http://dx.doi.org/10.18778/8088-492-2.18

Michał Zawisza*

Finansowanie transakcji wykupu menedżerskiego w warunkach polskich i międzynarodowych[1]

Streszczenie: transakcje typu wykupu menedżerskiego MBO (*Management Buy Out*), czyli takie, w których osoby kierujące spółką uczestniczą w transakcji kapitałowej sprzedaży zarządzanej przez siebie spółki po stronie nabywających, zajmują obecnie istotne miejsce na rynku kapitałowym i finansowym w krajach Europy Zachodniej, choć ich rozwój datuje się praktycznie dopiero od połowy lat 80. XX wieku.

Jednakże, o ile na rynku powstały określone podmioty do obsługi takich transakcji, to menedżerowie, którzy zamierzali je zrealizować, byli praktycznie osamotnieni w zdobywaniu wiedzy. Do tej pory trudno jest odnaleźć w polskiej literaturze naukowej informacji w tym zakresie.

Tym samym, praca badawcza o zarządzaniu procesem wykupu menedżerskiego, która obejmie tematykę podejścia metodycznego do realizacji wykupu menedżerskiego z punktu widzenia menedżera, powinna być wyjściem naprzeciw oczekiwaniom.

Niniejsze opracowanie ma na celu zaprezentowanie:

- typów finansowania transakcji wykupu menedżerskiego;
- podmiotów, które mogą być finansowane w procesie;
- instrumentów wykorzystywanych w finansowaniu wykupów menedżerskich.

Niniejszy artykuł stanowi część tematyki związanej z opracowaniem procedury realizacji wykupu menedżerskiego z punktu widzenia menedżera.

Słowa kluczowe: menedżer, grupa menedżerska, partner kapitałowy, fundusz inwestycyjny, wykup menedżerski.

Wprowadzenie

Wykup menedżerski (*management buy-out*) jest to transakcja, w wyniku której osoby zarządzające spółką (grupa menedżerska, zarząd), samodzielnie lub przy współudziale partnera kapitałowego, którym jest

* Katedra Zarządzania,Wydział Zarządzania, Uniwersytet Łódzki.

1 Artykuł powstawał w oparciu o własne doświadczenia i obserwację uczestniczącą.

zazwyczaj fundusz *private equity*, stają się właścicielami lub współwłaścicielami zarządzanej przez siebie spółki.

Przywoływane w definicji zmiany własności spółki kapitałowej, naturalnie umiejscawia wykupy menedżerskie na rynku fuzji i przejęć. Jednocześnie między innymi z uwagi na: rodzaj transakcji, ilość podmiotów (stron) biorących w niej udział, czy skalę powiązań pomiędzy nimi, wykupy menedżerskie należą do jednych z najbardziej złożonych transakcji występujących na rynku kapitałowym.

Złożoność transakcji wynika z ilości podmiotów zaangażowanych w proces lub będących jego przedmiotem (maksymalnie jest ich 7) oraz szczególnych relacji jakie tworzą się pomiędzy tymi podmiotami (można opisać również 7 zależności).

Do podmiotów, które występują przy realizacji transakcji wykupu menedżerskiego należy zaliczyć:

1. Grupę Menedżerską – osoby, które są inicjatorami projektu wykupu menedżerskiego.
2. Partnera Kapitałowego – podmiot, który staje się współinwestorem z grupą menedżerską przy realizacji transakcji wykupu z uwagi na ograniczone zasoby kapitałowe grupy menedżerskiej.
3. Spółkę Inwestycyjną – podmiot nabywający, zazwyczaj nowoutworzona spółka, która powołana została w celu zgromadzenia środków finansowych na realizację zakupu i która ostatecznie staje się nabywcą Spółki Wykupywanej.
4. Bank – dostarcza środków w formie kredytu bankowego, jako dodatkowe finansowanie, które może być wykorzystane przy zakupie spółki. Bank zazwyczaj staje się głównym bankiem kredytującym Spółkę Wykupywaną po transakcji.
5. Partnera Finansowego – który dostarcza finansowanie typu dłużnego (*mezzanine*), które może być wykorzystane przy zakupie Spółki Wykupywanej.
6. Sprzedającego – właściciel Spółki Wykupywanej, który w transakcji jest stroną sprzedającą.
7. Spółkę Wykupywaną – przedmiot transakcji.

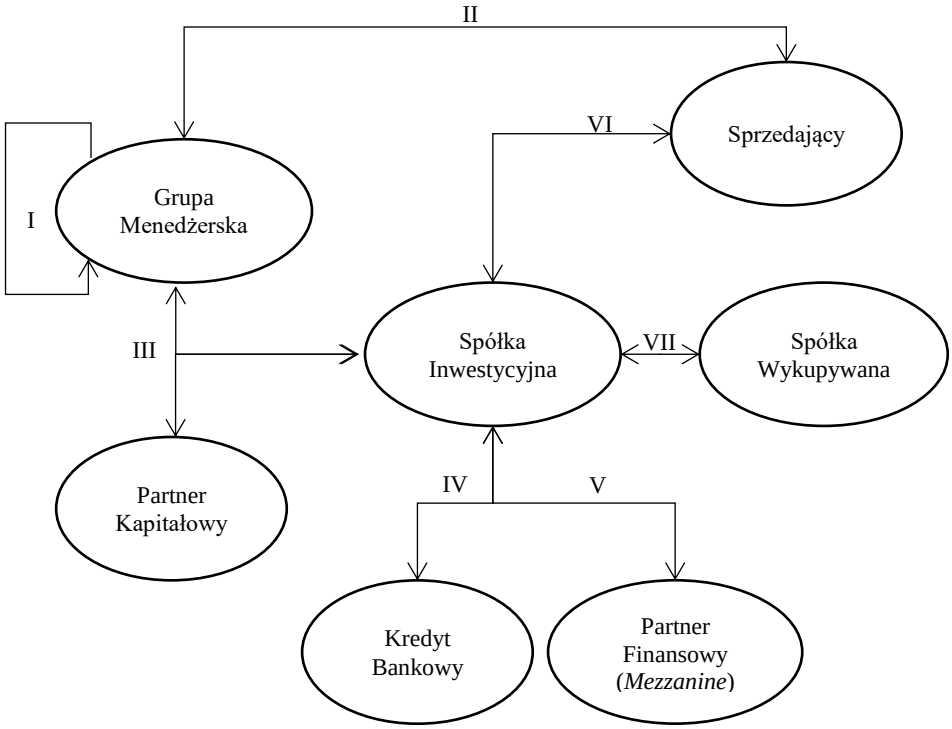
Natomiast do relacji jakie występują pomiędzy tymi podmiotami zaliczymy:

1. Ukształtowanie się Grupy Menedżerskiej.
2. Relacje pomiędzy Grupą Menedżerską a Sprzedającym.
3. Relacje pomiędzy Grupą Menedżerską a Partnerem Kapitałowym (Spółka Inwestycyjna).
4. Relacje pomiędzy Spółką Inwestycyjną a Bankiem.
5. Relacje pomiędzy Spółką Inwestycyjną a Partnerem Finansowym (*mezzanine*).

6. Relacje pomiędzy Sprzedającym a Spółką Inwestycyjną.
7. Relacje pomiędzy Spółką Inwestycyjną a Spółką Wykupywaną.

Schematycznie podmioty transakcji wykupu menedżerskiego oraz występujące zależności prezentuje rysunek 1.

Rysunek 1. Podmioty i zależności pomiędzy nimi w transakcji wykupu menedżerskiego



Źródło: opracowanie własne.

Jak łatwo zauważyć z powyższych zależności, fundamentalną, w ramach realizacji wykupu menedżerskiego, jest organizacja finansowana.

Finansowanie transakcji

Finansowanie jest najważniejszym elementem konstrukcji transakcji wykupu menedżerskiego. Teza ta opiera się na następujących faktach:

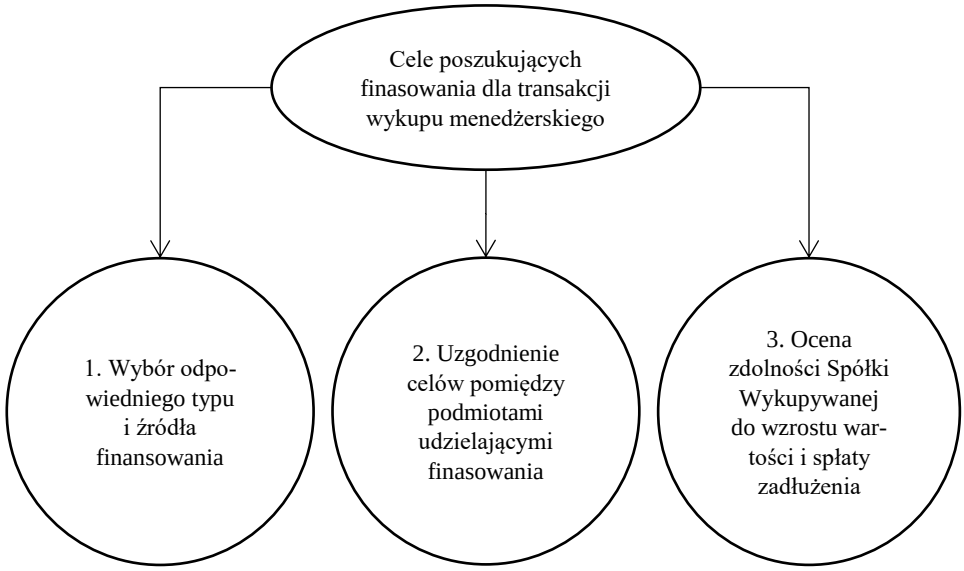
– wykup menedżerski zakłada wykorzystanie zarówno finansowania własnego (kapitału), jak i zewnętrznego (kapitału Partnera Kapitałowego oraz długu Banku i/lub Partnera Finansowego);

- bez odpowiedniego dostosowanego finansowania nie ma wykupu menedżerskiego;
- fundamentalne znaczenie dla powodzenia transakcji wykupu menedżerskiego ma ocena możliwości obciążenia kosztami finansowymi wykupu Spółki Wykupywanej.

Powyższe elementy sprowadzają się do realizacji następujących działań przez poszukujących finansowania:

- wybór odpowiedniego typu oraz źródeł finansowania;
- uzgodnienie celów pomiędzy stronami w zakresie finansowania (Partner Kapitałowy, Bank, Partner Finansowy);
- ocena zdolności Spółki Wykupywanej do obsłużenia zaciągniętego zobowiązania.

Rysunek 2. Cele poszukujących finansowania w transakcji wykupu menedżerskiego



Źródło: opracowanie własne.

