

Piotr Masiukiewicz

Wsparcie restrukturyzacyjne przedsiębiorstw przez banki i fundusze poręczeniowe

W Polsce funkcjonuje około 1,7 mln firm (wg szacunku realnie funkcjonujących, a nie tylko istniejących w rejestrze), każdego roku około 300-350 tys. rozpoczyna i tyle samo kończy działalność, w tym bankrutuje. Często kryzysowa sytuacja w przedsiębiorstwie jest zbiegiem różnych okoliczności, a wiele z nich to czynniki zewnętrzne, na które firma nie miała wpływu i wtedy warto „rzucić koło ratunkowe”, którego wyrazem są postępowania restrukturyzacyjno-naprawcze.

Realizacją europejskiej zasady „drugiej szansy” dla przedsiębiorców w Polsce jest nowe Prawo restrukturyzacyjne. Zmienia ono filozofię podejścia do restrukturyzacji firm. Celem takich postępowania, oprócz zaspokojenia wierzycieli, ma być przede wszystkim wsparcie działań restrukturyzacyjnych i pozostawienie podmiotów w obrocie gospodarczym. Nowe przepisy mają realizować strategię gospodarczą państwa, ukierunkowaną na ochronę przedsiębiorców, miejsc pracy, kapitału intelektualnego i *know-how*.

Zgodnie z zasadą przetrwania, sformułowaną przez H.I. Ansoffa: *jeżeli jakakolwiek organizacja staje wobec perspektywy likwidacji, to koncentruje całą swoją energię na poszukiwaniu drogi przetrwania*. Cele rządu i przedsiębiorcy stają się tu zbieżne, ale potrzebny jest tzw. kapitał na przetrwanie. Oczywiście, wykluczone z pomocy i korzystania ze ścieżek restrukturyzacji naprawczej powinny być przed-

siębiorstwa, w których występują rezerwowany kryzys lub bankructwo.

Ważnym pośłannictwem i funkcją banków, kas oszczędnościowo-kredytowych oraz funduszy poręczeniowych jest udział w restrukturyzacji naprawczej przedsiębiorstw będących w sytuacji kryzysowej – instytucje finansowe mają możliwości uruchomienia dźwigni finansowej tego procesu. Bez dźwigni finansowej najczęściej nie jest możliwe efektywne i skuteczne zrealizowanie naprawy przedsiębiorstwa. Mało znanym modelem dźwigni finansowej jest zastosowanie kapitału *mezzanine*, stąd poświęcono temu specjalną uwagę. Metody badawcze zastosowane w pracy to analiza literatury, analiza prawna, analiza *desk research*, studia przypadków oraz prezentacja badań własnych.

Teorie restrukturyzacji i dźwigni finansowej

Niekorzystne zmiany otoczenia, wadliwe zarządzanie różnymi rodzajami ryzyka, katastrofy naturalne i techniczne, kreuja kryzysy w przedsiębiorstwach. Można postawić tezę, iż kryzysów nigdy nie można wykluczyć. W ujęciu *sensu largo*, kryzys w przedsiębiorstwie można określić jako stan organizacji, który prowadzi do naruszenia jej stabilności lub wręcz opóźnienia rozwoju w stosunku do zmian w otoczeniu, a w przypadku utrzymania się w dłuższym czasie prowadzi do zagrożenia jej egzystencji [Kral, Zabłocka-Kluczka, 2004].

Podejścia definicyjne w literaturze są różne. Kryzys można definiować jako zjawisko w następujących obszarach:

- proces zarządzania zmianami (w tym marketing kryzysowy),
- źródła refinansowania działalności,
- zbiór specyficznych sytuacji decyzyjnych i instrumentów dezaktywacji kryzysu,
- procedury identyfikacji zagrożeń (systemy wczesnego ostrzegania),
- prawne procedury restrukturyzacji i upadłości (ryzyko *compliance* i inne).

W cyklu życia przedsiębiorstw pojawiać się mogą różne typy kryzysów, wywołane zewnętrznymi lub wewnętrznymi czynnikami (rysunek 1) [Doem, 2016].

Zarządzanie sytuacją kryzysową, według I. Mitroffa i C. Pearsona, *polega na właściwym kierowaniu organizacją przez pięć wyodrębnionych faz, charakterystycznych dla wszystkich tego typu sytuacji, a mianowicie: wykrywanie sygnałów, przygotowanie i działania prewencyjne, ograniczanie szkód, powrót do sytuacji sprzed kryzysu i nauka, jaka z tego wypływa* [Mitroff, Pearson, 1998, s. 28].

Można założyć, iż każda restrukturyzacja naprawcza przedsiębiorstwa będzie efektywna, jeżeli zostanie zaangażowana wystarczająca dźwignia finansowa tego procesu. Dźwignia finansowa oznacza nowy kapitał zewnętrzny lub wewnętrzny (udziałowców), umożliwiający realizację procesu naprawczego (sanację, restruk-

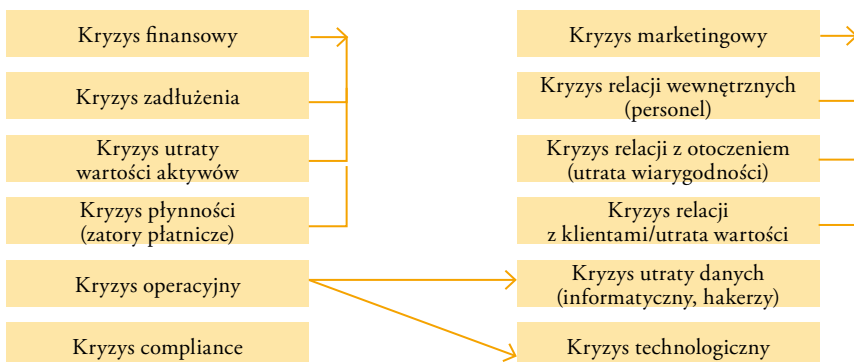
turyzację naprawczą) przedsiębiorstwa, które znajduje się w sytuacji kryzysu [Masiukiewicz, Nowak, 2013].

Restrukturyzacja jest zestawem narzędzi służącym do implementacji radykalnych zmian w funkcjonowaniu określonego przedsiębiorstwa, co ma na celu wzrost jego efektywności ekonomicznej, a także adaptację do zmiennych warunków otoczenia w przyszłości.

