

PRACE NAUKOWE

Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu

RESEARCH PAPERS

of Wrocław University of Economics

Nr 365

Zarządzanie finansami firm – teoria i praktyka

Redaktorzy naukowi
Adam Kopiński
Tomasz Słoński



Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu
Wrocław 2014

Redakcja wydawnicza: Barbara Majewska
Redakcja techniczna i korekta: Barbara Łopusiewicz
Łamanie: Małgorzata Czupryńska
Projekt okładki: Beata Dębska

Publikacja jest dostępna w Internecie na stronach:
www.ibuk.pl, www.ebscohost.com,
w Dolnośląskiej Bibliotece Cyfrowej www.dbc.wroc.pl,
The Central and Eastern European Online Library www.ceeol.com,
a także w adnotowanej bibliografii zagadnień ekonomicznych BazEkon
http://kangur.uek.krakow.pl/bazy_ae/bazekon/nowy/index.php

Informacje o naborze artykułów i zasadach recenzowania
znajdują się na stronie internetowej Wydawnictwa
www.wydawnictwo.ue.wroc.pl

Kopiowanie i powielanie w jakiegokolwiek formie
wymaga pisemnej zgody Wydawcy

© Copyright by Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu
Wrocław 2014

ISSN 1899-3192
ISBN 978-83-7695-407-3

Wersja pierwotna: publikacja drukowana

Druk i oprawa:
EXPOL, P. Rybiński, J. Dąbek, sp.j.
ul. Brzeska 4, 87-800 Włocławek

Spis treści

Wstęp	9
Krystyna Brzozowska: Rozwój partnerstwa publiczno-prywatnego w Europie: przeszłość, stan obecny, przyszłość	11
Dorota Ciesielska, Maciej Fraszcak: Polish Foreign Direct Investments in the light of the Investment Development Path Paradigm	21
Piotr Figura: Wartości wskaźników płynności finansowej ponadprzeciętnie rentownych przedsiębiorstw z sektora MSP	41
Tamara Galbarczyk, Bożena Oleszko-Kurzyna: Finansowanie inwestycji ekologicznych w Polsce	54
Jan Kaczmarzyk: Testowanie reakcji przedsiębiorstwa na ryzyko kursowe z wykorzystaniem metod Monte Carlo	65
Arkadiusz Kijek: Analiza zmienności indeksów branżowych GPW w Warszawie przy zastosowaniu modelu GARCH BEKK	80
Jerzy Kitowski: Metodyczne aspekty ujęcia płynności finansowej w metodach oceny kondycji finansowej przedsiębiorstwa	90
Marita Koszarek: Supporting the development of clusters in Poland – dilemmas faced by public policy	103
Waldemar Kozłowski: Ocena inwestycji infrastrukturalnych w aspekcie zrównoważonego rozwoju	113
Marzena Krawczyk: Współmierność systemów: rachunkowości zarządczej i audytu wewnętrznego w usprawnianiu procesu zarządzania ryzykiem strategicznym	124
Justyna Kujawska: Struktura wydatków publicznych na opiekę zdrowotną w Polsce w latach 1991-2012	134
Bogdan Ludwiczak: Ilościowa ocena ryzyka operacyjnego w praktyce bankowej	144
Jarosław Mielcarek: Analiza projektu farmy wiatrowej za pomocą rachunku kosztów docelowych	155
Grzegorz Mikołajewicz: Determinanty siły fundamentalnej przedsiębiorstwa	173
Jerzy Różański: Foreign direct investment and the world economic crisis....	186
Elżbieta Rychłowska-Musiał: Optymalny udział menedżera we własności spółki i koszt długu. Perspektywa teorii agencji	196
Vitaliy Rysin, Yurii Kozlovskiy: Resource policy of Ukrainian banks in relationships with non-financial corporation: practical aspects	207

Dariusz Siudak: Ocena wpływu rodzaju sektora gospodarczego na proces migracji wartości przedsiębiorstw	219
Magdalena Sobocińska-Maciejewska: Partnerstwo publiczno-prywatne jako źródło finansowania innowacji realizowanych w systemie zamówień publicznych	234
Katarzyna Sokółowska, Aldona Uziębło: Statyczne mierniki płynności finansowej – przydatność i ograniczenia	245
Anna Spoz: A look at e-invoices from enterprises' and government's perspective	254
Wacława Starzyńska: Projekty hybrydowe w Polsce realizowane w formule PPP przy zastosowaniu trybów zamówień publicznych	265
Aleksandra Szpulak: Inwestycje w operacyjny kapitał obrotowy netto w rachunku przepływów pieniężnych	276
Joanna Świdarska: Wykup lewarowany – możliwości i ograniczenia finansowania	293
Grzegorz Wesółowski: Subwencja ogólna jako źródło dochodów powiatów województwa lubelskiego	302