Ważnym jest także rozumienie, że każda transakcja wykupu jest inna i w związku z tym, różny jest również model finansowania. Jest on bowiem uzależniony od czynników zarówno wewnętrznych, jak i zewnętrznych. Należą do nich między innymi:

- czynniki wewnętrzne:
  - planowana wartość transakcji;
  - siła finansowa Grupy Menedżerskiej;
  - uczestnictwo pracowników w wykupie;

  - zapotrzebowanie na kapitał obrotowy Spółki Wykupywanej;
- czynniki zewnętrzne:
  - charakterystyka właściciela;
  - dostępność źródeł finansowania na rynku;
  - decyzje ewentualnego Partnera Kapitałowego, Banku czy Partnera Finansowego;
  - konkurencja do nabycia.

Powyższe czynniki pozwalają na określnie kolejnych dwóch istotnych elementów:

- ustalenia zależności pomiędzy kapitałem a długiem, czyli rozstrzygnięcia o proporcji pomiędzy typami finansowania;
- ustalenia dla kogo ma być pozyskiwane zewnętrzne finansowanie (Grupa Menedżerska jako osoby fizyczne, Spółka Inwestycyjna czy Spółka Wykupywana).

W wypadku dużych zasobów gotówkowych Grupy Menedżerskiej, wykup menedżerski można zrealizować bez finansowania zewnętrznego, ale jest to sytuacja bardzo rzadka i dotyczy wykupów o relatywnie niedużej wartości. W przeważającej ilości przypadków transakcji wykupu Grupa Menedżerska dokonuje przy współpracy z instytucjami oferującymi dług (Bank, Partner Finansowy). W związku z tym, wykupy są zazwyczaj transakcjami lewarowanymi[2], a ich nieumiejętne zaplanowanie (min. wielkość czy harmonogram spłat), jest częstą przyczyną niepowodzenia transakcji.

Ponieważ dług ostatecznie oparty jest o Spółkę Wykupywaną, jako źródło zabezpieczenia oraz spłaty, to najważniejszym elementem stanowiącym o powodzeniu transakcji jest precyzyjna ocena możliwości obciążenia finansowego Spółki Wykupywanej. W związku z tym należy:

- przygotować projekcje finansowe Spółki Wykupywanej bez uwzględnienia obciążeń związanych z wykupem na okres wykupu;
- wybrać instrument (instrumenty) oraz źródło (źródła) zewnętrznego finansowania wykupu;
- oszacować koszty związane z obsługą wybranego (wybranych) instrumentu (instrumentów) finansowania zewnętrznego oraz zdefiniować źródła spłaty;
- przygotować projekcje finansowe Spółki Inwestycyjnej z uwzględnieniem obciążeń związanych z wykupem w powiązaniu ze Spółką Wykupywaną.

Jak widać, organizacja finansowania dla realizacji transakcji wykupu menedżerskiego jest bardzo złożona i wymaga podjęcia wielu decyzji. Błędem jest traktowanie finansowania jako mniej ważnego niż np. same

2 Oprócz kapitałem finansowane także długiem.

negocjacje lub utworzenie Spółki Inwestycyjnej (ustalenie relacji pomiędzy stronami transakcji). Często możliwość pozyskania określonego źródła finansowania decyduje o przyjęciu określonej struktury transakcji wykupu, a nieuwzględnienie jakiegoś elementu, zazwyczaj nie pozwala na organizację finansowania, co implikuje brak możliwości zrealizowania projektu.

Typ finansowania

Rozróżnia się dwa typy finansowania wykupu:

- kapitał – środki własne, które nie obciążają Spółki Wykupywanej i ich pozyskanie nie jest uzależnione od sytuacji finansowej Spółki Wykupywanej czy posiadanego przez nią majątku,
- dług – środki obce, które w sposób bezpośredni lub pośredni obciążają Spółkę Wykupywaną i ich pozyskanie jest uzależnione od sytuacji finansowej podmiotu wykupywanego czy posiadanego przez niego majątku[3].

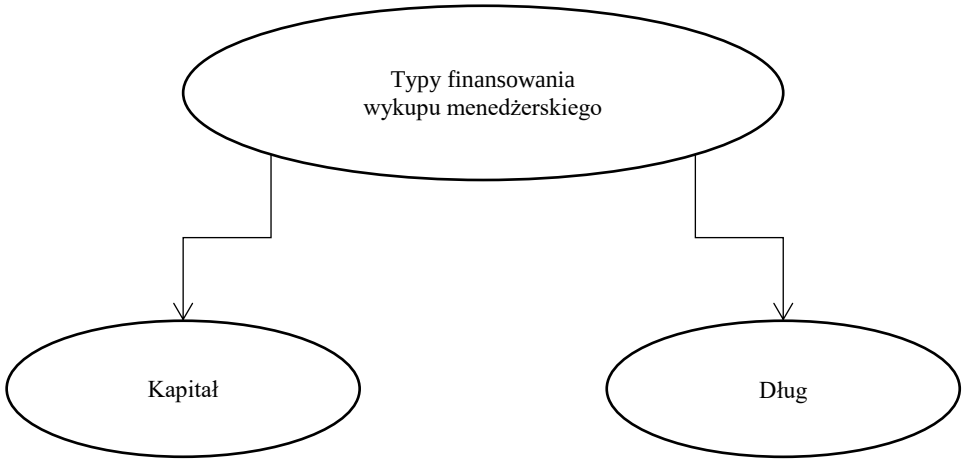
Z punktu widzenia minimalizacji ryzyka nabywających, zaangażowanie środków własnych (kapitału) powinno być jak najmniejsze. Zaś z punktu widzenia podmiotów, które udzielają długu, wysoki udział kapitału w finansowaniu transakcji oznaczałby minimalizację ryzyka z ich strony. Jak te relacje ułożyć?

Zazwyczaj proporcje pomiędzy kapitałem, a długiem zależą między innymi od następujących czynników:

- Sytuacji finansowej Spółki Wykupywanej – badany jest aktualny status finansowy Spółki Wykupywanej, jego poziom zadłużenia, majątek (możliwość zabezpieczenia długu) itp. Oprócz tego bardzo ważne są projekcje finansowe podmiotu przygotowane na okres spłaty planowanego wykupu.
- Planów rozwojowych Spółki Wykupywanej – podmioty oferujące finansowanie zewnętrzne zdecydowanie bardziej skłonne są udzielać finansowania, w przypadku gdy Spółka Wykupywana posiada dobrze określoną strategię działania na podstawie której można wnioskować o niezachwianej możliwości spłaty zaciągniętego długu lub wzroście jej wartości.

3 Przytoczone definicje kapitału i długu mają zastosowanie jedynie dla celów niniejszego opracowania i nie powinny być w sposób bezpośredni utożsamiane z klasycznymi pojęciami kapitału i długu.

Rysunek 3. Typy finansowania wykupu menedżerskiego



Źródło: opracowanie własne.

- Oceny podmiotów finansujących dług – abstrahując od szerokich analiz finansowych, związanych z badaniem *standingu* finansowego Spółki Wykupywanej, ważna jest również opinia, jaką posiada Spółka Wykupywana oraz ludzie nią zarządzający (Grupa Menedżerska) wśród instytucji – potencjalnych dawców długu. Sukcesy członków grupy menedżerskiej w aspektach prowadzenia firmy, zdecydowanie pozytywnie wpływają na ogólna ocenę projektu.
- Statusu prawnego Spółki Wykupywanej – fakt posiadana przez podmiot określonego statusu ułatwia lub utrudnia jego zrealizowanie. Inaczej będzie planowany wykup podmiotu, który jest spółką publiczną i inaczej podmiotu, który należy do programu prywatyzacyjnego[4], właścicielem jego jest Skarb Państwa czy „spółka matka" w holdingu.

Proporcja pomiędzy kapitałem a długiem może być również rozpatrywana pod kątem aspektów własności, a mianowicie im większy poziom kapitału w planowanej strukturze finansowania transakcji, tym podmiot, który posiada większy wkład kapitałowy naturalnie będzie posiadał większy udział we własności. Ten czynnik jest jednym z głównych

4 W latach 90. XX wieku, programy prywatyzacyjne były jednym z głównych źródeł dostarczania na rynek podmiotów do wykupu.

elementów rozwoju finansowania transakcji w formie długu. Finansowanie jak największą wartością transakcji w formie długu, z punktu widzenia Grupy Menedżerskiej, pozwala na zachowanie większej kontroli nad realizowaną transakcją.

Kapitał

Istotne jest podkreślenie jeszcze raz, iż dla celów niniejszej pracy kapitał przeznaczony na wykup rozumiany jest jako środki własne, które nie obciążają podmiotu wykupywanego i ich pozyskanie nie jest uzależnione od sytuacji finansowej Spółki Wykupywanej czy posiadanego przez nią majątku.

Można go zgromadzić z dwóch źródeł:

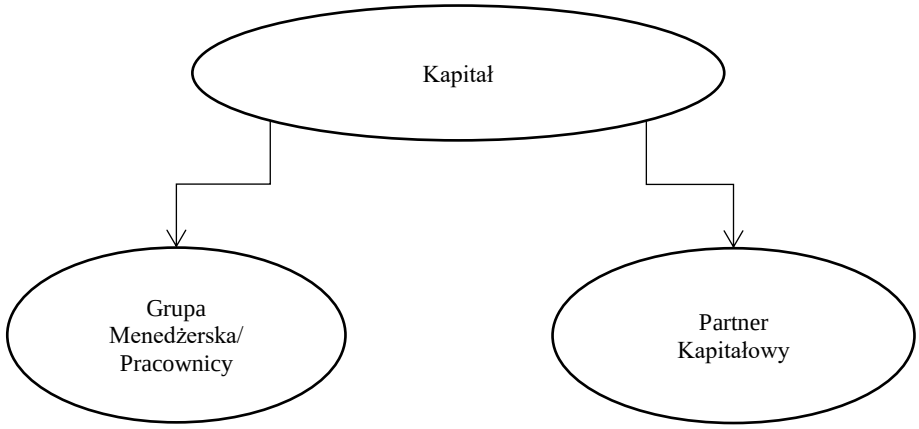
- Środków nabywców (Grupy Menedżerskiej/Pracowników) – są to zazwyczaj oszczędności osób fizycznych zamierzających uczestniczyć w procesie wykupu lub przewidywane ich przyszłe dochody.
- Środków Partnera Kapitałowego – w transakcji wykupu jest to osoba fizyczna lub podmiot (zazwyczaj fundusz *private equity*), który decyduje się na wspomożenie finansowe grupy menedżerskiej. Konsekwencją tegoż wspomożenia w formie kapitału jest dzielenie z nią ryzyka związanego z uczestniczeniem w tym przedsięwzięciu jako współwłaścicielem.

Partner Kapitałowy staje się dostarczycielem środków, w formie instrumentów właścicielskich, obejmując akcje lub udziały Spółki Inwestycyjnej.

