

Alternatywne finansowanie fuzji i przejęć

Zbigniew Kuryłek*

Streszczenie: Przedsiębiorstwa dążą do uzyskania dominującej pozycji na rynku poprzez rozwój i rozszerzenie aktualnej skali działania czy też jej dywersyfikację. Jednym ze sposobów dokonania takiej zmiany w firmie może być przeprowadzenie transakcji fuzji i przejęć. W tym celu szczególnie ważne jest finansowanie takich transakcji, dlatego wykorzystanie mezzanine, stanowiącego połączenie kapitału własnego i długu, wydaje się być właściwe. Celem artykułu jest wskazanie istoty fuzji i przejęć, a zwłaszcza ukazanie specyfiki i struktury finansowania w formie mezzanine.

Słowa kluczowe: fuzje i przejęcia, wykupy lewarowane, finansowanie mezzanine

Wprowadzenie

W XXI wieku, w dobie wielu zmian i przekształceń na rynku, swoją pozycję mogą umocnić firmy, które osiągnęły już pewien stopień rozwoju w danej branży. Dążąc do rozwoju firmy istotne jest zwiększanie zakresu i skali działalności, a tym samym sposób, w jaki można to osiągnąć, zwłaszcza kiedy działanie na aktualnym rynku charakteryzuje się niespotykaną jak dotąd zmiennością. Spółki w celu konsolidacji i konkurowania na rynkach światowych tworzą konglomerat składający się z kilku Spółek. Dzięki temu zyskują większą siłę przetargową, zwiększają wolumen sprzedaży, mogą umocnić pozycję rynkową lub też mogą stać się liderem branży.

Celem artykułu jest zbadanie wykorzystania finansowania mezzanine w transakcjach fuzji i przejęć oraz przedstawienie niektórych powodów fuzji i przejęć, a zwłaszcza ukazanie sposobu i struktury funkcjonowania mezzanine w tych transakcjach.

1. Fuzje i przejęcia

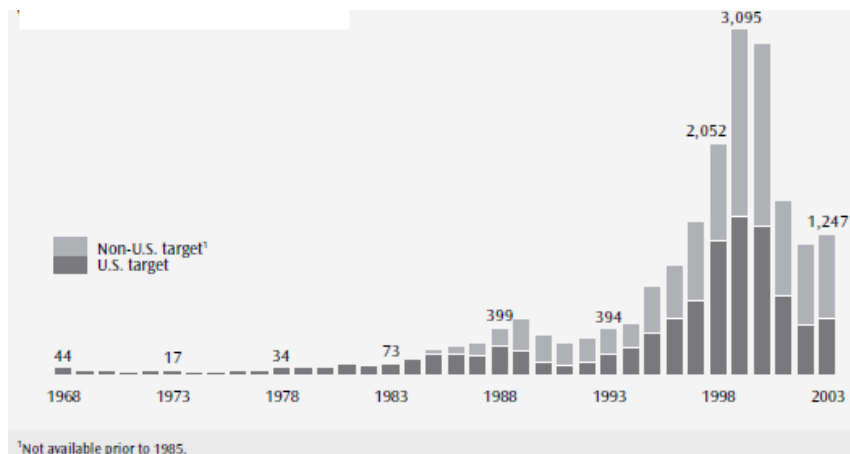
Aktualnym tematem jest realizowanie strategii wzrostu w oparciu o transakcje fuzji i przejęć. Mogą one przynieść wartość dodaną spółkom, czyli są elementem kreacji ich wartości poprzez połączenie kapitału i majątku kilku firm. Przed dokonaniem połączenia konieczne jest wyliczenie wartości przedsiębiorstwa. Występują różne motywy ich dokonywania, ale najczęściej poszukuje się spółek niedowartościowanych, których wyniki finansowe

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

wskazują na możliwość wzrostu w przyszłości. Niektóre przedsiębiorstwa pragną poddać się restrukturyzacji i dążą do przejęcia, by w ten sposób nie tylko zmienić strategię oraz udział w rynku, ale przede wszystkim osiągnąć szybszy wzrost. Kluczowym elementem łączącym wszystkie motywy fuzji i przejęć ze sobą jest efekt synergii. W wyniku połączenia firm powinien się on uwidocznic, gdy działanie połączonych podmiotów jest lepsze i bardziej racjonalne. Suma części połączonych daje większe możliwości działania oraz wyższy wynik, co prowadzi do zwiększenia skali i redukcji kosztów.