Summaries

Krystyna Brzozowska: PPP development in Europe: past, current state and future	20
Dorota Ciesielska, Maciej Frąszczak: Polskie zagraniczne inwestycje bezpośrednie w świetle paradygmatu rozwoju inwestycji	40
Piotr Figura: Values of financial liquidity ratios for small and medium enterprises with above-average profitability	53
Tamara Galbarczyk, Bożena Oleszko-Kurzyna: Financing of environmental investments in Poland	64
Jan Kaczmarzyk: Testing enterprise reaction to currency risk using Monte Carlo methods	79
Arkadiusz Kijek: Analysis of volatility linkages among sector indices of Warsaw Stock Exchange by GARCH BEKK model	89
Jerzy Kitowski: Methodological aspects of approach to liquidity in methods for assessing financial standing of an enterprise	102
Marita Koszarek: Wspieranie rozwoju klastrów w Polsce – dylematy polityki publicznej	112
Waldemar Kozłowski: Evaluation of infrastructure investment in view of sustainable development	123
Marzena Krawczyk: Adequacy of managerial accounting and internal auditing systems in the improvement of the process of strategic risk management	133

Justyna Kujawska: The structure of public expenditures on healthcare in Poland in the years 1991-2012	143
Bogdan Ludwiczak: A quantitative approach for the measurement of operational risk in banking practice	154
Jarosław Mielcarek: Analysis of wind farm project with target costing	172
Grzegorz Mikołajewicz: The determinants of the fundamental strength of the company	185
Jerzy Różański: Bezpośrednie inwestycje zagraniczne a światowy kryzys gospodarczy	195
Elżbieta Rychłowska-Musiał: The optimal level of managerial ownership and debt cost. An agency theory perspective	206
Vitaliy Rysin, Yurii Kozlovskiy: Polityka kapitałowa banków ukraińskich realizowana przy współpracy z korporacjami niefinansowymi: aspekty praktyczne	218
Dariusz Siudak: The assessment of the industrial sector impact on the process of firms value migration	233
Magdalena Sobocińska-Maciejewska: Public-private partnership as a source of financing innovation realized in the system of public procurement	244
Katarzyna Sokółowska, Aldona Uziębło: Static gauges of the financial liquidity – usefulness and restrictions	253
Anna Spoz: E-faktury – spojrzenie z perspektywy mikro i makro	264
Wacława Starzyńska: Hybrid projects realized within the framework of PPP and public procurement systems in Poland	275
Aleksandra Szpulak: Net investments in the operating working capital within the cash flows workshop	292
Joanna Świdorska: Leveraged buyout – financing possibilities and limitations	301
Grzegorz Wesółowski: General subsidy as a source of incomes for counties of Lublin Voivodeship	312

Joanna Świdarska

Uniwersytet Marii Curie-Skłodowskiej w Lublinie

e-mail: joanna.swiderska@poczta.umcs.lublin.pl

WYKUP LEWAROWANY – MOŻLIWOŚCI I OGRANICZENIA FINANSOWANIA

Streszczenie: Gros środków finansujących transakcje wykupu stanowi zwykle kapitał zewnętrzny – w postaci długu zabezpieczonego aktywami firmy, długu podporządkowanego, niezabezpieczonego majątkiem firmy, oraz kapitału własnego oferowanego przez wyspecjalizowane instytucje finansowe. Celem artykułu jest ocena możliwości i ograniczeń pozyskania poszczególnych form zewnętrznego finansowania transakcji wykupu w warunkach polskich. Przeprowadzone rozważania pozwalają stwierdzić, że rosnącym źródłem finansowania pozostają fundusze *private equity*. Kapitał ryzyka należy do najdroższych źródeł finansowania i pozbawia inwestorów indywidualnych korzyści oferowanych przez kapitał obcy. Pozyskanie kapitału dłużnego nie jest jednak sprawą prostą. Wydaje się, że struktura finansowania wykupów w Polsce będzie ewoluować w kierunku zwiększania udziału zewnętrznego finansowania własnego oraz finansowania mezzanine kosztem udziału długu zabezpieczonego aktywami firmy.

Słowa kluczowe: LBO/MBO, zewnętrzny kapitał własny, dług zabezpieczony, mezzanine.