W przypadku, gdy wartość transakcji jest relatywnie nieduża, istnieje możliwość na sfinansowanie wykupu jedynie kapitałem.

Wartość zgromadzonego kapitału prawie zawsze jest równa wartości kapitału zakładowego Spółki Inwestycyjnej. Jego odzyskanie następuje z chwilą sprzedaży Spółki Inwestycyjnej lub Spółki Wykupywanej. Z zaangażowaniem kapitałowym wiąże się największe ryzyko, stąd oczekiwana jest także wysoka stopa zwrotu, określana przez Partnera Kapitałowego na poziomie 20–30% rocznie.

Rysunek 4. Typ finansowania wykupu – źródła kapitału



Źródło: opracowanie własne.

Dług

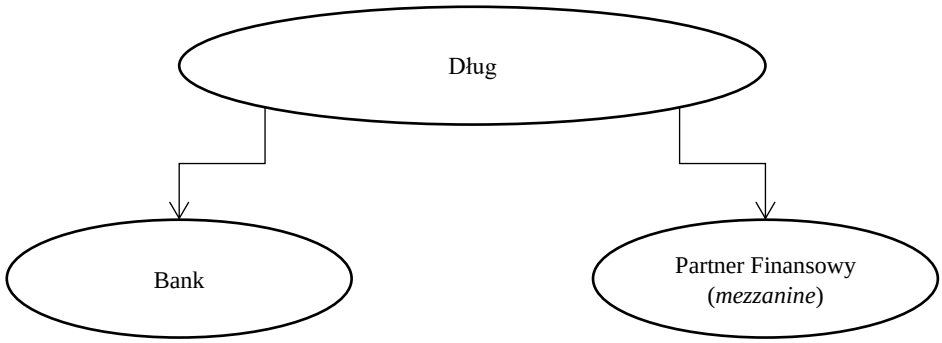
Podobnie jak w przypadku kapitału, niezbędnym podkreślenia jest, iż pod pojęciem długu, dla potrzeb tegoż opracowania, należy rozumieć środki obce, które w sposób bezpośredni lub pośredni obciążają Spółkę Wykupywaną i ich pozyskanie jest uzależnione od sytuacji finansowej podmiotu wykupywanego czy posiadanego przez niego majątku. Dług zawsze trzeba będzie oddać, dlatego kluczowe znaczenie ma zabezpieczenie oraz forma jego spłaty.

Finansowanie dłużne dostarczane jest przez dwa rodzaje podmiotów:

- Banki – oferujące kredyty transakcyjne. W bankach do obsługi takich transakcji są powołane specjalne departamenty (inwestycji kapitałowych/finansowania strukturalnego/bankowości inwestycyjnej).
- Partnerów Finansowych – fundusze inwestycyjne typu *private equity* specjalizujące się w inwestycjach w formie długu zwanego *mezzanine* dostarczanych w formie obligacji, które mogą być również obligacjami zamiennymi[5].

5 Niektóre banki z rozwiniętymi departamentami finansowania strukturalnego również oferują finansowanie dłużne w formie obligacji, wchodząc niejako w obszar funkcjonowania funduszy typu *mezzanine*.

Rysunek 5. Typ finansowania wykupu – źródła długu



Źródło: opracowanie własne.

Zdecydowana większość wykupów realizowana jest poprzez wykorzystanie długu (dźwigni finansowej).

Podmiot finansowany

Z punktu widzenia modelu struktury finansowania ważne jest rozróżnienie podmiotów, które mogą otrzymać zewnętrzne finansowanie w procesie wykupu. Tym samym możliwe jest finansowanie:

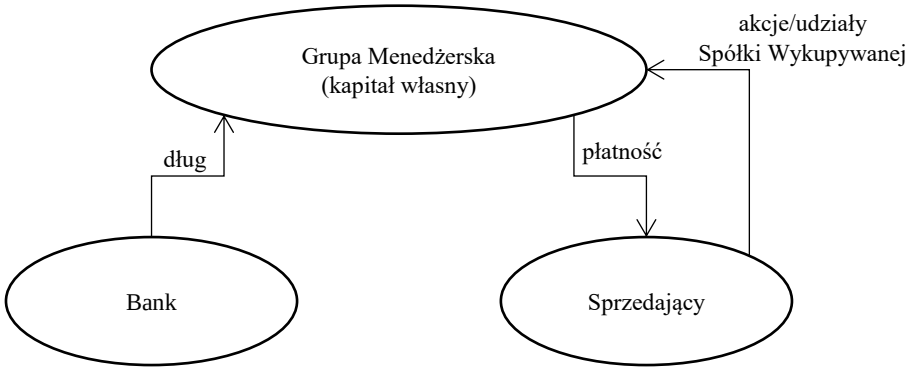
- Grupy Menedżerskiej (osób fizycznych).
- Spółki Inwestycyjnej.
- Spółki Wykupywanej.

Grupa Menedżerska (osoby fizyczne)

Z finansowaniem osób fizycznych, zamierzających zrealizować transakcje wykupu menedżerskiego, mamy zazwyczaj do czynienia przy transakcjach o relatywnie niewielkich wartościach (2–3 mln zł). Poziom kredytowania uzależniony jest głównie od statusu majątkowego osób wchodzących w skład Grupy Menedżerskiej. Jako zabezpieczenia brane są różnego rodzaju zabezpieczenia majątkowe (dom, nieruchomość itp.) lub poręczenia osób trzecich. Istnieje też możliwość otrzymania poręczenia majątkowego Spółki Wykupywanej, jednakże zazwyczaj nie ma to zastosowania z uwagi na aspekty społecznie.

Przy realizacji takiej formy finansowania, Grupa Menedżerska (osoby fizyczne) po transakcji staje się bezpośrednio właścicielem Spółki Wykupywanej. Nie występuje tutaj konieczność powołania Spółki Inwestycyjnej, choć bardzo dobrze byłoby, gdyby Grupa Menedżerska zawarła między sobą umowę inwestycyjną, która regulowałaby zależności pomiędzy jej członkami. Warto zwrócić uwagę, że w takiej strukturze finansowania źródłem spłaty długu bankowego, zaciągniętego przez Grupę Menedżerską, opartego o Spółkę Wykupywaną mogą być środki pochodzące z wynagrodzenia (umowa o pracę) lub dywidendy, wypłacanej jako część lub całość zysku operacyjnego Spółki Wykupywanej.

Rysunek 6. Podmiot finansowany – Grupa Menedżerska



Źródło: opracowanie własne.

Spółka Inwestycyjna

Jest to klasyczna forma finansowania realizacji wykupu. W takim przypadku powoływany jest podmiot – Spółka Inwestycyjna będąca spółką kapitałową, której udziałowcami/akcjonariuszami są osoby fizyczne (Grupa Menedżerska). W przypadku wykupów z uczestnictwem pracowników, udziałowców w tej spółce może być bardzo dużo. Natomiast, gdy Spółka Inwestycyjna, której udziałowcami/akcjonariuszami będą tylko menedżerowie oraz pracownicy i nie będzie ona w stanie zgromadzić odpowiedniej wartości kapitału, zostanie ona rozszerzona o Partnera Kapitałowego.

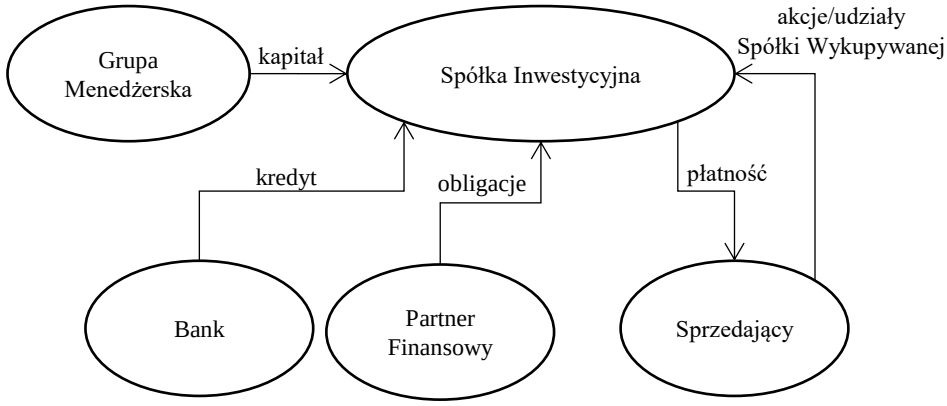
Celem gospodarczym Spółki Inwestycyjnej jest nabycie akcji Spółki Wykupywanej. Spółka Inwestycyjna jest zazwyczaj podmiotem nowou-

tworzonym albo nieprowadzącym w przeszłości działalności gospodarczej (podmiot uśpiony). Na początku XXI wieku mogło to powodować problemy, gdyż banki niechętnie udzielały finansowania podmiotom bez „historii". Obecnie nie stanowi to problemu, gdyż finansowanie bankowe Spółki Inwestycyjnej jest rozpatrywane w kontekście pozycji kredytowej Spółki Wykupywanej. W takim przypadku należy przygotowywać projekcje finansowe dla dwóch podmiotów (Spółki Inwestycyjnej i Spółki Wykupywanej) oraz bardzo szczegółowo rozstrzygać aspekty prawno-finansowo-podatkowe pomiędzy tymi dwoma, faktycznie powiązanymi podmiotami.

O ile łatwo zrozumieć i opisać możliwości kredytowe obu podmiotów, to zdecydowanie trudniej jest zabezpieczyć kredyt udzielany Spółce Inwestycyjnej, która nie posiada żadnego majątku oprócz wpłat środków udziałowców/akcjonariuszy na kapitał zakładowy. Aby ograniczyć ryzyko braku zabezpieczenia kredytu, ze strony banku oczekiwane jest szybkie „przejście" na zabezpieczenie majątkowe Spółki Wykupywanej, jeżeli prawo na to pozwala, niezwłocznie po przejściu własności akcji/udziałów Spółki Wykupywanej na Spółkę Inwestycyjną, następuje udzielenie poręczenia przez Spółkę Wykupywaną albo dąży się, w możliwie jak najszybszym czasie, do fuzji Spółki Inwestycyjnej ze Spółką Wykupywaną.

Jeżeli natomiast brakuje środków finansowych na zapłatę Sprzedającemu za akcje/udziały Spółki Wykupywanej, to istnieje możliwość wprowadzenia do transakcji dodatkowego finansowania dłużnego w formie obligacji (*mezzanine*) dostarczanego przez Partnera Finansowego.