Efekt synergii może być ujmowany w postaci: $V_{AB} = V_A + V_B + S$, gdzie oczekiwana wartość połączonych przedsiębiorstw A i B jest sumą składową wartości bądź wyceny pierwszego przedsiębiorstwa (A) i drugiego przedsiębiorstwa (B), a także oczekiwanego efektu synergii (S). Korzyści prowadzą do zwiększenia wartości podmiotów lub mają nie doprowadzić do jej spadku. W konsekwencji dochodzi do redukcji kosztów i zwiększenia wolnych przepływów pieniężnych, co prowadzi do łatwiejszego dostępu do źródeł finansowania. Ma to istotne znaczenie dla podejmowania decyzji inwestycyjnych i wpływ na wartość przedsiębiorstwa.

Po przeprowadzeniu przejęcia efekt synergii może w pozytywny sposób wpłynąć na wartość spółki. Wyliczana i spodziewana wartość netto przedsiębiorstwa przejmującego w wyniku transakcji fuzji i przejęć jest obliczana w następujący sposób: $NAV = S - P - K$, gdzie efekt synergii (S) pomniejszony jest o premię za nabycie spółki (P) i koszty transakcyjne fuzji i przejęć (K). Z zapisu tego wynika, że wartość dodatkowa osiągnięta w wyniku transakcji powinna być wyższa niż premia i koszty z niej wynikające.



Rysunek 1. Skumulowana wartość transakcji przejęć w latach 1968–2003 w USA i poza granicami USA (mld USD).

Źródło: Koller, Goedhart, Wessels (2005): 438.

Efekt synergii może mieć wpływ na ilość dokonywanych transakcji. Zauważalna jest tendencja wzrostowa na rynku przejęć (rys. 1). Pierwszą falę (rys. 1) można było spostrzec już w 1988 roku, a kolejną dziesięć lat później. W 1999 roku łączna wartość przejęć spółek na świecie wyniosła ponad trzy miliardy USD. Struktura transakcji w 1999 roku (rys. 1), porównując przejęcia w Stanach Zjednoczonych do wszystkich przejęć poza Stanami Zjednoczonymi, znalazła się na jednakowym poziomie.

W celu uzyskania jak najlepszego efektu synergii i wyników z integracji należy uwzględnić wszelkie składowe efekty synergii, anulować zbędne produkty oraz wykorzystać nową technologię do tworzenia produktów lub usług (tab. 1).

Tabela 1

Składowe efekty synergii w przedsiębiorstwach dokonujących przejęć

	Przykład synergii
Badania i rozwój	Anulowanie projektów zbędnych Eliminacja nadmiernego zatrudnienia, pokrywających się kompetencji Wprowadzanie nowych produktów za pomocą pozyskanej technologii
Zamówienia	Większa ilość zamówień Standaryzacja produktów
Produkcja	Eliminacja produkcji nadwyżek Wprowadzenie najlepszych, najbardziej efektywnych działań operacyjnych
Sprzedaż i marketing	Zwiększanie ilości produktów posiadanych przez klientów Używanie standaryzowanych kanałów sprzedaży Zaczerpnienie najlepszych praktyk z dokonanego przejęcia Relatywnie niższe koszty reklamy wynikające z połączenia przedsiębiorstw
Dystrybucja	Używanie sprawdzonych magazynów i tras przejazdu
Administracja	Wykorzystanie efektu skali (finanse, rachunkowość) Skumulowanie strategii i funkcji przywódczych

Źródło: Koller, Goedhart, Wessels (2005): 447.

Ponadto na wszystkich etapach powinna nastąpić całkowita standaryzacja ścieżek produkcyjnych, dystrybucyjnych oraz finansowych, co prowadzi do efektywnej akwizycji. Należy zwrócić szczególną uwagę na kilka głównych elementów podczas dokonywania aktywizacji (Koller, Goedhart, Wessels 2005: 439). Po pierwsze – siła i efektywność spółki. Spółki, które działają prężnie mają większe szanse na osiągnięcie pozytywnego wyniku po dokonaniu przejęcia. Po drugie – spółka powinna zadbać o niskie premie związane z transakcją. Przejmujący, którzy płacą wysokie premie w momencie dokonania transakcji mają gorsze wyniki, a nawet ujemną stopę zwrotu. Wreszcie po trzecie – brak konkurencji do przejęcia, co skutkuje niższą ceną, a w konsekwencji przyszłe oczekiwane zyski będą większe.