Proces restrukturyzacji przedsiębiorstwa można zdefiniować jako przemysłową reorientację jego celów i strategii, adekwatnie do występujących lub mających wystąpić w przyszłości zmian w otoczeniu i przystosowanie do tego techniki, zarządzania, finansów oraz kadr. Restrukturyzacja odnosi się zarówno do majątku, kapitału, zatrudnienia, jak i organizacji czy też struktury własnościowej [Kozuch, 2010, s. 80]. W praktyce gospodarczej restrukturyzację podejmuje się nie tylko w celu naprawy lub ratowania przedsiębiorstwa zagrożonego bankructwem, ale także może ona wynikać z pobudek antycypacyjnych lub kreatywnych, co umożliwia wzmocnienie pozycji rynkowej przedsiębiorstwa, oczywiście pod warunkiem pozyskania dźwigni finansowej.

Nowe regulacje i rekomendacje Unii Europejskiej oraz rozwiązania instytucjonalne procesów restrukturyzacyjno-naprawczych nie są dostatecznie spopularyzowane, w Polsce są dopiero wdrażane od 2015 roku. Dotychczasowe polskie regulacje okazały się nieefektywne.

Rysunek 1 Podstawowe obszary kryzysów w przedsiębiorstwie



Źródło: opracowanie własne

Podjęcie Komisji Europejskiej do spraw upadłościowych można uznać za rewolucyjne, bowiem prawną upadłość ma być ostatecznością, jeśli wyczerpano drogi pomocy przedsiębiorcy [Palmer, Rapisardi, 2009]. Nawet pomimo upadłości, przedsiębiorca powinien – przy wsparciu różnych instytucji – mieć drugą szansę na ponowne prowadzenie działalności. Podstawowe instrumenty prawne i doradcze rekomendowane przez Komisję zostały określone w następujących dokumentach:

- a) Komisja Wspólnot Europejskich, Komunikat Komisji do Rady, Parlamentu Europejskiego, Europejskiego Komitetu Ekonomiczno-Społecznego i Komitetu Regionów, *W jaki sposób przetrwać piętno porażki poniesionej w działalności gospodarczej – działania na rzecz drugiej szansy*, z dn. 5.10.2007, Bruksela,
- b) Komisja Wspólnot Europejskich, Komunikat Komisji, *Wytyczne wspólnotowe dotyczące pomocy państwa w celu ratowania i restrukturyzacji zagrożonych przedsiębiorstw* z dn. 1.10.2004, Bruksela,
- c) Dyrektywa Komisji i Rady nr 2011/71/EU w sprawie zwalczania opóźnień w płatnościach w transakcjach handlowych, 2011, Bruksela.

Komisja Europejska uważa, że otoczenie bardziej koncyliacyjne i wspierające zagrożone bankructwem przedsiębiorstwa może zapobiec ich upadkom. Eksponowanie problemu negatywnych skutków porażki w działalności gospodarczej i negatywnego odbioru takich zdarzeń, pomogłoby wykorzystać w jak najlepszy sposób kreatywność ludzi w Europie dla ich ograniczenia, pobudzić przedsiębiorczość oraz promować innowacyjność i tworzenie miejsc pracy.

Regulacje naprawcze obowiązujące do 2015 roku były przedmiotem szerokiej krytyki [Masiukiewicz, 2012, 2013]. W wyniku wprowadzenia ustawy Prawo restrukturyzacyjne, przedsiębiorstwa i banki w Polsce otrzymały nowe instrumenty

prawne i finansowe dla procedur restrukturyzacyjno-naprawczych [Ustawa, 2015].

Nowe regulacje restrukturyzacji w praktyce

Ustawa Prawo restrukturyzacyjne [Ustawa, 2015] zawiera nowoczesne konstrukcje dla postępowań naprawczych, wprowadza też rewolucyjne zmiany dla przedsiębiorstw. Ustawa ta weszła w życie od 2016 roku, uchylono w niej też stare, niezyciowe przepisy o postępowaniu naprawczym. Paradygmat tej regulacji to priorytet dla procesów restrukturyzacyjno-naprawczych w stosunku do upadłości. Objęte są nią także mikro, małe i średnie przedsiębiorstwa (MŚP), w tym zakłady rolne, instytuty naukowe i inne. Ujednolicono w ustawie właściwość sądów zgodnie z dyrektywami UE. Wprowadzono cztery ścieżki restrukturyzacji przedsiębiorstw:

- 1) postępowanie o zatwierdzenie układu,
- 2) przyspieszone postępowanie układowe,
- 3) postępowanie układowe (w trybie zwykłym),
- 4) postępowanie sanacyjne.

Ustawa [2015] wprowadziła szereg korzystnych rozwiązań dla przedsiębiorstw, między innymi:

- zmiany podatkowe – uchylenie przepisu o opodatkowaniu kwoty umorzenia zaległych wierzytelności,
- skrócenie terminów sądowych, niska stała opłata za wnioski o układ – 1000 zł,
- niedopuszczalność wypowiedzania niektórych umów, np. kredytowych i leasingowych,
- umorzenie egzekucji jako skutek układu, ochrona wierzycieli nieobjętych układem,
- w postępowaniu przyspieszonym – nie ma obowiązku spisu inwentarza,
- możliwość pomocy publicznej – *de minimis*,
- uprzywilejowanie co do zwrotu finansowania udzielonego w ramach postępowania restrukturyzacyjnego na wypadek upadłości,

- utworzenie centralnego rejestru restrukturyzacji i upadłości,
- inne korzystne dla przedsiębiorstw rozwiązania.

Prawo restrukturyzacyjne, oprócz wspomnianych wcześniej czterech procedur naprawczych do wyboru, daje możliwość skorzystania z doradcy restrukturyzacyjnego. W momencie otwarcia postępowania restrukturyzacyjnego, znaczny ciężar postępowania spoczywa na doradcy, ponieważ nadrzędnym celem jest zawarcie układu z wierzycielami. Ustawa stawia przed doradcą restrukturyzacyjnym nie tylko wymóg przygotowania niezbędnych dokumentów, lecz przede wszystkim wsparcia przedsiębiorcy w procesie zmian. Rzetelne zdiagnozowanie sytuacji przedsiębiorcy, zahamowanie i odwrócenie negatywnych trendów, ewentualna zmiana modelu biznesowego, wymagają nie tylko praktycznej wiedzy o zarządzaniu, pomocy publicznej, umiejętności analizy sprawozdań finansowych, procesów biznesowych, lecz także kompetencji w nawiązaniu relacji z kluczowymi wierzycielami, inwestorami czy bankami.

