

Mezzanine capital jako instrument służący restrukturyzacji przedsiębiorstw – studium przypadku

Zbigniew Kuryłek*

Streszczenie: *Cel* – Artykuł opiera się na zdefiniowaniu procesu restrukturyzacji i przedstawieniu jego rodzajów. Skupia się na sposobie przeprowadzenia restrukturyzacji w oparciu o finansowanie *mezzanine*. *Metoda badania* – Do badania wykorzystano studium przypadku uwzględniające przedsiębiorstwo, które przeprowadziło proces restrukturyzacji z wykorzystaniem finansowania hybrydowego. W celu analizy przypadku zastosowano wskaźniki finansowe i metody jakościowe. Obliczono zatem wskaźniki finansowe przed i po restrukturyzacji, a także przeprowadzono wywiad.

Wynik – Na podstawie badań studium przypadku wskazano skutki restrukturyzacji i wyciągnięto wnioski. *Oryginalność* – Ilość opracowań w literaturze naukowej dotycząca *mezzanine capital*, a zwłaszcza restrukturyzacji z wykorzystaniem tego instrumentu finansowego, jest dostępna, ale w ograniczonym zakresie.

Słowa kluczowe: restrukturyzacja, finansowanie *mezzanine*, wykup lewarowany

Wprowadzenie

Aktualnie zmiany w otoczeniu przedsiębiorstw zachodzą bardzo szybko. Ważne jest ich rozpoznanie i odpowiednie dostosowanie podmiotów do wymagań rynku i konkurencji. Duża zmienność może powodować, że nawet część realizowanych zmian w przedsiębiorstwie zostanie niezauważona lub szybkie dostosowanie do nich ze względu na rodzaj czy skalę prowadzonej działalności będzie trudne. Wówczas może prowadzić to do pogorszenia wyników finansowych przedsiębiorstw. W związku z tym coraz częstsza może być decyzja o podjęciu procesu restrukturyzacji polegającego na zmianie sposobu funkcjonowania przedsiębiorstwa w celu poprawy jego efektywności. W niektórych przypadkach proces restrukturyzacji jest niezbędny, aby odzyskać pozycję konkurencyjną na rynku i poprawić wyniki finansowe. Jedną z możliwości jest proces restrukturyzacji powiązany z możliwością podjęcia akwizycji wspartej pozyskaniem finansowania *mezzanine*.

Celem artykułu jest przedstawienie procesu restrukturyzacji z użyciem *mezzanine capital* w celu najpierw reorganizacji, a potem rozwoju przedsiębiorstwa. Do badania wykorzystano studium przypadku i poddano je analizie posługując się wskaźnikami finansowymi,

* dr Zbigniew Kuryłek, Wyższa Szkoła Bankowa we Wrocławiu, ul. Fabryczna 29–31, 53-609 Wrocław, e-mail: zbigniew.kurylek@wsb.wroclaw.pl.

a także metodami jakościowymi w postaci wywiadu z właścicielem i zarządzającym przedsiębiorstwem.

1. Restrukturyzacja – podejście definicyjne

Restrukturyzacja jest wyborem właścicieli lub zarządzających mającym prowadzić do przywrócenia równowagi wewnętrznej w przedsiębiorstwie, a także do poprawy zachwianej relacji przedsiębiorstwa z jego otoczeniem (Sapieżska, 1997, s. 23).

Uwzględniając trudną sytuację przedsiębiorstwa, ważne jest dążenie do jego restrukturyzacji i uniknięcie upadłości. Generalnie upadłość związana jest z dwoma rodzajami kosztów. Mogą to być koszty bezpośrednie upadłości, jak opłacenie postępowania, pracowników masy upadłościowej i pośrednie w postaci utraconych możliwości sprzedaży czy utrudnionego pozyskania finansowania. Oczekiwane koszty upadłości mogą być wyliczone ze wzoru uwzględniającego: prawdopodobieństwo upadłości pomnożone przez koszt upadłości wyrażony w procentowym udziale wartości rynkowej przedsiębiorstwa (Krishnamurti, Vishwanath, 2008, s. 338–340). Restrukturyzacja służyć ma zapobieżeniu upadłości i poprawie sposobu funkcjonowania. Zatem należy wprowadzić zmiany o charakterze fundamentalnym w przedsiębiorstwie. Trudna sytuacja przedsiębiorstw jest często efektem niewłaściwej strategii lub spóźnionej reakcji na zmiany zachodzące w jego otoczeniu. W literaturze można odnaleźć wiele definicji restrukturyzacji w zależności od ich rodzaju i stosowanych narzędzi (tab. 1).

Tabela 1

Definicje restrukturyzacji w literaturze polskiej i zagranicznej

Autor	Definicja
1	2
A. Kamela-Sowińska, A.B. Mirecki	Restrukturyzacja – proces takiego dostosowania organizacyjnego, ekonomicznego, finansowego i technicznego, który najlepiej odpowiada celowi postawionemu przed przedsiębiorstwem. Jest to także zespół działań nastawionych na podniesienie efektywności i wykorzystanie zasobów w prowadzonej działalności gospodarczej w celu zapewnienia konkurencyjności rynkowej
R. Borowiecki	Restrukturyzacja – systemowa przebudowa, modernizacja lub uwspółcześnienie struktury organizacyjnej i zasad funkcjonowania przedsiębiorstw i innych obiektów badań ekonomicznych
H. Jagoda, J. Lichtarski	Restrukturyzacja przedsiębiorstwa – złożony agregat pojęciowy opisujący wszelkiego rodzaju zmiany strukturalne w przedsiębiorstwie. Może dotyczyć struktury majątkowej, kapitałowej, organizacyjnej, zarządzania, zatrudnienia, produkcyjno-asortymentowej, rynków zaopatrzenia i zbytu, techniczno-technologicznej itd. W tym rozumieniu restrukturyzacja jawi się jako odpowiednik stosowanego szeroko w odniesieniu do zmian <i>stricto</i> organizacyjnych pojęcia „reorganizacja”

