

Aleksandra Duliniec

Szkoła Główna Handlowa w Warszawie

FINANSOWANIE PRZEDSIĘBIORSTWA W KRYZYSIE

1. Kryzys finansowy – szczególna faza cyklu życia przedsiębiorstwa

Analiza potrzeb kapitałowych przedsiębiorstw i ich dostępu do różnych źródeł oraz instrumentów finansowych wskazuje, że struktura finansowania jest w dużej mierze zdeterminowana fazą cyklu życia, w jakiej znajduje się przedsiębiorstwo. Inna jest bowiem sytuacja małego, niedawno utworzonego przedsiębiorstwa, jego potrzeby kapitałowe i możliwości ich zaspokajania, zupełnie inaczej zaś kształtują się one w przypadku dużego, dojrzałego przedsiębiorstwa o stabilnej pozycji rynkowej. Cykl życia przedsiębiorstwa dzieli się najczęściej na cztery podstawowe fazy¹: powstawania i początkowego rozwoju, wzrostu, dojrzałości oraz schyłku działalności. Ponadto można wyróżnić szczególny etap w życiu przedsiębiorstwa – **fazę kryzysu finansowego**, która dotyczy przedsiębiorstw przeżywających poważne trudności finansowe, mogące doprowadzić do trwałej utraty płynności finansowej, niewypłacalności, a nawet bankructwa i likwidacji przedsiębiorstwa.

Nie każde przedsiębiorstwo przechodzi przez wszystkie możliwe fazy cyklu życia. Niektóre upadają zaraz niedługo po utworzeniu, większość jednak rozwija się i funkcjonuje w dłuższym okresie, przechodząc przez kolejne podstawowe cztery fazy cyklu życia. Długość poszczególnych faz w różnych przedsiębiorstwach również nie jest jednakowa. Zależy ona od branży, w której działa przedsiębiorstwo, od produktów, które oferuje, ale przede wszystkim od sytuacji samego przedsiębiorstwa, osiągniętych wyników, przyjętej strategii rozwoju i możliwości jej realizacji w konkurencyjnym środowisku.

Trudności finansowe i groźba bankructwa mogą się pojawić w każdej z czterech podstawowych faz cyklu życia przedsiębiorstwa, a przewyciężanie tych trudności wymaga niekiedy bardzo radykalnych zmian w prowadzonej do tej pory działalności, szczególnie zaś w strukturze źródeł finansowania przedsiębiorstwa. Restruk-

¹ Podobne fazy można wyróżnić w cyklu życia branży lub cyklu życia produktu.

ryzacja finansowa przedsiębiorstwa zagrożonego bankructwem w połączeniu ze zmianami w zakresie prowadzonej działalności operacyjnej i inwestycyjnej określana jest jako **restrukturyzacja naprawcza**. Jej przeprowadzenie jest bardzo często uzależnione od możliwości pozyskania źródeł finansowania na ten cel. Finansowanie przedsiębiorstwa przeżywającego trudności finansowe i zagrożonego upadłością – **finansowanie w kryzysie** – jest przedmiotem niniejszego opracowania.

Na potrzeby kapitałowe przedsiębiorstwa oraz specyfikę jego finansowania w poszczególnych fazach cyklu życia mają wpływ przede wszystkim trzy czynniki. Pierwszy to **ryzyko operacyjne** prowadzonej przez przedsiębiorstwo działalności. Wysokie ryzyko operacyjne ogranicza zazwyczaj wykorzystanie kapitału obcego, gdyż zarówno zarząd przedsiębiorstwa, jak i jego właściciele nie są zainteresowani dodawaniem znacznego ryzyka finansowego do istniejącego już wysokiego ryzyka operacyjnego. Z kolei dla potencjalnych wierzycieli wysokie ryzyko operacyjne przedsiębiorstwa oznacza wysokie ryzyko niewypłacalności przedsiębiorstwa, co znacznie ogranicza jego zdolność kredytową i podwyższa koszt kapitału obcego. Obniżanie się ryzyka operacyjnego sprzyja zwiększaniu udziału kapitału obcego w jego finansowaniu.