W większości przypadków nie jest realne przeprowadzenie restrukturyzacji z sukcesem, jeśli przedsiębiorstwo nie zostanie zasilone w minimalny kapitał przetrwania [Doem, 2016; Masiukiewicz, 2016; Palmer, Rapisardi, 2009]. Banki, kasy oszczędnościowo-pożyczkowe i fundusze poręczenia są podstawowymi instytucjami, które mogą uruchamiać dźwignie finansowe

procesów restrukturyzacji w gospodarce. Wykluczenie z pomocy restrukturyzacyjnej powinno dotyczyć następujących przypadków:

- reżyserowane bankructwo,
- doprowadzenie do upadłości w wyniku działalności przestępczej pracowników lub zarządu,
- prowadzenie nielegalnej działalności (np. piramidy finansowe),
- otrzymanie już raz pomocy restrukturyzacyjnej ze strony państwowych funduszy naprawczych.

Tego typu sytuacje w Polsce występują jednakże dość rzadko, brak jest też badań w tym obszarze.

W świetle statystyki Ministerstwa Finansów, z nowych ścieżek restrukturyzacji naprawczej skorzystała już pewna grupa przedsiębiorstw (tablica 1). Wpływ w 2016 r. spraw dotyczących środków odwoławczych, rozpatrywanych przez sędziów w liczbie 269 jest sygnałem o pojawiających się problemach w procedurach restrukturyzacyjnych.

Nowe regulacje restrukturyzacyjne a umorzenie postępowania

Wniosek przedstawiający przesłanki umorzenia restrukturyzacji firmy deweloperskiej „Włodarzewska” trafił do sądu w styczniu 2017 r. Złożyła je kancelaria „Zimmerman Filipiak Restrukturyzacja”, nadzorca sądowy dewelopera. Kolejne wnioski o umorzenie postępowania złożyli wierzyciele, nabywcy mieszkań i ob-

Tablica 1 **Nowe procedury restrukturyzacyjne w praktyce sądów rejonowych w 2016 roku**

Lp.	wyszczególnienie / wnioski firm	wpływ	załatwione	pozostałe
1	o otwarcie postępowania restrukturyzacyjnego (GR)	563	437	126
2	o zatwierdzenie układu (GRz)	8	5	3
3	po otwarciu przyspieszonego postępowania układowego (GRp)	143	57	86
4	po otwarciu postępowania układowego (GRu)	36	3	33
5	po otwarciu postępowania sanacyjnego (GRs)	58	3	55
6	zażalenia rozpatrywane przez sąd restrukturyzacyjny (GRez)	17	4	13
7	środki odwoławcze rozpoznawane przez sędziego – komisarza (GRk)	269	79	190

Źródło: opracowanie własne na podst.: Wydział Statystycznej Informacji Zarządczej, Departament Strategii i Funduszy Europejskich, Ministerstwo Sprawiedliwości, tabl. I *Ewidencja spraw w sądach powszechnych wg działów prawa i instancyjności w 2015 i 2016 roku*, www.ms.gov.pl, dostęp 15.05.17.

ligatariusze. Przyspieszone postępowanie układowe wobec „Włodarzewskiej” zostało otwarte we wrześniu 2016 roku. Cztery miesiące wcześniej minął termin spłaty dwóch serii obligacji, wartych łącznie 17,5 mln zł. Problemy spółki są jednak poważniejsze, bo sama wartość wierzytelności układowych wynosi ponad 200 mln zł. W 2017 r. nadzorca sądowy jeszcze nie wykluczał zawarcia układu z wierzycielami, wskazywał wówczas, że „spółka wykonała trochę czynności, które dawałyby jej szansę na kontynuację postępowania”. Czynności te okazały się niewystarczające.

Według opinii kancelarii „Zimmerman Filipiak Restrukturyzacja”: *Istnieją zobowiązania, które nie są płacone. Część jest regulowana, ale przez inne podmioty związane z Włodarzewską. Istnieje pewne wsparcie z zewnątrz, ale nie w takim zakresie w jakim jest ono konieczne* [Restrukturyzacja Włodarzewskiej umorzona, 2017]. Ostatecznie sąd wydał postanowienie o umorzeniu przyspieszonego postępowania układowego wobec dewelopera. Po umorzeniu restrukturyzacji firmy można przewidywać ogłoszenie upadłości.

W skierowanym do sądu w kwietniu 2017 r. piśmie nadzorca, zawarto szereg argumentów za umorzeniem postępowania, m.in.: brak środków na kontynuowanie projektów deweloperskich, brak porozumienia z wierzycielami (w tym z BOŚ Bankiem i podwykonawcą), nieprzedłożenie propozycji układowych w terminie czy niewykonywanie poleceń nadzorca sądowego w terminie. W ww. piśmie zwrócono uwagę na zawiązanie nowej spółki Faenum przed otwarciem postępowania restrukturyzacyjnego. Jej udziałowcem była tylko „Włodarzewska”, która kapitał zakładowy w kwocie 1 mln zł opłaciła aportem w postaci prawa użytkowania wieczystego nieruchomości w samym centrum Warszawy, a w grudniu 2017 kapitał został podniesiony przez firmę Sobienie Królewskie (powiązaną z „Włodarzewską”) – dokapi-

talizowanie kwotą 1,5 mln zł opłacono, niestety, wierzytelnością. Ostatecznie, wobec wątpliwości co do działań firmy „Włodarzewska” dotyczących utworzenia nowego podmiotu, nadzorca sądowy złożył do prokuratury zawiadomienie o podejrzeniu popełnienia przestępstw, powołując się między innymi na art. 300 par. 1 Prawa upadłościowego. Jest to przykład nieuczciwego wykorzystywania prawa restrukturyzacji przez opisaną firmę.

Funkcje restrukturyzacyjne banków i kas

Analiza przyczyn kryzysów w polskich przedsiębiorstwach wskazuje, iż częściej są to przyczyny zewnętrzne niż wewnętrzne [Masiukiewicz, Nowak, 2013; Masiukiewicz, Bondarowski, 2015]. Czynnikiem stale zagrażającym polskim i europejskim przedsiębiorstwom są zatory płatnicze. Zjawisko to powinno być monitorowane zarówno w pojedynczym przedsiębiorstwie jak i w skali kraju [Masiukiewicz, 2017]. Index należności przedsiębiorstw INP wskazuje na wzrost przeterminowanych należności od 2013 roku w Polsce (tablica 2). Metoda konstrukcji wskaźnika została opracowana przez Konferencję Przedsiębiorstw Finansowych [Portfel należności polskich przedsiębiorstw, 2016].