1	2
Z. Jasiński	Restrukturyzacja – przemysłana – wobec zmian zachodzących w otoczeniu – reorientacja celów przedsiębiorstw i dostosowanie do nich techniki, organizacji, ekonomiki i kadr
I. Duplik	Restrukturyzacja określana jest najczęściej jako systemowa przebudowa, modernizacja i unowocześnienie czy też dostosowanie do współczesnego poziomu techniki i rozwoju myśli organizatorsko-menedżerskiej struktury przedsiębiorstwa, firmy, czy instytucji. W warunkach polskich jednak restrukturyzacja kojarzy się z prywatyzacją i zmianami makroekonomicznymi
A. Nalepka	Restrukturyzacja przedsiębiorstwa oznacza przemysłaną reorientację celów (misji) przedsiębiorstwa stosownie do zaszych lub mających zajść w przyszłości zmian w otoczeniu i przystosowanie do tego techniki, organizacji, ekonomiki i kadr
B. Pełka	Restrukturyzacja przedsiębiorstwa to zmiany systemowe w przedsiębiorstwie odniesione do techniki, technologii, form organizacji produkcji, systemu zarządzania, ekonomiki i rynku oraz statusu organizacyjno-prawnego tego przedsiębiorstwa
A. Stabryła	Restrukturyzacja stanowi postępowanie diagnostyczno-projektowe, mające na celu usprawnienie systemu zarządzania i systemu eksploatacyjnego i zasobów ludzkich
J. Penc	Restrukturyzacja – kompleksowe i całościowe przekształcenie działalności w sferze materialnej i niematerialnej, operacyjnej i strategicznej. Są to niezbędne systemowe działania dostosowawcze podporządkowane kryterium efektywności oraz celowi strategii działania organizacji
D. Kowalczyk-Jakubowska, A. Malewicz	Restrukturyzacja – proces, którego istotą jest dywersyfikacja działań i unowocześnianie struktury produkcji w przedsiębiorstwie, wdrażanie nowych technik i technologii produkcji, poprawa jakości, aktywizacja sprzedaży itd. Celem restrukturyzacji jest uzyskanie lepszej pozycji strategicznej przedsiębiorstwa na rynku, a w konsekwencji osiągnięcia korzystniejszych wyników
H. Singh	Restrukturyzacja to gwałtowna zmiana w aktywach przedsiębiorstwa, strukturze kapitałowej czy strukturze organizacyjnej
M. Blatz, S. Haghani	Restrukturyzacja to celowy proces zorientowany na zabezpieczenie przetrwania przedsiębiorstwa w krótkim terminie oraz odbudowy jego konkurencyjności na rynku
R. Myers	Restrukturyzacja to strategiczny proces prowadzący do maksymalizacji wartości gospodarki i jej podmiotów
J.L. Bicksler, A.H. Chen	Restrukturyzacja to strategia wzrostu i reorientacji gospodarki (sektora, regionu, podmiotu gospodarczego)

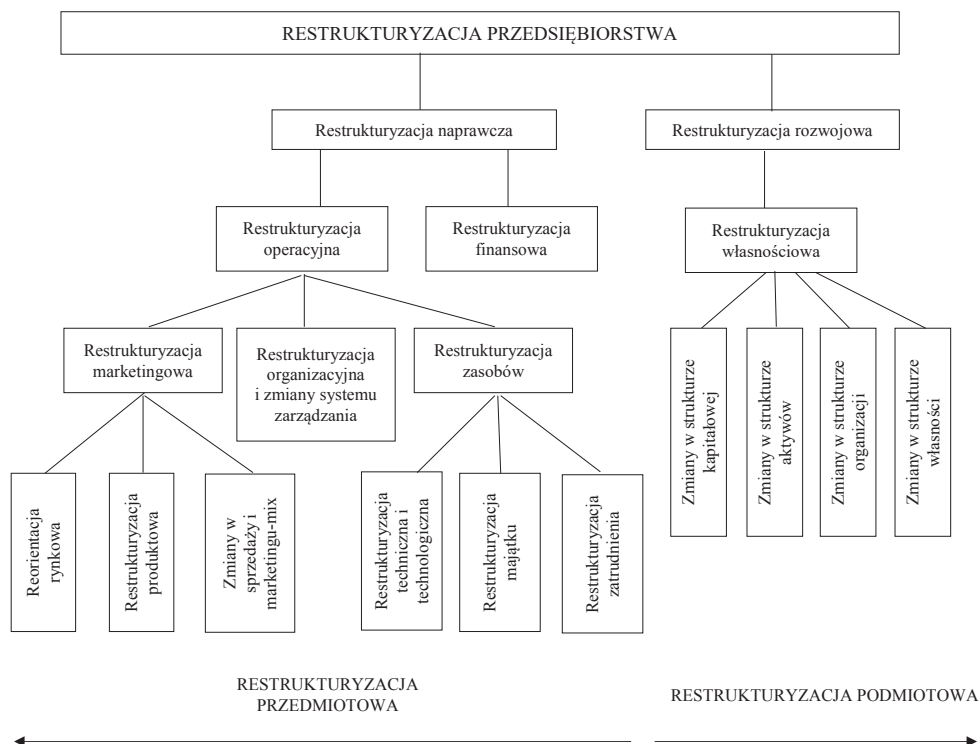
Źródło: Mozalewski (2010), s. 14–18.