Drugim czynnikiem są **możliwości rozwojowe** przedsiębiorstwa, które wyznaczają plany inwestycyjne firmy i zapotrzebowanie na kapitał. Możliwości rozwoju są znacznie większe w początkowych fazach cyklu życia przedsiębiorstwa i ulegają ograniczeniu, gdy przedsiębiorstwo osiąga dojrzałość.

O tym, czy kapitał finansujący inwestycje będzie pochodzić ze źródeł wewnętrznych, czy zewnętrznych decyduje z kolei rentowność działalności prowadzonej przez przedsiębiorstwo oraz saldo operacyjnych przepływów pieniężnych. Uzyskiwana przez przedsiębiorstwo **nadwyżka finansowa** (zysk plus amortyzacja) w ujęciu pieniężnym to główne źródło wewnętrznego finansowania. Jest to trzeci czynnik charakteryzujący sytuację przedsiębiorstwa i mający wpływ na kształtowanie się struktury finansowania w danej fazie.

O specyfice finansowania przedsiębiorstwa w poszczególnych fazach jego funkcjonowania decyduje ukształtowana struktura kapitału i źródeł jego pochodzenia, ryzyko finansowe, wysokość wypłacanych dywidend².

2. Przyczyny kryzysu finansowego przedsiębiorstwa i warunki jego przezwyciężenia

Jak już wspomniano, przedsiębiorstwo w każdej fazie cyklu życia może się znaleźć w sytuacji kryzysowej, charakteryzującej się przede wszystkim narastającymi trudnościami finansowymi i problemami z utrzymaniem płynności. Przyczyny po-

² Charakterystyka finansowania przedsiębiorstw w czterech fazach cyklu ich życia zawarta jest m.in. w [Duliniec 2003, s. 281-288; Damodaran 2006, s. 289-290].

wstania kryzysu finansowego mogą być bardzo zróżnicowane. Najczęściej zalicza się do nich:

- spadek przychodów ze sprzedaży (zmniejszenie udziału w rynku, utrata klientów, spadek cen na oferowane przez przedsiębiorstwo produkty lub usługi itp.),
- spadek rentowności prowadzonej działalności operacyjnej na skutek wzrostu kosztów operacyjnych,
- brak wpływów środków pieniężnych od odbiorców (nieściągalne należności),
- nadmierne zadłużenie (obciążenia płatnościami oprocentowania i spłatą zobowiązań przekraczają możliwości, kumulowanie się niespłaconych zobowiązań).

Utrata płynności finansowej oznacza sytuację, w której środki pieniężne będące w dyspozycji przedsiębiorstwa nie wystarczają na pokrycie wymagalnych zobowiązań. Może to skutkować utratą płynności w krótkim okresie, jeżeli niedobór środków pieniężnych udaje się szybko uzupełnić, np. przez ściągnięcie zaległych należności czy zaciągnięcie kredytu krótkoterminowego. Zaciąganiu nowych zobowiązań na pokrycie tych, które stają się wymagalne, towarzyszy jednak zazwyczaj znaczny wzrost kosztów finansowania – wierzyciele podwyższają marżę wobec wzrostu ryzyka niewypłacalności dłużnika.

W sytuacji jednak, gdy luka między wpływami a wydatkami środków pieniężnych ma charakter trwały, przedsiębiorstwo staje się niewypłacalne. Przedsiębiorstwo nie ma wówczas dostępu ani do podstawowych wewnętrznych źródeł finansowania (wynik finansowy netto oraz saldo przepływów pieniężnych z działalności operacyjnej są ujemne), ani do zewnętrznych źródeł finansowania – pozyskanie nowego kapitału na rynku finansowym jest bardzo trudne, a najczęściej w ogóle niemożliwe. Jedynym źródłem finansowania pozostaje w takiej sytuacji wyprzedaż/upłynnienie najpierw aktywów obrotowych, a następnie aktywów trwałych. W wyniku takich działań przedsiębiorstwo traci jednak możliwości dalszego prowadzenia działalności operacyjnej lub działalność ta zostaje w znacznym stopniu ograniczona.