Banki i kasy (np. spółdzielcze kasy oszczędnościowo-kredytowe, SKOK) są tymi instytucjami, które w kłopotach mogą dostarczyć przedsiębiorstwom kapitał dla przetrwania kryzysu. Do ważniejszych argumentów za aktywnym udziałem banków w procesie restrukturyzacyjno-naprawczym należą:

- możliwość odzyskania wierzytelności dzięki wsparciu programu restrukturyzacji naprawczej w przedsiębiorstwie,
- utrzymanie długoterminowych relacji z klientem (np. firmą o ugruntowanej pozycji na rynku, która ma przejściowe kłopoty finansowe),
- przesłanki społeczne

Tablica 2 **Index należności przedsiębiorstw INP prezentujący współczynnik przeterminowanych należności**

rok	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Index INP	83,7	86,2	86,7	82,2	88,6	90,4	91,6	90,7	91,3

Uwaga: dane za październik danego roku.

Źródło: opracowanie własne na podst.: *Portfel należności polskich przedsiębiorstw*, projekt badawczy KPF i KR D, październik 2016, www.kpf.pl, dostęp 15.12.2016.

- odpowiedzialności biznesu (np. ważna działalność firmy w danej społeczności, utrzymanie zatrudnienia i inne), zgodnie z koncepcją społecznej odpowiedzialności biznesu realizowanej przez bank,
- zachowanie wartości niematerialnej banku, jaką jest wartość klientów,
- zwiększenie konkurencyjności banku na rynku kredytowym (wzrost dobrej reputacji),
- umocnienie zaufania do banku wśród klientów korporacyjnych [Masiukiewicz, 2016b; Masiukiewicz, 2012, 2011].

Główną, negatywną przesłanką z punktu widzenia banku jest znaczne odroczenie w czasie potencjalnych dochodów ze współpracy z przedsiębiorcą przeżywającym kryzys oraz ograniczenia dotyczące własnego współczynnika adekwatności kapitałowej [Masiukiewicz, 2016a, 2016b]. Udziałowi w restrukturyzacji nie sprzyja też podatek bankowy oraz podwyższone wymogi co do kapitału własnego dla banków.

Bank współpracujący z przedsiębiorstwem może zastosować różne strategie postępowania w sytuacji kryzysu i potrzeby wprowadzenia procesu naprawczego u klienta, a m.in:

- 1) postawienie kredytów w stan natychmiastowej wymagalności i szybka windykacja (w konsekwencji może to oznaczać przyspieszenie upadłości klienta),
- 2) pasywna rola wobec procesu naprawczego, podejmowanie działań incydentalnych (np. okresowe zawieszenie spłaty odsetek, sprzedaż części wierzytelności, itp.),
- 3) aktywny udział w restrukturyzacji przedsiębiorstwa, wykorzystanie gamy

instrumentów finansowych i organizacyjnych,

4) nie podejmowanie żadnych działań, oczekiwanie na rozwój wydarzeń.

Z punktu widzenia efektywności procesu restrukturyzacyjno-naprawczego, najbardziej pożądana jest aktywna rola banku w tym procesie. Dla przedsiębiorstwa udział banku w procesie naprawczym oznacza, że bank:

- uwiarygadnia plan restrukturyzacji,
- pełni rolę stabilizatora zmian restrukturyzacyjnych w przedsiębiorstwie,
- zapewnia dźwignię finansową dla realizacji programu naprawczego,
- kontroluje realizację programu naprawczego,
- proces naprawczy jest uwiarygodniony przez bank wobec innych interesariuszy przedsiębiorstwa.

Bank ma do dyspozycji szereg instrumentów wsparcia procesu naprawczego (tablica 3), tj.: podjęcie restrukturyzacji do tychczasowego zadłużenia (konwersja długu, konsolidacja kredytów, umorzenie części odsetek, ponowne rozłożenie na raty, sekurytyzacja i inne), dokredytowanie, finansowanie typu *mezzanine* i inne [Masiukiewicz, 2014; Masiukiewicz, 2015]. Ma też do dyspozycji instrumenty pozafinansowe, na przykład udział w radzie nadzorczej, usługi doradcze oraz *cash pool*.

Skutecznym (choć jeszcze mało znanym) instrumentem do stosowania przez banki mógłby być model wspomagania P&A (*purchase & assumption*), czyli udział w stratach i zyskach banku przy wejściu kapitałowym. Jeśli bank przejmujący czasowo na własność przedsiębiorstwo obawia się, że poniesie straty, to

Tablica 3 Instrumenty finansowe restrukturyzacji naprawczej przedsiębiorstwa przez bank

Lp. Instrumenty wierzytelnościowe	Lp. Instrumenty kapitałowe
1 zawieszenie spłat kredytu	1 joint venture bank-przedsiębiorstwo
2 konwersja długu – kapitalizacja odsetek i ponowne rozłożenie na raty	2 udział w finansowaniu wg modelu mezzanine
3 konsolidacja zadłużenia i ponowne rozłożenie na raty	3 usługa underwritingu akcji lub obligacji
4 umorzenie zaległych odsetek	4 konwersja długu – sekurytyzacja
5 dokredytowanie, w tym zabezpieczone papierami wartościowymi przedsiębiorstwa lub weksłami udziałowców	5 wykup akcji/udziałów uprzywilejowanych z gwarancją wyjścia z inwestycji
6 kredyt płynnościowy w oparciu o gwarancje de minimis BGK	6 dokapitalizowanie w modelu P&A
7 finansowanie factoringu/forfaitingu należności przedsiębiorstwa	7 zakup krótkoterminowych papierów wartościowych typu KWIT
8 leasing zwrotny	8 inne
9 inne	

Źródło: opracowanie własne.

może ubezpieczyć się lub uzyskać gwarancję z funduszu gwarancyjnego dotyczącą częściowej kompensacji strat. Jednakże tego typu przedsięwzięcia w zasadzie nie były w Polsce podejmowane.

Podstawową barierą dla szerszego angażowania się banków są regulacje dotyczące ryzyka kredytowego. Wydaje się, że powinny być one złagodzone w sytuacjach podejmowania działań restrukturyzacyjnych w ramach ścieżek prawnych określonych w Prawie restrukturyzacyjnym [Masiukiewicz, 2016a].

Współpraca przedsiębiorstwa z bankiem w świetle badania

Badania przeprowadzone przez autora, w ramach grantu Narodowego Centrum Nauki i przy współpracy z firmą badawczą Indicator w 2015 roku [Raport etapowy nr II, 2015], obejmowały między innymi ocenę przez przedsiębiorstwa

zakresu pomocy udzielanej przez banki przedsiębiorstwom, które podlegały sytuacjom kryzysowym. Badanie przeprowadzono w 609 firmach, w podziale na trzy grupy: mikro (1-9 pracowników), małe (10-49 pracowników) oraz średnie firmy.