2. Rodzaje restrukturyzacji przedsiębiorstw

Restrukturyzacja jest wymagana w związku z dostosowaniem podmiotu do zmian zachodzących w środowisku biznesowym przedsiębiorstwa (Borowiecki, 2003 s. 76). Zmiany mogą mieć charakter (Sapijaszka, 1997, s. 16):

- adaptacyjny – następuje dostosowanie do zmian otoczenia z opóźnieniem, czyli po dokonaniu zmian w środowisku biznesowym,
- innowacyjny – wprowadzanie zmian, które mają wyprzedzać zachodzące zmiany w otoczeniu biznesowym.

Zmiany o charakterze adaptacyjnym lub innowacyjnym mogą zostać zrealizowane poprzez wybór właściwego dla danego podmiotu rodzaju restrukturyzacji (rys. 1).



Rysunek 1. Rodzaje restrukturyzacji przedsiębiorstwa

Źródło: Suszyński (2009), s. 184.

Istnieje wiele klasyfikacji narzędzi i sposobów restrukturyzacji. Przeprowadzenie restrukturyzacji może odbywać się uwzględniając następujące podejścia do restrukturyzacji (Suszyński, 2003, 142–143):

1. Restrukturyzacja aktywów

a) sprzedaż części aktywów przedsiębiorstwa (*asset sales*):

- sprzedaż spółki zależnej czy też linii produkcyjnej (*spin-off, split off, split up*),
- sprzedaż akcji spółki zależnej (*equity carve-out*),
- sprzedaż przedsiębiorstwa (*sell-off, divestitures*);

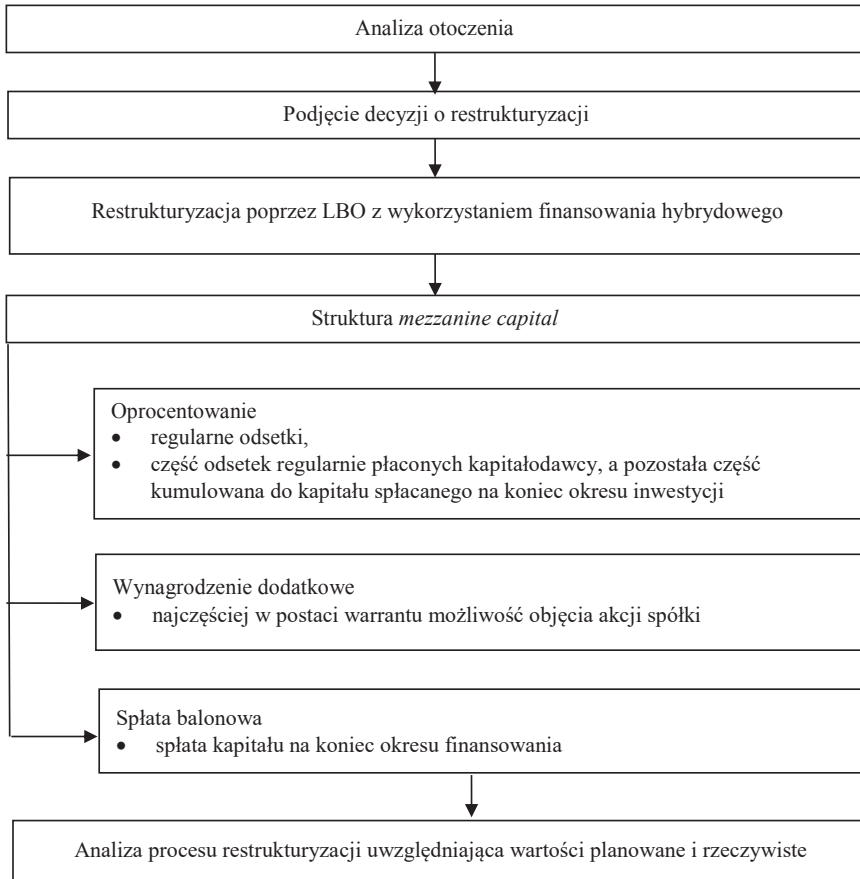
- b) sprzedaż całości aktywów przedsiębiorstwa za gotówkę wypłaconą akcjonariuszom (*liquidation*).
2. Zmiana struktury własnościowej
- a) wykup akcji przedsiębiorstwa (*share repurchase*):
 - transakcje rynkowe (*open-market purchase*),
 - przetarg (*tender offer*),
 - negocjacje z akcjonariuszami (*privatie negotiation*);
 - b) wymiana posiadanych papierów wartościowych na inne (*exchange offer*);
 - c) prywatyzacja z wykorzystaniem finansowania własnego lub finansowania obcego (*going-private transactions*):
 - transakcja wykupu (*pure going-private transaction*),
 - wykup lewarowany (*leverage buyout – LBO*),
 - wykup menedżerski (*management buyout – MBO*).

3. Restrukturyzacja przedsiębiorstw z wykorzystaniem *mezzanine capital*

Restrukturyzacja przedsiębiorstwa może odbywać się jako zmiana wewnątrz przedsiębiorstwa w sposobie jego funkcjonowania poprzez adaptację do zachodzących zmian otoczenia lub stosowanie radykalnych zmian w celu zwiększenia efektywności funkcjonowania podmiotu. W związku z tym restrukturyzacja może być realizowana poprzez zmianę struktury własnościowej. Polegać może ona najpierw na reorganizacji, a potem zwiększaniu skali działalności poprzez dokonywanie akwizycji z wykorzystaniem *mezzanine capital*.

