

## Wartość przedsiębiorstwa w kontekście finansowania w formie mezzanine

Zbigniew Kuryłek\*

**Streszczenie:** Artykuł koncentruje się na sposobach oddziaływania w przedsiębiorstwie, mających na celu wzrost jego wartości. W głównej mierze dotyczy zwiększenia udziału rynkowego, możliwości dywersyfikacji prowadzonej działalności. Ponadto, podkreślono rolę finansowania w dążeniu do wzrostu przedsiębiorstwa. Dlatego skupiono się na finansowaniu wzrostu poprzez zastosowanie mezzanine. Głównym elementem ograniczającym inwestycje, fuzje i przejęcia czy też wzrost sprzedaży, jest brak dostępu do elastycznego finansowania. Dlatego tak ważne jest wykorzystanie instrumentów finansowych, a zwłaszcza mezzanine. Struktura tego instrumentu pozwala na elastyczne dokonywanie spłaty. W związku z tym kadra zarządzająca skupia się na prowadzeniu działalności biznesowej czy też organicznej. Istotą jest zatem przedstawienie struktury finansowania mezzanine i jego wpływu na rozwój prowadzonej działalności, które w konsekwencji może prowadzić do wzrostu wartości przedsiębiorstwa.

**Słowa kluczowe:** wartość przedsiębiorstwa, finansowanie mezzanine, wykupy lewarowane, LBO

### Wprowadzenie

Postęp i dążenie do szybkiego rozwoju przedsiębiorstw powoduje powstanie nowych instrumentów finansowych i ma wpływ na zmianę postrzegania ścieżek ekspansji. Mianowicie można dążyć do oddziaływania na wartość firmy poprzez dokonywanie fuzji i przejęć, stosując metodę lewarowania. W związku z tym, istotne jest stosowanie finansowania dostosowanego do zmieniającej się dynamicznie inżynierii finansowej wykorzystywanej w przedsiębiorstwach. W takim przypadku istotne jest zastosowanie finansowania mezzanine.

Celem artykułu jest przedstawienie powiązania pomiędzy wartością przedsiębiorstwa a finansowaniem w postaci mezzanine, wykazanie zależności mającej na celu wykorzystanie nowych instrumentów w celu poszerzenia i dywersyfikacji działalności.

---

\* mgr Zbigniew Kuryłek, Wyższa Szkoła Bankowa we Wrocławiu, ul. Fabryczna 29-31, 53-609 Wrocław, e-mail: zbigniew.kurylek@gmail.com.

## 1. Wartość przedsiębiorstwa

W dzisiejszym, szybko zmieniającym się otoczeniu jednym z istotnych elementów jest umiejętność oszacowania wartości przedsiębiorstwa i zdolność jej podnoszenia. Elementem istotnym jest wykorzystanie dostępnych instrumentów finansowych dogodnych w określonym momencie dla spółki, pozyskanie finansowania, dokonanie inwestycji i w ten sposób wpływanie na wartość spółki.

Wartość firmy należy rozpatrywać wielowymiarowo i uwzględnić nośniki wartości. Zaliczyć do nich można:

- wielkość sprzedaży – jeśli tendencja będzie wzrostowa, będzie miało to odzwierciedlenie w wartości firmy,
- koszty i podatki – należy je optymalizować, aby kontynuować płynną działalność firmy,
- CAPEX – nakłady na długoterminowy majątek przedsiębiorstwa,
- kapitał pracujący – środki w głównej mierze związane z zapasami i należnościami,
- struktura finansowania – dobór źródeł finansowania, koszt finansowania czy też dostępność,
- stopa procentowa – stopy banku centralnego informujące o koszcie pozyskania kapitału, jak również koszt długu,
- ryzyko firmy – ocena nadana przez bank, przy kooperacji biznesowej lub przez agencję ratingową,
- ryzyko rynkowe – kształtowanie wartości firmy uzależnione może być od sytuacji makroekonomicznej, sytuacji w danej branży.

Zwiększanie przychodów netto jest związane ze zwiększaniem kapitałów, aby osiągnąć wyższy, szybszy poziom rozwoju. Ograniczenie finansowania może wiązać się z mniejszym wykorzystaniem potencjalnej szansy na wzrost wartości. Decyzje dotyczące strategii wzrostu powinny skupiać się na prognozowanych, przyszłych przepływach pieniężnych i przychodach netto, które będą generowane. Na tej podstawie można ocenić strategię działania w kolejnych latach. W przyszłych okresach istotne jest, aby oceniać wzrost wartości. Do tego potrzebna jest analiza wyników księgowych. Szybkość kształtowania zmian wyników pozwala na ocenę i podjęcie działań długoterminowych dotyczących ekspansji. Tempo zmian ma kluczowy wpływ na wycenę przedsiębiorstw i w konsekwencji kształtowanie jej wartości. Chcąc ocenić wartość przedsiębiorstwa, należy wziąć pod uwagę elementy:

- jakościowe – uwzględniające oceny osób bądź ekspertów,
- ilościowe – dane fundamentalne odnoszące się do przeszłości bądź zakładane, które mogą wystąpić w przyszłości.

