

Małgorzata Porada-Rochoń

Uniwersytet Szczeciński

SPECYFIKA WYKUPÓW LEWAROWANYCH (LBO)

1. Wstęp

Transakcje wykupów **zaliczane są do obszaru działalności finansowej określonego jako fuzje i przejęcia** ze względu na istotę transakcji, którą jest zmiana właściciela w podmiocie – przedsiębiorstwie nabywanym.

Wykupy mają jednak kilka charakterystycznych elementów, które wyraźnie odróżniają je od standardowych transakcji sprzedaży spółek, a mianowicie [*Profesjonalny...*]:

- szczególna rola zarządu (zespołu osób z rozpoznawalnym liderem i prawidłowym rozkładem umiejętności, który posiada plan przedsięwzięcia oraz jest gotowy do zaangażowania własnych środków);
- szczególne relacje pomiędzy sprzedającym i kupującym (kupujący jest faktycznie „pracownikiem” sprzedającego, kupujący wie więcej o spółce niż sprzedający);
- utworzenie podmiotu nabywającego (wehikuł inwestycyjny);
- brak wystarczającej ilości środków własnych (konieczność użycia środków zewnętrznych: bank, fundusz inwestycyjny, partner kapitałowy);
- w klasycznym schemacie transakcji po nabyciu akcji/udziałów spółki następuje połączenie wehikułu inwestycyjnego ze spółką (fuzja).

Różnorodność wykupów daje możliwości prezentowania różnych ich klasyfikacji, wśród których wyróżnia się m.in. wykupy MBO i LBO (w artykule uwaga zostanie skupiona wyłącznie na wykupach lewarowanych).

2. Charakterystyka wykupów lewarowanych

Wykup lewarowany (LBO) stanowi transakcję wykupu przedsiębiorstwa, dokonywaną przez inwestorów i finansowaną przez nich, jednak przy przeważającym udziale długu, w celu wygenerowania wysokiej stopy zwrotu z zainwestowanego kapitału. Udział długu w finansowaniu przedsięwzięcia dochodzić może nawet do

90%. Zabezpieczeniem pozyskanych środków i źródłem ich późniejszej spłaty są przede wszystkim nabywane aktywa. LBO i pokrewne transakcje cechuje więc wysoki stopień ryzyka przy jednocześnie potencjalnie wysokim zwrocie z zaangażowanego kapitału.

Ponadto badania empiryczne wskazują, iż wykupy lewarowane stanowią jedne z najbardziej intratnych form inwestowania środków finansowych. Fakt implementacji znacznego długu do przejętej spółki przekłada się na wzrost ryzyka działania spółki, obligując tym samym do przeprowadzania gruntownych procesów restrukturyzacyjnych, by w konsekwencji uzyskać wzrost efektywności funkcjonowania przedsiębiorstw [Pawłowski 2002, s. 71]. Podjęte działania z jednej strony ułatwią udźwignięcie ciężaru zwiększonego zadłużenia, z drugiej zaś umożliwią uzyskanie nawet ponadprzeciętnych stóp zwrotu z zainwestowanego kapitału.

Istotą transakcji wykupów lewarowanych jest wykreowanie wyższej wartości przedsiębiorstwa.

Transakcje LBO prowadzą do kompleksowej i efektywnej restrukturyzacji finansowej i operacyjnej przejmowanych przedsiębiorstw, są ciekawą alternatywą dla instytucjonalnych programów restrukturyzacji [Wrześniński 2000, s. 12]. Ze względu na fakt, iż przedsiębiorstwa poddane wykupowi zwykle funkcjonują mniej lub bardziej nieefektywnie, warto dokonać typologii przedsiębiorstw wymagających przeprowadzenia procesu restrukturyzacji. Typologię przedsiębiorstw determinuje kondycja ekonomiczno-finansowa, a zatem możemy mieć do czynienia z przedsiębiorstwami w sytuacji kryzysowej bądź przedsiębiorstwami generującymi niesatysfakcjonującą wartość.