Rysunek 7. Podmiot finansowany – Spółka Inwestycyjna

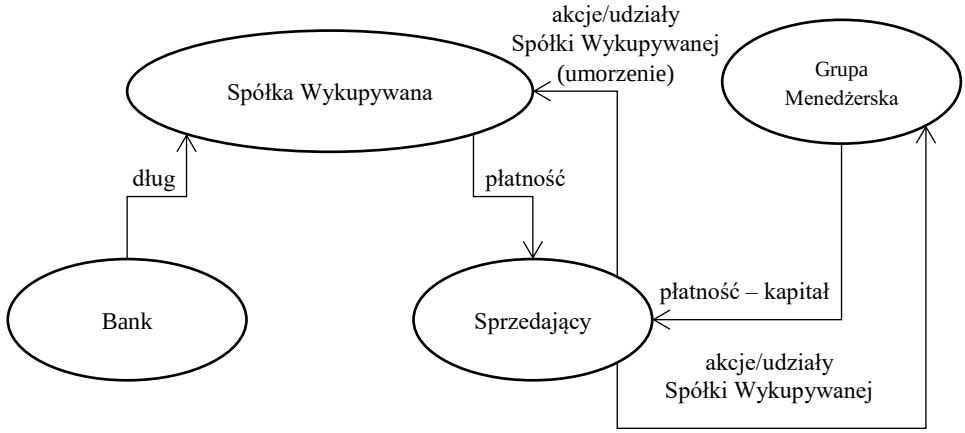


Źródło: opracowanie własne.

Spółka Wykupywana

Jest to rzadko spotykana forma finansowania wykupu, choć relatywnie najłatwiejsza do zrealizowania, gdyż Spółka Wykupywana posiada odpowiedni majątek do zabezpieczenia długu. Głównym problemem związanym z tą formą finansowania jest konieczność przeprowadzenia procedury związanej z obniżeniem kapitału zakładowego. Procedura ta jest opisana w ustawie rachunkowości i wymaga około 6 miesięcy czasu na realizację. Z tego powodu tę formę finansowania stosuje się jako uzupełnienie w kolejnych fazach wykupu (kiedy Grupa Menedżerska posiada już pakiet akcji, zazwyczaj kontrolny).

Rysunek 8. Podmiot finansowany – Spółka Wykupywana



Źródło: opracowanie własne.

Instrumenty finansowania wykupów i ich charakterystyka

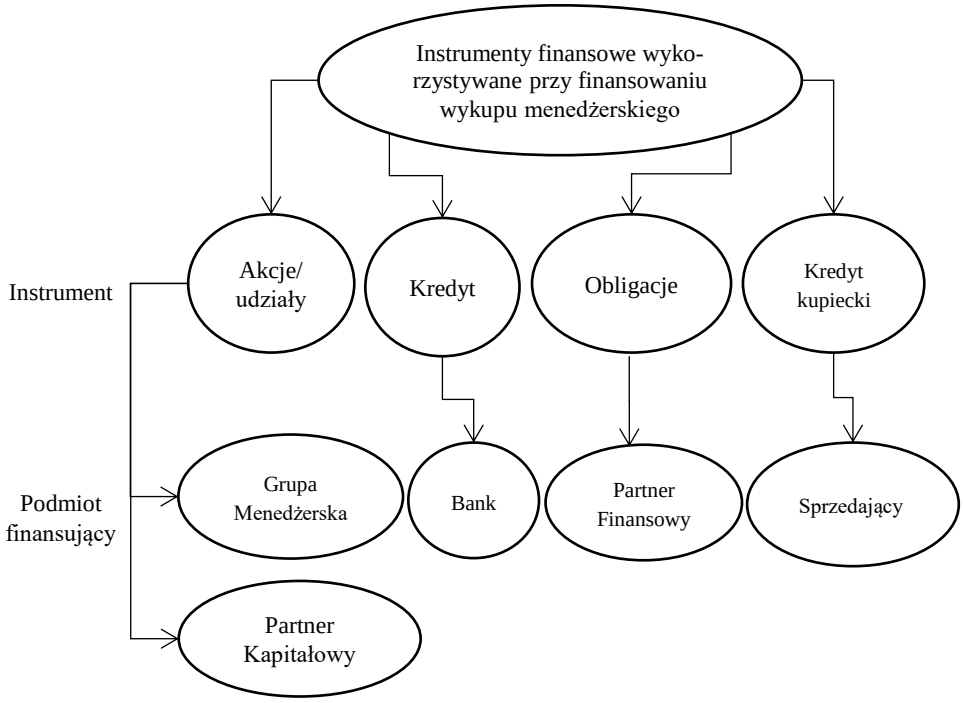
W ramach dwóch typów finansowania wykupów (kapitał i dług) można wyróżnić cztery instrumenty finansowania, którymi są:

- akcje/udziały – są to środki własne nabywców (Grupy Menedżerskiej i/lub Partnera Kapitałowego[6]);
- kredyt – są to środki obce pochodzące od Banku;

6 W wyjątkowych przypadkach Partner Kapitałowy może łączyć zaangażowanie w akcje/udziały również z udzieleniem długu, zazwyczaj w formie obligacji, powiązanego z kapitałem (dług kapitałowy).

– obligacje (*mezzanine*) – są to środki obce pochodzące od Partnera Finansowego;
– dług sprzedającego (pożyczka) – czyli odroczona płatność Sprzedającego.

Rysunek 9. Instrumenty finansowe wykorzystywane w transakcji wykupu menedżerskiego



Źródło: opracowanie własne.

Akcje/udziały – środki własne nabywców

Są to środki, które stanowią „wkład własny" w strukturze finansowania i nie będą zwracane właścicielom w trakcie trwania inwestycji. W zamian za te środki obejmuje się akcje/udziały w Spółce Inwestycyjnej.

Dawcami kapitału w transakcji wykupu menedżerskiego, naturalnie zawsze, jest Grupa Menedżerska, która może być poszerzona o pracowników i/lub Partnera Kapitałowego, którym jest zazwyczaj fundusz *private equity*.

Zgromadzenie środków kapitałowych przez Grupę Menedżerską może nastąpić w oparciu o:

- Posiadane zasoby gotówkowe (oszczędności) – ich wielkość jest oczywiście uzależniona od zamożności członków Grupy Menedżerskiej. Zazwyczaj kwoty te kształtują się na osobę od 100 tys. zł do 500 tys. zł. Pracownicy zaś angażują się na poziomie od 1 tys. zł do 10 tys. zł.
- Możliwe do zgromadzenia środki gotówkowe (przyszłe dochody) – są to środki pieniężne, które osoby tworzące Grupę Menedżerską są w stanie zgromadzić w formie pożyczek np. od rodziny, przyjaciół czy w formie kredytu z banku. Środki te będą musiały zostać zwrócone, jednakże ich zwrot nie będzie wynikał z tytułu czerpania pożytków bycia właścicielem Spółki Wykupywanej (obciążał ją), lecz jedynie z tytułu świadczenia na jej rzecz pracy (otrzymywanie wynagrodzenia).

Grupa Menedżerska korzysta z środków Partnera Kapitałowego jedynie w wypadku braku możliwości samodzielnego przeprowadzenie transakcji. Wiąże się to oczywiście z koniecznością podzielenia się „własnością" spółki. Jednocześnie środki Partnera Kapitałowego często warunkują możliwość pozyskania także dodatkowego finansowania w formie długu. Wiarygodny Partner Kapitałowy, oczywiście oprócz powiększenia wartości kapitału własnego w strukturze finansowania, jest także elementem uwiarygadniającym możliwość bezpiecznej realizacji transakcji w procesie pozyskania długu od Banku.

Partner Kapitałowy dostarcza środki do Spółki Inwestycyjnej w postaci dwóch instrumentów:

- Akcje/udziały – Środki Partnera Kapitałowego trafiają bezpośrednio do Spółki Inwestycyjnej powiększając pulę jego kapitału[7].
- Pożyczki, obligacje długoterminowe (dług kapitałowy[8]) – środki przekazane do Spółki Inwestycyjnej w formie długu długoterminowego podporządkowanego w taki sposób, że jego zwrot nastąpi po spłacie długu bankowego. Zabezpieczeniem takiego długu są często akcje Spółki Wykupywanej należące do Grupy Menedżerskiej. Taka forma finansowania w połączeniu z udziałem kapitałowym jest wykorzystywana w sytuacji, gdy z jakichś względów należy zachować określoną strukturę kapitału w Spółce Inwestycyjnej, która nie może być zachowana przy skierowaniu wszystkich środków Partnera Kapitałowego na jej kapitał.

---

7 Partner Kapitałowy może samodzielnie uczestniczyć w wykupie nie wiążąc się ze Spółką Inwestycyjną.

8 Dodatkowe finasowanie w formie dłużnej zapewnione od Partnera Kapitałowego.

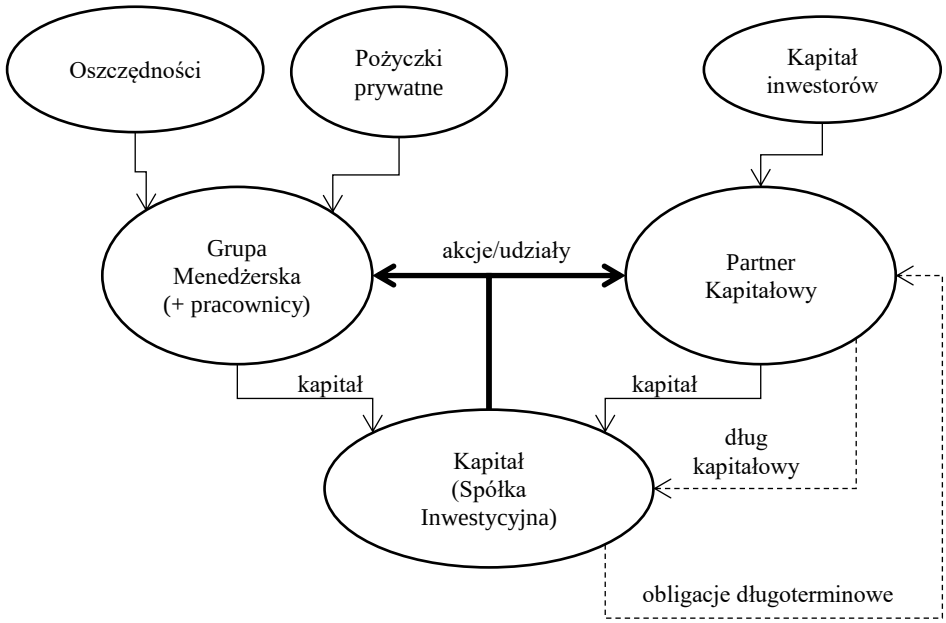
Tym samym, ważnym podkreślenia jest fakt, że Partner Kapitałowy może uczestniczyć w wykupie zawsze w formie obejmowania akcji/lub udziałów i ewentualnie, dodatkowo, jako dostarczający również środki finansowe w formie pożyczki/obligacji. Niemożliwe jest zaangażowanie Partnera Kapitałowego tylko w formie długu.