Ostatecznie z **niewypłacalnością przedsiębiorstwa** mamy do czynienia wówczas, gdy zobowiązania przedsiębiorstwa przekraczają wartość jego aktywów. W przedsiębiorstwie niewypłacalnym pojawia się najczęściej tzw. ujemna wartość netto, czyli ujemna bilansowa wartość kapitału własnego. Powstaje ona wówczas, gdy straty ponoszone przez przedsiębiorstwo (w jednym lub w kilku kolejnych okresach) przewyższają wartość zgromadzonego kapitału własnego, na który składają się przede wszystkim kapitał zakładowy i kapitał zapasowy. Wyprzedaż nawet całego majątku przedsiębiorstwa nie starczyłaby na pokrycie wszystkich zobowiązań. W takiej sytuacji przedsiębiorstwo jest stawiane w stan upadłości.

Zanim jednak przedsiębiorstwo na trwałe utraci zdolność do regulowania swoich zobowiązań, zazwyczaj są podejmowane różne działania, które mają uzdrowić jego sytuację finansową. Także po ogłoszeniu upadłości przedsiębiorstwo nie musi być zlikwidowane. W większości przypadków zawarcie układu z wierzycielami oraz

realizacja programu naprawczego pozwala uniknąć likwidacji przedsiębiorstwa i stwarza podstawy do jego dalszego funkcjonowania. Im szybciej od pojawienia się trudności finansowych przedsiębiorstwo rozpocznie działania naprawcze, tym większe są szanse na przezwyciężenie kryzysu finansowego i niedopuszczenie do bankructwa.

Trudności finansowe przedsiębiorstwa, które jest notowane na rynku publicznym, znajdują odzwierciedlenie w spadku jego wartości rynkowej – spadają notowania spółki. Jeżeli utrata płynności ma charakter trwały (spółka staje się niewypłacalna), zazwyczaj akcje tej spółki są wycofywane z obrotu giełdowego.

3. Finansowanie restrukturyzacji naprawczej przedsiębiorstwa

Przetrwanie przedsiębiorstwa w sytuacji kryzysowej wymaga przeprowadzenia głębokiej **restrukturyzacji naprawczej**, na którą składa się nie tylko restrukturyzacja finansowa, ale także restrukturyzacja zakresu działalności operacyjnej i restrukturyzacja organizacyjna. Podstawowym elementem postępowania naprawczego jest niewątpliwie **restrukturyzacja finansowa**, która powinna doprowadzić do rozluźnienia „pętli zadłużeniowej”, aby w przyszłości możliwa stała się obsługa przez przedsiębiorstwo zrestrukturyzowanego długu.

Program naprawy finansów przedsiębiorstwa może być przeprowadzany z inicjatywy zarządu po pojawieniu się trudności płatniczych lub w ramach postępowania upadłościowego. Negocjacje z bankami i innymi wierzycielami powinny doprowadzić do ugody lub zawarcia tzw. układu przedsiębiorstwa z wierzycielami. Wynegocjowana restrukturyzacja zadłużenia może polegać na:

- umorzeniu części zadłużenia i zaległych odsetek,
- zmianie warunków spłaty zaciągniętych zobowiązań (rozłożenie na raty spłaty zaległych zobowiązań, odroczenie terminu płatności rat kapitałowych, zmiany wysokości oprocentowania zrestrukturyzowanego długu itp.),
- zamianie części wierzytelności na akcje lub udziały przedsiębiorstwa (zamiana kapitału obcego na kapitał własny).