Mezzanine capital zmienia strukturę finansowania, zasilając przedsiębiorstwo w środki, które mają formę mieszaną, czyli stanowią połączenie kapitału własnego i długu. Zatem problem dostępu do kapitału zostaje wyeliminowany i tym samym następuje uzupełnienie ewentualnie powstałej luki kapitałowej, która ograniczałaby możliwość restrukturyzacji i ekspansji. W fazie końcowej finansowania udostępniana jest część kapitału własnego, która nie zmieni w istotny sposób struktury właścicielskiej. Ta część kapitału stanowi *equity kicker*, który jest dodatkowym wynagrodzeniem dawcy kapitału. W związku z tym część udziałów własnych przekazana jako wynagrodzenie w odniesieniu do ogółu udziałów z punktu widzenia nadzoru właścicielskiego nie powoduje istotnego dla właścicieli rozwodnienia kapitału (Nijs, 2013, s. 9). *Mezzanine capital* może służyć restrukturyzacji spółki, wprowadzeniu nowego planu działania, a także ekspansji i zdobywaniu większego udziału w rynku. Finansowanie *mezzanine* wpływa pozytywnie na wprowadzane zmiany w pierwszym etapie restrukturyzacji przedsiębiorstwa. Zarządzający mogą się skupić na wprowadzanych zmianach w przedsiębiorstwie, a kwestia kosztów finansowania pojawia się (rys. 2), ale w okresie późniejszym. Do tego czasu podmiot realizuje działalność w oparciu o plan restrukturyzacji, a jego sytuacja finansowa z miesiąca na miesiąc jest coraz lepsza, jeżeli restrukturyzacja jest skuteczna. *Mezzanine capital* jest instrumentem dostosowanym

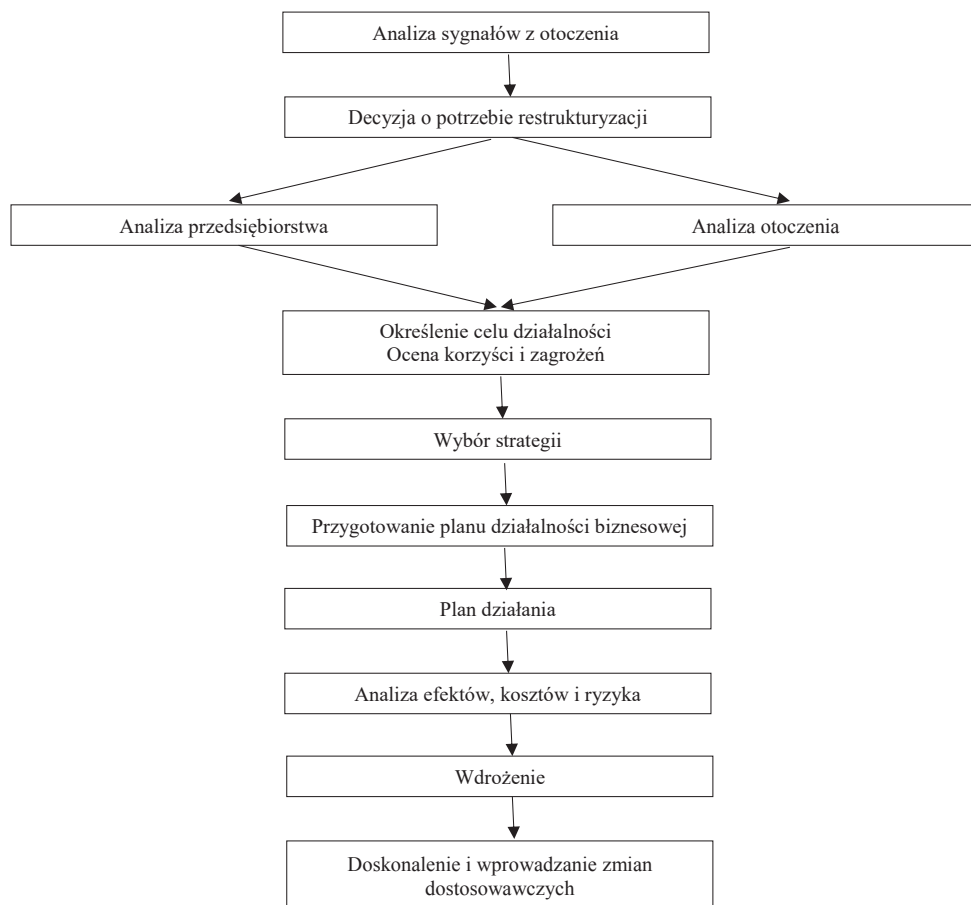
do możliwości finansowych przedsiębiorstw, a kwestia rozłożenia kosztów finansowania jest negocjowana z każdym podmiotem indywidualnie i stanowi jeden z głównych atutów.



Rysunek 2. Ogólny schemat restrukturyzacji z wykorzystaniem *mezzanine capital*

Źródło: opracowanie własne.

Nie każdy proces restrukturyzacji przebiega w ten sam sposób, jednakże ważne jest rozpoznanie i podjęcie decyzji, kiedy należy taki proces rozpocząć. Sposób realizacji zależy od aktualnej sytuacji przedsiębiorstwa i jest kwestią indywidualną każdego podmiotu (rys. 3).



Rysunek 3. Schemat procesu restrukturyzacji

Źródło: Bednarek (2007), s. 65.

4. Studium przypadku – restrukturyzacja i rozwój

Studium przypadku dotyczy spółki ZABERD SA. Finansowała ona dokonanie wykupu lewarowanego w formie *mezzanine capital*. Przypadek uwzględnia dokonanie przejęcia w 2005 roku wykorzystując środki w wysokości 3,025 mln euro. Istotą jest przedstawienie sytuacji przed dokonaniem akwizycji, wykorzystania środków *mezzanine capital* i wpływ na firmę. Uwzględniono także korzyści i zagrożenia związane z dodatkowym finansowaniem i przedstawiono wnioski.