Skala i zakres procesu restrukturyzacji w przedsiębiorstwach, które dokonały transakcji wykupu lewarowanego, zwykle wynikają z indywidualnych potrzeb i uwarunkowań przedsiębiorstwa. Warto dodać, iż proces restrukturyzacji w przypadku przejęcia przez LBO przeprowadzany jest przede wszystkim na poziomie restrukturyzacji operacyjnej oraz bilansu, obejmującej zarówno zmiany w zakresie aktywów, jak i zmiany w zakresie struktury finansowania przedsiębiorstwa.

Specyfika wykupu lewarowanego sprowadza się do wykorzystania tylko niewielkiego udziału kapitału własnego, który wspomagany jest w dużej mierze długiem. Dzięki mechanizmowi dźwigni finansowej, polegającemu na podniesieniu rentowności kapitału własnego w wyniku dopływu kapitału obcego, jest możliwe wygenerowanie zysku w krótkim okresie. Należy pamiętać, że warunkiem sukcesu jest odpowiednie przeprowadzenie całego procesu.

3. Struktura finansowania transakcji LBO

Odpowiednio dobrana struktura finansowania planowanej akwizycji często przesądza o sukcesie i efektywności całego przedsięwzięcia.

Z zasady w finansowaniu transakcji LBO uczestniczą trzy grupy inwestorów: pożyczkodawcy udzielający środków finansowych zabezpieczonych aktywami firmy,

pożyczkodawcy udostępniający środki finansowe w postaci długu podporządkowanego, niezabezpieczonego majątkiem firmy, oraz instytucje angażujące w transakcje wykupu kapitał własny. Sfinansowanie transakcji LBO jest szczególną czynnością, która jest podejmowana w zasadzie przez organizacje specjalizujące się w tego rodzaju działalności, jak: fundusze *venture capital*, *private equity*, specjalistyczne fundusze LBO i banki inwestycyjne [Wrześniński 2002].

LBO i pokrewne transakcje cechuje wysoki stopień ryzyka przy potencjalnie wysokim zwrocie z zaangażowanego kapitału.

Struktura kapitału nie pozostaje stała po wykupie. Celem zarówno firmy, jak i kapitałodawcy jest zmniejszenie całkowitego zadłużenia przez jego spłatę. Po wykupie przedsiębiorstwo inwestycyjne jest w bardzo dużym stopniu lewarowane ze względu na upływ czasu; celem przedsiębiorstwa powinno być oddłużenie i powrót do optymalnej struktury kapitałowej. Firmy zazwyczaj starają się o spłatę zadłużenia w transakcjach LBO w okresie od pięciu do siedmiu lat [Gaughan 2007, s. 314].

Udział poszczególnych źródeł finansowania w transakcjach LBO wygląda następująco [Gaughan 2007, s. 314]:

- krótko- i średnioterminowy dług: 5-20%,
- długoterminowy podporządkowany dług z pierwszeństwem spłaty: 40-80%
- akcje uprzywilejowane: 10-20%,
- akcje zwykłe: 1-20%.

Koszt poszczególnych komponentów struktury kapitałowej przedsiębiorstwa może się różnić. Ogólnie rzecz biorąc, krótkookresowe zobowiązanie jest tańsze od długoterminowego ze względu na dodatkowe ryzyko towarzyszące dłuższemu terminowi udzielenia zobowiązania. Im dłuższy okres kredytowania, tym potencjalnie większe prawdopodobieństwo wystąpienia nieprzewidzianych sytuacji, a zatem większe ryzyko. Zadłużenie długoterminowe jest zazwyczaj mniej kosztowne niż dług podporządkowany, który z kolei jest mniej kosztowny niż emisja akcji zwykłych. Te różnice kosztów pozostają w bezpośrednim związku z wysokim stopniem ryzyka związanym z kapitałem własnym w porównaniu z długiem [Gaughan 2007, s. 315].