DOI: 10.15611/pn.2014.365.24

1. Wstęp

W krajach rozwiniętych transakcje wykupu przedsiębiorstw odgrywają znaczącą rolę w życiu gospodarczym, choć ich ocena nie jest jednoznaczna. Przez długi okres realizacja wykupów w Polsce była dość skutecznie ograniczana przez wysoki poziom oprocentowania kredytów bankowych, będących istotnym źródłem finansowania transakcji, oraz małą liczbę partnerów kapitałowych. Nie sprzyjały im także regulacje prawne, w tym zwłaszcza obowiązujący do września 2008 roku zakaz tzw. *financial assistance*¹. Potęgowało to i tak wysoki poziom ryzyka inwestycyjnego i przyczyniło się do wykreowania dość nietypowej struktury realizowanych trans-

¹ Zakaz bezpośredniego lub pośredniego wspierania przez spółkę akcyjną nabywania własnych akcji. Został wprowadzony w procesie dostosowywania polskiego prawa do standardów europejskich

akcji wykupów, obejmujących z jednej strony procesy prywatyzacyjne (tzw. leasing pracowniczy), a z drugiej – procesy restrukturyzacyjne przedsiębiorstw znajdujących się w złej sytuacji finansowej. Typowe dla rozwiniętych rynków transakcje wykupu zaczęły się kształtować dopiero od roku 2001. Prognozy dotyczące wykupów realizowanych przez fundusze *private equity* w 2013 roku wskazywały tendencję wzrostową, największą w krajach skandynawskich (2,7%), Niemczech (2,4%) i właśnie w Polsce (1,9%) [Roland Berger S.C. 2013].

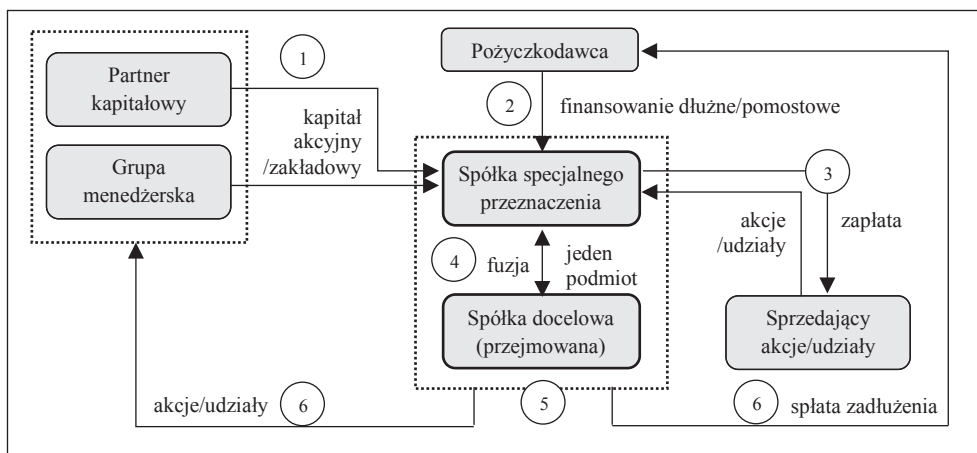
Gros środków finansujących transakcje wykupu stanowi zwykle kapitał zewnętrzny – w postaci długu zabezpieczonego aktywami firmy (*senior debt*), długu podporządkowanego niezabezpieczonego majątkiem firmy (*mezzanine financing*) oraz kapitału własnego oferowanego przez wyspecjalizowane instytucje finansowe (*private equity*). Celem artykułu jest ocena perspektyw zmian struktury zewnętrznego finansowania transakcji wykupu w warunkach polskich, w kierunku zwiększania udziału zewnętrznego finansowania własnego oraz finansowania *mezzanine* kosztem udziału długu zabezpieczonego aktywami firmy.

2. Konstrukcja transakcji wykupu lewarowanego

Definicyjnie wykup lewarowany (*leveraged buy out*, LBO) jest transakcją, w której grupa aktywnych inwestorów finansowych i menedżerów przejmuje kontrolę nad spółką w celu zwiększenia wartości jej akcji, a następnie ich sprzedaży i realizacji zysku [Wrzeński 2000]. Można go również określić jako przejęcie firmy finansowane w większości z pożyczonych środków, których spłata jest realizowana z zysków zatrzymanych oraz sprzedaży aktywów niepodstawowych [Greve 1987] lub jako przejęcie, które powoduje zwiększenie udziału długu w strukturze finansowania ponad tradycyjnie przyjęte standardy [Barlett 1991]. Cechą wyróżniającą tego typu transakcje jest zatem struktura finansowania, którą charakteryzuje wysoki udział długu. Klasyczny wykup menadżerski (*management buy out*, MBO) jest natomiast transakcją, w której konstrukcji i procesie realizacji wiodącą rolę odgrywają menedżerowie z wewnątrz spółki [Wrzeński 2000]. W literaturze zagranicznej najczęściej nie różnicuje się wykupu menadżerskiego i lewarowanego inicjowanego z wewnątrz, stosując zamiennie określenia MBO lub LBO.