4.1. Przygotowanie do restrukturyzacji

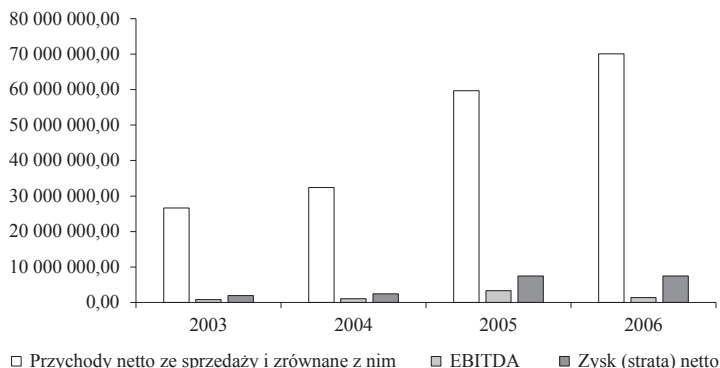
Zanim przystąpiono do dokonania restrukturyzacji w roku 2005, przeprowadzono analizę sytuacji przedsiębiorstwa i jego sposobu działania. Stwierdzono, że efektywność funkcjonowania musi zostać poprawiona, bo w przeciwnym razie pozycja rynkowa przedsiębiorstwa będzie w kolejnych latach słabnąć. Wynikało to z konieczności reorganizacji wewnętrznej w celu poprawy działania, a także w celu rozszerzenia działalności. Te dwa aspekty połączono. Przeprowadzono restrukturyzację, poprawiając sposób prowadzenia działalności biznesowej, a także pozyskano finansowanie w celu wykupu podmiotów w celu rozszerzenia prowadzonej działalności. Spowodowało to poprawę pozycji konkurencyjnej i – co z tym związane – poprawie uległa efektywność funkcjonowania przedsiębiorstwa.

4.2. Sytuacja finansowa przedsiębiorstwa przed i po restrukturyzacji

W momencie podjęcia decyzji o procesie restrukturyzacji wzięto pod uwagę, że struktura kapitału ulegnie zmianie, a także nastąpi wzrost kosztów finansowych w związku z *mezzanine capital*. Koszty te miały zostać pokryte z przepływów pieniężnych związanych z rozszerzeniem prowadzonej działalności w kolejnych miesiącach.

W wyniku przeprowadzonej restrukturyzacji i przejęciu podmiotów nastąpił wzrost aktywów trwałych (tab. 2) do poziomu 48% w 2006 roku. Kapitał własny wzrósł z poziomu 17% w 2003 roku do poziomu 27% w 2006 roku.

Przeprowadzona restrukturyzacja spowodowała, że rozszerzono prowadzoną działalność, co przedstawia wzrost przychodów netto ze sprzedaży (rys. 4). Co charakterystyczne, rok po dokonaniu restrukturyzacji poziom zysku netto i EBITDA zdecydowanie obniżył się.



Rysunek 4. Sytuacja finansowa ZABERD SA przed i po dokonaniu restrukturyzacji (zł)

Źródło: dane finansowe ZABERD SA i dane z bazy danych Amadeus stworzonej przez Bureau van Dijk (Company Information and Business Intelligence).

Tabela 2

Bilans ZABERD SA przed i po dokonaniu restrukturyzacji

	Przed restrukturyzacją			Przeprowadzenie restrukturyzacji			Po restrukturyzacji		
	2003 (zł)	Struktura w 2003	2004 (zł)	Struktura w 2004	2005 (zł)	Struktura w 2005	2006 (zł)	Struktura w 2006	
Aktywa									
A. Aktywa trwałe	2 648 906,78	0,25	3 089 124,85	0,21	19 974 270,37	0,47	21 664 566,01	0,48	
I. Wartości niematerialne i prawne	3 648,26	0,00	2 375,00	0,00	4 508 837,86	0,23	5 060 238,20	0,23	
II. Rzeczowe aktywa trwałe	2 107 784,11	0,80	2 167 987,90	0,70	9 131 084,56	0,46	9 701 206,16	0,45	
III. Należności długoterminowe	76 111,18	0,86	271 466,26	0,09	361 919,09	0,02	1 415 374,19	0,07	
IV. Inwestycje długoterminowe	442 288,20	0,21	639 414,54	0,21	5 749 447,22	0,29	5 094 302,78	0,24	
V. Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	19 075,03	0,25	7 881,15	0,00	222 981,64	0,01	393 444,68	0,02	
B. Aktywa obrotowe	8 023 926,22	0,75	11 683 282,55	0,79	22 914 915,11	0,53	23 120 073,92	0,52	
I. Zapasy	1 515 829,21	0,19	1 994 430,98	0,17	2 682 888,97	0,12	4 259 268,29	0,18	
II. Należności krótkoterminowe	5 613 127,27	0,70	9 338 715,63	0,80	15 074 060,33	0,66	11 918 126,91	0,52	
III. Inwestycje krótkoterminowe	863 981,86	0,11	317 136,67	0,03	4 971 507,29	0,22	6 747 374,65	0,29	
IV. Krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe	30 987,88	0,00	32 999,27	0,00	186 458,52	0,01	195 304,07	0,01	
Razem aktywa	10 672 833,00	1,00	14 772 407,40	1,00	42 889 185,48	1,00	44 784 639,93	1,00	
Pasywa									
A. Kapitał własny	1 848 212,80	0,17	3 155 088,18	0,21	11 675 381,75	0,27	12 530 101,81	0,28	
B. Zobowiązania i rezerwy na zobowiązania	8 824 620,20	0,83	11 617 319,22	0,79	31 213 803,73	0,73	32 254 538,12	0,72	
I. Rezerwy na zobowiązania	126 391,69	0,01	142 850,19	0,01	448 155,16	0,01	1 021 775,61	0,03	
II. Zobowiązania długoterminowe	801 512,88	0,09	453 130,26	0,04	13 746 466,73	0,44	13 736 188,61	0,43	
III. Zobowiązania krótkoterminowe	7 896 365,63	0,89	11 009 023,96	0,95	16 687 700,48	0,53	17 027 947,80	0,53	
IV. Rozliczenia międzyokresowe	350,00	0,00	12 314,81	0,00	331 481,36		468 626,10	0,01	
Razem pasywa	10 672 833,00	1,00	14 772 407,40	1,00	42 889 185,48	1,00	44 784 639,93	1,00	