4. Bariery w transakcjach wykupów lewarowanych

Należy podkreślić, iż ze względu na częstą niemożność finansowania transakcji fuzji i przejęć przy wykorzystaniu sektora bankowego (nadmierna ostrożność banków) planujący akwizycję zwracają się – w transakcjach wykupu lewarowanego – w kierunku finansowania kapitałem obcym.

Jednakże przeprowadzanie LBO nie jest w warunkach polskiego otoczenia prawnego zadaniem łatwym. Obowiązujące przepisy, choć nie zawierają bezpośrednio zakazu dokonywania wykupów lewarowanych, to jednak ograniczają swobodę w tym zakresie, przede wszystkim przez uregulowania kodeksu handlowego oraz ustawodawstwo podatkowe [*Ograniczenia...* 2008].

W Polsce lista potencjalnych barier przeprowadzenia wykupów lewarowanych jest stosunkowo długa. Specyfika tych przeszkód uwarunkowana jest np. formą organizacyjno-prawną podmiotu oraz, w mniejszym stopniu, reprezentowaną przez podmiot branżą.

Do przykładowych barier można zaliczyć:

- utrudniony dostęp do źródeł finansowania wykupów. Wciąż niewielkie jest doświadczenie banków w tego typu transakcjach oraz istnieje ograniczona liczba funduszy PE specjalizujących się w transakcjach wykupowych. Z drugiej strony fundusze *private equity* nie są zainteresowane małymi projektami, tzn. o wartości poniżej 3 mln euro,
- ograniczony poziom zadłużenia możliwego do uzyskania w bankach,
- ewoluująca, ale wciąż niedostateczna wiedza menedżerów, instytucji finansowych, właścicieli i doradców finansowych;
- bariery prawne [Panfil 2006].

Szczególnie istotnym elementem utrudniającym przeprowadzenie wykupów jest niedostosowanie procedur prawnych oraz brak ich przejrzystości, który zwiększa ryzyko przeprowadzania transakcji.

W Polsce obowiązujące przepisy prawne, jakkolwiek bezpośrednio nie zakazują dokonywania wykupów lewarowanych, to ograniczają swobodę w tym zakresie, przede wszystkim przez uregulowania kodeksu handlowego oraz ustawodawstwo podatkowe. Mimo że regulacje polskiego prawa nie wyłączają dopuszczalności wykupu lewarowego, to transakcjom takim nie sprzyjają. Dlatego struktura transakcji LBO jest znacznie bardziej skomplikowana niż w przypadku fuzji i przejęć przeprowadzanych przez inwestorów strategicznych [Panfil 2006].

5. LBO – międzynarodowe doświadczenia

Transakcje wykupów lewarowanych odbywają się głównie w Stanach Zjednoczonych oraz w Europie Zachodniej. Według danych raportu „The Global Economic Impact of Private Equity Report 2008 – World Economic Forum” tylko 9% całkowitej wartości LBO ma miejsce poza tymi obszarami. Jednocześnie obserwuje się dynamiczny wzrost zainteresowania transakcjami wykupów lewarowanych w innych częściach świata (tab. 1).

Dostrzeżono również, że większość transakcji LBO ma miejsce wśród przejęć prywatnych, a nie państwowych firm.

Z raportu wynika również, że najbardziej intratną branżą dla inwestorów transakcji LBO był handel detaliczny, z kolei najmniej interesująca okazała się branża związana z filmem i rozrywką. Szczegółowo udział procentowy transakcji LBO w poszczególnych branżach w latach 2000-2007 przedstawia tab. 2 (w tabeli zaprezentowano branże najbardziej oraz najmniej intratne pod względem zainteresowania wykupami).

Tabela 1. Procentowy udział transakcji dokonanych w poszczególnych krajach w latach 2000-2007

Kraj	Udział procentowy
Stany Zjednoczone	34,8
Kanada	3,5
Środkowa Europa	17,6
Skandynawia	3,6
Wielka Brytania	28,7
Afryka	2,8
Azja	2,8
Australia	2,5
Zachodnia Europa	2,5
Ameryka Łacińska	1,3

Źródło: opracowanie na podstawie: [The Global..., s. 34].