Transakcja wykupu lewarowanego różni się od typowej transakcji fuzji i przejęć (M&A). Ze względu na skomplikowaną strukturę finansowania oraz zaangażowanie udziałowe innych inwestorów do realizacji transakcji powołuje się zazwyczaj spółkę specjalnego przeznaczenia (*special purpose vehicle* – SPV), której kapitał tworzą wpłaty menedżerów chcących przejąć spółkę docelową oraz wpłaty partnera kapitałowego wspomagającego finansowanie transakcji (rys. 1).

w trakcie przygotowań do członkostwa w UE, a następnie zniesiony w efekcie wdrożenia Dyrektywy 2006/68/WE PE i Rady z dnia 6 września 2006 roku [Ustawa 2008, art. 1, ust. 4].



Rys. 1. Schemat realizacji transakcji lewarowanego wykupu menadżerskiego

Źródło: opracowanie własne.

Utworzona spółka pozyskuje finansowanie dłużne lub pomostowe pozwalające nabyć pakiet kontrolny spółki docelowej od dotychczasowych właścicieli. *Sensu stricto* to ona jest więc nabywcą udziałów, a nie menedżerowie czy fundusz *private equity*, którzy z tego powodu nie ponoszą odpowiedzialności osobistej i ryzyka spłaty zaciągniętego zadłużenia. Ponieważ spółka nie dysponuje żadnym majątkiem – poza środkami pochodzącymi z wpłat udziałowców oraz zaciągniętego długu, nie dysponuje też wymaganymi formami zabezpieczeń i nie generuje przychodów. Zaciągnięte przez nią zobowiązanie zazwyczaj zabezpieczane jest przez podmiot przejmowany, który dostarcza również środki na spłatę samego zadłużenia – wypłacane w formie dywidendy lub transferowane w inny sposób (np. jako zapłata za świadczone przez spółkę usługi administracyjne) w okresie 6-12 miesięcy [Sieradzan, Sobańska 2005]. Skutkiem nabycia walorów najczęściej jest połączenie obu podmiotów, przeniesienie długu zaciągniętego na potrzeby transakcji na spółkę docelową lub prowadzenie bieżącej obsługi zadłużenia poprzez odpowiedni transfer środków ze spółki docelowej. Nowo powstała spółka może też wyemitować instrumenty dłużne w celu spłaty finansowania pomostowego, a w szczególnych przypadkach – także części istniejącego długu przejmowanego podmiotu. Po ustaleniu bezpiecznej konstrukcji obsługi finansowania następuje zwykle proces restrukturyzacji zwiększającej efektywność działania oraz wartość spółki. Po przeprowadzeniu restrukturyzacji i spłaty zadłużenia inwestorzy, przede wszystkim fundusze *private equity*, decydują się na wyjście z inwestycji poprzez odsprzedanie posiadanych akcji innym podmiotom lub (ponowne) wprowadzenie akcji do publicznego obrotu.

3. Źródła finansowania transakcji wykupu lewarowanego

Struktura finansowania transakcji wykupu ze znaczącym udziałem długu zapewnia właścicielom – poprzez dźwignię finansową – wysoką stopę zwrotu z zainwestowanego kapitału. W różnych krajach i okresach udział poszczególnych rodzajów kapitału obcego jest jednak zróżnicowany². Problem ze znalezieniem źródeł finansowania wykupów kapitałem obcym wymusza potrzebę poszukiwania dodatkowego kapitału własnego, przede wszystkim w podmiotach oferujących kapitał ryzyka (*private equity*).