Skupiając się na wycenie przedsiębiorstwa, należy podkreślić, że zależy ona od metody, której się używa, dlatego ma charakter subiektywny. W tym miejscu wynikają pewne różnice, dlatego wartość podawana jest przeważnie w pewnym przedziale. Na tym szczeblu warto zastanowić się nad motywami, które kierują do przeprowadzenia wycen (Szczepankowski 2007: 188):

- kupno lub sprzedaż przedsiębiorstw – sprzedający dąży do uzyskania jak najwyższej, natomiast kupujący do jak najniższej ceny transakcyjnej,
- wycena spółek na rynku kapitałowym – porównanie wartości z aktualną ceną akcji na rynku, pomoc w odnajdywaniu spółek atrakcyjnych dla funduszy inwestycyjnych; porównywalność spółek z danej branży pozwala na określenie, które są niedowartościowane, a które przewartościowane,
- ustalenie wartości przedsiębiorstwa ze względu na ofertę publiczną – w celu określenia ceny za akcję podczas debiutu giełdowego konieczne jest odniesienie do wartości,
- systemy wynagradzania oparte na tworzeniu wartości, konieczne do tego jest dokonanie wyceny,
- wyselekcjonowanie za pomocą wyceny kluczowych elementów, mających znaczący wpływ na wartość,
- decyzje kluczowe – określane z uwzględnieniem metod wyceny i odniesieniem do wartości. Mogą także odnosić się do strategii wejścia na nowe rynki lub wiązać się ze zmniejszeniem bądź zwiększeniem działalności.

Dokonywanie przejęć, mające na celu w długim okresie wpływające na wartość przedsiębiorstwa, wiąże się z oszacowaniem korzyści, które wynikają z transakcji przez nabywającego oraz możliwościami biznesowymi i negocjacyjnymi podmiotu przejmowanego. Powodzenie akwizycji może zależeć od osiągniętego lub zamierzonego efektu synergii. Dzięki temu wzrastać mogą przepływy pieniężne, zmniejszają się koszty, polepsza się zarządzanie (jeśli wcześniej spółka nie była dobrze prowadzona). Istnieją zagrożenia związane z ofertami innych przedsiębiorstw zainteresowanych przejęciem lub także siłą strategii obronnej spółki przed przejęciem. Doświadczenia na świecie w przeprowadzaniu transakcji fuzji i przejęć wskazują, że udziałowcy firmy przejmowanej osiągają wysoką premię. Udziałowcy spółki przejmującej nie radzą sobie już tak dobrze. Wskazuje się, że rozpatrują oni możliwości spółki krótkoterminowo i z tego też względu mogą osiągać ujemną stopę zwrotu. Jednakże ci, którzy są zorientowani długoterminowo, również nie osiągają zdecydowanie wyższych stóp zwrotu. Wynika to z faktu koniecznej znajomości nie tylko sfery finansów, ale także otoczenia. Działania przed podjęciem fuzji bądź przejęcia powinny skupiać się na dokładnej analizie, przeważnie tworzonej w formie *due diligence* (Gaughan 2007: 583).

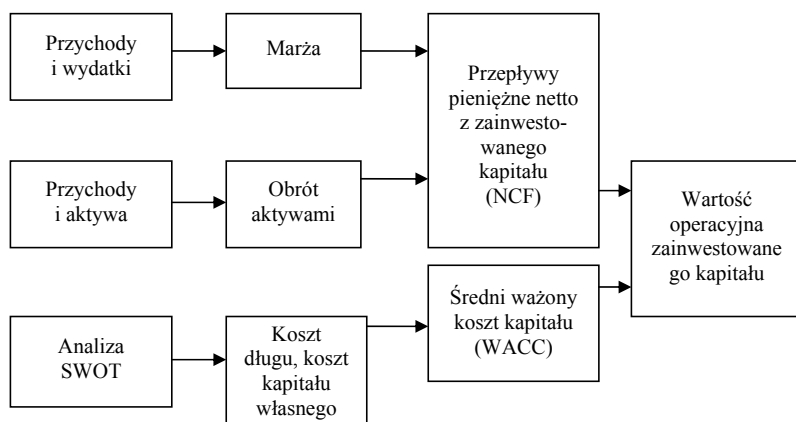
Uwzględniając wzrost wartości przedsiębiorstwa, nie można pominąć instrumentów, które zostały wprowadzone na świecie, aby przyspieszyć i osiągnąć większy przyrost wartości. W lewarowaniu transakcji wykorzystuje się te elementy po to, by zwiększyć zdolność kredytową. Jest ona zmienna w czasie i zależy przede wszystkim od sytuacji otoczenia, rozpatrywania ryzyka, zachowania indeksów giełdowych, rozwoju rynku transakcji wspomaganych długiem i spostrzeżenia nowych możliwości, jakimi niewątpliwie są szybszy rozwój, ale również wyższe ryzyko. Ważne są także warunki korzystania z takich instrumentów i poziom zabezpieczenia, czyli w jakiej kolejności spłaca się wierzyciela. Należy podkreślić, że zdolność kredytowa uległa w latach 1997–2007 zdecydowanemu wzrostowi. Zastosowanie nowych instrumentów spowodowało, że średni poziom zadłużenia wyliczany

