

ZBIGNIEW KURYLEK

FINANSOWANIE POMOSTOWE W WYKUPACH LEWAROWANYCH

Słowa kluczowe: wykup lewarowany, finansowanie pomostowe, finansowanie mezzanine, luka kapitałowa

Keywords: leveraged buyouts, bridge financing, mezzanine financing, capital gap

Klasyfikacja JEL: G34, G32

Wprowadzenie

Kluczowym aspektem rozważania jest określenie sposobu funkcjonowania, znaczenia i zastosowania wykupów lewarowanych dla ekspansji przedsiębiorstw. Czynnikiem wspomagającym proces będzie finansowanie pomostowe, czyli metoda finansowania łącząca cechy kapitału własnego i obcego. Podkreślone będzie również jego działanie, koszt pozyskania, wielkość i stopień wykorzystania. Istotne jest adekwatne dopasowanie źródeł finansowania do procesu wykupu lewarowanego. Rozważyć należy ilość źródeł kapitału i ich wpływ na właściwe i efektywne dokonanie transakcji. Punktem rozważań jest zatem wykorzystanie finansowania pomostowego i uzupełnienie powstałej luki kapitałowej w transakcjach wykupu.

Metoda wykupu lewarowanego

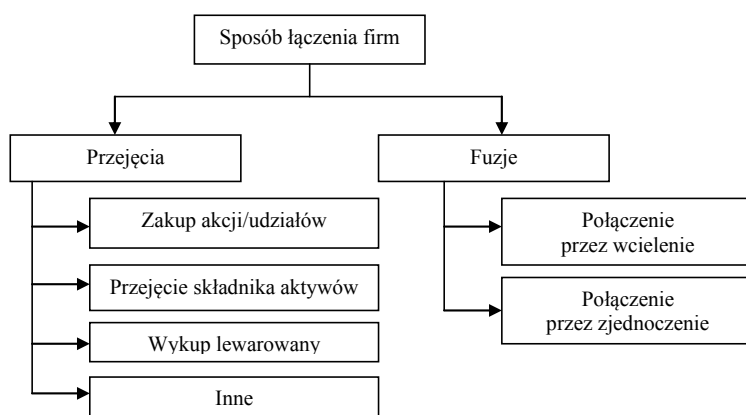
W licznych przypadkach transakcje przejęcia kontroli nad przedsiębiorstwem są dokonywane przy użyciu kapitału obcego – *leveraged buyouts* (LBO). Najważniejszym elementem jest różnica w wartości przedsiębiorstwa, określana przez stronę kupującą i sprzedającą. Kupujący ma nadzieję, że w wyniku przejęcia zwiększy efektywność firmy, co pozwoli mu spłacić zaciągnięty dług na wykup, jak i osiągnąć satysfakcjonujący zysk.

Wykupy są zaliczane do transakcji fuzji i przejęć, ponieważ następuje zmiana właściciela w podmiocie nabywanym. Posiadają kilka charakterystycznych elementów, które różnicują je od typowych transakcji sprzedaży spółek¹:

¹ A. Surmacz: *Instrumentarium finansowe w procesie restrukturyzacji przedsiębiorstw. Procesy fuzji i przejęć*, [w:] *Restrukturyzacja przedsiębiorstw w procesie adaptacji do współczesnego otoczenia*, red. M. Porada-Rochoń, Difin, Warszawa 2009, s. 110.

- szczególna rola zarządu – lider posiadający plan działania, chcący zainwestować środki własne i zespół mający adekwatne umiejętności w celu rozwoju firmy,
- specjalny typ relacji na linii kupujący–sprzedający – realnie kupujący „pracuje” u sprzedającego i zna mocne i słabe strony spółki,
- stworzenie podmiotu nabywającego – powołanie wehikułu inwestycyjnego, spółka specjalnego przeznaczenia,
- brak odpowiedniej ilości kapitału własnego.

Rodzaje fuzji i przejęć można uwzględnić w postaci schematu, który znajduje się na poniższym rysunku.



Rysunek 1. Sposoby łączenia przedsiębiorstw

Źródło: B. Nita: *Metody wyceny i kształtowania wartości przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2007, s. 195.

