt mezzanine*) konieczne jest jednocześnie spełnienie dwóch warunków: potrzeba realizacji innowacyjnego projektu rozwojowego oraz posiadanie wystarczających nadwyżek operacyjnych do obsługi zadłużenia. W analizowanym przypadku został spełniony tylko jeden warunek – możliwość realizacji innowacyjnego projektu. Spółka generowała jednak ujemne bieżące nadwyżki operacyjne, co ograniczało możliwości obsługi zadłużenia, a jednocześnie dodatkowe zadłużenie pogarszało sytuację finansową podmiotu. Można więc jednoznacznie stwierdzić, że omawiany instrument hybrydowy (pożyczka właścicieli z grupy *debt mezzanine*) nie został dostosowany do sytuacji finansowej analizowanego podmiotu, przez co ograniczał i opóźniał realizację założonej strategii rozwoju.

Warto podkreślić, że Spółka pod koniec 2013 roku pozyskała 12 mln zł kredytu, jednak jednym z warunków udzielenia tego kredytu była konieczność dokapitalizowania Spółki (w drodze podwyższenia kapitału) taką samą kwotą przez właścicieli.

Literatura

- Allen F. (1989), *The Changing Nature of Debt and Equity: A Financial Perspective*, w: *Are the Distinction Between Debt and Equity Disappearing*, red. R.W. Kopcke, E.S. Rosengren, Federal Reserve Bank, Boston.
- Grzywacz J. (2012), *Kapitał w przedsiębiorstwie i jego struktura*, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa.
- Karaś P. (2011), *Dostępność kredytu dla przedsiębiorstw w czasie kryzysu finansowego*, w: *Zarządzanie finansami firm – teoria i praktyka*, red. B. Bernaś, A. Kopiński, Wyd. Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu, Wrocław.
- Lukasik G. (2011), *Rola hybrydowych instrumentów finansowych w strategii finansowania rozwoju przedsiębiorstwa*, „Problemy Zarządzania”, vol 9, nr 34, t. 2.
- Mikołajczyk B. (2012), *Finansowanie mezzanine europejskich MSP*, „Annales UMCS Sectio H Oeconomia”, vol. XLVI, Lublin.
- Mioduchowska-Jaroszewicz E. (2011), *Źródła finansowania działalności w grupie kapitałowej*, „Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania” nr 21, Szczecin.
- Myers S.C. (1989), *Still Searching for Optimal Capital Structure*, w: *Are the Distinction Between Debt and Equity Disappearing*, red. R.W. Kopcke, E.S. Rosengren, Federal Reserve Bank, Boston.
- Panfil M. (2008), *Finansowanie rozwoju przedsiębiorstwa. Studia przypadków*, Difin, Warszawa.
- Węclawski J. (2006a), *Hybrydowe instrumenty finansowania przedsiębiorstw*, w: *Finanse przedsiębiorstwa*, red. P. Karpuś, Uniwersytet Marii Curie-Skłodowskiej, Lublin.
- Węclawski J. (2006b), *Wykorzystanie mezzanine capital do pokonywania luki kapitałowej*, w: *Zarządzanie finansami firm-teoria i praktyka*, red. W. Pluta, Prace Naukowe AE we Wrocławiu nr 1109, Wrocław.
- Węclawski J. (2010), *Debt Equity Swap i Debt Buy Backs jako instrumenty restrukturyzacji finansowej przedsiębiorstwa*, „Annales UMCS Sectio H: Oeconomia”, vol. XLIV, t. 2, Lublin.

HYBRID INSTRUMENTS IN FUNDING COMPANY DEVELOPMENT – CASE STUDY

Abstract: The purpose of this article is to present the way the hybrid instruments are used while funding the company. The hypothesis states that the right choice of hybrid instrument supports strategy. The methodology covers case study.

As a result I found out that implementation of strategy requires adapting proper financing instruments (including hybrid instruments).

The originality of this article lies in its practical aspect. Most of literature covering this issue tackles it only in theoretical aspects.

Keywords: hybrid instruments, mezzanine capital, owner's loan

Cytowanie

- Wrońska-Bukalska E. (2014), *Hybrydowe źródła finansowania działalności rozwojowej przedsiębiorstwa – studium przypadku*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 802, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” nr 65, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin, s. 843–851; www.wneiz.pl/frfu.