Restrukturyzacji finansowej przedsiębiorstwa będącego w sytuacji kryzysowej musi towarzyszyć restrukturyzacja prowadzonej przez przedsiębiorstwo działalności (w zakresie oferowanych produktów, rynków zbytu, posiadanych aktywów, zatrudnienia, systemu zarządzania itp.), aby można było wyeliminować wszystkie podstawowe przyczyny kryzysu, w jakim znalazło się przedsiębiorstwo. Przygotowanie programu restrukturyzacji uzdrawiającej działalność przedsiębiorstwa jest zwykle istotnym warunkiem zawarcia ugody/układu z wierzycielami.

Do realizacji całościowego programu restrukturyzacji naprawczej nie wystarczy jedynie zmniejszenie obciążeń związanych z obsługą zadłużenia lub zamiana części długu na kapitał własny. Konieczne jest też pozyskanie dodatkowego kapitału ze źródeł zewnętrznych, co umożliwi wdrożenie działań naprawczych. Jednak dostęp

do nowego kapitału może być bardzo trudny. Wykorzystanie kredytów bankowych lub emisja udziałowych bądź dłużnych papierów wartościowych na rynku publicznym nie są w zasadzie możliwe w przypadku przedsiębiorstwa, które na trwałe utraciło płynność finansową. Przedsiębiorstwo może ewentualnie zaciągnąć pożyczki podporządkowane wobec długu zrestrukturyzowanego, który zachowuje charakter priorytetowy.

Pożyczki podporządkowane mogą przybierać formę emisji tzw. obligacji śmieciowych na rynku niepublicznym. Ze względu na wysokie ryzyko operacyjne, jakie towarzyszy restrukturyzowaniu działalności przedsiębiorstwa w kryzysie, oprocentowanie pożyczek podporządkowanych/obligacji śmieciowych jest bardzo wysokie. Są to instrumenty finansowe o charakterze spekulacyjnym. Mimo że mamy do czynienia z kapitałem obcym, inwestorzy dostarczający tego kapitału przedsiębiorstwu ponoszą duże ryzyko, co jest charakterystyczne raczej dla kapitału własnego. Ten rodzaj finansowania nazywany jest często finansowaniem pośrednim (*mezzanine finance*) – por. m.in. [Willis, Clark 1993, s. 243].

Pozyskanie środków pieniężnych na przeprowadzenie działań restrukturyzacyjnych, a zwłaszcza osiągnięcie większej stabilności finansowej wymaga jednak przede wszystkim zwiększenia kapitału własnego. Może on być inwestowany w przedsiębiorstwo przez **fundusze *private equity***. Kapitał własny o podwyższonym ryzyku pozyskiwany na rynku niepublicznym/prywatnym, tzw. *private equity*, obejmuje oprócz *venture capital*, który jest inwestowany w ryzykowne innowacyjne przedsięwzięcia i nowo tworzone przedsiębiorstwa o dużym potencjale rozwoju, także inne specyficzne możliwości inwestycyjne, jak np. finansowanie fuzji i przejęć przedsiębiorstw czy też **finansowanie przedsiębiorstw, które dokonują restrukturyzacji (*turnaround financing*)**, w tym również przedsiębiorstw będących w kryzysie [Węclawski 1997, s. 47].

Wysokie ryzyko inwestowania kapitału w przedsiębiorstwa przeżywające trudności finansowe wynika przede wszystkim z ryzyka prowadzonych działań naprawczych, których podjęcie jest niezbędne do wyprowadzenia przedsiębiorstwa z kryzysu. Ich powodzenie może jednak umożliwić funduszom *private equity*³ realizację wysokiej stopy zwrotu. Podobnie jak w przypadku *venture capital*, inwestycje *private equity* mają ograniczony horyzont, kapitał ten jest dostarczany przedsiębiorstwu na okres przygotowania i wdrożenia programu restrukturyzacji naprawczej. Po wyjściu przedsiębiorstwa z kryzysu jest on wycofywany i zastępowany kapitałem pochodzącym od innych inwestorów finansowych lub inwestorów branżowych na rynku niepublicznym lub publicznym (często po ponownym wejściu akcji spółki do obrotu giełdowego). Cechą charakterystyczną *private equity/venture capital* jest dostarczanie przedsiębiorstwu przez inwestorów nie tylko kapitału, ale także wspar-

³ Szerzej o zakresie inwestowania funduszy *private equity* m.in. w [Panfil 2005, s. 15-25].

cia menedżerskiego, czyli w sytuacji przedsiębiorstwa w kryzysie finansowym – pomocy w przygotowaniu i wdrożeniu programu naprawczego.