3.1. Kapitał własny

Zaangażowanie kapitału własnego jest niezbędnym elementem warunkującym funkcjonowanie przedsiębiorstwa przejmowanego przez kadre menedżerską. W transakcjach wykupu jego poziom jest znacząco niski, co pozwala inwestorom skonsumentować korzyści płynące z zastosowanej dźwigni finansowej. Transakcjom takim towarzyszy jednak ponadprzeciętne ryzyko, które na rozwiniętych rynkach zdecydowało o dostarczaniu kapitału własnego przede wszystkim przez profesjonalnych inwestorów finansowych, a nie grup menedżerskich. Jak wskazuje M. Zawisza, partner w firmie Avallon sp. z o.o. zajmującej się zarządzaniem funduszami *venture capital*, przeciętne zaangażowanie finansowe menedżera w transakcje wykupu realizowane w Polsce kształtuje się na poziomie 12-24 jego wynagrodzeń miesięcznych [Zawisza 2005], co daje ok. 200-300 tys. PLN, a więc kwotę niewystarczającą na przejęcie większości spółek. Zwiększenie poziomu własnego zaangażowania kapitałowego można uzyskać poprzez włączenie do transakcji osób ze szczebla kierowniczego lub pracowników wykupywanego podmiotu. Takie rozwiązanie zwiększa przychylność w realizacji wykupu oraz wzmacnia zaangażowanie pracowników, ale utrudnia ewentualne późniejsze zmiany kapitałowe. Przez pierwsze kilkanaście lat funkcjonowania polskiego rynku *private equity* – inaczej niż w krajach Europy Zachodniej czy USA – rzadkością w transakcjach wykupu był udział funduszy kapitału ryzyka. Obecnie sytuacja wygląda inaczej. Kapitały pozyskiwane w kolejnych latach przez fundusze specjalizujące się w finansowaniu wykupów stanowią coraz większy odsetek kapitałów ogółem zgromadzonych na rynku *private equity* (tabela 1). Na koniec 2012 roku 11 funduszy *buyout* z siedzibą w Polsce zarządzało kapitałami o łącznej wartości 3561 mln EUR, co stanowiło 86% wszystkich kapitałów pozostających w zarządzie funduszy *private equity* [EVCA 2013].

² W USA w latach 80. XX w. kredyty bankowe stanowiły niemal 62% wartości transakcji, a kapitał własny – tylko ok. 10% [Roden, Lewellen 1995], ale od połowy lat 90. zakres stosowanej dźwigni finansowej uległ istotnemu ograniczeniu (nawet do ok. 40-70%). Z kolei w pierwszej dekadzie XXI w. w Wielkiej Brytanii udział kredytów bankowych kształtował się na poziomie ok. 42-48%, a kapitał własny – na poziomie 35-42% [Zawisza 2005].

Tabela 1. Pozyskiwanie kapitału przez fundusze *buyout* w Polsce w latach 2007-2012

Wyszczególnienie	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2007-2012
Liczba funduszy pozyskujących kapitał	4	4	4	1	2	3	18
Kapitał zgromadzony w danym roku (mln EUR)	273,0	651,6	132,0	107,1	408,3	466,6	2.038,6
Jako % kapitału zgromadzonego ogółem	33,1	85,7	90,8	93,3	92,2	100,0	74,0

Źródło: opracowanie własne na podstawie [EVCA 2013].

Analiza transakcji wykupów realizowanych w latach 2007-2012 wskazuje ponadto, że w Polsce najłatwiej pozyskać zaangażowanie funduszy *private equity* na poziomie 15-150 mln EUR (przeciętnie 46,8 mln EUR). Inwestycje w tym przedziale stanowiły średnio 78,2% wartości wszystkich zrealizowanych przez nie transakcji wykupów (w całej Europie – 43,9%), podczas gdy inwestycje funduszy o wartości przekraczającej 150 mln EUR stanowiły średnio 4,8% (w Europie – 44,1%)³. Dysproporcje widoczne pomiędzy uzyskiwanym poziomem finansowania wykupów zewnętrznym kapitałem własnym z jednej strony potwierdzają istnienie w Polsce niewykorzystanych źródeł finansowania własnego, z drugiej jednak – istniejące nie-dopasowanie strukturalne wymogów finansowych funduszy i potrzeb finansowych zgłaszanych przez menedżerów. Konsekwencją tego jest rosnący udział wykupów inicjowanych przez same fundusze. Równocześnie porównanie danych EVCA oraz danych serwisu www.mbo.pl dotyczących transakcji wykupowych w Polsce pozwala ostrożnie szacować, że były one finansowane kapitałem własnym dostarczonym przez fundusze *private equity* na średnim poziomie nieprzekraczającym 30%, co sugerowałoby wyższy udział zewnętrznego kapitału własnego w transakcjach wykupów w Polsce niż w Europie Zachodniej⁴.

3.2. Dług zabezpieczony

Wykup lewarowany w znacznej części (niekiedy nawet do 90% wartości transakcji) finansowany jest kapitałem obcym w formie kredytu bankowego lub emisji dłużnych papierów wartościowych. Jego pozyskanie nie jest jednak sprawą prostą, zwłaszcza gdy nie funkcjonują instrumenty finansowe dedykowane transakcjom wykupów. Dodatkowo ograniczenie stanowi konflikt interesów pomiędzy pożyczkodawcami oraz udziałowcami (akcjonariuszami) przejmowanego podmiotu, potęgowany specyficzną konstrukcją wykupu lewarowanego.

³ Obliczenia własne na podstawie [EVCA 2013].