na podstawie wielokrotności wskaźnika EBITDA w 2007 roku był najwyższy. Spowodowało to rozwój rynku lewarowanego i szybszą ekspansję poprzez wzrost wartości przedsiębiorstwa (Rizzi 2007: 15).

Rozważając wartość przedsiębiorstwa, należy uwzględnić oczekiwaną stopę zwrotu przez inwestorów, a właściwie trzy możliwości (Bruner 2005: 17):

- zniszczona wartość – jest związana z mniejszym niż oczekiwano przyrostem wartości w wyniku przejęcia. Innymi słowy, wartość zwrotu z podjętej inwestycji jest mniejsza niż oczekiwania inwestorów. Wiązać się też może z niewłaściwym zaplanowaniem transakcji,
- kreowanie wartości – podjęta inwestycja jest trafna i skutecznie zaplanowana. W związku z tym inwestycja przynosi stopę zwrotu wyższą niż zaplanowano. Wykorzystano właściwie elementy korzystnie oddziałujące na wartość, co znajduje odzwierciedlenie w pomyślności transakcji i zadowoleniu inwestorów,
- graniczna wartość – przynosi stopę zwrotu na poziomie takim, jak oczekiwania inwestorów. Pozwala uzyskać standardową, podobną do rynkowej bądź wcześniej założonej stopy zwrotu. Oznacza to, że akwizycja przebiegła pomyślnie, jednak nie pozwoliła na przyrost wartości wykraczający poza założone przed podjęciem inwestycji granice.

Wycena jest właściwie punktem centralnym, tym, czym sąd dla wszelkich aktów prawnych. Właściwie można powiązać proces fuzji i przejęć ze sztuką i finansami. Po pierwsze, sztuką jest ocena na podstawie racjonalnych przesłanek, prognoz czynników mających największy wpływ na wartość. Po drugie, należy rozpatrzyć kilka scenariuszy i wybrać najlepszy, który prowadzi do zwiększenia wartości. Cały proces może zostać uzupełniony o informacje pochodzące z otoczenia, w którym działa spółka, a także o określenie pozycji konkurencyjnej i wybór najlepszej ścieżki ekspansji (Weston, Weaver 2001: 174).



**Rysunek 1.** Elementy mające wpływ na kreowanie wartości

Źródło: (Evans, Bishop 2001: 17).

Warte podkreślenia są elementy, które mają wpływ na wartość. Są nimi przychody, wydatki, umiejętność zarządzania aktywami czy też wyciągnięcie wniosków z analizy SWOT, która uwzględnia także zmiany zachodzące w otoczeniu gospodarczym. Osiągnięte przepływy pieniężne netto są dyskontowane lub kapitalizowane przez średni ważony koszt kapitału, a następnie wyliczana jest wartość operacyjna jednostki (rysunek 1).

W większości przypadków wycena przedsiębiorstwa oparta jest na hipotetycznej wartości rynkowej, czyli wartości, jaką teoretycznie są w stanie zapłacić nabywcy na wolnym rynku. Do tego celu możliwe jest też posłużenie się wartością godziwą, która odzwierciedla wartość rynkową (Feldman 2005: 7).

Znając wycenę i wartość przedsiębiorstwa, należy wskazać strukturę finansowania mezzanine.

## 2. Finansowanie mezzanine

Ten typ pozyskiwania kapitału jest rozpowszechniony w Stanach Zjednoczonych i Europie Zachodniej. W Polsce także jest wykorzystywany coraz częściej. Stosowany może być m.in. do finansowania przejęć spółek i lewarowania transakcji. Wyodrębnienie mezzanine w dostępnych źródłach finansowania jest dość trudne, ponieważ łączy ono ze sobą elementy finansowania w formie długu i kapitału własnego (rysunek 2).