Źródło: dane finansowe ZABERD SA i dane z bazy danych Amadeus stworzonej przez Bureau van Dijk (Company Information and Business Intelligence).

W wyniku prowadzonych działań restrukturyzacyjnych i przejścia podmiotów nastąpił wzrost kosztów finansowych, a zysk operacyjny i zysk netto w 2006 roku uległy obniżeniu (tab. 3).

Tabela 3

Rachunek wyników ZABERD SA (zł)

Rachunek zysków i strat	Przed restrukturyzacją		Przeprowadzenie restrukturyzacji	Po restruktu- ryzacji
	2003	2004	2005	2006
1. Działalność podstawowa				
Przychody netto ze sprzedaży i zrównane z nim	26 648 104,72	32 376 935,57	59 715 514,54	70 092 438,18
Koszt własny sprzedaży	25 093 743,73	30 763 172,83	54 395 413,29	65 086 795,48
Wynik na sprzedaży	1 554 360,99	1 613 762,74	5 320 101,25	5 005 642,70
2. Pozostała działalność operacyjna				
Pozostałe przychody operacyjne	154 262,69	277 359,51	748 032,71	583 492,69
Pozostałe koszty operacyjne	322 575,24	200 608,93	734 510,01	992 430,81
3. Wynik operacyjny	1 386 048,44	1 690 513,32	5 333 623,95	4 596 704,58
4. Działalność finansowa				
Przychody finansowe	69 633,22	102 894,81	433 102,29	1 064 043,30
Koszty finansowe	702 981,69	515 253,30	1 596 030,74	2 480 698,51
5. Zdarzenia nadzwyczajne				
Wynik zdarzeń nadzwyczajnych	0,00	0,00	0,00	0,00
6. Odpisy – wartość firmy			-110 339,91	-749 837,20
7. Zysk (strata) brutto	752 699,97	1 278 154,83	4 060 355,59	2 430 212,17
Podatek dochodowy i pozostałe obowiązkowe zmniejszenia zysku grupy kapitałowej	-9 666,54	261 474,55	762 470,68	1 058 816,72
Zysk (strata) netto	762 366,51	1 016 680,28	3 297 884,91	1 371 395,45

Źródło: Dane finansowe ZABERD SA i dane z bazy danych Amadeus stworzonej przez Bureau van Dijk (Company Information and Business Intelligence).

4.3. Analiza danych finansowych ZABERD SA

W celu dokonania wnikliwej analizy skutków restrukturyzacji posłużono się wyliczeniem wybranych wskaźników (tab. 4). Kapitał obrotowy netto był najwyższy w 2005 roku. Po przeprowadzeniu restrukturyzacji uległ obniżeniu.

Tabela 4

Wybrane wskaźniki finansowe w ZABERD SA

Faza przedsiębiorstwa		Przed restrukturyzacją		Przeprowadzenie restrukturyzacji	Po restrukturyzacji
nazwa wskaźnika	sposób wyliczenia	2003	2004	2005	2006
Kapitał obrotowy netto (zł)	Kapitał stały – aktywa trwałe	818,90	519 093,59	5 447 578,11	4 601 724,41
Relacja KON do aktywów ogółem (%)	(KON/aktywa ogółem) × 100%	0,01	3,51	12,70	10,28
Relacja KON do zapasów i należności (%)	(KON/zapasy + należności) × 100%	0,01	4,58	30,68	28,45

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych finansowych ZABERD SA i danych z bazy danych Amadeus stworzonej przez Bureau van Dijk (Company Information and Business Intelligence).

W dalszej kolejności przeprowadzono analizę wskaźnikową (tab. 5). Rok po dokonaniu restrukturyzacji i pozyskaniu *mezzanine capital* płynność finansowa utrzymywała się na stałym poziomie. Wskaźniki zadłużenia kształtowały się na zbliżonym poziomie w 2005 i 2006 roku. Cykl środków pieniężnych uległ poprawie po przeprowadzeniu restrukturyzacji i wyniósł 2,9. Wskaźniki rentowności uległy po restrukturyzacji zdecydowanemu obniżeniu. Związane jest to z obniżeniem w rok po restrukturyzacji zysku operacyjnego i zysku netto.