W klasycznym LBO wartość długu oscyluje głównie w granicach do 60%, ale zdarza się sięgać nawet więcej. Zatem należy przyjąć, że wnoszony kapitał wynosi 40%. Występuje nierównowaga między długiem i kapitałem. Dzięki temu inwestor wprowadza relatywnie małą sumę środków w porównaniu do ceny zakupu. Użycie dźwigni przynosi również dodatkowe korzyści w postaci oszczędności podatkowych poprzez potrącanie od przychodu wydatków odsetkowych.

Najlepszymi kandydatami do stosowania LBO są przedsiębiorstwa ze stałymi i przewidywalnymi przepływami środków pieniężnych, głównie dlatego, że mogą one wykorzystać więcej środków pochodzących z kredytu. Stałe i duże przepływy pieniężne są konieczne, aby regularnie spłacać odsetki, a w całym okresie inwestycji spłacić zaciągnięty dług. Przepływy pieniężne są potrzebne głównie po to, aby zapewnić spłatę długu w ustalonym horyzoncie czasowym, ale również po to, aby zmienić strukturę kapitału firmy.

Zakończenie procesu LBO zależy od zdolności inwestora do zdobycia wystarczającego finansowania, potrzebnego do nabycia firmy. Na tym etapie kluczową rolę odgrywają banki

inwestycyjne. Konkurują one między sobą, dostarczając prawnie wiążące listy (*finance, commitment papers*), zobowiązujące je do dostarczenia odpowiedniej ilości kapitału².

Kluczowe cechy w przedsiębiorstwie rozważającym metodę wykupu lewarowanego

Kandydat do procesu kredytowania poprzez LBO powinien się charakteryzować³:

- dużymi przepływami pieniężnymi – kluczowe znaczenie ma stabilność i przewidywalność przepływów. Kredytodawcy wymagają istnienia solidnego modelu biznesowego, pozwalającego na spłatę odsetek i całego kredytu w założonym okresie. Stabilność, jak również możliwości ekspansji, czynią spółkę odpowiednią do zastosowania LBO,
- dominującą i defensywną pozycją rynkową – odnosi się to do poszerzenia i zwiększenia relacji z klientami, rozpoznawalności marki, produktów i usług mających korzystną, akceptowalną strukturę kosztów. Te cechy tworzą bariery wejścia i powodują zwiększanie stabilności, a także przewidywalności przepływów pieniężnych,
- możliwościami wzrostu – inwestorzy poszukują firm z dużym potencjałem wzrostu lub z możliwościami przejęcia, lub połączenia z inną firmą. Korzystna ekspansja, szybsza niż wykazują prognozy dla danej branży, pozwala osiągnąć większy zwrot z kapitału. W ten sposób wzrasta wartość firmy, zwiększa się również wskaźnik EBITDA⁴,
- możliwościami zwiększenia wydajności operacyjnej – w LBO firma musi mieć silny fundament w postaci modelu biznesowego. Inwestorzy w tym przypadku poszukują możliwości zwiększenia wydajności operacyjnej i zarazem cięcia kosztów. Obniżanie kosztów w zakresie kosztów ogólnych firmy, przeanalizowanie kosztów zatrudnienia, racjonalizacja łańcucha dostaw, a także nowe warunki z dostawcami i klientami,
- małymi wymaganiami inwestycyjnymi – firma, w której są ograniczone potrzeby inwestycyjne, czyli taka, która osiągnęła już pewien stopień rozwoju. Oczywiście firma, która ma duże zapotrzebowanie inwestycyjne także może być kandydatem do LBO, ale musi wykazywać się dużym potencjałem wzrostu, mieć silny model biznesowy,
- silną bazą aktywów – duże zaplecze aktywów jest istotne, jeśli chodzi o pozyskanie jak największej ilości środków od banku. Jednakże przedsiębiorstwo nieposiada-

² J. Rosenbaum, J. Pearl: *Investment banking*, Wiley Finance, New Jersey 2009, s. 161.

³ *Ibidem*, s. 169.

⁴ *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization* – w rachunkowości zysk przedsiębiorstwa przed potrąceniem odsetek od zaciągniętych kredytów, podatków i amortyzacji, za: www.pl.wikipedia.org.