Ogólna ocena współpracy z bankiem finansującym, w świetle wymienianego badania, wypadła dość dobrze. Aż 75 proc. badanych mikro i średnich firm stwierdziło, że może liczyć na pomoc w restrukturyzacji finansowej; chociaż procent nie mających zdania w tej sprawie był dość wysoki (17 proc. wśród małych firm, tablica 4). Problemy małych i mikrofirm w tym obszarze wiążą się zwykle z brakiem możliwości zabezpieczenia kredytu.

Wydłużenie okresu spłaty oraz zawieszenie spłaty kapitału były najczęstszymi formami restrukturyzacji stosowanymi przez banki finansujące przedsiębiorstwa (tablica 5). Należy

Tablica 4 Ogólna opinia o współpracy ze swoim bankiem podstawowym

wariant odpowiedzi	mikro (1-9 pracowników)		małe (10-49 pracowników)		średnie (50-249 pracowników)	
	wskazania	procent	wskazania	procent	wskazania	procent
1. można liczyć na pomoc w restrukturyzacji finansowej	153	75,4	130	64,0	152	74,9
2. nie można liczyć na pomoc w restrukturyzacji finansowej	26	12,8	37	18,2	22	10,8
3. nie mam zdania	24	11,8	36	17,7	29	14,3
4. inne	0	0,0	0	0,0	0	0,0
ogółem	203	100,0	203	100,0	203	100,0

Źródło: opracowanie własne [Raport etapowy nr II, 2015].

zwrócić uwagę, że większość badanych przedsiębiorstw (76-93 proc.) nie miała przeterminowanych zobowiązań wobec banków. W sektorze małych firm 10 proc. badanych nie korzystało z żadnych form restrukturyzacji ze strony banku – mimo przeterminowanych zobowiązań.

Na pytanie o formy pomocy przez bank, z jakich korzystało przedsiębiorstwo w okresie ostatnich 3 lat – jeśli było dotknięte kryzysem (dotyczyło to dodatkowej dźwigni finansowej), przedsiębiorstwa najczęściej wskazywały udzielenie gwarancji kredytowej przez bank, konsolidację kredytów z różnych banków i ponowne raty oraz zwiększenie dotychczasowego kredytu (tablica 6).

Reasumując, przedsiębiorstwa mające w znacznej części problemy z zatorami płatniczymi, co wykazały badania, dbały jednak o terminową spłatę wierzytelności wobec swojego najważniejszego wierzyciela – banku. Badane firmy w przeważającej części były zadowolone ze współpracy z bankami.

Brak jest badań dotyczących udziału SKOK w restrukturyzacji małych firm. Ich rola może być znacząca i jest ważnym posłannictwem w ramach realizowanych programów społecznej odpowiedzialności biznesu.

Kapitał *mezzanine* jako nowa dźwignia finansowa restrukturyzacji

Mezzanine finance, jako hybrydowa forma finansowania, łączy finansowanie dłużne z finansowaniem kapitałowym. Rozwiązanie to wydaje się być dogodnym sposobem na finansowanie przedsięwzięć o podwyższonym ryzyku, szczególnie w sytuacjach kryzysowych przedsiębiorstw [Amon, Dorfleitner, 2013; Dec, Masiukiewicz, 2017]. Niektórzy autorzy zaliczają *mezzanine* do form inwestycji typu *private equity*.

Ten model finansowania definiowany jest jako dług o podwyższonym ryzyku, instrument pośredni pomiędzy finansowaniem dłużnym a kapitałowym. Jest elementem finansowania zewnętrznego przedsiębiorców, którzy poszukują sposobu na zdobycie środków z zamiarem przeprowadzenia przedsięwzięcia inwestycyjnego [Mezzanine Finance, 2008].

Finansowanie *mezzanine* umożliwia pozyskanie kapitału inwestycyjnego, ale z drugiej strony zapewnia udział w zyskach inwestorom, o ile przedsięwzięcie okaże się trafione. Specyfiką jest tzw. *bullet payment* – spłata zobowiązania następuje dopiero po wygaśnięciu umowy. Dynamikę

Tablica 5 Restrukturyzacja długów – formy restrukturyzacji zadłużenia przez bank, z jakich korzystało przedsiębiorstwo w okresie 2014-16

wariant odpowiedzi	mikro (1-9 pracowników)		małe (10-49 pracowników)		średnie (50-249 pracowników)	
	wskazania	procent	wskazania	procent	wskazania	procent
1. wydłużenie okresu spłaty	6	2,9	21	10,2	8	3,9
2. zawieszenie spłaty kapitału	0	0,0	2	0,9	1	0,5
3. zawieszenie spłaty odsetek	0	0,0	3	1,5	1	0,5
4. konwersja odsetek na dług (kapitał)	0	0,0	0	0,0	0	0,0
5. umorzenie części kredytu	1	0,5	0	0,0	1	0,5
6. umorzenie części/całości przeterminowanych odsetek	0	0,0	0	0,0	0	0,0
7. sekurytyzacja zadłużenia	0	0,0	0	0,0	0	0,0
8. doradztwo restrukturyzacyjne	1	0,5	0	0,0	2	1,0
9. inne (jakie?) – firma nie korzystała z żadnych form	5	2,5	22	10,7	18	8,8
10. brak przeterminowanych zobowiązań w banku	191	93,6	157	76,7	174	84,8
ogółem	204	100,0	205	100,0	205	100,0

Źródło: opracowanie własne [Raport etapowy nr II, 2015].

Tablica 6 Dokredytowanie w sytuacji kryzysowej przedsiębiorstwa – formy restrukturyzacji i pomocy przez bank, z jakich korzystało przedsiębiorstwo w okresie ostatnich 3 lat

wariant odpowiedzi wskazania	mikro (1-9 pracowników)		małe (10-49 pracowników)		średnie (50-249 pracowników)	
	procent	wskazania	procent	wskazania	procent	wskazania
1. udzielenie gwarancji kredytowej przez bank	1	0,5	5	2,5	5	2,4
2. konsolidacja kredytów z różnych banków i ponowne raty	1	0,5	11	5,4	4	1,9
3. zwiększenie dotychczasowego kredytu (dodatkowa transza)	3	1,5	4	1,9	5	2,4
4. udzielenie nowego kredytu na restrukturyzację	2	0,9	1	0,5	0	0,0
5. wykup akcji/udziałów w przedsiębiorstwie	0	0,0	1	0,5	0	0,0
6. wykup obligacji przedsiębiorstwa	0	0,0	0	0,0	1	0,5
7. inne, jakie? – firma nie korzystała z żadnych form restrukturyzacji zadłużenia	5	2,5	24	11,8	16	8,0
8. brak przeterminowanych zobowiązań w banku	191	94,1	157	77,4	174	84,8
ogółem	203	100,0	203	100,0	205	100,0

Uwaga: W odpowiedzi respondent mógł wskazać wszystkie właściwe odpowiedzi odpowiadające sytuacji przedsiębiorstwa.