Abstrahując od efektu synergii, fuzje i przejęcia mogą być dokonywane przy pomocy kredytu lub pożyczki. Realizowane są najczęściej przy współudziale kapitału zewnętrznego

typu *private equity*, oferowanego przez fundusze inwestycyjne bądź banki. Finansowanie w taki sposób zmienia strukturę kapitałową przedsiębiorstwa, które jest przejmowane. W ten sposób pojawia się cel krótkookresowy w postaci spłaty odsetek, jednak w dalszym ciągu istnieje także cel długoterminowy w postaci rozwoju i wzrostu wartości (Szczepankowski 2007: 311).

Warto uwzględnić tworzenie wartości podczas dokonywania fuzji i przejęć (tab. 2).

Tabela 2

Tworzenie wartości w transakcjach fuzji i przejęć (mln USD)

Wartość		Cena	
Wartość wewnętrzna podmiotu przejmowanego	900	Wartość rynkowa podmiotu przejmowanego	800
Wartość bieżąca netto (NPV)	400	Zapłacona premia	240
Wartość brutto przejmowanych aktywów	1300	Cena całkowita	1040
Wartość dla udziałowców podmiotu przejmującego wynosi 260			

Źródło: Koller, Goedhart, Wessels (2005): 443.

Tabela 2 pokazuje jak zdecydowanie zauważalna jest różnica pomiędzy wartością i wypracowanym wzrostem wartości, która osiąga aż 260 milionów USD. W wartości brutto przejmowanych aktywów uwidaczniają się wszelkie korzyści dla przejmującego. W celu ich zwielokrotnienia przedsiębiorstwo przejmujące musi spełniać następujące warunki (Szczepankowski 2007: 311):

1. Posiadanie silnej pozycji związanej z prowadzonym biznesem.
2. Rozpatrywanie dokonywania tylko takich przejęć, które wygenerują wolne przepływy pieniężne w przyszłości.
3. Umiejętność właściwego oszacowania wartości przedsiębiorstwa.
4. Utrzymanie dyscypliny negocjacyjnej.
5. Skrupulatne zaplanowanie i przeprowadzenie integracji podmiotów.

Celem akwizycji może być wzrost wartości firmy, często kiedy zarządzający w firmach nie posiadają znaczącej ilości akcji. Dlatego też głównym motywem do wykorzystania zasobów w firmie powinna być chęć wzrostu i zwiększenia wartości posiadanych akcji. Inwestorzy przekazujący kapitał poprzez zakup małego wolumenu akcji muszą ufać menedżerom i wierzyć ujawnianym analizom, że firma jest właściwie prowadzona i wykazuje potencjał wzrostu. Jeśli nastąpiłaby odwrotna sytuacja, ponowne pozyskanie kapitału z giełdy będzie ograniczone (Krishnamurti, Vishwanath 2008: 4).

Oprócz właściwego kierowania spółką, transakcje fuzji i przejęć zależą także od chęci zaangażowania banków, co uzależnione może być od sytuacji makroekonomicznej lub politycznej. W krajach, gdzie istnieje silny wpływ władz na podejmowane działania, banki nie są skłonne w stopniu znaczącym podjąć inwestycje. Regulacje takie miały znaczący wpływ na ograniczenie przejęć w pięciu największych krajach Unii Europejskiej, kiedy liczyła ona jeszcze piętnaście państw (Pasiouras i in. 2011: 32).

Transakcje fuzji i przejęć w poszczególnych krajach są ważne, ale warto nadmienić o transakcjach, jakimi są przejęcia dokonywane nie w ramach jednego kraju, ale w obrębie kilku państw. Do roku 2000 liderem, biorąc pod uwagę wartość tego typu transakcji, była Wielka Brytania z udziałem 31% wartości wszystkich transakcji tego typu na świecie (Danbolt, Maciver 2012: 1029).