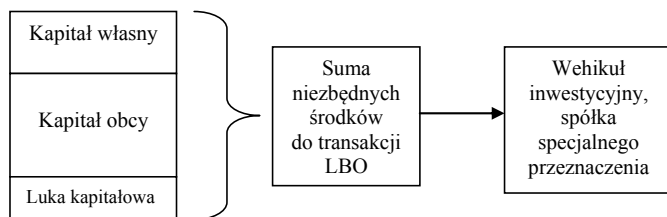
jące aktywów lub z ich małą ilością wciąż może być kandydatem do zastosowania LBO, pod warunkiem posiadania wystarczających przepływów pieniężnych,

- doświadczoną kadrą zarządzającą – sprawdzona i posiadająca odpowiednie kwalifikacje kadra zarządzająca może zwiększyć atrakcyjność firmy w momencie jej ubiegania się o LBO.

Elementami, które również należy wziąć pod uwagę podczas tworzenia wartości i dokonywania wykupu są⁵:

- siła i efektywność spółki – takie, które działają prężnie mają większe szanse na osiągnięcie pozytywnego wyniku przy dokonywaniu przejęcia. Kiedy osiągają wyniki lepsze niż branża, w której się znajdują w okresie trzech lat przed dokonaniem akwizycji, ich szansa na dokonanie skutecznej transakcji zdecydowanie rośnie,
- niskie premie związane z transakcją – przejmujący, którzy płacą wysokie premie w momencie dokonania transakcji mają gorsze wyniki, a nawet ujemną stopę zwrotu,
- brak konkurentów do przejęcia – im większa liczba chętnych na zakup spółki, tym wyższa cena, a w konsekwencji mniejsze przyszłe oczekiwane zyski.

LBO przynosi zyski, gdy zastosuje się odpowiednią kombinację spłaty długu oraz oddziaływania na wzrost wartości przedsiębiorstwa. Często jednak w celu dokonania LBO potrzebne jest uzupełnienie niewystarczającej ilości posiadanego kapitału (rys. 2). W ten sposób następuje wypełnienie powstałej luki kapitałowej, przez którą transakcja nie mogłaby zostać zrealizowana.



Rysunek 2. Struktura finansowania LBO

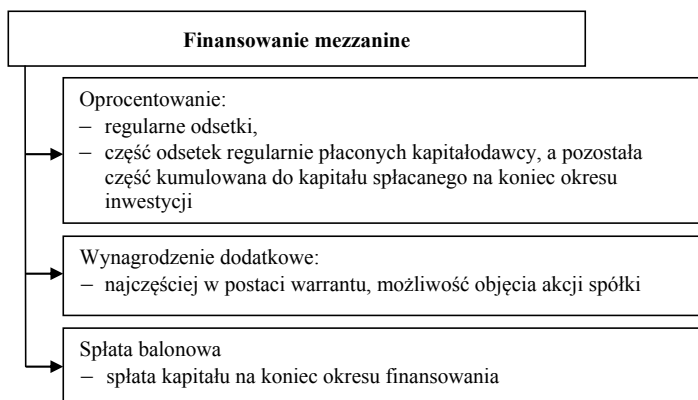
Źródło: opracowanie własne.

Finansowanie pomostowe

Finansowanie pomostowe nazywane także finansowaniem mezzanine to wyjątkowa forma finansowania, służąca uzupełnieniu luki kapitałowej i wspieraniu dokonywania in-

⁵ T. Koller, M. Goedhart, D. Wessels: *Measuring and Managing the Value of Companies*, John Wiley & Sons, 2005, s. 439.

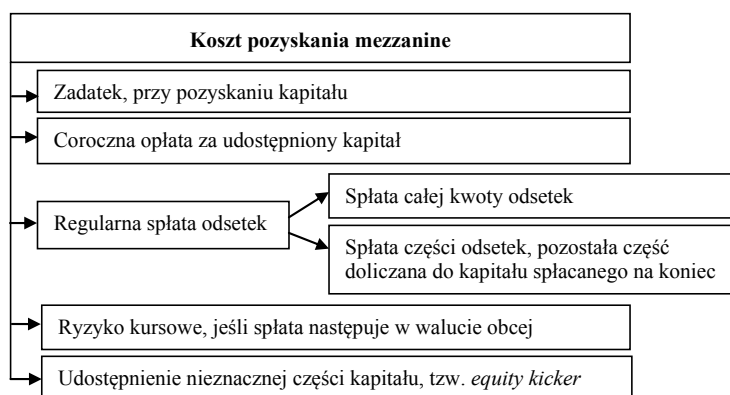
westycji. Odbywa się to z wykorzystaniem efektu organicznego, efektu synergii i dywersyfikacji. Schemat mezzanine w bardzo ogólnym zestawieniu może zatem prezentować się tak, jak na poniższym rysunku.