Potencjalnymi Partnerami Kapitałowymi mogą być:

- banki inwestycyjne;
- domy maklerskie;
- partnerzy branżowi;
- prywatni inwestorzy;
- fundusze *private equity*.

Jednakże rzeczywistymi Partnerami Kapitałowymi, we współpracy z Grupami Menedżerskimi przy transakcji wykupu menedżerskiego, są fundusze *private equity* specjalizujące się w finansowaniu transakcji MBO/MBI. Banki inwestycyjne, domy maklerskie, partnerzy branżowi czy prywatni inwestorzy sprawują tę rolę raczej przypadkowo, okazjonalnie.

Rysunek 10. Instrumenty finansowania wykupów – kapitał



Źródło: opracowanie własne.

Kredyt – środki obce (dług)

Jest to drugi element struktury finansowania, a jego waga została nawet odzwierciedlona w nazwie, gdyż transakcja wykupu menedżerskiego finansowana kredytem bankowym nazywana jest wykupem lewarowanym (*Levarage Buy Out*).

Dostępność różnych form finansowania kredytem powoduje, że katalog możliwości sfinansowania wykupu jest szeroki. Istotą kredytu jest oczywiście konieczność jego spłaty. Poza tym jest on zabezpieczany na aktywach posiadanych przez Spółkę Wykupywaną, Spółkę Inwestycyjną lub prywatne majątki członków Grupy Menedżerskiej, choć ta forma zabezpieczenia jest już rzadkością[9].

Oferentami kredytu dla transakcji lewarowanej są oczywiście Banki.

Ostatecznie środki finansowe na spłatę kredytu pochodzą zawsze ze Spółki Wykupywanej. Jednakże kredyt może być udzielony każdemu z wymienionych podmiotów: Spółce Inwestycyjnej, Spółce Wykupywanej czy nawet Grupie Menedżerskiej.

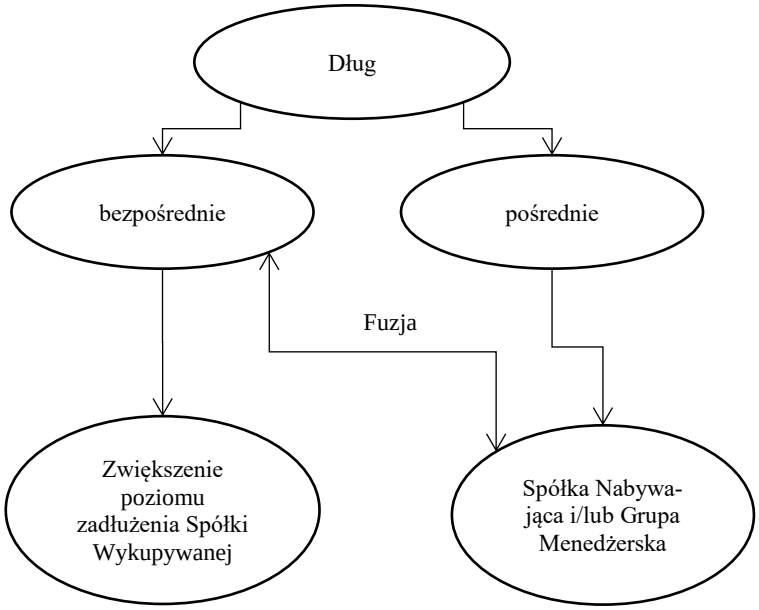
Biorąc powyższe pod uwagę możemy mieć do czynienia z dwoma rodzajami finansowania kredytem ze względu na podmiot kredytowany, a mianowicie:

- finansowanie bezpośrednie – kredyt bezpośrednio obciąża Spółkę Wykupywaną i jest oparty na jej majątku;
- finansowanie pośrednie – kredyt w sposób pośredni obciąża Spółkę Wykupywaną poprzez finansowanie Spółki Nabywającej lub osób fizycznych (Grupę Menedżerską/Pracowników). W tym przypadku z uwagi na ograniczoną zdolność do generowania przychodów przez Spółkę Nabywającą (spółka, której zasadniczym celem jest nabycie akcji/udziałów) czy osoby fizyczne (ograniczone poziomy możliwych wynagrodzeń), stosowane są techniki zmierzające do przekazania środków finansowych na spłatę zadłużenia kredytowego ze Spółki Wykupywanej.

Formą bezpośredniego przejścia z finansowania pośredniego na bezpośrednie jest realizacja połączenia Spółki Wykupywanej z Nabywającą, czyli tzw. fuzja.

9 Możliwe są również poręczenia podmiotów zewnętrznych.

Rysunek 11. Typ finansowania wykupu – podział ze względu na obciążany podmiot



Źródło: opracowanie własne.

W związku z tym, w zależności od kredytowanego podmiotu, istnieją następujące możliwości spłaty zaciągniętego kredytu na realizację transakcji wykupu menedżerskiego:

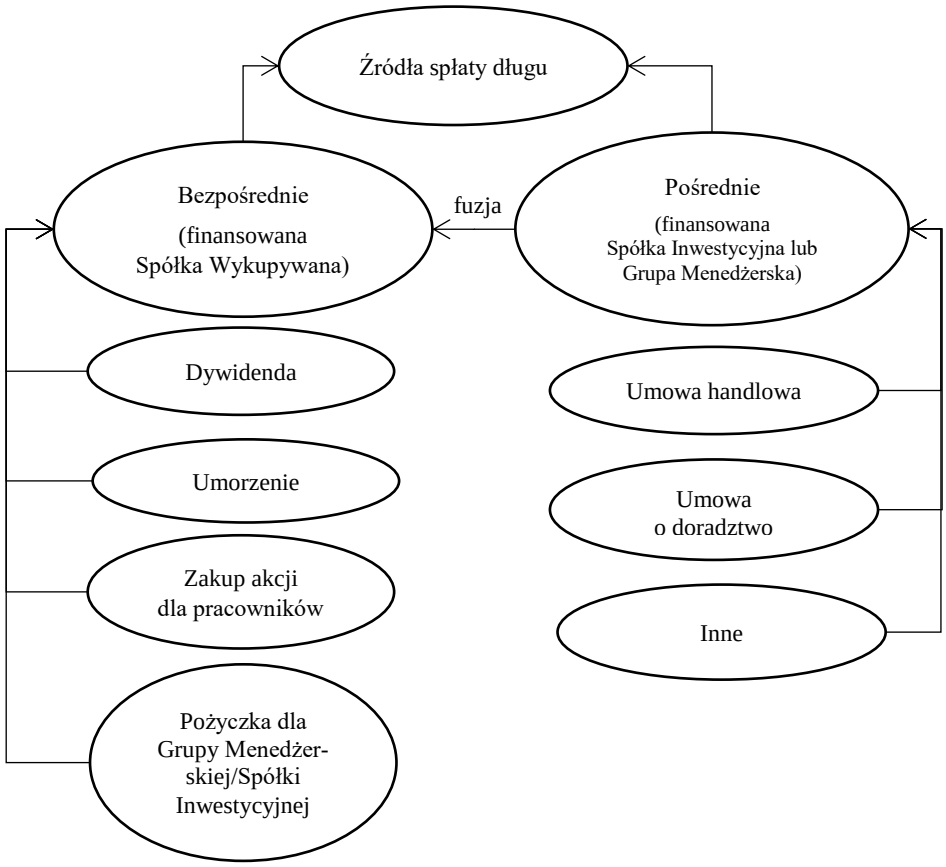
- w ramach finansowania bezpośredniego (Spółki Wykupywanej):
  - umorzenie – po wcześniejszym nabyciu części akcji/udziałów przez Spółkę Inwestycyjną i/lub Grupę Menedżerską (osoby fizyczne), pozostała część akcji/udziałów Spółki Wykupywanej, która wcześniej uzyskała dług, zostaje zakupiona bezpośrednio przez Spółkę Wykupywaną celem umorzenia, która wypłaca w zamian środki finansowe. Warto nadmienić, że źródłem finansowania zakupu akcji celem umorzenia mogą być także posiadane przez Spółkę Wykupywaną nadwyżki środków własnych,
  - dywidenda – instrument ten może być rozpatrywany w dwojaki sposób:
    - wypłata dywidendy przed transakcją wykupu (na rzecz dotychczasowych właścicieli) będzie obniżała wartość transakcji,
    - wypłata dywidendy po transakcji wykupu (na rzecz nowych właścicieli) może być źródłem spłaty zaciągniętego długu

przez wehikuł inwestycyjny lub osoby fizyczne na zakup podmiotu wykupywanego;
  - zakup akcji własnych celem zaoferowania pracownikom – zgodnie z Kodeksem spółek handlowych (Dz.U. 2000, nr 94, poz. 1037) podmiot wykupywany (spółka akcyjna) może w sposób legalny wspomagać nabycie swoich akcji przez pracowników, poprzez zakup akcji własnych, celem zaoferowania ich pracownikom (art. 362 ksh § 1 pkt 2a). W takiej konstrukcji Spółka Wykupywana zaciąga kredyt, a następnie kupuje akcje własne, ale nie celem umorzenia tylko zaoferowania ich pracownikom np. jako premii na preferencyjnych warunkach,
  - pożyczki dla Grupy Menedżerskiej lub Spółki Inwestycyjnej. W oparciu o Kodeks spółek handlowych (art. 345) (Dz.U. 2000, nr 94, poz. 1037), spółka akcyjna może wspomagać finansowanie nabycia własnych akcji. Tym samym, w oparciu o ten przepis, Spółka Wykupywana, po wcześniejszym zaciągnięciu długu, może następnie udzielić pożyczki Spółce Inwestycyjnej/Grupie Menedżerskiej, która w ten sposób sfinansuje nabycie akcji Spółki Wykupywanej od Sprzedającego;
- w ramach finansowania pośredniego (Spółki Inwestycyjnej) – wszelkie konstrukcje finansowania pośredniego mają na celu, po nabyciu akcji/udziałów podmiotu wykupywanego, doprowadzenie do transferu gotówki na obsługę długu z podmiotu nabytego do wehikułu inwestycyjnego lub osób fizycznych, a mianowicie:
  - umowy handlowe – w celu zapewnienia obsługi odsetek długu zaciągniętego przez Spółkę Inwestycyjną możliwe jest zastosowanie umów handlowych, polegających na realizowaniu handlu poprzez Spółkę Inwestycyjną, za określonym wynagrodzeniem prowizyjnym od obrotu,
  - umowy o doradztwo – Spółka Inwestycyjna zawiera umowę o doradztwo na rzecz Spółki Wykupywanej. W wyniku zawartej umowy następuje przepływ środków ze Spółki Wykupywanej do Spółki Inwestycyjnej. Jednakże poziom wynagrodzenia z tytułu umów doradczych nie wystarcza zazwyczaj na obsługę całości obciążeń kredytowych (odsetek z ratą kapitałową),
  - inne – możliwe konstrukcje finansowo-prawne zmierzające do zaciągnięcia długu przez spółkę wykupywaną oraz przekazanie środków finansowych do podmiotu wykupywanego. Mają one jednak charakter incydentalny i małą skalę np. zatrudnianie pracowników w Spółce Inwestycyjnej, którzy świadczą usługi na rzecz Spółki Wykupywanej.