Tabela 5

Analiza wskaźnikowa ZABERD SA przed i po dokonaniu restrukturyzacji

Faza przedsiębiorstwa		Przed restrukturyzacją		Przeprowadzenie restrukturyzacji	Po restrukturyzacji
nazwa wskaźnika	sposób wyliczenia	2003	2004	2005	2006
1	2	3	4	5	6
Wskaźniki płynności					
Wskaźnik płynności bieżącej	aktywa obrotowe / zobowiązania krótkoterminowe	1,02	1,06	1,37	1,36
Wskaźnik płynności szybkiej	(aktywa obrotowe – zapasy – krótkoterminowe rozliczenia międzyokresowe) / zobowiązania krótkoterminowe	0,82	0,88	1,20	1,10
Wskaźnik płynności natychmiastowej	inwestycje krótkoterminowe / zobowiązania krótkoterminowe	0,1094	0,0288	0,2979	0,3963

1	2	3	4	5	6
Wskaźniki zadłużenia					
Wskaźnik ogólnego zadłużenia	zobowiązania ogółem / aktywa ogółem	0,81	0,78	0,71	0,69
Wskaźnik zadłużenia kapitału własnego	zobowiązania ogółem / kapitał własny	4,71	3,63	2,61	2,46
Wskaźnik zadłużenia długoterminowego	zobowiązania długoterminowe / kapitał własny	0,43	0,14	1,18	1,10
Zadłużenie środków trwałych	rzeczowe składniki majątku trwałego / zobowiązania długoterminowe	2,63	4,78	0,66	0,14
Wskaźniki rotacji					
Wskaźniki rotacji majątku	przychody netto ze sprzedaży / aktywa ogółem	2,50	2,19	1,39	1,57
Wskaźnik obrotowości należności	przychody netto ze sprzedaży / należności ogółem	4,68	3,37	3,87	5,26
Wskaźnik cyklu rozliczenia należności w dniach	należności ogółem \times 360 / przychody netto ze sprzedaży	76,86	106,86	93,06	68,48
Wskaźnik rotacji zapasów	przychody netto ze sprzedaży / zapasy	17,58	16,23	22,26	16,46
Wskaźnik cyklu zapasów w dniach	zapasy \times 360 / przychody netto ze sprzedaży	20,48	22,18	16,17	21,88
Wskaźnik okresu płacenia zobowiązań w dniach	zobowiązania krótkoterminowe \times 360 / przychody netto ze sprzedaży	106,68	122,41	100,60	87,46
Wskaźnik cyklu środków pieniężnych	wskaźnik cyklu rozliczenia należności + wskaźnik cyklu zapasów – wskaźnik cyklu rozliczenia zobowiązań	-9,34	6,62	8,63	2,90
Wskaźniki rentowności					
Wskaźnik rentowności netto sprzedaży	wynik netto / przychody netto ze sprzedaży	0,03	0,03	0,06	0,02
Wskaźnik rentowności majątku	wynik netto / aktywa ogółem	0,07	0,07	0,08	0,03
Wskaźnik rentowności kapitału własnego	wynik netto / kapitał własny	0,41	0,32	0,28	0,11
Wskaźnik zwrotu z inwestycji	wynik operacyjny / aktywa ogółem	0,13	0,11	0,12	0,10

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych finansowych ZABERD SA i danych z bazy danych Amadeus stworzonej przez Bureau van Dijk (Company Information and Business Intelligence).

Uzupełnieniem do wyliczeń wskaźników finansowych przygotowano wyliczenie modelu Altmana (tab. 6) dla rynków rozwijających się, gdzie punktem granicznym jest wartość 5,5 ($Z\text{-score} = 6,56 \times X1 + 3,26 \times X2 + 6,72 \times X3 + 1,05 \times X4 + 3,25$). Najwyższy poziom wskaźnika był w roku przeprowadzenia restrukturyzacji. W następnym okresie obniżył się do poziomu informującego o istotnym zagrożeniu upadłością w kolejnych latach.

Tabela 6

Model Altmana dla ZABERD SA

Faza przedsiębiorstwa		Przed restrukturyzacją		Przeprowadzenie restrukturyzacji	Po restrukturyzacji
Wskaźnik	spółób wyliczenia wskaźnika	2003	2004	2005	2006
Model Altmana dla rynków rozwijających się	Z-score	4,5792	4,7629	5,5724	5,1413
X1	KON / Aktywa ogółem	0,0001	0,0351	0,1270	0,1028
X2	skumulowany zysk zatrzymany / aktywa ogółem	0,0714	0,0688	0,0769	0,0306
X3	EBIT / Aktywa ogółem	0,1299	0,1144	0,1244	0,1026
X4	rynkowa wartość kapitału własnego / księgową wartość zadłużenia	0,2125	0,2753	0,3836	0,4073

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych finansowych ZABERD SA i danych z bazy danych Amadeus stworzonej przez Bureau van Dijk (Company Information and Business Intelligence).

Ostatni element badania dotyczył przepływów pieniężnych netto w fazie przed i po restrukturyzacji (tab. 7). Po restrukturyzacji przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej wzrosły, natomiast przepływy pieniężne netto z działalności finansowej i inwestycyjnej były ujemne.

Tabela 7

Przepływy pieniężne netto w ZABERD SA (zł)

Etap	Przed restrukturyzacją		Przeprowadzenie restrukturyzacji	Po restrukturyzacji
	2003	2004	2005	2006
Przepływy pieniężne netto z działalności operacyjnej	2 932 547,06	945 277,58	6 192 878,71	7 428 601,47
Przepływy pieniężne netto z działalności finansowej	-1 109 758,67	-799 717,65	-11 244 165,85	-4 443 496,93
Przepływy pieniężne netto z działalności inwestycyjnej	-1 244 566,85	-661 104,38	9 354 507,01	-1 295 224,52
Przepływy pieniężne netto razem	578 221,54	-515 544,45	4 303 219,87	1 689 880,02

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych finansowych ZABERD SA i danych z bazy danych Amadeus stworzonej przez Bureau van Dijk (Company Information and Business Intelligence).