Niezależnie od tego, czy transakcje fuzji i przejęć dokonywane są w skali kraju, czy mają zasięg kontynentalny lub światowy, ocena efektów finansowych fuzji i przejęć może mieć odzwierciedlenie w postaci wzrostu bogactwa posiadaczy akcji, na co składa się wzrost stopy zwrotu spółek zaangażowanych w transakcję. Ocena polega na zmierzeniu wieloma wskaźnikami sytuacji spółki na podstawie danych księgowych. Jeżeli rynek zdyskontuje wyniki firmy pozytywnie, wtedy powinien być widoczny wzrost wartości akcji.

Biorąc pod uwagę dane rynkowe w wyniku fuzji i przejęć występują dwie strony transakcji: strona wygrywająca i przegrywająca. Przeważnie wygranymi są akcjonariusze spółki przejmowanej, gdyż w momencie ogłoszenia informacji stopa zwrotu rośnie od kilku do kilkunastu procent. Przegrani, czyli akcjonariusze spółki przejmującej, tracą niewiele, ale istnieją również przypadki niewielkiego zysku.

Dla osiągnięcia zysków znaczący jest właściwy przebieg procesu fuzji bądź przejęcia, zwłaszcza usystematyzowana ścieżka dokonywania transakcji w firmie. W przedsiębiorstwach, gdzie wiedza na temat transakcji jest odpowiednio wprowadzana i wykorzystywana, przebieg kolejnych transakcji odbywa się w pewnym określonym rytmie. Przede wszystkim uwzględnia się wcześniejsze doświadczenie, a *know-how* nie jest skupione tylko u odpowiedzialnego za proces menedżera, ale jest znane całej firmie, dzięki czemu można prognozować w lepszy sposób przyszłość i ograniczać zmienność wynikająca z połączenia (Shi, Prescott 2011: 1064).

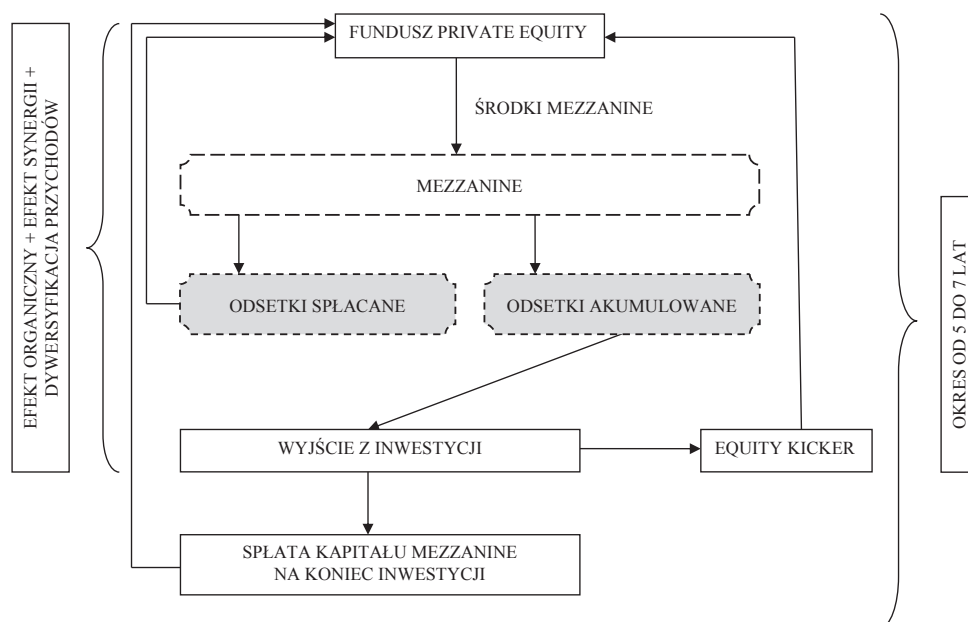
2. Alternatywne finansowanie – mezzanine

Finansowanie mezzanine może być alternatywą głównie dla tych przedsiębiorstw, które nie mają wystarczającej ilości zabezpieczeń. Innymi słowy, nie posiadają odpowiedniej zdolności kredytowej wymaganej do zrealizowania transakcji. Struktura finansowania może opierać się na połączeniu kredytu bankowego i mezzanine, zwanego finansowaniem pomocowym. Następuje zatem pozyskanie wymaganych środków do przejęcia w postaci kredytu z banku oraz mezzanine z funduszu *private equity*.