Rysunek 3. Ogólny schemat finansowania mezzanine

Źródło: opracowanie własne.

Finansowanie pomostowe umożliwia pozyskanie kapitału, który spłacany jest na koniec inwestycji. W czasie jej trwania spłaca się tylko odsetki. Powoduje to, że spółka skupia się na dokładnym przeprowadzeniu inwestycji, a głównym celem jest ekspansja spółki. Nie jest ona zakłócona, bo wymagane odsetki płacone są z aktualnych przepływów pieniężnych. Zawsze należy rozważyć wykorzystanie finansowania mezzanine biorąc pod uwagę jego koszt (rys. 4).



Rysunek 4. Koszt mezzanine

Źródło: opracowanie własne.

Rysunek 4 obrazuje koszty mezzanine. Przy pozyskiwaniu kapitału uiszcza się zadatek z tytułu udostępnienia środków mezzanine. Należy również uwzględnić coroczną opłatę za pozyskany kapitał. Następnym elementem kosztów to odsetki. Są one spłacane w całości lub tylko częściowo, a pozostała część doliczana jest do kapitału, który spłacany jest na koniec okresu. Jeśli mezzanine jest pozyskane w walucie obcej, to dochodzi dodatkowe ryzyko, czyli dodatkowy koszt w postaci różnic kursowych. Na koniec, przy spłacaniu mezzanine, jako element dodatkowy przekazuje się nieznaczającą dla dalszej działalności i struktury własnościowej spółki część kapitału własnego – *equity kicker*.

Ilość środków mezzanine może być uzależniona od posiadanych kredytów bankowych, ale zabezpieczenie oparte jest wyłącznie na przyszłych przepływach pieniężnych⁶.

Głównymi cechami finansowania mezzanine są spłata kapitału na koniec okresu finansowania i ustalone warunki wyjścia z inwestycji. Inwestorzy oczekują stopy zwrotu na poziomie od 15 do 30%⁷.

Mezzanine służy do finansowania inwestycji, może również być kapitałem uzupełniającym już posiadaną, ale niewystarczającą ilość środków. Może być to wywołane przez czynniki fiskalne, asymetrię informacji czy też załamanie na rynkach. Możliwości pozyskania kapitału maleją wraz ze wzrostem ryzyka. Problem w momentach kryzysu gospodarczego objawia się w ostrożnym podejściu do ryzyka, a tym samym utrudnionym dostępie do kapitału oferowanego przez banki i fundusze⁸.

Moment wyjścia z inwestycji stanowi prawdziwą ocenę wartości przedsiębiorstwa, sprawdzenie informacji wynikających z wcześniejszych wyliczeń i stopy zwrotu z pozyskanych źródeł kapitału. Niekiedy można opóźnić wyjście z inwestycji, jeżeli firma nie przynosi spodziewanych efektów bądź sytuacja gospodarcza jest niezadowolająca. Przykładem może być moment kryzysu zaufania do rynków finansowych, a więc moment, gdy nie można dokonać wyjścia z transakcji po zadowalającej cenie za akcję⁹.

Wykup lewarowany z zastosowaniem finansowania pomostowego

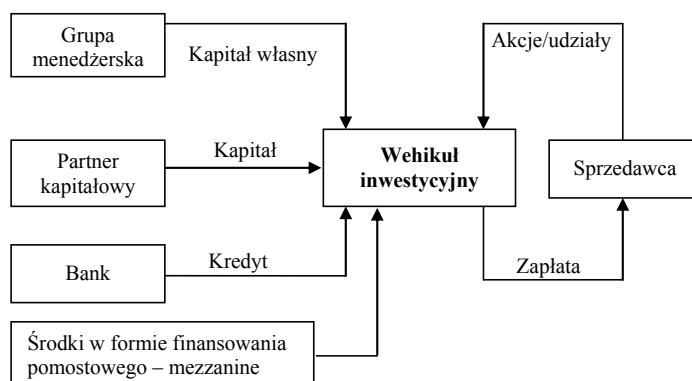
Wykorzystanie finansowania pomostowego – mezzanine – w celu wykupu przedsiębiorstw przebiega z użyciem wehikułu inwestycyjnego (rys. 5 i 6) i to za jego pomocą następuje przeprowadzenie całego procesu, w który zaangażowane są nie tylko instytucje finansowe, fundusze i banki, ale także zarządzający spółką. Pozwala to na większe ich zaangażowanie w proces rozwoju. W przypadku LBO główną strategią jest wzrost wartości rynkowej spółki.