Mezzanine ułatwia rozwój przedsiębiorstw, ponieważ stosowane może być w momencie braku zdolności kredytowej w przypadku standardowego kredytu w banku bądź posiadania niewystarczającej zdolności kredytowej. Zatem umożliwia podejmowanie decyzji inwestycyjnych o skali znacznie większej niż umożliwia to współpracujący z firmą bank. Poza tym, inżynieria finansowa powoduje, że przez okres finansowania płaci się tylko odsetki, natomiast spłata kapitału następuje na samym końcu podjętej inwestycji. Należy podkreślić, że mezzanine nie jest zabezpieczone na aktywach przedsiębiorstwa. Oznacza to, że spółka nie musi posiadać na przykład nieruchomości do zabezpieczenia ryzyka kredytowego. Punktem wyjścia w mezzanine są przepływy pieniężne, czyli firma musi wykazywać potencjał do rozwoju.

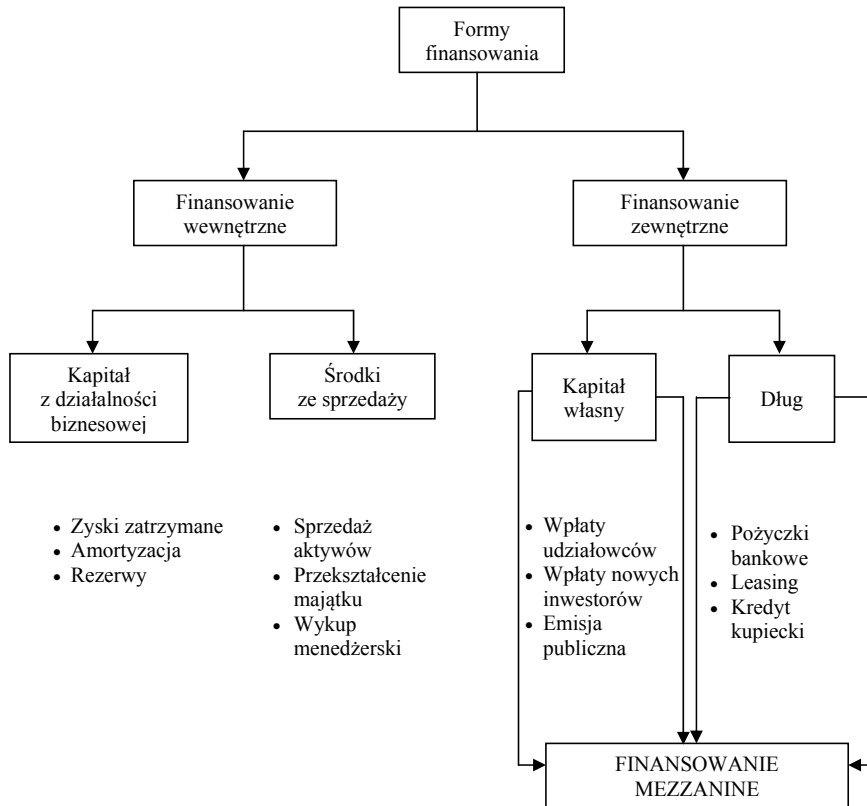
Mezzanine możemy podzielić na dwie części. W literaturze istnieje podział mezzanine na *debt mezzanine* i *equity mezzanine*. W momencie zastosowania *debt mezzanine* może stanowić:

- pożyczkę podporządkowaną,
- pożyczkę od wspólników,
- pożyczkę niezabezpieczoną.

W tym przypadku zysk inwestora wynika ze stałego bądź zmiennego oprocentowania. Główną zaletą jest to, że wynagrodzenie dawcy kapitału mezzanine możemy zaliczyć do kosztów spółki biorcy kapitału.

Natomiast w *equity mezzanine capital* wyróżnia się akcje uprzywilejowane i ciche udziały w spółce. W ten sposób inwestor zdobywa część praw właścicielskich, dostęp do

informacji dotyczących firmy czy możliwość oddziaływania na jego rozwój. Możliwe jest również wykorzystanie warrantów equity mezzanine. W związku z tym, inwestor może osiągać korzyści ze wzrostu przedsiębiorstwa (Sulima 2008: 386).



**Rysunek 2.** Formy finansowania przedsiębiorstw

Źródło: (Mezzanine finance... 2008: 5).

Mezzanine działa w wyniku połączenia długu i kapitału własnego. Dług ma następujące cechy (Damodaran 2007: 751):

- 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 cechy charakterystyczne są następujące (Damodaran 2007: 751):

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

Mezzanine to instrument pośredni pomiędzy finansowaniem dłużnym a finansowaniem kapitałowym. Najczęściej stosowany, gdy występuje luka kapitałowa, czyli wówczas, gdy inwestorzy mogą skorzystać w części z kapitału własnego, a po resztę środków udadzą się do banku. Mezzanine wykorzystywane jest wtedy, gdy podmiot nie jest w stanie pozyskać wystarczających środków na sfinansowanie inwestycji. Ta forma przydatna jest wszelkim przedsiębiorstwom, niezależnie od formy prawnej, zarówno tym notowanym na giełdzie, jak i tym, które na giełdzie notowane nie są. Finansowanie to przeznaczone jest dla spółek mających solidne fundamenty w biznesie, które działalność prowadzą od dłuższego czasu i posiadają perspektywę wzrostu. Ten rodzaj pozyskiwania kapitału nie jest przeznaczony dla przedsiębiorstw we wczesnych fazach rozwoju, tzw. *start-up*.