Główną cechą finansowania mezzanine jest spłata kapitału na koniec okresu i ustalone warunki wyjścia z inwestycji. Inwestorzy oczekują stopy zwrotu na poziomie od 15 do 30%. Kapitałodawca dzieli ryzyko związane z prowadzoną działalnością przedsiębiorstwa i uczestniczy w jego sukcesie bądź porażce. W ten sposób otrzymuje wynagrodzenie zgodnie z wcześniejszymi założeniami umowy. W takim przypadku nie dochodzi do utraty kontroli nad firmą, gdyż premia na końcu inwestycji stanowi do 10% udziałów w przedsiębiorstwie,

jak również, co ważne, kapitał udziałowców nie jest rozpraszany (Marks, Robbins, Fernandez, Fuhouser, Williams 2009: 153).

Inżynieria finansowa mezzanine (rys. 2) powoduje, że przez okres finansowania płaci się tylko odsetki, natomiast spłata kapitału następuje na samym końcu podjętej inwestycji. Istnieje również możliwość spłacania części odsetek, zaś ich pozostała wartość będzie akumulowana i spłacana wraz z kapitałem po zakończeniu inwestycji. Dodatkowym wynagrodzeniem kapitałodawcy jest otrzymanie udziałów w spółce, czyli *equity kicker* (rys. 2).

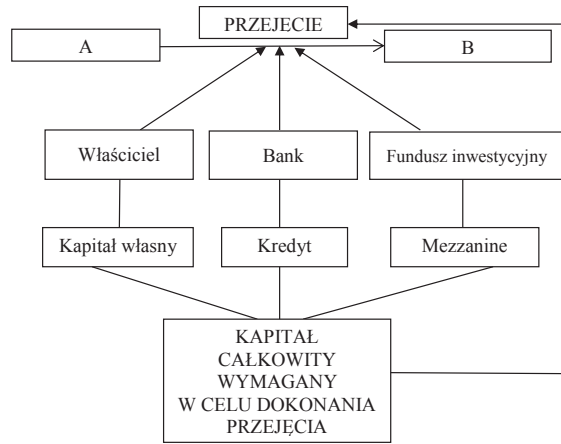


Rysunek 2. Ideowy schemat finansowania mezzanine. Odsetki w walucie krajowej w części spłacane do funduszu *private equity*, a w pozostałej części akumulowane do kapitału spłacanego na koniec inwestycji

Źródło: opracowanie własne.

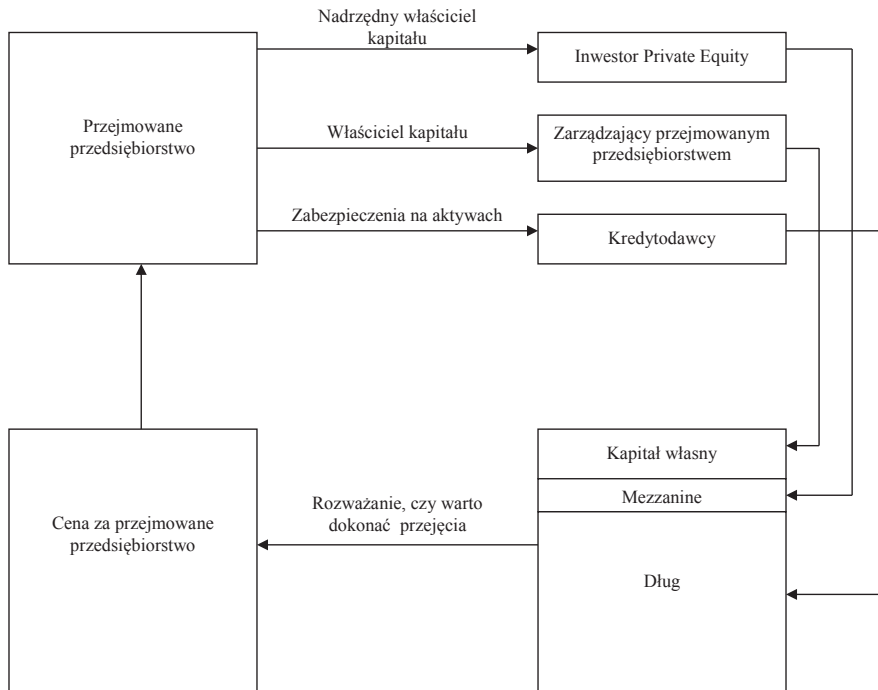
Ważne i warte podkreślenia jest to, że mezzanine stanowi uzupełnienie kapitału, który jest potrzebny do rozwoju (rys. 3).