⁶ K. Domańska-Mołdawa: *The benefits of mezzanine financing*, www.bsjp.pl, (2.04.2009).

⁷ K.H. Marks, L.E. Robbins, G. Fernandez, J.P. Fokhouser, D.L. Williams: *The handbook of financial growth. Strategies, Capital Structure, and M&A Transactions*, Second Edition, Wiley, 2009, s. 153.

⁸ E. Gualandri: *Equity Gap and Innovative SMEs*, [w:] *Bridging the Equity Gap for Innovative SMEs*, red. E. Gualandri, V. Venturelli, Palgrave MacMillan, Wielka Brytania 2008, s. 30.

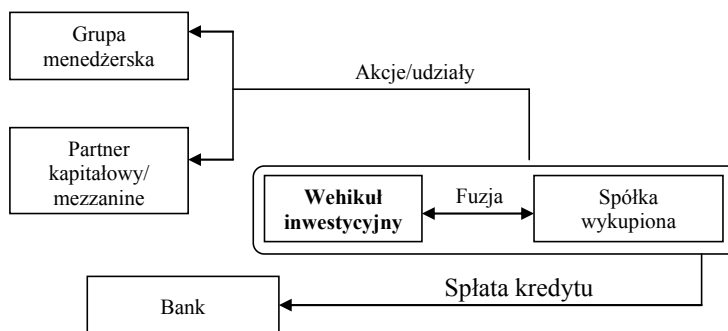
⁹ J. Świdarska: *Quasi-fundusze venture capital*, Difin, Warszawa 2008, s. 209.



Rysunek 5. Transakcja wykupu lewarowanego przy użyciu finansowania mezzanine

Źródło: M. Sulima: *Pozyskiwanie przez spółkę finansowania typu mezzanine*, [w:] *Finansowanie rozwoju przedsiębiorstwa*, red. M. Panfil, Difin, Warszawa 2008, s. 401.

Po pierwszym etapie (rys. 5) następuje fuzja wehikulu inwestycyjnego z wykupioną spółką (rys. 6). W kolejnej fazie następuje spłata kredytu i przekazanie akcji udziałowcom, czyli grupie menedżerskiej i partnerowi mezzanine.



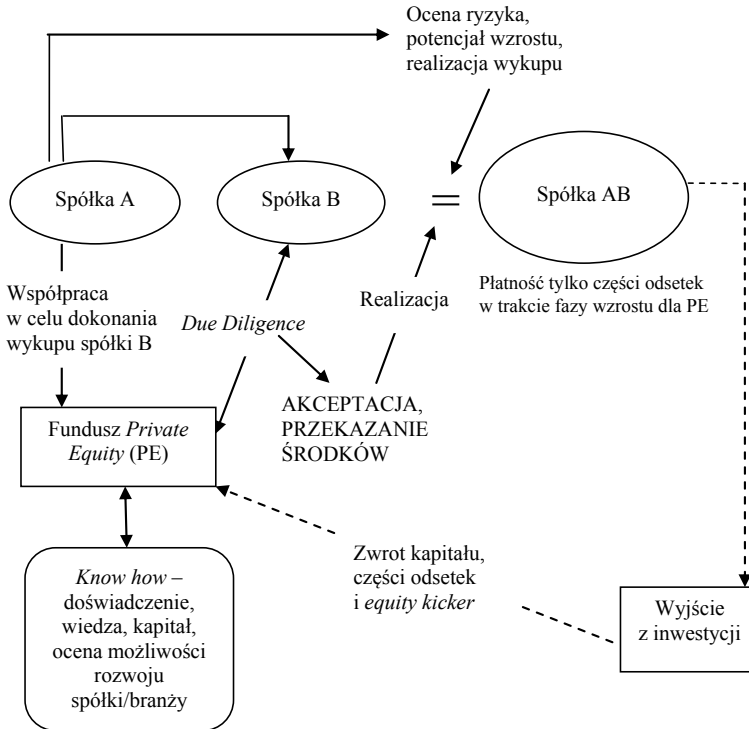
Rysunek 6. Transakcja wykupu lewarowanego przy użyciu finansowania mezzanine cd.