Porównanie możliwości dopasowania poszczególnych źródeł finansowania można zauważyć w poniższej tabeli.

**Tabela 1**

Porównanie źródeł kapitału

	Kredyt bankowy	Mezzanine	Kapitał własny
Zabezpieczenia	Pełne	Podporządkowane	Brak
W przypadku upadłości	Zaspokajany najpierw bank	Następnie inwestor mezzanine	W ostatniej kolejności
Zobowiązania	Ścisłe	Elastyczne	Brak
Okres	Ścisłe ustalony	Po upływie ustalonego czasu	Po upływie ustalonego czasu
Splata kredytu	Okolo 5 lat lub mniej	Elastyczny, zindywidualizowany	Nieokreślony
Equity kicker	Brak	Warranty	Udziały
Źródło kapitału	Bank	Kapitał prywatny/bank	Kapitał prywatny/rynek kapitałowe
Oczekiwana płynność	Wysoka	Niska	Zależna od sprzedaży

Źródło: (Vaitkunas 2010: 5).

Problemem w finansowaniu małych i średnich przedsiębiorstw w krajach poza anglosaskimi jest trudniejszy dostęp do rynków finansowych. Nie oznacza to, że w krajach anglosaskich jest znacznie prościej. Po prostu jest większe otwarcie na małe i średnie przedsiębiorstwa. W wyniku braku kapitału może powstać luka kapitałowa. Zatem w takim przypadku firmy mogą korzystać z zysków zatrzymanych bądź ewentualnie kredytu bankowego. W ten sposób powstaje brak:

- finansowania – ze względu na trudny dostęp i wysoki koszt,

- wiedzy – z zakresu wykorzystania długu i możliwości, które daje w celu rozwoju przedsiębiorstwa.

W ten sposób małe i średnie przedsiębiorstwa mają ograniczony dostęp do innowacyjnych form finansowania.

W Polsce mezzanine udzielają głównie fundusze venture capital, ale zajmować się tym mogą również:

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

W wyniku połączenia cech kapitału własnego i obcego mogą powstać różne instrumenty, które będą stanowić dla przedsiębiorstwa optymalne źródło finansowania, dostosowane do jego aktualnej sytuacji.

Mezzanine wykorzystywane jest, kiedy firma jest w fazie dynamicznego rozwoju i zmienia swoją strukturę kapitałową. Może również obejmować:

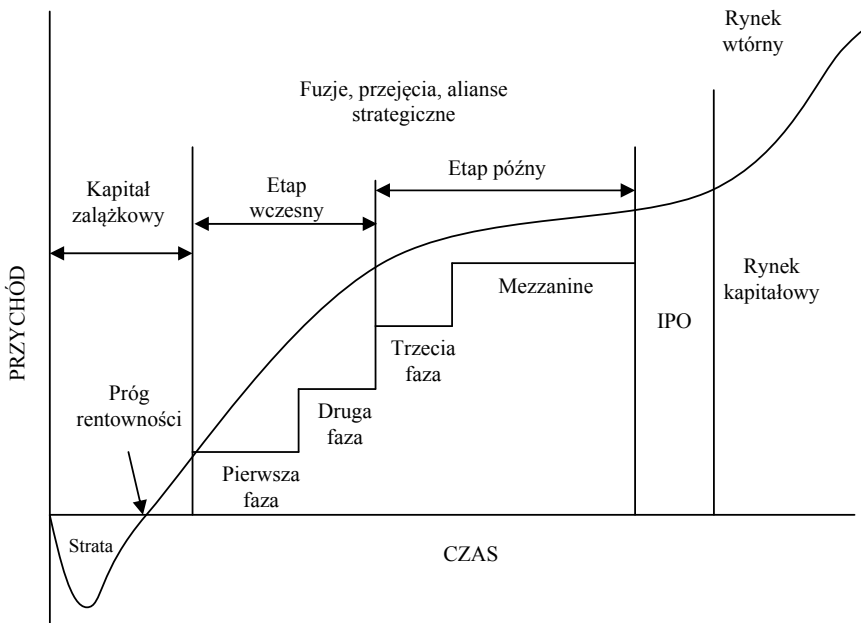
- finansowanie reorganizacji firm,
- finansowanie wymiany akcjonariuszy,
- finansowanie rozwoju,
- rekapitalizację,
- finansowanie fuzji, przejęć i akwizycji przedsiębiorstw (LBO, MBO, MBI itp.),
- finansowanie pomostowe,
- finansowanie podczas przygotowań spółki do wejścia na giełdę (Rosa 2009: 166).