Mezzanine stanowi połączenie kapitału własnego i długu. Dopiero znając strukturę kapitału przeznaczanego na inwestycję rozważa się cenę zakupu przejmowanej firmy, jak również przydatność rozważanego przejęcia (rys. 4). Akceptacja procesu powoduje ścisłą kooperację właściciela firmy, banku i funduszu inwestycyjnego (rys. 3).



Rysunek 3. Schemat przejęcia z uwzględnieniem sposobu finansowania

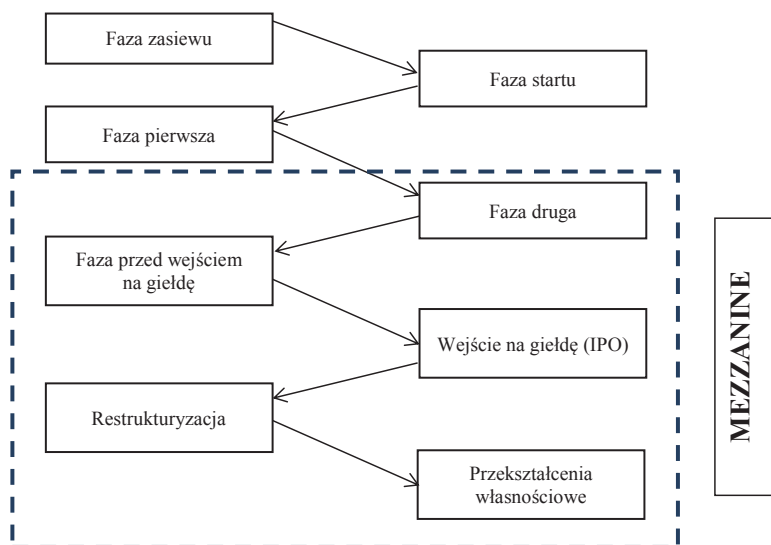
Źródło: opracowanie własne.



Rysunek 4. Proces przejęcia poprzez wykorzystanie finansowania mezzanine

Źródło: Povaly (2007): 87.

Fundusze inwestują w przedsiębiorstwa, które znajdują się w różnych fazach rozwoju. Istnieje jednak tendencja do inwestowania w firmy, które znajdują się w późniejszych etapach rozwoju, ponieważ przedsiębiorstwa takie mają ustabilizowaną pozycję. Fundusze mogą wykorzystywać do tego finansowanie mezzanine (rys. 5). Dodatkowy zastrzyk kapitału może prowadzić do gwałtownego wzrostu przychodów oraz do ograniczenia ryzyka związanego z działalnością operacyjną firmy. Ograniczone ryzyko łączy się z przejrzystą sytuacją spółki, związaną z posiadanym doświadczeniem w funkcjonowaniu na rynku, a także w niektórych przypadkach z potwierdzoną praktycznie historią spłat zaciągniętych zobowiązań.



Rysunek 5. Finansowanie mezzanine w cyklu życia przedsiębiorstwa

Źródło: *Zarządzanie finansami...* (2006): 682.

Rozwój przedsiębiorstw związany jest z dostępnością finansowania, możliwościami podjęcia działań inwestycyjnych czy sposobami dywersyfikacji działalności. Zapotrzebowanie na kapitał, a zwłaszcza jego pozyskanie, może zależeć od cyklu koniunkturalnego. Przedsiębiorstwo, w sposób podobny do gospodarki, odznacza się nie tylko fazą rozkwitu i bardzo dobrej sytuacji finansowej, ale także fazą spadku zysków lub kłopotów finansowych. Wahania w przedsiębiorstwie mogą być, między innymi, uzależnione od aktywności gospodarczej, ale przede wszystkim na cykl rozwoju przedsiębiorstwa wpływ mają dwa główne czynniki: czynnik endogeniczny, czyli sposób zarządzania przedsiębiorstwem oraz jego struktura organizacyjna, a także czynnik egzogeniczny, czyli wpływ otoczenia

prawno-gospodarczego na sytuację w danym sektorze, w którym działa przedsiębiorstwo (Siedlecki 2007: 85).