Źródło: M. Sulima: *op.cit.*, s. 401.

Istotny jest wybór spółki, która stanowi solidny fundament do transakcji LBO. Stworzenie wehikulu i transfer kapitału stanowi podstawę do podjęcia transakcji.

Oprócz standardowego LBO należy rozważyć zastosowanie transakcji uproszczonej, którą można nazwać quasi-LBO (rysunek 7). W takim przypadku korzysta się ze środków, które w tradycyjnym podejściu LBO są tylko uzupełnieniem luki kapitałowej. W tej sytuacji finansowanie pomostowe jest jedynym źródłem finansowania quasi-LBO. Wykorzysty-

wane jest ono do dokonania transakcji, która odbywa się bez zastosowania jej promotora czy też wehikułu inwestycyjnego.

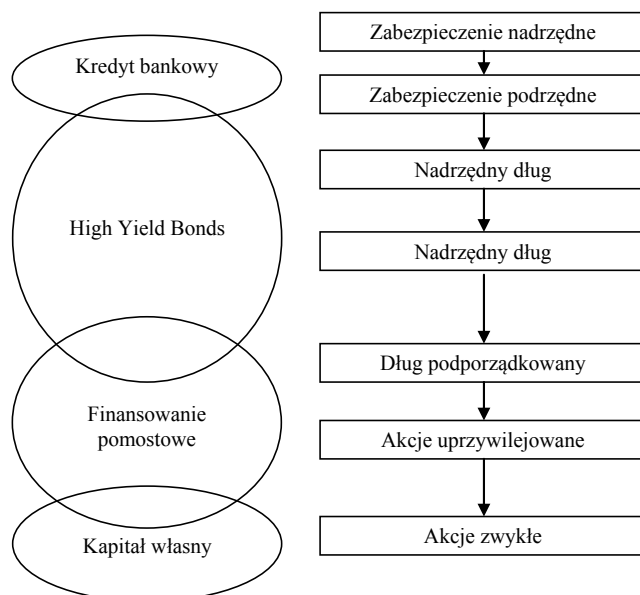


Rysunek 7. Transakcja quasi LBO z wykorzystaniem tylko finansowania pomostowego – mezzanine

Źródło: opracowanie własne.

W takim podejściu kapitał na dokonanie wykupu pochodzi z funduszu *private equity* (PE). Ma on doświadczenie i wiedzę z przeprowadzonych podobnych transakcji. Zatem po zastosowaniu dogłębnej analizy spółki, która ma być wykupiona, PE jest w stanie oszacować ryzyko i zdecydować czy może przeznaczyć środki na wykup. Spółka A chcąc dokonać wykupu spółki B ocenia możliwość ekspansji, którą mogą ułatwić: efekt organiczny i efekt synergii. Ponadto zwiększy się dywersyfikacja, która w przyszłości powinna umożliwić bardziej elastyczne reagowanie na zmieniającą się sytuację w branży lub negatywne odczyty makroekonomiczne.

Zatem istotna jest inżynieria finansowa realizowanego wykupu. Ponadto kluczowe może okazać się to, w jakim stopniu i w jakiej kolejności zostaną wykorzystane źródła finansowania (rys. 7).



Rysunek 8. Kolejność źródeł finansowania wykupu lewarowanego według stopnia ryzyka

Źródło: J. Rosenbaum, J. Pearl: *Investment banking*, Wiley Finance, New Jersey 2009, s. 178.

Najczęściej wykorzystywany jest kredyt bankowy, jednak ze względu na podejście do ryzyka przez banki, jego ilość może okazać się niewystarczająca dla transakcji LBO. Dlatego w dalszej kolejności poszukuje się innych źródeł, takich jak: obligacje wysokiego ryzyka (*High Yield Bonds*) czy też finansowanie pomostowe. W ostatniej kolejności wykorzystuje się kapitał własny. Istotną rolę stanowi dostępność i koszt finansowania w odniesieniu do korzyści wynikających z LBO lub quasi-LBO.