Przedsiębiorstwo, które przeżywa trudności finansowe (utraciło płynność i stało się niewypłacalne), może być też przedmiotem przejęcia. Podmiot przejmujący musi wówczas zaspokoić roszczenia wierzycieli oraz ewentualnie dostarczyć źródeł finansowania działań restrukturyzacyjnych. Ryzyko działań naprawczych, ale i wszystkie możliwe do osiągnięcia korzyści z tego tytułu ponosi przedsiębiorstwo, które dokonało przejęcia.

Biorąc pod uwagę sytuację przedsiębiorstw w kryzysie finansowym oraz dostępność źródeł kapitału potrzebnego do przeprowadzenia restrukturyzacji naprawczej, charakterystykę finansowania przedsiębiorstwa w tej specjalnej fazie cyklu życia można ująć jak w tab. 1.

Tabela 1. Finansowanie przedsiębiorstwa w kryzysie

Czynniki analizy	Charakterystyka
Ryzyko operacyjne	wysokie – sytuacja kryzysowa, konieczna restrukturyzacja działalności
Możliwości rozwojowe (potrzeby inwestycyjne)	brak, znaczne dopiero przy wdrożeniu programu restrukturyzacji
Rentowność operacyjna	ujemna
Przepływy pieniężne netto	ujemne, utrata płynności finansowej
Źródła finansowania (rodzaje kapitału)	zrestrukturyzowany kapitał obcy (dług), pożyczki podporządkowane (<i>mezzanine finance</i>), kapitał własny wysokiego ryzyka (<i>private equity</i>)
Ryzyko finansowe	bardzo wysokie, zagrożenie bankructwem
Wypłaty dywidend	zerowe
Wskaźniki rynkowe	nie dotyczy – niewypłacalna spółka jest wycofywana z obrotu giełdowego lub notowania są zawieszane

Źródło: opracowanie własne.

Decydujący wpływ na **specyfikę finansowania** przedsiębiorstwa w fazie kryzysu ma występowanie jednocześnie wysokiego ryzyka operacyjnego i finansowego. Poza sytuacją kryzysową przedsiębiorstwa starają się tak kształtować strukturę finansowania, aby zwiększonemu ryzyku operacyjnemu towarzyszyło niewielkie ryzyko finansowe (niski udział długu w kapitale zainwestowanym) lub odwrotnie.

Ryzyko operacyjne przedsiębiorstwa w kryzysie jest bardzo wysokie – dalsze jego funkcjonowanie jest uzależnione od wyników działań restrukturyzacyjnych w zakresie działalności operacyjnej, które są obarczone dużym ryzykiem. Jednocześnie ryzyko finansowe w przedsiębiorstwie przeżywającym trudności finansowe jest również wysokie i wzrasta w miarę kumulowania się niespłaconych zobowiązań wraz z odsetkami. Udział długu w kapitale przedsiębiorstwa zwiększa się wraz z pogłębianiem się kryzysu finansowego. Jeżeli utrata płynności finansowej jest trwała i prowadzi do niewypłacalności przedsiębiorstwa, czyli sytuacji, w której majątek

przedsiębiorstwa nie wystarcza na pokrycie wszystkich zobowiązań, ryzyko finansowe ponoszone przez właścicieli przedsiębiorstwa staje się bardzo wysokie. Stoją oni w obliczu utraty całego zainwestowanego w przedsiębiorstwo kapitału. Faktycznie dochodzi do tego w momencie, gdy bankrutujące przedsiębiorstwo zostaje zlikwidowane, bo aktywa przedsiębiorstwa mogą jedynie w części zaspokoić roszczenia wierzycieli.