Uwagi końcowe

Fuzje i przejęcia mogą ułatwiać zdobywanie nowych rynków, jak również wspomagać umacnianie zdobytej pozycji. Finansowanie mezzanine może stanowić uzupełnienie kapitału przeznaczonego na inwestycje. W przypadku, gdy pojawia się luka kapitałowa i nie ma wystarczającej ilości zgromadzonych środków, mezzanine może zostać z powodzeniem wykorzystane. Istotną kwestią jest sposób spłaty pozyskanego finansowania mezzanine, ponieważ należy podkreślić jego elastyczną formę. Oznacza to, że przez cały okres finansowania spłacane są tylko odsetki. Uzgodnienie warunków odbywa się między dawcą kapitału a jego biorcą, dzięki czemu powstaje umowa, która umożliwi spłatę nawet nie całości, a części odsetek. Pozostała ich część w formie księgowej jest akumulowana do kapitału do spłaty. Spłata kapitału następuje dopiero po zakończeniu inwestycji, która może trwać od pięciu do siedmiu lat. Dawca kapitału w formie mezzanine jest dodatkowo wynagradzany po skutecznym przeprowadzeniu transakcji. Niejako wartością dodaną jest część udziałów przedsiębiorstwa – wynagrodzenie dodatkowe w postaci equity kickera. Reasumując, finansowanie mezzanine nie tylko może stanowić skuteczne dopełnienie transakcji fuzji i przejęć, ale także może stanowić główne źródło kapitału do finansowania inwestycji.

Literatura

- Danbolt J., Maciver G. (2012), *Cross-border versus Domestic Acquisitions and the Impact on Shareholder Wealth*, „Journal of Business Finance & Accounting” vol. 39, issue 7&8.
- Koller T., Goedhart M., Wessels D. (2005), *Measuring and Managing the Value of Companies*, John Wiley & Sons.
- Krishnamurti C., Vishwanath S.R. (2008), *Mergers, Acquisitions and Corporate Restructuring*, Business Books from SAGE, London.
- Marks K.H., Robbins L.E., Fernandez G., Fukhouser J.P., Williams D.L. (2009), *The handbook of financial growth. Strategies, Capital Structure, and M&A Transactions*, Second Edition, Wiley.
- Pasiouras F., Tanna S., Gaganis Ch. (2011), *What Drives Acquisitions in the EU Banking Industry? The Role of Bank Regulation and Supervision Framework, Bank Specific and Market Specific Factors*, „Financial Markets, Institutions and Instruments” vol. 20, issue 2, Maj.
- Povaly S. (2007), *Private Equity Exits Divestment Process Management for Leveraged Buyouts*, Berlin Heidelberg: Springer Press, s. 87.
- Shi W., Prescott J.E. (2011), *Sequence Patterns of Firms' Acquisitions and Alliance Behaviour and their Performance Implications*, „Journal of Management Studies” vol 48, issue 5: 1064.
- Siedlecki R. (2007), *Finansowe sygnały ostrzegawcze w cyklu życia przedsiębiorstwa*, C.H. Beck, Warszawa.
- Szczepankowski P. (2007), *Wycena i zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, WN PWN, Warszawa.
- Zarządzanie finansami firm – teoria i praktyka* (2006), red. W. Pluta, w: J. Węclawski, *Wykorzystanie mezzanine capital do pokonywania luki kapitałowej*, Wrocław.

ALTERNATIVE FINANCING OF MERGERS AND ACQUISITIONS

Abstract: Business scale development and sales diversification are main companies ideas to increase their market position. One of the most important transaction to reach higher level of development or leadership on the market is to make mergers and acquisitions (M&A).. What matters most is to find appropriate financing which could be well used in transaction. Mezzanine is a connection between equity and debt and could be available and proper to M&A. The main aim of article is to show essence of M&A transactions and especially focus on specificity and structure of mezzanine financing.

Keywords: Mergers and acquisitions, leveraged buyouts, mezzanine

Cytowanie

Kurylek Z. (2015), *Alternatywne finansowanie fuzji i przejęć*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 854, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” nr 73, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin, s. 537–546; www.wneiz.pl/frfu.