### 3. Wykorzystanie mezzanine w zależności od stopnia rozwoju firmy

Początek działalności stanowi faza zasiewu, czyli kapitał załączkowy (rysunek 3). Wtedy przedsiębiorstwo nie pokrywa swoich kosztów i tym samym dąży do osiągnięcia progu rentowności (*Break Even Point*). Na rysunku widnieje podział na trzy fazy wzrostu. Pierwszy, to korzystanie z kapitału własnego i w ten sposób zwiększanie przychodów. Następnie, w wyniku rozwoju firmy dalej korzysta się z kapitału własnego, by osiągnąć dalszy wzrost, czyli drugi etap na rysunku. Trzeci etap polega na zastosowaniu kredytu bankowego, by utrzymać wzrost przychodów. Po etapie trzecim następuje moment, w którym przedsiębiorstwo jest rozwinięte, posiada stabilne przepływy pieniężne i może pozyskać środki w postaci mezzanine. Co widoczne na rysunku, ta faza jest dłuższa niż trzy poprzednie. Czas poświęcany jest na pozyskanie środków w formie mezzanine, czyli rozpatrzenie która inwestycja jest firmie najbardziej potrzebna i przeprowadzenie *due diligence*. Ta forma – mezzanine – może być wykorzystana również w wykupach lewarowanych jako kapitał, który jest głównym sposobem finansowania wykupu. Zatem wpływa na dokonanie i przeprowadzenie inwestycji. Następuje decyzja, czy zainwestować w park maszynowy, czy może dokonać akwizycji. Przychody w tym etapie są na ustabilizowanym poziomie, a bodziec



do rozwoju stanowi dostarczenie środków w postaci mezzanine. Następnie, dokonuje się upublicznienia akcji (IPO), by pozyskać dodatkowy kapitał na inwestycję. Po upublicznieniu i wykorzystaniu środków mezzanine i środków z IPO następuje zdecydowany wzrost przychodów. Należy zastanowić się i rozważyć, kiedy w przedsiębiorstwach nastąpi wzrost przychodów. Może nastąpić od razu po zastosowaniu mezzanine bądź tak, jak na rysunku, dopiero po upublicznieniu przedsiębiorstwa. Uzależnione jest to od specyfiki firmy, branży w której działa, a także od koniunktury gospodarczej.

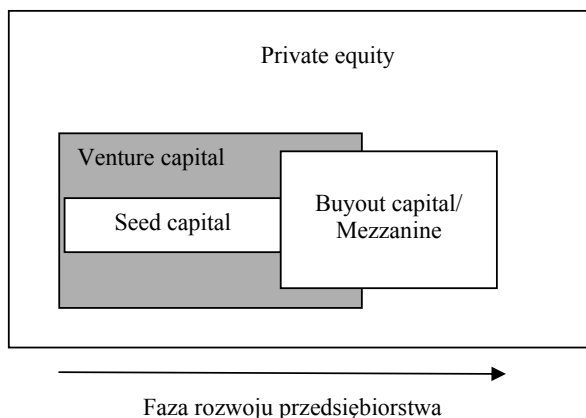


**Rysunek 3.** Finansowanie firmy w zależności od stopnia jej rozwoju

Źródło: (*Private equity fund...* 2008: 16).

Przedsiębiorstwa chcące skorzystać z mezzanine muszą cechować się ugruntowaną pozycją na rynku i udokumentowaną historią działania, czyli nie mogą korzystać z niego zupełnie nowe, dopiero powstałe firmy. Ponadto, ważna jest możliwość przedstawienia sprawozdań finansowych, a także posiadanie biznesplanu dotyczącego dalszego rozwoju opartego na dokonaniu przejęcia bądź emisji publicznej akcji (IPO) (Bean 2008: 34).

Coraz częściej stosowany jest termin *strip financing*, do którego mezzanine można zaliczyć. Polega ona na połączeniu takich elementów, jak kapitał własny i dług. W *strip financing* można wykorzystywać instrumenty, jak akcje zwykłe, akcje uprzywilejowane, obligacje. W transakcjach *strip financing* w momencie, kiedy spółka mogłaby mieć trudności ze spłatą zobowiązania, posiadacze instrumentów finansowych spółki mogą zaakceptować ewentualną renegocjację warunków.