Podsumowanie

Wykupy lewarowane służą do dokonywania akwizycji spółek i w ten sposób zwiększania skali i zasięgu działania firmy. Może to znajdować odzwierciedlenie również w wynikach i możliwościach dynamicznego wzrostu w przyszłych okresach. Istotnym uzupełnieniem wykupów jest finansowanie pomostowe. Bardzo często jest ono stosowane i bywa kluczowe podczas podejmowania decyzji o inwestowaniu. Stanowi znaczące i istotne uzupełnienie luki kapitałowej. Ponadto ważne jest podkreślenie zmian definicji wykupu lewarowanego w zależności od zmian otoczenia i rozwoju rynków finansowych. Zatem wykup lewarowany nie musi zawsze odznaczać się posiadaniem promotora transakcji, spółki specjalnego przeznaczenia. W ramach szybko postępujących zmian otoczenia gospodarczego coraz bardziej istotną kwestią jest pozyskanie finansowania w wyniku procesu LBO. Warto

podkreślenia jest zacieranie tradycyjnej definicji LBO. W ten sposób powstają inne formy, które mogą mieć postać quasi-LBO. Zmiana polega na sposobie finansowania i jego uproszczeniu. Przy dokonywaniu quasi-wykupu jedynym źródłem finansowania jest finansowanie pomostowe. Często ta forma stanowi tylko uzupełnienie, jednak może stanowić również główne źródło kapitału. W związku z coraz bardziej dynamicznym rozwojem przedsiębiorstw, bardziej zaciętą walką konkurencyjną i następującymi konsolidacjami w branżach, forma wykupu z uwzględnieniem finansowania pomostowego będzie najprawdopodobniej coraz częściej stosowana. Uzależnione jest to także od sytuacji i możliwości wystąpienia turbulencji gospodarczych w przyszłości.

Literatura

- Domańska-Mołdawa K.: *The benefits of mezzanine financing*, www.bsjp.pl.
- Gualandri E.: *Equity Gap and Innovative SMEs*, [w:] *Bridging the Equity Gap for Innovative SMEs*, red. E. Gualandri, V. Venturelli, Palgrave MacMillan, Wielka Brytania 2008.
- Koller T., Goedhart M., Wessels D.: *Measuring and Managing the Value of Companies*, John Wiley & Sons, 2005.
- Marks K.H., Robbins L.E., Fernandez G., Fuhouser J.P., Williams D.L.: *The handbook of financial growth. Strategies, Capital Structure, and M&A Transactions*, Second Edition, Wiley, 2009.
- Nita B.: *Metody wyceny i kształtowania wartości przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2007.
- Rosenbaum J., Pearl J.: *Investment banking*, Wiley Finance, New Jersey 2009.
- Sulima M.: *Pozyskiwanie przez spółkę finansowania typu mezzanine*, [w:] *Finansowanie rozwoju przedsiębiorstwa*, red. M. Panfil, Difin, Warszawa 2008.
- Surmacz A.: *Instrumentarium finansowe w procesie restrukturyzacji przedsiębiorstw. Procesy fuzji i przejęć*, [w:] *Restrukturyzacja przedsiębiorstw w procesie adaptacji do współczesnego otoczenia*, red. M. Porada-Rochoń, Difin, Warszawa 2009.
- Świdarska J.: *Quasi-fundusze venture capital*, Difin, Warszawa 2008.
- www.ppea.org.pl.

mgr Zbigniew Kuryłek
Wyższa Szkoła Bankowa we Wrocławiu

Streszczenie

Głównym problemem podjętym w pracy są wykupy lewarowane. Szerzej zbadane jest ich wykorzystanie w celu rozwoju przedsiębiorstwa. Przedstawiona jest struktura, a także podstawowe wytyczne dotyczące możliwości zastosowania tego typu transakcji. Istotnym zagadnieniem jest również wypełnienie luki kapitałowej w formie finansowania pomostowego, stosowanego podczas transakcji

wykupu. Ponadto poruszono kwestię wykupu, uwzględniając coraz częstsze zastosowanie tylko jednego typu finansowania.

BRIDGE FINANCING IN LEVERAGED BUYOUTS

Summary

Leveraged buyouts are the main issue presented in the article. Research includes this useful form of transaction which has an extraordinary influence on firm's development. The structure and typical requirements of using LBO are presented. Additionally the article shows how to fulfill the capital gap, using bridge financing. It also outlines an aspect of LBO transaction with bridge financing as the main source of capital.