⁴ Rzeczywisty udział tego finansowania jest prawdopodobnie mniejszy, jednak raczej nie kształtuje się poniżej 15-20% wartości transakcji. Zob. obliczenia własne. Ze względu na brak dostępu do bardziej szczegółowych danych są to jedynie wyliczenia szacunkowe.

Jednym z elementów transakcji jest kwestia przedstawienia stosownych zabezpieczeń długu, jaki spółka specjalnego przeznaczenia musi zaciągnąć w celu sfinansowania zakupu przedsiębiorstwa. Najczęściej nie dysponuje wystarczającym kapitałem własnym, nie posiada również odpowiedniej historii działalności, dlatego jej wiarygodność kredytowa jest stosunkowo niska. Dla powodzenia transakcji niezbędne jest zatem przedstawienie instytucjom finansującym dodatkowych zabezpieczeń, z reguły pochodzących od spółki przejmowanej. Jeżeli podmiotem takim jest spółka z ograniczoną odpowiedzialnością, może udzielić poręczenia, przystąpić do długu, zastawić swój majątek, dokonać przewłaszczenia lub w inny sposób udzielić zabezpieczenia na poczet zobowiązań zaciągniętych przez spółkę celową [Szyszka 2005]. Po wspomnianej wcześniej zmianie kodeksu spółek handlowych również spółka akcyjna może bezpośrednio lub pośrednio finansować nabycie lub objęcie emitowanych przez nią akcji (udzielenie pożyczki, dokonanie zaliczkowej wypłaty czy ustanowienie zabezpieczenia⁵), finansowanie takie musi się jednak odbywać na warunkach rynkowych i być poprzedzone utworzeniem specjalnego kapitału rezerwowego, który nie może przekroczyć kwoty przeznaczonej w danym roku do podziału między akcjonariuszy. Wymogiem formalnym jest także obowiązek wcześniejszego podjęcia stosownej uchwały WZA przejmowanej spółki na podstawie pisemnego sprawozdania zarządu [Ustawa 2000].

Konieczność obsługi zobowiązań zaciągniętych w celu sfinansowania przejścia spółki ogranicza przepływy pieniężne dostępne dla jej bieżącego funkcjonowania. Dość powszechna jest zatem teza, że kierownictwo przejmowanego podmiotu zmuszone jest do wprowadzenia dyscypliny finansowej oraz ograniczenia do minimum wydatków i kosztów niezwiązanych z podstawową działalnością [Phan, Hill 1995]. Każde działanie menedżerów, wykraczające poza przyjęty w momencie realizacji transakcji poziom ryzyka, oznacza jednak zaostrzenie się konfliktu między pożyczkodawcami i udziałowcami (akcjonariuszami), będącego skutkiem nieproporcjonalnego rozłożenia ryzyka i efektywności pomiędzy obydwooma grupami oraz transferu wartości w kierunku akcjonariuszy (*wealth transfer hypothesis*). Ich odpowiedzialność w sytuacji upadłości spółki jest bowiem ograniczona, podczas gdy potencjalne korzyści w przypadku powodzenia ryzykownych działań są nieograniczone. Natomiast pożyczkodawcy na bardziej ryzykownym działaniu spółki mogą jedynie stracić, ponieważ ich korzyści odsetkowe są niezależne od wyników osiągniętych przez przedsiębiorstwo [Weston i in. 1990]. Badania empiryczne nie dają jednoznacznego potwierdzenia opinii o negatywnych skutkach finansowania wykupów przez pożyczkodawców⁶. W Polsce najważniejszym dostawcą kapitału w formie długu za-

⁵ Udzielenie zabezpieczenia może odbyć się drogą jednoczesnego podwyższenia kapitału spółki przejmowanej oraz udzielenia przez nią na taką samą kwotę poręczenia długu zaciągniętego w celu nabycia nowo wyemitowanych akcji. Poręczenie jest zobowiązaniem pozabilansowym, zapisy księgowe spółki odzwierciedlają więc tylko podwyższenie kapitału, co pozornie poprawia jej wiarygodność finansową. W rzeczywistości akcjonariusze nie dostarczają spółce kapitału własnego, tylko zobowiązania.

⁶ Badania przeprowadzone przez Marais wskazują, że pożyczkodawcy nie tracą na przeprowadzonych transakcjach wykupu lewarowanego [Marais i in. 1989]. Badania Warga i Welcha wykazały

bezpieczonego pozostają jednak banki, które do transakcji wykupu podchodzą dosyć ostrożnie, mimo iż dług zabezpieczony ma pierwszeństwo w zaspokajaniu roszczeń przed innymi wierzycielami. Dlatego poszukuje się innych źródeł finansowania pośredniego – przede wszystkim obligacji wysokiego ryzyka (*high yield bonds*) czy obligacji śmieciowych (*junk bonds*), mających charakter długu nadrzędnego, oraz finansowania pomostowego (*mezzanine*).