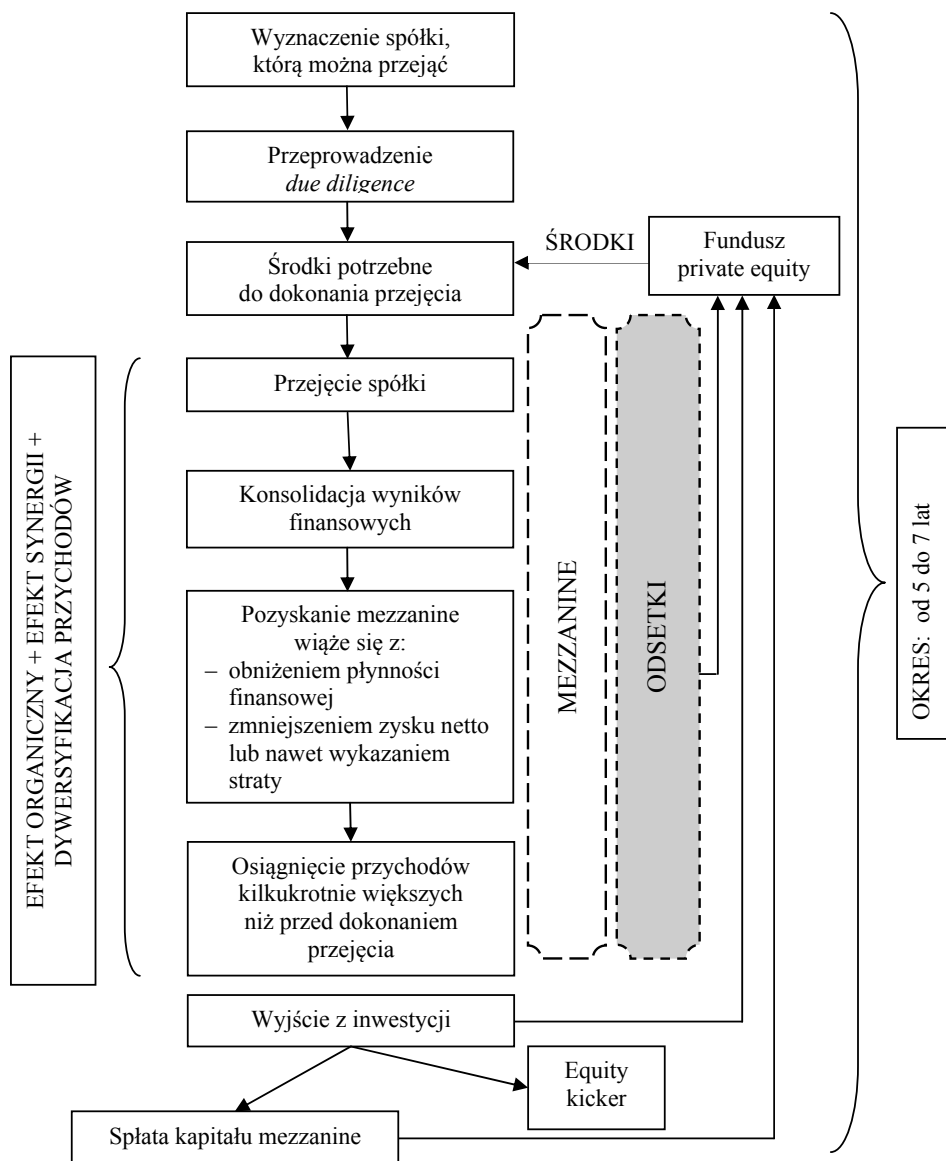
**Rysunek 4.** Mezzanine w fazie rozwoju przedsiębiorstwa w europejskim rozumieniu *private equity*

Źródło: (Świdarska 2008: 40).

Z powyższego widać dokładnie, że mezzanine wykorzystywane jest raczej w dalszej fazie rozwoju przedsiębiorstwa. Ma doprowadzić do dokonania inwestycji, następnie restrukturyzacji firmy i w konsekwencji podniesienia wyników finansowych, a tym samym i jej wartości. Po udanej inwestycji następuje wyjście, najczęściej poprzez emisję akcji na giełdzie.

Istotne jest przedstawienie sposobu funkcjonowania finansowania mezzanine. Dzięki strukturze tego finansowania (rysunek 5) łatwiejsze staje się dokonywanie transakcji fuzji i przejęć, a co za tym idzie, oddziaływanie na wartość przedsiębiorstwa. Nie jest ono obciążone nadmiernie spłatą zaciągniętego kapitału, a wręcz przeciwnie, istotne jest wykorzystanie kapitału w perspektywie kilku lat, aby w skuteczny sposób dążyć do zwiększenia wartości.

Kolejnym, ważnym zagadnieniem przy wykorzystywaniu finansowania mezzanine jest możliwość regularnej spłaty, ale tylko części odsetek. Pozostała część jest po prostu doliczana do całkowitego kapitału, który spłacany jest po wyjściu z inwestycji. Wskazuje to na jeszcze większą elastyczność mezzanine i możliwość wykorzystania środków na przeprowadzenie inwestycji, a nie spłatę odsetek. Daje to możliwość skupienia się na rozwoju spółki. Można ustalić, jaka część odsetek będzie spłacana, a jaka akumulowana. Uzależnione jest to od indywidualnego uzgodnienia z funduszem. Odbywa się to na zasadzie „szycia na miarę”, aby nadmiernie nie obciążać spółki. Zatem może być to stosunek 69% do 31%, albo po prostu 50% do 50%. Zależy to od konkretnych uzgodnień.