Źródło: opracowanie własne [Raport etapowy nr II, 2015].

stosowania tego typu finansowania pokazuje tablica 7.

W sensie ekonomicznym *mezzanine* jest kapitałem, w sensie prawnym zaś jest kompozycją długu i kapitału bądź tylko długiem o wysokim stopniu ryzyka. *Mezzanine* dzieli się na dwa typy, tj. *debt mezzanine* oraz *equity mezzanine*. *Debt mezzanine* może być przeprowadzone na zasadzie: pożyczki podporządkowanej, pożyczki od wspólników lub pożyczki niezabezpieczonej. *Equity mezzanine* z kolei mogą być akcje uprzywilejowane oraz ciche udziały (takie udziały w sp. z o.o. są w niektórych krajach zabronione) [Kuryłek, 2014]. Dzięki takiemu rozwiązaniu inwestor wchodzi w posiadanie praw właścicielskich, szerszych informacji o spółce, a także ma możliwość oddziaływania na rozwój firmy, może zatem liczyć na korzyści wynikające ze wzrostu wartości przedsiębiorstwa [Dec, Masiukiewicz, 2017].

Finansowanie *mezzanine* stosowane jest, kiedy występuje luka kapitałowa, tj.

podmiot nie jest w stanie uzyskać finansowania na przykład kredytem, a z drugiej strony środki dotychczasowych akcjonariuszy również nie są wystarczające. Jest to forma finansowania przeznaczona zarówno dla dobrze już prosperujących firm, jak i będących w sytuacji kryzysu.

Należy zauważyć, że podmioty finansujące *mezzanine* akceptują wyższy poziom ryzyka przedsięwzięcia niż banki, a z drugiej strony wymagają mniejszego udziału w zyskach niż strategiczni właściciele, ale większego niż zwykli akcjonariusze w przypadku emisji akcji. Stąd podmioty udzielające finansowania *mezzanine* angażują się w rozwój spółki i są w stanie poczekać na wzrost wartości przedsiębiorstwa.

Kolejną korzystną cechą *mezzanine* jest fakt, że spłata zadłużenia oraz wyście kapitałodawcy w ogóle z inwestycji, następuje zazwyczaj na koniec okresu finansowania. Jest to dużym odciążeniem dla przepływów pieniężnych przedsiębiorstwa podczas trwania projektu (np.

Tablica 7 **Kapitał w formie *mezzanine* na inwestycje w Europie**

Wyszczególnienie	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
1. kapitał w formie <i>mezzanine</i> w mln euro	2046,2	720,5	865,6	2836,8	2107,7	1517,1	2266,2
2. dynamika w %	–	35,2	120,1	327,7	74,3	72,0	149,4

Źródło: EVCA Report [2014], European Private Equity Activity, www.evca.eu, dostęp 10.02.17.

realizacji programu restrukturyzacji). Dodatkowo, elastyczność *mezzanine* (czas spłaty, sposób, termin płatności odsetek, rodzaj instrumentu zabezpieczającego) pozwala korzystnie operować horyzontem czasowym inwestycji. Charakterystyczne jest również zabezpieczenie *mezzanine*, są to zwykle akcje lub udziały kapitałobiorcy a nie aktywa, jak to się stosuje w przypadku kredytu. Popularnymi formami są: *junior mezzanine* oraz *warranted mezzanine*. Pierwsza możliwość stosowana jest najczęściej w krajach Europy Zachodniej oraz Stanach Zjednoczonych i polega na zabezpieczeniu w formie wysoko oprocentowanej pożyczki lub obligacji, a te ostatnie mogą zawierać instrument PIK (*payment in kind*), który oznacza spłatę odsetek w formie kolejnych obligacji. *Warranted mezzanine*, stosowane także w Polsce, polega na możliwości wymiany obligacji na inne papiery wartościowe. *Warrant* oznacza papier wartościowy imienny uprzywilejowany, uprawniający do nabycia akcji (dotyczyć to może np. uprzywilejowanego prawa głosu, prawa do dywidendy itp.) [Mezzanine Finance, 2008]. Banki często traktują *mezzanine* jako element kapitału własnego kredyto-biorcy, co jest korzystne, jednakże w bilansie spółki kapitałowej jest to zaliczane jako dług.

Oczekiwany zwrot z inwestycji wynosił w praktyce od 14 do 21 proc., co w porównaniu z nawet 35-procentowym zyskiem oczekiwanym przez inwestorów *private equity* nie jest wysokim poziomem [Kuryłek, 2014].

Rozwiązania *junior mezzanine* i *warranted mezzanine* różnią się co do konstrukcji i sposobu finansowania. *Junior mezzanine* to rozwiązanie bliskie klasycznej pożyczki akceptującej wyższy

poziom ryzyka i co za tym idzie, jest wyżej oprocentowane i lepiej zabezpieczone. *Warranted mezzanine* to odmiana długu, która daje jednocześnie prawo do udziału w kapitale finansowanego podmiotu lub zyskach z finansowanego przedsięwzięcia.

Podmioty finansujące *mezzanine* biorą pod uwagę dwa zagadnienia związane z czynnikiem ludzkim: ocenę kadry zarządzającej i ocenę sponsora projektu. W przypadku kadry zarządzającej oceniane są jej dotychczasowe osiągnięcia i jej doświadczenie. Finansowanie *mezzanine* jest dobrym instrumentem rekapitalizacji w czasach dekonstrukcji, jest on przygotowany pod przedsięwzięcia ryzykowne, to dobre uzupełnienie lub substytut kredytu bankowego i może być tańszy niż emisja akcji.

Z powyższej, skrótowej analizy wypływają następujące wnioski:

- *mezzanine* może być przydatne wszystkim przedsiębiorstwom, w szczególności w przypadku sytuacji kryzysowych, fuzji i przejęć, zmiany właścicielskiej oraz braku zdolności kredytowej,
- finansowanie *mezzanine* jest szczególnie przydatne w okresie dekonstrukcji na rynku giełdowym,
- ten typ finansowania może być kołem ratunkowym dla bankrutujących przedsiębiorstw w kryzysie, także poprzez finansowanie ze strony funduszy publiczno-prywatnych lub państwowych [Masiukiewicz, 2015; Dec, Masiukiewicz 2017].

Jak dotychczas instrument ten był w Polsce stosowany śladowo.