Połączeniem finansowania pośredniego i bezpośredniego jest sytuacją, w której po zaciągnięciu długu przez Spółkę Inwestycyjną, realizowane jest połączenie obu tych podmiotów, tzn. fuzja. Jest to klasyczna sytuacja, gdzie ostatecznie Spółka Inwestycyjna przenosi obciążenie z tytułu obsługi kredytu na Spółkę Wykupywaną.

Kredyt z przeznaczeniem na realizację transakcji wykupu menedżerskiego (kredyt wykupowy) należy do grupy kredytów inwestycyjnych, oferowanych na rynku kapitałowym, i rządzi się innymi prawami, niż kredyt inwestycyjny z przeznaczeniem na zakup urządzeń produkcyjnych czy kredyt obrotowy.

Rysunek 12. Źródła finansowania wykupów – źródła spłaty dług



Źródło: opracowanie własne.

Wyróżnikami kredytu wykupowego są:

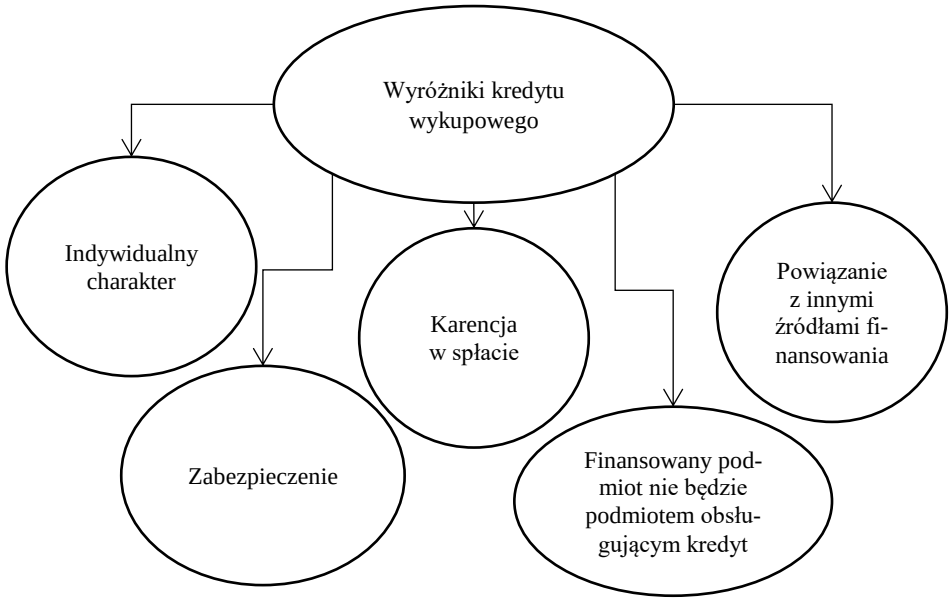
- indywidualny charakter – ponieważ każda transakcja wykupu menedżerskiego jest inna, dlatego nie ma możliwości przygotowania wystandaryzowanego produktu bankowego, jakim byłby kredyt wykupowy. Z tego powodu kredyt taki nie jest oferowany w szerokiej sieci oddziałów banku, a jego indywidualnym przygotowaniem zajmuje się wyspecjalizowany departament w centrali banku zwany najczęściej departamentem finansowania strukturalnego. Tego typu kredyt prawie zawsze ma przygotowywaną przez kancelarię prawną umowę kredytową;
- zabezpieczenie – w standardowej formie realizacji transakcji wykupu menedżerskiego polegającej na wykorzystaniu Spółki Inwestycyjnej i udzielaniu przez Bank kredytu, właśnie dla tego podmiotu, istotnym problemem jest ustanowienie zabezpieczenia kredytowego. Bank postrzega udzielenie kredytu spółce, której jedynym majątkiem będą akcje/udziały Spółki Wykupywanej, jako znaczące ryzyko. Dopiero w drugim etapie (po realizacji połączenia Spółki Inwestycyjnej ze Spółką Wykupywaną) kredyt będzie „prawidłowo zabezpieczony", czyli oparty o majątek rzeczowy;
- finansowany podmiot nie będący podmiotem obsługującym kredyt – podobnie jak w przypadku zabezpieczenia, trudną do akceptacji przez Bank jest sytuacja, w której pierwotnie podmiot kredytowany (Spółka Inwestycyjna), nie będzie faktycznie spłacającym kredyt, ponieważ Spółka Inwestycyjna nie prowadzi działalności operacyjnej. To jest czynnik dla którego bankowi szczególnie zależy na możliwie jak najszybszej realizacji drugiego etapu transakcji wykupu, czyli połączeniu;
- karencja w spłacie – w przypadku kredytowania Spółki Inwestycyjnej, kredyt wykupowy powinien mieć z góry założoną karencję w spłacie (dotyczącą odsetek i kapitału, a na pewno odsetek) do momentu realizacji połączenia ze Spółką Wykupywaną i faktycznie przejście na finansowanie bezpośrednie, czyli jednolitość w ramach jednego podmiotu kredytowania i źródła jego spłaty;
- powiązanie z innymi źródłami finansowania – udzielenie kredytu wykupowego zawsze jest powiązane:
  - ze strukturą transakcji, co oznacza, że występuje co najmniej jeden inny instrument finansowania wykupu – kapitał, ale mogą się także pojawić obligacje (finansowanie *mezzanine*),
  - z finansowaniem operacyjnym Spółki Wykupywanej, które może dotyczyć finansowania obrotowego (kredyt obrotowy), ale także finansowania inwestycyjnego (kredyt inwestycyjny)

na realizację celów produkcyjnych – zakup maszyn, urządzeń, czy nieruchomości.

Wynikiem tych zależności niezbędne staje się odpowiednie ułożenie aspektów związanych z kolejnością spłaty kredytów, harmonogramem spłat, podporządkowaniem wzajemnym instrumentów finansowania wykupu, jak również rozdział zabezpieczeń.

Kredyty wykupowe są udzielane zazwyczaj na okres od 5 do 7 lat oraz, z uwagi na złożoność, ich cena zarówno w obszarze prowizji przygotowawczej, jak i oprocentowania, jest wyższa niż klasycznego kredytu obrotowego czy inwestycyjnego na działalność operacyjną.

Rysunek 13. Wyróżniki kredytu wykupowego



Źródło: opracowanie własne

Obligacje – środki obce (dług)

Obligacje są to papiery wartościowe świadczące, iż pożyczkobiorca (emitent obligacji) winien jest posiadaczowi obligacji wymienioną na niej kwotę pieniężną (Walińska, Gajdka, 1998).

Opierając się na definicji, wiadomym jest, że obligacja jest ekwiwalentem długu, zatem jej użycie nie implikuje bezpośrednio konieczności „dzielenia się własnością”[10].

Emisja obligacji, z punktu widzenia prawa polskiego, jest regulowana w ustawie z dnia 29 czerwca 1995 roku z późniejszymi zmianami, gdzie określa się ją jako papier wartościowy emitowany w serii, w którym emitent stwierdza, że jest dłużnikiem właściciela obligacji (obligatariusza) i zobowiązuje się wobec niego do spełnienia określonego świadczenia (ustawa z dnia 29 czerwca 1995 roku o obligacjach, Dz.U. 2001, nr 120, poz. 1300 tekst ujednolicony). Prawo to jest zdecydowanie mniej restrykcyjne niż prawo bankowe, co implikuje dużo większą elastyczność w kształtowaniu zasad wzajemnych zależności pomiędzy stronami.

W klasycznej transakcji wykupu menedżerskiego emitentem obligacji jest Spółka Inwestycyjna, która pozyskuje w ten sposób środki dłużne na zapłatę Sprzedającemu za akcje/udziały Spółki Wykupywanej. Obejmującym obligacje jest Partner Kapitałowy.

Ponieważ najtańszym źródłem finansowania obcego jest kredyt, dlatego obligacje są uruchamiane w procesie transakcji wykupu menedżerskiego, jeżeli ilość zgromadzonych środków, w formie kapitału własnego oraz kredytu, jest niewystarczająca dla pokrycia ceny zakupu akcji/udziałów Spółki Wykupywanej.

Głównymi parametrami obligacji istotnymi z punktu widzenia wykupu menedżerskiego są:

- brak zabezpieczenia – opierając się na założeniu, że obligacje są uruchamiane w momencie, kiedy nie ma możliwości uzyskania wystarczającej wartości kredytu, dlatego obligacje wykorzystywane w transakcji wykupu menedżerskiego zazwyczaj są niezabezpieczone,
- dowolność kształtowania harmonogramu spłaty – niezmiernie istotny element w transakcji wykupu menedżerskiego. Długoterminowy charakter przedsięwzięcia powoduje, że elastyczna struktura spłaty pozwala na wykorzystywanie krótkoterminowych szans rynkowych (np. wstrzymując spłatę długu transakcyjnego i zwiększając poziom kapitału obrotowego, spółka może krótkoterminowo uzyskać ponadprzeciętne zyski) lub ogranicza ryzyko utraty płynności (np. w wypadku zbliżającego się terminu spłaty raty elastycznie ją przesunąć). Często stosuje się również spłatę na koniec okresu finansowania, tzw. rata balonowa, co pozwala traktować ten

10 W przypadku transakcji wykupu menedżerskiego stosuje się również obligacje konwertowane na akcje.

rodzaj finansowania jako zbliżony do finansowania kapitałowego, gdyż spółka nie jest obciążana spłatami operacyjnymi.

Elastyczność kształtowania harmonogramu spłaty uzyskuje się poprzez przekazanie Spółce Inwestycyjnej decyzyjności co do momentu wypłaty odsetek i rat kapitałowych. Spółka zazwyczaj posiada umówiony harmonogram regulowania w szczególności odsetek, jednocześnie zaś może ten harmonogram dowolnie kształtować w ramach okresu na jaki obligacje są „wypuszczone".