**Rysunek 5.** Ideowy schemat finansowania mezzanine. Odsetki w walucie krajowej w całości spłacane do funduszu *private equity*

Źródło: opracowanie własne.

## Uwagi końcowe

Finansowanie mezzanine ma na celu oddziaływanie na wzrost wartości przedsiębiorstwa poprzez dokonywanie inwestycji, fuzje i przejęcia. Mezzanine może oddziaływać na poprawę płynności, powoduje możliwość podjęcia inwestycji, na którą wcześniej nie pozyskano środków lub były one niewystarczające (ponadto, finansowanie to ma za zadanie wspierać rozwój). Następnie przedsiębiorstwo powinno skorzystać z efektu organicznego i efektu synergii. Nieodłącznie związane jest to z powiązaniem kilku elementów, których częścią wspólną jest pozyskanie finansowania. W ten sposób przedsiębiorstwo rozszerza swoją działalność, wpływa na zwiększenie przychodów, może obniżyć udział kosztów stałych w całości kosztów poprzez dokonane transakcje. Wszystkie powyższe czynniki wpływają w konsekwencji na wartość przedsiębiorstwa i mogą powodować jego wzrost. Ponadto, należy rozważyć i sprawdzić, czy przedsiębiorstwo jest we właściwym stadium rozwoju i nagły wzrost sprzedaży nie wpłynie w istotny sposób na dalsze funkcjonowanie. Przedsiębiorstwa o przewidywalnych i stabilnych przepływach pieniężnych mają większe szanse na wzrost obarczony mniejszym ryzykiem wystąpienia perturbacji.

## Literatura

- Bean L. (2008), *Mezzanine Financing: Is It for You?*, „The Journal of Corporate Accounting & Finance”, vol. 19, issue 2, styczeń–luty, s. 34.
- Bruner R.F. (2005), *Deals from Hell. M&A Lessons that Rise Above the Ashes*, John Wiley & Sons.
- Damodaran A. (2007), *Finanse korporacyjne. Teoria i praktyka*, wyd. II, Helion, Gliwice.
- Evans F.C., Bishop D.M. (2001), *Valuation for M&A. Building value in private companies*, John Wiley and Sons, Nowy Jork.
- Feldman S.J. (2005), *Principles of private form valuation*, Wiley and Sons, New Jersey.
- Gaughan P.A. (2007), *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*, John Wiley & Sons.
- Mezzanine finance – A Hybrid Instrument with a Future* (2008), „Economic Briefing”, no. 42, Credit Suisse Economic Research, s. 5.
- Private equity fund operations* (2008), Asian Development Bank, Special evaluation study, lipiec, s. 16.
- Rizzi J.V. (2007), *How Much Debt Is Right for Your Deal?*, Commercial Lending Review, lipiec–sierpień, s. 15.
- Rosa. A. (2009), *Alternatywne instrumenty finansowania*, w: *Nowoczesne zarządzanie finansami przedsiębiorstwa*, red. A. Bielawska, C.H. Beck, Warszawa.
- Sulima M. (2008), *Pozyskiwanie przez spółkę długu podporządkowanego (mezzanine)*, w: *Finansowanie rozwoju przedsiębiorstwa*, red. M. Panfil, Difin.
- Szczepankowski P. (2007), *Wycena i zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Świdarska J. (2008), *Quasi-fundusze venture capital*, Difin, Warszawa, s. 40.
- Vaitkunas D. (2010), *Mezzanine Finance*, Bond capital Mezzanine Inc., czerwiec, s. 5, www.bondcapital.ca.
- Weston J.F., Weaver S.C. (2001), *Mergers and Acquisitions*, McGraw-Hill, Nowy Jork.

#### **MEZZANINE FINANCE IN FIRM'S VALUE CONTEXT**

**Abstract:** The aim of the article is concerning about rising firm's value in medium or long term period. One of the most important is to concentrate on extending market shares or diversifying scale of enterprise. What matter most is the role of financing in company growth. The author focuses on the fundamental importance of mezzanine financing and describes the financing structure. Elastic mezzanine payment is crucial and gives the Board of Directors greater opportunity to achieve planned firm's strategy. Mezzanine influence on firm's development is concerning issue and it could have magnificent impact on value of the firm.

**Keywords:** Firm value, mezzanine finance, leveraged buyout, LBO

#### **Cytowanie**

Kuryłek Z. (2014), *Wartość przedsiębiorstwa w kontekście finansowania w formie mezzanine*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 803, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” nr 66, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin, s. 199–211; [www.wneiz.pl/frfu](http://www.wneiz.pl/frfu).