3.3. Dług zabezpieczony

Kapitał mezzanine jest hybrydową (pomostową) formą finansowania, łączącą w sobie cechy kapitału własnego i obcego, czego rezultatem są nowe instrumenty o zróżnicowanym poziomie ryzyka i stopie zwrotu, od akcji uprzywilejowanych po dług podporządkowany. Cechą tego finansowania jest najczęściej jednorazowa spłata kapitału po upływie terminu kredytowania (odsetki wypłacane na bieżąco), spłata długu w drugiej kolejności (po tzw. zwykłym długu), niższy priorytet zabezpieczeń na aktywach spółki lub ich brak (faktycznym zabezpieczeniem jest zdolność do generowania przepływów finansowych), a także dodatkowy element charakterystyczny dla instrumentów rynku kapitałowego, czyli tzw. *equity-kicker*. Jest nim dodatkowe, realizowane na koniec inwestycji i uzależnione od rozwoju przedsiębiorstwa, wynagrodzenie dla inwestora (np. wariant na akcje nowej emisji lub procent rocznego zysku przez określony czas).

Zastosowanie mezzanine w wykupach lewarowanych wynika z luki pomiędzy kwotą niezbędną do sfinansowania transakcji, a wartością zgromadzonego przez menedżerów i instytucje finansowe kapitału własnego i długu zabezpieczonego. Ponadto mezzanine stanowi element optymalizowania struktury finansowania (obniża średnioważony koszt kapitału), dając możliwość skorzystania z tarczy podatkowej, która obniża koszty finansowania mezzanine w stosunku do emisji akcji. Równocześnie uruchamia mechanizm dźwigni finansowej, której pozytywny efekt pojawia się wówczas, gdy rentowność kapitału własnego przewyższa średnie oprocentowanie finansowania mezzanine [Pełka 2008].

W praktyce finansowanie pomostowe stosowane jest w transakcjach wykupu głównie małych firm prywatnych, dysponujących niewystarczającym kapitałem własnym i niską zdolnością kredytową [Wrzesiński 2000]. Jego szersze zastosowanie jest jednak ograniczone ze względu na relatywnie niewielką ofertę instytucji finansowych w tym zakresie. Według agencji Fitch Ratings w 2007 r., który był ostatnim rokiem szybkiego rozwoju europejskiego rynku mezzanine, osiągnął on poziom ok. 13 mld EUR. W tym okresie średnio 78% wartości wykupów było finansowane długiem, którego 26% stanowiło finansowanie pośrednie, głównie mezzani-

obniżenie wartości długu udzielanego spółkom LBO [Smith 1990]. Natomiast praktyka polska (analiza wartości obligacji emitowanych przez przedsiębiorstwa LBO) wskazuje, że straty ponosili zarówno pożyczkodawcy, którzy udzielili finansowania firmie w okresie przed wykupem, jak i pożyczkodawcy, którzy finansowali transakcje wykupu lewarowanego [Wrzesiński, Tuzimek 2013].

ne⁷. Pełka podaje z kolei, że przeciętny udział mezzanine w finansowaniu transakcji wykupu w krajach Unii Europejskiej wynosił w tym czasie 10% i po kredycie bankowym (50%) oraz kapitale własnym (20%) stanowił jedno z podstawowych źródeł finansowania wykupów [Pełka 2008]. Od 2009 r. wartość udzielonego w Europie finansowania mezzanine jednak znacząco spadła, kształtując się obecnie na poziomie ok. 1 mld EUR rocznie. Zmniejszyły się zatem również możliwości jego pozyskania.