Wsparcie restrukturyzacji przez fundusze poręczeńiowe

Celem funduszy poręczeńiowych jest ułatwienie firmom lub przedsiębiorcom

rozpoczynającym działalność gospodarczą dostęp do zewnętrznego finansowania, np. w postaci kredytów bankowych czy pożyczek. Oferują one poręczenia zobowiązań finansowych firm, które mają zdolność kredytową, ale nie mają wymaganych zabezpieczeń. W Polsce działa kilkadziesiąt funduszy poręczeniowych, które udzielają przedsiębiorcom poręczeń, jako formy zabezpieczenia zaciągniętych zobowiązań. Prowadzą one usługi w zakresie poręczeń kredytów, pożyczek i wadliów przetargowych. Większość z nich również funkcjonuje w ramach KSU. Funduszom poręczeniowym działającym w ramach tego systemu nadawane są ratingi, tzn. podlegają one ocenie wiarygodności kredytowej w perspektywie długo- oraz krótkoterminowej. Jednocześnie warto zauważyć, że w ponad 20 funduszach poręczeń kredytowych udziałowcem jest Bank Gospodarstwa Krajowego (BGK) [*Fundusze poręczeniowe i pożyczkowe*, 2017].

Po likwidacji centralnego funduszu państwowego w BGK, pozostały regionalne fundusze poręczeniowe [Jóźwik, 2017]. Skala działania funduszy poręczeniowych jest zdecydowanie skromniejsza – w latach 2007-2013 ok. 50 tego typu podmiotów udzielało od 5 do ponad 7 tys. poręczeń rocznie. W 2013 r. ich łączna wartość wyniosła 877 mln zł i była o 20 proc. niższa niż rok wcześniej. Spadek był m. in. efektem działania programu gwarancji *de minimis*, który jest produktem konkurencyjnym dla oferty funduszy. Program uruchomiony przez bank BGK dotyczył przede wszystkim poręczeń dla kredytów obrotowych, z których firmy korzystają najczęściej także za pośrednictwem funduszy. Na marginesie – trudno za w pełni normalną uznać sytuację, w której rywalizowały ze sobą dwie instytucje korzystające z publicznych pieniędzy, i że pieniądze te były efektywnie wykorzystywane.

Fundusze poręczeniowe działają natomiast lokalnie, najczęściej na terenie

jednego województwa. Praktycznie każdy ma inny wzór umowy, inne warunki udzielania gwarancji – dla ogólnopolskich banków współpraca z funduszami oferującymi tę samą usługę, lecz działającymi według 50 różnych standardów, jest nie tylko kłopotliwa, ale generuje też dodatkowe koszty. W takiej sytuacji banki o wiele chętniej przyjmują gwarancje BGK niż funduszy. Jedną z propozycji usprawnienia systemu poręczeniowo-gwarancyjnego jest więc standaryzacja umów i procedur, według których postępują fundusze, a ujednolicenia oferty funduszy domagały się banki.

Jednak najważniejszym punktem proponowanej reformy systemu jest utworzenie ogólnopolskiego funduszu regwarancyjnego, na który fundusze mogłyby częściowo przenosić ryzyko związane z gwarancjami. Tym samym chętniej by ich udzielały – tak przynajmniej sugerują przykłady innych państw. We Włoszech, w Hiszpanii czy na Litwie, tzw. mnożnik kapitałowy wynosi 8–9, co oznacza, że tamtejsze fundusze udzieliły gwarancji przewyższających 8–9 razy kapitał, którym dysponują. Korzystnie wypada także Turcja z mnożnikiem 6. Tymczasem w Polsce, fundusze, które na koniec 2013 r. dysponowały kapitałem o wartości 1,3 mld złotych, udzieliły gwarancji o mniej więcej takiej samej wartości.

Śląski Regionalny Fundusz Poręczeniowy specjalizuje się w udzielaniu poręczeń dla mikro, małych lub średnich przedsiębiorstw mających siedzibę na terenie województwa śląskiego. ŚRFP jest największym tego typu podmiotem w województwie, jedynym o zasięgu regionalnym. Instytucja działa w ramach Krajowego Systemu Poręczeń i Gwarancji Kredytowych dla Małych i Średnich Przedsiębiorstw [Śląski Regionalny..., 2017]. Dzięki poręczeniom możliwe jest uzyskanie kredytu w sytuacji, gdy posiadane i proponowane przez przedsiębiorcę formy zabezpieczenia spłaty kredytu lub

pożyczki są dla instytucji finansowej niewystarczające. Poręczenia Śląskiego Regionalnego Funduszu Poręczeń (ŚRFP) są wsparciem dla przedsiębiorców planujących rozwój firmy poprzez zwiększenie wartości kredytów obrotowych i inwestycyjnych, a poręczenie jest szybką i nieskomplikowaną formą dodatkowego zabezpieczenia kredytu. Poręczenia te oferowane są przedsiębiorcom ubiegającym się o kredyt lub pożyczkę we współpracujących instytucjach finansowych.

Podsumowanie

Polskie przedsiębiorstwa mają nowe możliwości realizowania procesów restrukturyzacji naprawczej i powinny z nich korzystać w interesie całej gospodarki. Priorytetem jest współcześnie i w przyszłości naprawa a nie upadłość przedsiębiorstwa. Bez dostarczonego przez banki oraz kasy „kapitału przetrwania” (lub gwarancji kredytu), restrukturyzacja w wielu przypadkach nie będzie możliwa. Banki, SKOK i fundusze gwarancyjne powinny określić pulę ryzyka, które mogą zaangażować w restrukturyzację swoich klientów, szczególnie MŚP.

Ocena dostępności do kredytu przez małe i średnie przedsiębiorstwa oraz ocena udziału banków w restrukturyzacji firm, w świetle najnowszych badań, w Polsce wypadają dość dobrze. Nie oznacza to, że nie należy podejmować działań likwidujących istniejące jeszcze bariery w tym obszarze. Niestety, wiele instrumentów restrukturyzacji nie jest w praktyce wykorzystywanych. Badania dotyczące

funkcjonowania nowych procedur restrukturyzacyjnych wskazują na dość dobre ich wdrażanie, ale możliwości nie są w pełni wykorzystywane. Istotną barierą udzielania pomocy przez banki są regulacje dotyczące rezerw celowych, banki muszą tworzyć wysokie rezerwy na restrukturyzowane przedsiębiorstwa – co wymaga zmiany.

Mimo nowoczesnych regulacji zawartych w ustawie Prawo restrukturyzacyjne, wymaga ono pewnych korekt, w szczególności w obszarze pomocy dla MŚP ze strony instytucji publicznych oraz procedur sądowych w celu ograniczenia liczby odwołań przedsiębiorstw w tych procesach.