Podporządkowanie spłat – element finansowania, który często jest wymagany przez Bank, polega na możliwości zabezpieczenia roszczeń wynikających z obligacji przez obejmującego je Partnera Finansowego dopiero po zabezpieczeniu spłaty kredytu. Zabezpieczenie odbywa się poprzez:

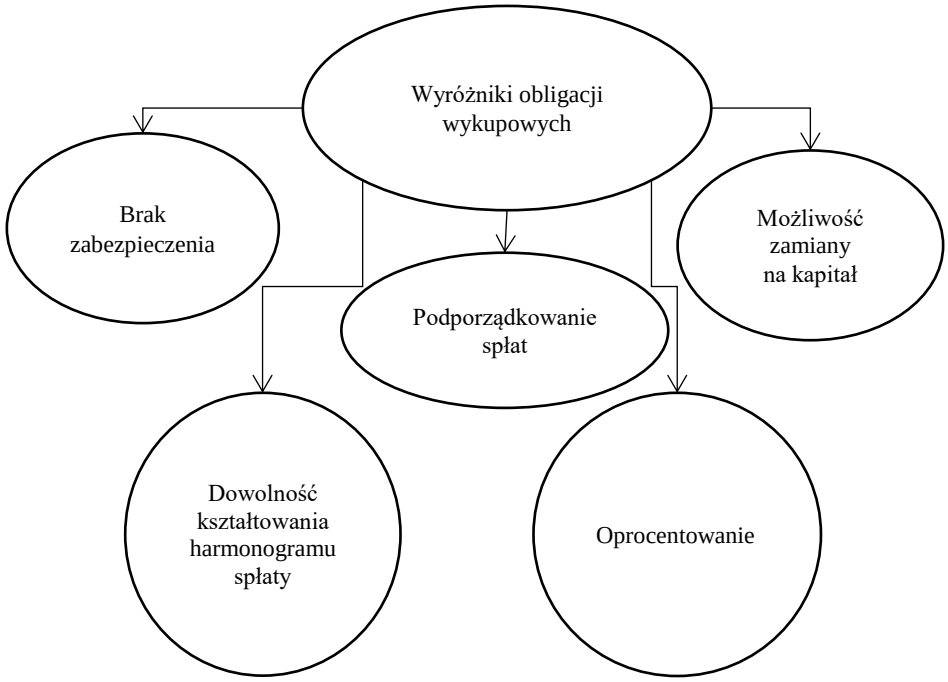
- oprocentowanie obligacji – wysokość oprocentowania obligacji jest bezpośrednio powiązane z ryzykiem, czyli prawdopodobieństwem, że dług zostanie spłacony w umówionym terminie. Oprocentowanie to jest wyższe niż oprocentowanie kredytu, między innymi z uwagi na brak zabezpieczenia, czy dowolność kształtowania harmonogramu,
- możliwość zamiany ich na kapitał – stosuje się to w dwóch przypadkach:
  - jako rodzaj zabezpieczenia, w wypadku braku możliwości spłaty obligacji w umówionym czasie;
  - jako opcja powiązana z obniżeniem oprocentowania obligacji (dodatkowe świadczenie pozaodsetkowe).

W ramach emisji obligacji oraz powiązanej z nią umową inwestycyjną, pomiędzy Partnerem Finansowym a Grupą Menedżerską reprezentowaną poprzez Spółkę Inwestycyjną, Partner Finansowy może zastrzec sobie z góry prawo do zamiany części obligacji na akcje i sprzedaży tych akcji w momencie realizacji „wyjścia z inwestycji" przez Grupę Menedżerską. Ma to miejsce tylko wtedy, gdy oczekiwana cena ze sprzedaży przewyższa korzyści wynikające z wykupu obligacji. Traktowane to jest w takim przypadku jako szczególny rodzaj premii dla Partnera Finansowego.

Ponieważ transakcja wykupu menedżerskiego, z punktu widzenia spłaty zadłużenia, jest procesem długoterminowym, dlatego elastyczne kształtowanie parametrów długu lub/i ewentualnie ich korygowanie ma istotne znaczenie. Z tego powodu, często pomimo wyższego oprocentowania jakie trzeba zapłacić za finansowanie obligacjami, niż za kredyt, nabywający nawet w sytuacji możliwości pozyskania kredytu, decydują się na użycie tej formy finansowania jako pozwalającej bezpieczniej

przeprowadzić cały proces w wypadku nieprzewidzianych sytuacji kryzysowych, niezależnych od Grupy Menedżerskiej np. światowy kryzys finansowy.

Rysunek 14. Wyróżniki obligacji wykupowych



Źródło: pracowanie własne.

Kredyt Kupiecki – odroczona płatność na rzecz Sprzedającego (dług)

Faktycznie jest to odroczenie płatności z tytułu sprzedaży akcji. Dotychczasowi właściciele umawiają się z nabywającymi, że zapłata za akcje/udziały Spółki Wykupywanej nastąpi w określonym czasie po przejściu własności akcji/udziałów. Tym samym źródłem finansowania długu jest kredyt sprzedającego. Zazwyczaj okres odroczonej płatności nie jest dłuższy niż 1 rok.

Nie jest to jednakże często stosowane źródło finansowania wykupów. Sprzedający, aby udzielił takiego długu, powinien mieć pełne zaufanie do nabywających. W przeciwnym razie może dojść do sytuacji, w której

nieuczciwy nabywca w okresie zapłaty, może dokonać działań, które w zdecydowany sposób obniżą wartość Spółki Wykupywanej, a następnie za nią nie zapłaci. Taka forma płatności stosowana jest przede wszystkim w podmiotach, w których jest relatywnie mało właścicieli (zazwyczaj jeden), a między stronami jest pełne zaufanie.

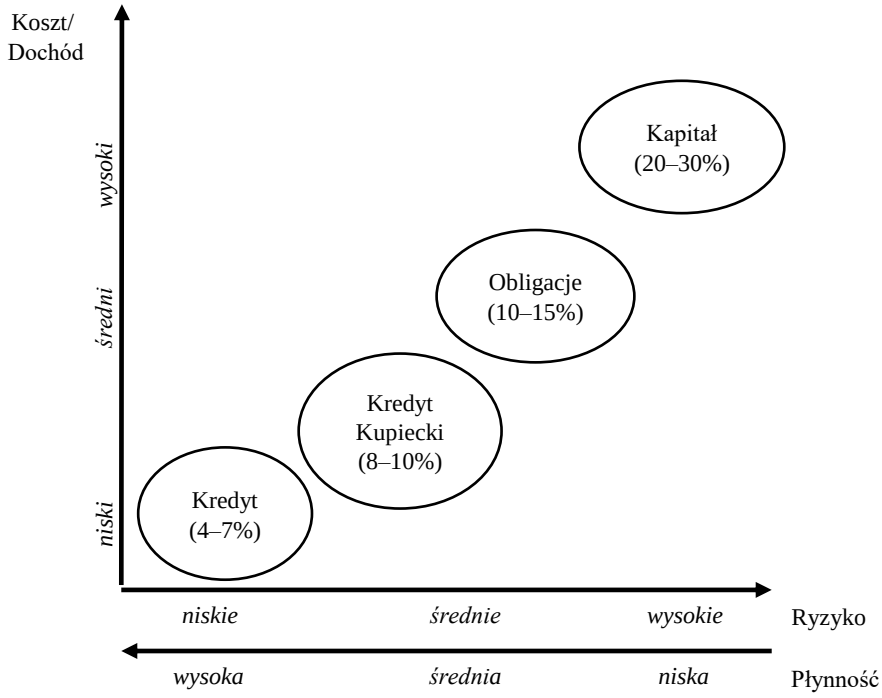
Wnioski

Każdy z czterech instrumentów finansowych, stosowanych w transakcjach wykupów menedżerskich, które zostały zaprezentowane, może zostać porównany w zależności od przyjętych kryteriów, a mianowicie:

- Wymogi formalne – (niezbędne do spełnienia wymagania prawno-regulacyjne, aby uzyskać finansowanie).
  W zakresie tego kryterium najbardziej sformalizowane procedury trzeba przejść w przypadku pozyskiwania kredytu bankowego oraz kapitału, choć tutaj głównie nacisk jest kładziony na ocenę biznesu. Mniejsze wymogi (choć konieczne jest przejście procedury decyzyjnej przed komitetem inwestycyjnym) stosowane są w przypadku pozyskiwania obligacji od Partnera Finansowego, zaś najmniejsze w odniesieniu do odroczonej płatności oferowanej przez Sprzedającego.
- Zabezpieczenia – najsilniejsze w przypadku kredytu bankowego (zabezpieczeniem jest zawsze majątek produkcyjny i nieruchomości, ale również często Bank zabezpiecza się na akcjach/udziałach nabywanego podmiotu). W przypadku Partnera Kapitałowego, brak jest zabezpieczeń (zaangażowanie we własność), zaś w przypadku obligacji lub odroczonej płatności rzadko spotyka się formę zabezpieczenia, choć może ona wystąpić.
- Regularna spłata – zasadniczy wyróżnik w przypadku kredytu bankowego i w ogóle niewystępujący przy akcjach/udziałach. Odroczona płatność zazwyczaj jest również z góry arbitralnie określona, zaś w przypadku obligacji Spółka Inwestycyjna może się umówić z obejmującym obligacje co do możliwych zmian w płatnościach harmonogramu.
- Koszt – jest powiązany bezpośrednio z szacowanym poziomem ryzyka. W przypadku zaangażowania kapitałowego, koszt kapitału jest wysoki (Partnerzy Kapitałowi wymagają zazwyczaj rocznego zwrotu z inwestycji na poziomie 25–30%). Oczekiwanie co do wysokości kosztu kredytu jest zdecydowanie mniejsze i wy-

nosi średnio w stabilnej gospodarce 4–7%. Natomiast w przypadku niezabezpieczonego finansowania w formie obligacji, oczekiwany poziom to 10–15%.
Koszt kredytu kupieckiego kształtuje się pomiędzy kredytem bankowym a obligacjami.

Rysunek 15. Koszt instrumentów wykupowych finansowych



Źródło: opracowanie własne.

– Podejście – najbardziej restrykcyjne podejście w ocenie projektu jest w przypadku Banku, zaś najbardziej elastyczne przy współpracy z Partnerem Kapitałowym. Elastyczna pozycja Partnera Kapitałowego wynika z konieczności dostosowania się do wymogów transakcji. Mniej restrykcyjne wymagania stawiane są przez Sprzedającego i Partnera Finansowego, gdyż skala finansowania oraz uczestnictwa w procesie sprzedaży jest mniejsza niż pozostałych podmiotów.
– Wsparcie biznesu – Partner Kapitałowy angażując swoje środki w formie kapitału, obejmując akcje/udziały, stara się nie tylko

wspomagać biznes, ale również mieć na niego wpływ. Partner Finansowy i Bank są biernymi podmiotami w zakresie prowadzenia biznesu, natomiast Sprzedający może wspomóc przedsięwzięcie poprzez udzielenie swoich kontaktów, które miał wypracowane podczas zarządzania podmiotem przed transakcją.