Restrukturyzacja zadłużenia w ramach porozumienia z wierzycielami obniża poziom zadłużenia na tyle, aby obsługa zobowiązań nie uniemożliwiała działalności operacyjnej przedsiębiorstwa i wdrożenia programu naprawczego. Nadal jednak udział kapitału obcego w kapitale przedsiębiorstwa pozostaje wysoki, co oznacza wysokie ryzyko finansowe.

W sytuacji, gdy przedsiębiorstwo w kryzysie podejmuje działania naprawcze, właściciele mają szansę na zwrot z kapitału w dłuższym okresie, ale tylko pod warunkiem, że restrukturyzacja zakończy się sukcesem. Umowa z wierzycielami dotycząca restrukturyzacji zadłużenia narzuca jednak najczęściej wiele ograniczeń w prawach właścicieli przedsiębiorstwa, np. w zakresie podziału zysku i wypłat dywidend. Wartość rynkowa kapitału własnego w niewypłacalnych przedsiębiorstwach spada gwałtownie i pozostaje bardzo niska w przedsiębiorstwach przygotowujących restrukturyzację naprawczą. Dopiero wdrożenie programu naprawczego, umożliwiającego wyjście z kryzysu i przywracającego możliwości rozwoju przedsiębiorstwa prowadzi do wzrostu jego wartości.

4. Podsumowanie

Lokaty kapitałowe w przedsiębiorstwa w fazie kryzysowej, podejmujące działania naprawcze, należą do inwestycji bardzo ryzykownych (spekulacyjnych) i w związku z tym nie zyskują one zazwyczaj szerokiego zainteresowania na rynku kapitałowym. Kapitał niezbędny do przeprowadzenia restrukturyzacji dostarczają częściowo wierzyciele przedsiębiorstwa w ramach refinansowania zrestrukturyzowanego długu. Kapitał własny zaś może pochodzić z funduszy *private equity*, które specjalizują się w inwestowaniu w przedsiębiorstwa w kryzysie finansowym, dostarczając im nie tylko wsparcia kapitałowego ale także menedżerskiego. Zakończona sukcesem restrukturyzacja przyniesie nadzwyczajne dochody, choć prawdopodobieństwo porażki i utraty przez inwestorów zainwestowanego kapitału jest duże. Przedsiębiorstwa przeżywające trudności finansowe mogą być także przedmiotem inwestycji kapitałowych lub przejęcia ze strony różnych innych indywidualnych lub instytucjonalnych inwestorów (np. funduszy hedgingowych) zainteresowanych lokatami spekulacyjnymi. Są oni skłonni zaakceptować wysokie ryzyko związane z restrukturyzacją naprawczą, licząc na uzyskanie ponadprzeciętnego zwrotu z takiej inwestycji, jeżeli przedsiębiorstwu uda się wyjść z kryzysu finansowego.

Literatura

- Damodaran A., *Applied Corporate Finance. A User's Manual*, John Wiley & Sons, New York 2006.
- Duliniec A., *Finansowanie faz cyklu życia przedsiębiorstwa*, [w:] *Zarządzanie finansami – mierzenie wyników i wycena przedsiębiorstw*, red. D. Zarzecki, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin 2003.
- Panfil M., *Fundusze private equity. Wpływ na wartość spółki*, Difin, Warszawa 2005.
- Węclawski J., *Venture capital. Nowy instrument finansowania przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1997.
- Willis J., Clark D., *An Introduction to Mezzanine Finance and Private Equity*, [w:] *The New Corporate Finance. Where Theory Meets Practice*, red. D. Chew, McGraw-Hill, New York 1993.

FINANCING COMPANY IN CRISIS

Summary

Deep restructuring of activities and access to new capital are essential for companies in financial crises, but sources of turnaround financing are very limited in such conditions. High business and financial risks, low profitability, lack of financial liquidity and danger of bankruptcy do not attract many investors. Some private equity funds looking for high risk and high potential return investments may provide companies in financial crisis not only with capital but also with managerial support necessary to implement recovery programmes.