W ramach analizy jakościowej ustalono, że *mezzanine capital* może stanowić pomoc w przeprowadzeniu restrukturyzacji i należy polecić przedsiębiorstwom, które pragną reorganizacji i rozwoju. Dotyczy przedsiębiorstw, które posiadają znany z poprzednich lat model biznesowy wymagający poprawy, a głównym ograniczeniem jest niewłaściwa organizacja wewnętrzna prowadzonej działalności i dostęp do kapitału. Zmiany mają wpłynąć na

wzrost efektywności przedsiębiorstwa, a co z tym związane, zmiany w wymiarze ogólnym mogą przyczynić się do wzrostu wartości przedsiębiorstwa.

Restrukturyzacja analizowana w studium przypadku była restrukturyzacją przedmiotową obejmującą restrukturyzację finansową, a także restrukturyzacją operacyjną dotyczącą rozszerzenia gamy produktów. Miała miejsce również restrukturyzacja podmiotowa dotycząca restrukturyzacji własnościowej w postaci zmian w strukturze kapitału i nieznacznych zmian w strukturze właścicielskiej. Przeprowadzona restrukturyzacja miała charakter wielowymiarowy.

Uwagi końcowe

Restrukturyzacja przedsiębiorstw jest formą służącą dokonaniu zmian w obecnie funkcjonującym modelu biznesowym. W pierwszej kolejności istotna jest weryfikacja, w jakim stanie biznesowym, finansowym, prawnym znajduje się przedsiębiorstwo. Na podstawie takich informacji należy zaplanować cały proces restrukturyzacji i – co bardzo ważne – harmonogram jego realizacji. O skuteczności procesu restrukturyzacji informuje dokonywana na bieżąco analiza porównawcza rzeczywistej sytuacji z planowaną. Analiza powstałych odchyleń przedstawia skuteczność działań i ich tempo.

Proces restrukturyzacji przyniósł uzdrowienie sytuacji przedsiębiorstwa i akceptowalne wyniki finansowe. Przychody netto zdecydowanie zwiększyły się ze względu na większy udział w rynku, natomiast wynik operacyjny i wynik netto rok po restrukturyzacji obniżyły się, a co z tym związane, wskaźniki rentowności uległy pogorszeniu. Charakterystyczne było to, że proces restrukturyzacji polegał na reorganizacji wewnętrznej i doprowadził do akwizycji innych podmiotów w celu zwiększenia skali działalności. Było to możliwe dzięki użyciu *mezzanine capital*. Koszty finansowe były wyższe, ale w pierwszym roku po restrukturyzacji nie wpłynęło to w istotny sposób na płynność finansową. Zauważalny był niższy poziom kapitału obrotowego netto rok po restrukturyzacji.

W procesie restrukturyzacji ważny jest czas od momentu podjęcia decyzji o niej do otrzymania skutków tej decyzji w praktyce biznesowej. Nie każde przedsiębiorstwo będzie w stanie dotrzeć do efektów. W związku ze znaczną zmiennością panującą w otoczeniu przedsiębiorstw i coraz większą konkurencją w poszczególnych branżach restrukturyzacja będzie podejmowana najprawdopodobniej częściej. Opracowany plan restrukturyzacji po party właściwą jego realizacją może przyczynić się do poprawy sytuacji finansowej i biznesowej przedsiębiorstwa. Może być zatem ostatnią szansą na ochronę przedsiębiorstwa przed pogarszającymi się wynikami finansowymi mogącymi prowadzić nawet do upadłości.

Literatura

- Bednarek, M. (2007). *Doskonalenie systemów zarządzania, nowa droga do przedsiębiorstwa lean*. Warszawa: Difin.
- Borowiecki, R. (2014). *Zarządzanie restrukturyzacją przedsiębiorstw i gospodarki*. Kraków: Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie.
- Krishnamurti, C., Vishwanath, S.R. (2008). *Mergers, Acquisitions and Corporate Restructuring*. London: SAGE.
- Mozalewski, M. (2010). Rodzaje i metody restrukturyzacji przedsiębiorstw. *Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny*, 2, 215–236.
- Nijs, L. (2013). *Mezzanine financing. Tools, applications and total performance*. New York: Wiley & Sons.
- Sapijaszka, Z. (1997). *Restrukturyzacja przedsiębiorstwa. Szanse i ograniczenia*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.
- Suszyński, C. (2003). *Restrukturyzacja, konsolidacja, globalizacja przedsiębiorstw. Doświadczenia i perspektywy polskiej transformacji*. Warszawa: PWE.
- Suszyński, C. (2009). *Restrukturyzacja przedsiębiorstw*. Warszawa: PWE.

MEZZANINE CAPITAL AS A TOOL OF FIRMS' RESTRUCTURING

Abstract: *Purpose* – The article raises issues like definitions and types of restructuring process and it is focused on how the restructuring in company should be made. What is more that article is about using instrument like mezzanine capital leads to effective restructuring in business unit.

Methodology – In research is used case study in which is analyzed firm after successful restructuring process. The restructuring was carried out using hybrid financing in leverage buyout transaction which lead firm to better compete position. In that scientific research, finance indicators and qualitative methods was applied. Ratio analysis before and after restructuring are calculated. What is more an interview with chairman of the supervisory board was conducted.

Findings – On that background indicates effects of restructuring and draw conclusions.

Originality/value – Number of studies about mezzanine capital, especially restructuring using hybrid financial instruments are available but in a limited extent.

Keywords: restructuring, mezzanine capital, leverage buyout

Cytowanie

- Kuryłek, Z. (2018). *Mezzanine capital jako instrument służący restrukturyzacji przedsiębiorstw – studium przypadku*. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 1 (91), 467–481. DOI: 10.18276/frfu.2018.91-38.