- Dostępność – najmniej dostępną formą finansowania są obligacje (współpraca z Partnerem Finansowym). Jest to mało popularna forma finansowania, z uwagi na wyższy koszt w porównaniu z kredytem, wykorzystuje się ją tylko w szczególnych przypadkach. Najbardziej popularna i, w związku z tym, najbardziej dostępna jest forma finansowania poprzez kredyt. Poszukiwanie Partnera Kapitałowego staje się coraz łatwiejsze z uwagi na rosnąca liczbę funduszy *private equity* operujących na rynku polskim. Odroczona płatność Sprzedającego zazwyczaj stanowi marginalny udział w transakcjach i jest dostępna jedynie w sytuacjach gdy Spółka Wykupywana należy do najwyżej kilku właścicieli i związki pomiędzy Grupą Menedżerską a Sprzedającym są bardzo silne.
- Wpływ na zarządzanie – jedynie Partner Kapitałowy, jako podmiot partycypujący we własności, ma znaczący wpływ na zarządzanie. Należy jednak podkreślić, że dotyczy to raczej aspektów strategicznych a nie operacyjnych. Partner Kapitałowy oczekuje wpływu na działalność operacyjną jedynie w wypadku braku realizacji planów przez Grupę Menedżerską. Pozostałe podmioty nie mają wpływu na zarządzanie, jedynie w wypadku zamiany obligacji na akcje/udziały przez Partnera Finansowego, może on mieć wpływ na działalność operacyjną Spółki.
- Stopa zwrotu – w każdym przypadku, oprócz Partnera Kapitałowego, jest z góry określona poprzez wymagane oprocentowanie. Partner Kapitałowy, jako że obejmuje akcje/udziały nie posiada określonej z góry stopy zwrotu. Oczekuje jednak, że będzie ona zdecydowanie wyższa niż zwrot kredytu czy obligacji, z uwagi na wyższe ryzyko wynikające z braku zabezpieczenia zwrotu zainwestowanych środków oraz niskiego poziomu płynności
- Cel finansującego – z punktu widzenia Grupy Menedżerskiej, poszukującej finansowania, ważne jest rozumienie celu jaki „przyświeca" dawcom środków. Partner Kapitałowy oczekuje wzrostu wartości Spółki Wykupywanej, której akcje/udziały będzie chciał sprzedać w przyszłości (w ciągu 3–7 lat) realizując zwrot kapitałowy. Celem Banku udzielającego kredyt jest uzyskanie oprocentowania z pożyczonych środków oraz ewentualnie rozwinięcie

działalności operacyjnej. Celem Partnera Finansowego jest uzyskanie odsetek i ewentualnie premii kapitałowej, wynikającej z zamiany części obligacji na akcje/udziały i sprzedaży ich po wyższej wartości niż oczekiwane oprocentowanie. Sprzedający przede wszystkim chce ułatwić realizację zakupu Grupie Menedżerskiej, a w drugiej kolejności, uzyskanie dodatkowych środków w formie odsetek od późniejszej płatności.

Tabela 1. Prezentacja wybranych instrumentów finansowych wraz z ich oceną

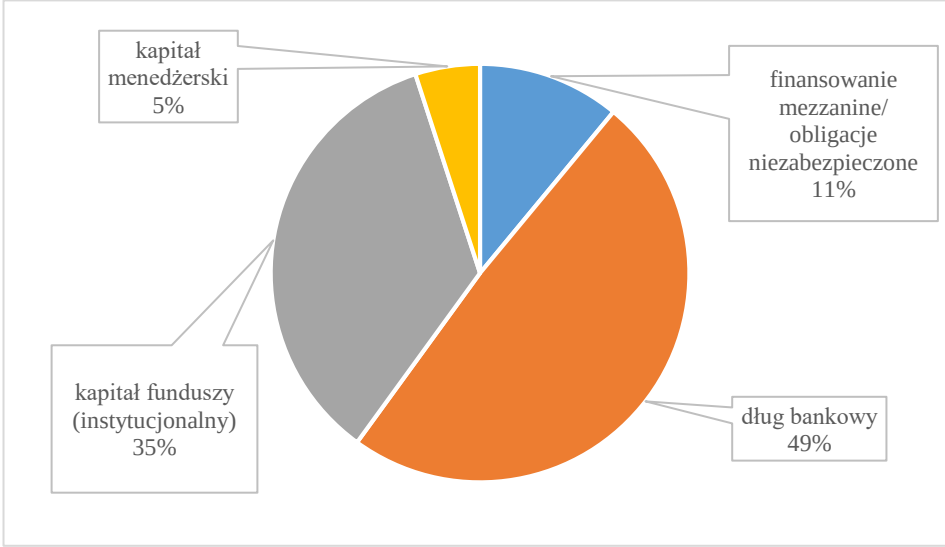
Kryterium	**Akcje/Udziały (kapitał)** ***Partner Kapitałowy***	**Kredyt (dług)** ***Bank***	**Obligacje (dług)** ***Partner Finansowy***	**Kredyt kupiecki (odroczona płatność)** ***Sprzedający***
Wymogi formalne	średnie	duże	średnie	małe
Zabezpieczenie	brak	bardzo silne	brak lub średnie	brak lub słabe
Regularna spłata	brak	tak	możliwość zmian	tak
Koszt	wysoki	niski	średni	niski/średni
Podejście	elastyczne	restrykcyjne	pośrednie	pośrednie
Wsparcie biznesu	tak	nie	nie	możliwe
Dostępność	średnia	wysoka	niska	niska
Wpływ na zarządzanie	wysoki	brak	brak/niski	brak
Stopa zwrotu	nieprzewidywalna	określona	określona	określona
Cel finansującego	sprzedaż akcji/ udziałów	uzyskanie odsetek	odsetki plus premia kapitałowa	ułatwienie zakupu, uzyskanie odsetek

Źródło: opracowanie własne.

Podsumowanie

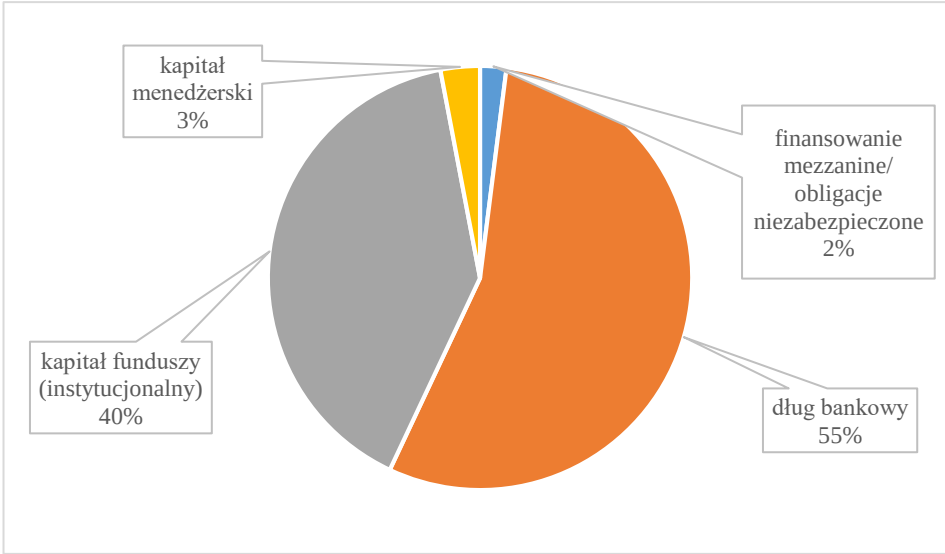
W Polsce nie funkcjonują jeszcze badania rynkowe opisujące strukturę finansowania transakcji wykupów menedżerskich, jednakże w Wielkiej Brytanii od 1986 roku są prowadzone badania rynku wykupów menedżerskich w Wielkiej Brytanii oraz Europie. Badanie te pierwotnie były realizowane przez Centrum Badania Wykupów Menedżerskich (*The Centre for Management Buy-out Research*), które funkcjonowało przy Uniwersytecie w Nottingham, a obecnie przy Imperial Business School w Londynie.

Wykres 1. Struktura finansowania transakcji wykupów menedżerskich w Wielkiej Brytanii (2010)



Źródło: *Centrum Badania Wykupów Menedżerskich*, (Imperial College London), https://www.imperial.ac.uk/, [dostęp: 02.11.2016].

Wykres 2. Struktura finansowania transakcji wykupów menedżerskich w Polsce (2015)



Źródło: *Materiały VII Konferencji Wykupy Menedżerskie w Polsce* (2016).

Opierając się na tych statystykach można zaobserwować, że kapitał gromadzony przez Grupę Menedżerską oraz Partnera Kapitałowego stanowi około 40% wartości środków gromadzonych na zrealizowanie transakcji wykupu menedżerskiego. Blisko 50% to kredyt bankowy, zaś około 10% stanowi finansowanie typu *mezzanine* (obligacje) oferowane przez Partnera Finansowego. Udział w wartości finansowania przez Sprzedającego jest marginalny i stanowi około 1% przypadków.

Badania, przeprowadzone przy okazji VII Konferencji Wykupy Menedżerskie w Polsce organizowanej w roku 2011, wykazały, że finansowanie dłużne opiera się o finansowanie kredytowe, które stanowi 55% finansowania oraz finansowanie od Partnera Finansowego (*mezzanine*/obligacje) – 2%, zaś pozostałą, część 43%, stanowi kapitał gromadzony przez Grupę Menedżerską (3%) oraz Partnera Kapitałowego (40%).

BIBLIOGRAFIA

Centrum Badania Wykupów Menedżerskich, Imperial College London, https://www.imperial.ac.uk/, [dostęp: 02.11.2016].

Konferencje krajowe dotyczące wykupów menedżerskich w latach 2003–2016.

Materiały VII Konferencji Wykupy Menedżerskie w Polsce (2016), Łódź.

Walińska E., Gajdka J. (1998), *Zarządzanie finansowe. Teoria i praktyka*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, tom 1, Warszawa.

Ustawa z dnia 29 czerwca 1995 roku o obligacjach, Dz.U. 2001, nr 120, poz. 1300 tekst ujednolicony.

Ustawa z dnia 15 września 2000 roku Kodeks spółek handlowych, Dz.U. 2000, nr 94, poz. 1037.

FINANCING OF MANAGEMENT BUYOUT IN POLAND AND ON INTERNATIONAL MARKET

ABSTRACT

Management Buy-Out is the purchase of a business by its management, usually in cooperation with outside financiers (e.g. private equity providers). Buyouts vary in size, scope and complexity but the key feature is that the managers acquire an equity interest in their business, sometimes a controlling stake, for a relatively modest personal investment. The existing owners sell most or usually all of their investment to the managers and their co-investors.

Since the beginning of the 21st century, the number of transactions MBO definitely growing up in Poland. This is a consequence of the increased availability of various forms of financing in Poland, egg. private equity, mezzanine financing, structure finance in banks.

This study aims to present:
- types of financing transactions MBO;
- entities, which may be financed in the process;
- financial instruments used in the financing of management buy-outs.
Keywords: management *buy out*, private equity, manager, mezzanine.