4. Zakończenie

Struktura finansowania transakcji wykupu lewarowanego zapewnia inwestorom wysoką stopę zwrotu dzięki znaczącemu udziałowi długu. Banki kierujące się przede wszystkim kryterium możliwości zabezpieczenia długu na aktywach, a nie poziomem generowanych przepływów pieniężnych, nie są jednak w stanie zaspokoić potrzeb rynku w zakresie wartości udzielonych kredytów. Pozyskanie kapitału dłużnego może odbywać się poprzez emisję papierów wartościowych, ale instrumenty finansowe spełniające wymogi transakcji wykupu są obciążone relatywnie wysokim ryzykiem, co utrudnia znalezienie odpowiedniej grupy nabywców. Finansowanie mezzanine, które może stanowić wypełnienie istniejącej luki kapitałowej, od czasu ostatniego kryzysu finansowego zostało istotnie ograniczone. Jak dotąd najbardziej dynamicznie rosnącym źródłem finansowania pozostają fundusze *private equity*, które z uwagi na wysoką stopę zwrotu coraz częściej wolą finansować wykupy niż wczesne fazy rozwoju przedsiębiorstw. Kapitał ryzyka należy jednak do najdroższych źródeł finansowania i pozbawia inwestorów indywidualnych korzyści oferowanych przez kapitał obcy, dlatego jego udział, zwłaszcza w transakcjach inicjowanych przez menedżerów, nie zaspokoi w pełni potrzeb rynku. Poszczególne rodzaje finansowania w dużej mierze mają charakter komplementarny. Wydaje się jednak, że korzyści wynikające z zastosowania mezzanine, obok niewystarczającego dostępu do kredytu bankowego, w przyszłości będą przyczyniać się do zwiększania jego udziału w finansowaniu wykupów, mimo iż jest to źródło wrażliwe na pojawiające się zakłócenia i turbulencje gospodarcze. W konsekwencji struktura finansowania wykupów w Polsce będzie ewoluować w kierunku zwiększania udziału zewnętrznego finansowania własnego oraz finansowania mezzanine kosztem udziału długu zabezpieczonego aktywami firmy.

Literatura

- Barlett J.A., *Corporate Restructuring, Reorganization & Buyout*, Wiley & Sons, New York 1991.
EVCA, *Yearbook_2013-EuropeCountry_tables*, <http://www.evca.eu/research/activity-data/annual-activity-statistics/>.

⁷ www.mezzanine.com.pl (15.04.2014).

- Greve T., *How to do a Leveraged buyout*, New York 1987.
- Marais L., Schipper K., Smith A., *Wealth effect of going private for senior securities*, „Journal of Financial Economics” 1989, vol. 23, no. 1.
- Pełka W., *Kapitał mezzanine jako hybrydowa forma finansowania rozwoju przedsiębiorstw*, „Przegląd Organizacji”, 1.04.2008.
- Phan P., Hill C., *Organizational restructuring and economic performance in leveraged buyouts: an ex post study*, „Academy of Management Journal” 1995, vol. 38, no. 3.
- Roden D., Lewellen G., *Corporate Capital Structure Decisions: Evidence from Leveraged Buyouts*, „Financial Management”, Summer 1995.
- Roland Berger SC, *European Private Equity Outlook 2013*, Frankfurt, February 2013.
- Smith A., *Effectes of leveraged buyouts transactions*, „Business Economics” 1990, no. 4.
- Sieradzan P., Sobańska K., *Wykupy menedżerskie, czyli jak z najemnika stać się właścicielem*, „Harvard Business Review Polska” 2005, nr 23.
- Szyska A., *Możliwości zabezpieczenia finansowania dłużnego w transakcjach wykupu kredytowego – cz. I*, „Nasz Rynek Kapitałowy”, 23.07.2005.
- Ustawa z dnia 13 czerwca 2008 r. o zmianie ustawy – Kodeks spółek handlowych, Dz.U. Nr 118, poz. 747.
- Ustawa z dnia 15 września 2000 r. – Kodeks spółek handlowych, t.j. Dz.U. z 2013, poz. 1030 ze zm.
- Weston J.F., Chung K.S., Hoag S.E., *Mergers, restructuring and corporate control*, Prentice Hall, New Jersey 1990.
- Wrześciński M., *Fuzje i przejęcia. Wykup lewarowany (LBO) i menedżerski (MBO) – uwarunkowania rozwoju w Polsce*, K.E. Liber, Warszawa 2000.
- Wrześciński M., Tuzimek R., *Efektywność transakcji wykupu lewarowanego*, „Zarządzanie i Finanse. Journal of Management and Finance” 2013, nr 2/2.
- Zawisza M., *Czym sfinansować wykup menedżerski*, „Puls Biznesu”, 30.03.2005.
- www.mbp.pl
- www.mezzanine.com.pl.

LEVERAGED BUYOUT – FINANCING POSSIBILITIES AND LIMITATIONS

Summary: Most of the means financing buyout transaction usually consist of external capital – in the form of senior debt, mezzanine financing, as well as ownership capital offered by specialized financial institutions. Therefore, the article is aimed at the assessment of possibilities and restrictions of acquiring particular forms of external buyout transaction financing in Polish conditions. The conducted divagations allow for finding out that private equity funds remain the most increasing source of financing. Risk capital belongs to the most expensive sources of financing and deprives the individual investors of benefits offered by debt capital. However, acquiring the debt capital is not simple, especially when the financial instruments dedicated to buyout transactions do not function properly. It seems, however, that the benefits resulting from its application, besides insufficient access to a bank credit will contribute to the future increased participation of mezzanine in financing buyouts.

Keywords: LBO/MBO, external equity, senior debt, mezzanine.