Obok banków szereg innych instytucji powinno wspierać procesy naprawcze w przedsiębiorstwach. Niestety, instytucje wspierania przedsiębiorczości w Polsce zajmują się głównie zdrowymi przedsiębiorstwami. PARP, Agencja Restrukturyzacji Przemysłu, izby gospodarcze małych i średnich przedsiębiorstw, urzędy podatkowe, mają możliwości wsparcia procesów naprawczych przedsiębiorstw. Niestety, także regionalne fundusze gwarancji i poręczeń są zainteresowane przede wszystkim przedsiębiorstwami w dobrej kondycji. Potrzebne są szerokie szkolenia w zakresie nowego Prawa restrukturyzacyjnego, także dotyczące nowych możliwości finansowania restrukturyzacji przez PARP.

Realizacja misji społecznej odpowiedzialności biznesu przez instytucje finansowe uzasadnia ich szerszy udział w procesach restrukturyzacji przedsiębiorstw, w interesie i z korzyścią dla obu stron.

Bibliografia:

1. Amon N.A., Dorfleitner G. [2013], *The Influence of the Financial Crisis on Mezzanine Financing of European Medium-Sized Businesses – An Empirical Study*, "Journal of Small Business & Entrepreneurship", Vol. 26(2).
2. Dec P., Masiukiewicz P. [2017], *Mezzanine Capital as a Tool to Increase Enterprise Value in Crisis*, "Business and Management Horizons", Vol. 5(1).
3. Doem R. [2016], *Entrepreneurship and crisis management: The experiences of small business during the London 2011 riots*, "International Small Business Journal", Vol. 34(3).
4. *EVCA Report* [2014], European Private Equity Activity, www.evca.eu, dostęp 10.02.17.

5. *European Restructuring Monitor 2012. After restructuring: Labor markets, working conditions and life satisfaction* [2012], Publications Office of the European Union, Luxembourg.
6. *Fundusze poręczeniowe i pożyczkowe* [2017], www.biznes.gov.pl, dostęp 30.04.17.
7. Janusz T., Stos D. [2008], *Wpływ sytuacji kryzysowych na wartość przedsiębiorstwa*, w: *Zarządzanie wartością przedsiębiorstwa w warunkach zakłóceń na rynkach finansowych*, J. Bieliński, M. Czerwińska (red.), Fundacja Rozwoju Uniwersytetu Gdańskiego, Sopot.
8. Józwiak T. [2017], *Fundusze poręczeniowe po nowemu*, www.pierwszymilion.forbes.pl/fundusze-poreczeniowe-po-nowemu, artykuły,182484, dostęp 29.04.17
9. Koźuch M. [2010], *Przesłanki, rodzaje i narzędzia restrukturyzacji przedsiębiorstw*, Zeszyty Naukowe Wyższej Szkoły Zarządzania i Bankowości w Krakowie, nr 12, Kraków.
10. Kral Z., Zabłocka-Kluczka A. [2004], *Sposób postrzegania kryzysów w polskich przedsiębiorstwach*, „*Ekonomika i Organizacja Przedsiębiorstwa*”, nr 11.
11. Kuryłek Z. [2014], *Wartość przedsiębiorstwa w kontekście finansowania w formie mezzanine*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia, nr 65.
12. Masiukiewicz P., Nowak M. [2013], *Teoretyczne podstawy i efektywnościowe aspekty dźwigni finansowej w procesie naprawczym*, w: *Procesy upadłościowe i naprawcze w Polsce na tle doświadczeń UE*, E. Mączyńska (red.), Warszawa, Oficyna Wydawnicza SGH.
13. Masiukiewicz P. [2014], *Funkcja sanacyjna banków wobec przedsiębiorstw*, w: *Banki w społecznej gospodarce rynkowej*, S. Flejterski, A. Gospodarowicz (red.), Warszawa, Wyd. Związek Banków Polskich.
14. Masiukiewicz P. [2015], *Banki i fundusze złych długów – nowy instrument restrukturyzacji*, „*Ekonomika i Organizacja Przedsiębiorstwa*”, nr 8.
15. Masiukiewicz P. Bondarowski P. [2015], *Czynniki zatorów płatniczych. Negatywne tendencje*, Biuletyn PTE nr 1,
16. Masiukiewicz P. [2016a], *Restructuration and Recovery of Enterprises. Break of Barriers*, “*Theory of Management*”, No. 9, University Zilina.
17. Masiukiewicz P. [2016b], *Functions of the Banks in Restructuration of Enterprises and Survival Capital*, “*Ekonomika i Organizacja Przedsiębiorstwa*”, nr 1.
18. Masiukiewicz P. [2017], *Morality of Debt Repayment in the Light of Current Research*, “*Journal of Applied Management and Investments*”, Vol. 6(3), Odessa (Ukraina).
19. *Mezzanine Finance – A Hybrid Instrument with a Future* [2008], “*Economic Briefing. Credit Suisse Economic Research*”, No. 42,
20. Mitroff I., Pearson C. [1998], *Zarządzanie sytuacją kryzysową*, Warszawa, Businessman Book.
21. Palmer D.A., Rapisardi J.J. [2009], *The PRC Enterprise Bankruptcy Law: The People’s Work in Progress*, Beard Books.
22. *Portfel należności polskich przedsiębiorstw* [2016], projekt badawczy KPF i KRD, www.kpf.pl, dostęp 15.01.2017.
23. Raport etapowy nr II [2015] z pracy badawczej „*Zatory płatnicze a ochrona praw wierzycieli*” (kierownik zespołu P. Masiukiewicz), w ramach projektu badawczego: *Ocena poziomu rzeczywistej ochrony praw wierzycieli w Polsce w latach 2004-2012 – koszty transakcyjne dochodzenia praw z umów*, Grant NCN pod kier. prof. zw. dr hab. E. Mączyńskiej, maszynopis, SGH, Warszawa.
24. *Restrukturyzacja Włodarzewskiej umorzona* [2017], <http://www.wlodarzewska.pl>, dostęp 13.04.17.
25. Śląski Regionalny Fundusz Poręczeniowy [2017], www.rfp.pl, dostęp 29.04.17.
26. Ustawa [2015], Ustawa z dn. 15.05.2015r. *Prawo restrukturyzacyjne* (Dz.U. 2015, poz. 978).
27. Wydział Statystycznej Informacji Zarządczej, Departament Strategii i Funduszy Europejskich, Ministerstwo Sprawiedliwości [2017], tabl. II. *Ewidencja spraw w sądach powszechnych wg. działów prawa i instancyjności w 2015 i 2016 roku*, www.ms.gov.pl, dostęp 15.05.17.