Tabela 2. Udział procentowy transakcji LBO w poszczególnych branżach w latach 2000-2007

Branża	Udział procentowy
Handel detaliczny	6,3
Software oraz Internet	5,9
Przemysł maszynowy	5,8
Zaawansowany sprzęt przemysłowy	5,4
Hotele, resorty, restauracje itp.	5,2
Przemysł chemiczny, produkty rolnicze itp.	5,1
Nieruchomości	1,4
Edukacja, zasoby ludzkie	1,4
Energia	1,4
Telekomunikacja	1,2
Film i rozrywka	1,0

Źródło: opracowanie na podstawie [The Global..., s. 34].

Ponadto zauważono, że przy 21 397 transakcjach LBO, które miały miejsce w latach 1970-2007, aż ponad 40% zawarto po pierwszym styczniu 2004 r. Łączną wartość firm (zarówno kapitału własnego, jak i długu) nabytych w ramach transak-

cji LBO oszacowano na poziomie 3,6 mld dol., w tym w latach 2001-2007 wartość transakcji osiągnęła poziom 2,7 mld dol.

6. Wnioski

Wykupy lewarowane zalicza się do transakcji mających na celu lepszą alokację zasobów w gospodarce w wyniku zwiększenia efektywności nabytych firm. Wykupy lewarowane w ostatnich latach zyskują miano międzynarodowego fenomenu.

Jakkolwiek w Polsce występuje początkowa faza rozwoju rynku LBO, to w najbliższych latach, patrząc na tendencje w Europie Zachodniej, można spodziewać się, że z pewnością ten rynek będzie rozwijał się bardzo dynamicznie. Należy mieć jednocześnie nadzieję, że nastąpi zmiana regulacji prawnych, które obecnie, choć nie wyłączają dopuszczalności wykupu lewarowego, to zdecydowanie tym transakcjom nie sprzyjają. Dlatego struktura transakcji LBO jest znacznie bardziej skomplikowana niż w przypadku fuzji i przejęć przeprowadzanych przez inwestorów strategicznych.

Reasumując, należy stwierdzić, że jeśli oczekiwania dotyczące transakcji są racjonalne, założone korzyści realne, a nie iluzoryczne, zakończy się ona sukcesem. Jednocześnie trzeba pamiętać o potencjalnym ryzyku towarzyszącym transakcjom LBO w kategorii zarówno biznesu, jak i stopy procentowej. W najbardziej pesymistycznym scenariuszu transakcja LBO może zakończyć się bankrutem.

Literatura

- Gaughan P. A., *Mergers, Acquisitions and Corporate Restructuring*, John Wiley & Sons, 2007.
- Ograniczenia prawne transakcji wykupu lewarowanego*, „Gazeta Giełdy Parkiet” z dnia 28.04.2008.
- Panfil M., *Wykupy menedżerskie i lewarowane*, „CEO” 2006 nr 2.
- Pawłowski A., *Management Buy Out*, „Zarządzanie” 2002 nr 6.
- Profesjonalny portal poświęcony wykupom menedżerskim*, www.mbo.pl.
- The Global Economic Impact of Private Equity Report 2008 – World Economic Forum*.
- Wrzesiński M., *Fuzje i przejęcia. Wykup lewarowany i wykup menedżerski*, K.E. Liber, Poznań 2000.
- Wrzesiński M., *Istota transakcji LBO i MBO*, „Finansista” z dnia 22.11.2002.

THE SPECIFICITY OF LEVERAGED BUYOUTS

Summary

The Leveraged Buyouts are among the most cost-effective forms of investment funds. The specificity of LBO involves the use of only a small share of capital, aided largely by debt. Generally, thanks to financial leverage, which is to increase the profitability of equity as a result of inflow of debt, it is possible to generate a profit in a short period of time. In Poland, there is the initial phase of LBO market development. However, in the coming years, looking at trends in Western Europe, certainly the market will grow very rapidly