Alina Skorb-Gała

WYKUPY MENEDŻERSKIE JAKO NOWA FORMA ZWIĘKSZANIA EFEKTYWNOŚCI ZARZĄDZANIA SPÓŁKĄ

1. Wprowadzenie

Obecny rynek kapitałowy charakteryzuje się otoczeniem związanym z dużym ryzykiem i niepewnością, dlatego intensywnie poszukuje się rozwiązań, które przyczynią się do podniesienia efektywności zarządzania przedsiębiorstwem. Na rynkach zachodnich już w latach osiemdziesiątych pojawiły się transakcje zwane wykupami menedżerskimi. Mają one umożliwić grupie ambitnych i aktywnych menedżerów lepsze zarządzanie i rozwój spółki poprzez wykupienie jej na własność. W Polsce również dostrzeżono zalety tego typu transakcji. Celem artykułu jest przedstawienie istoty i zasad przeprowadzania transakcji wykupów menedżerskich oraz analiza polskiego i europejskich rynków tego typu transakcji.

2. Istota i pojęcie wykupów menedżerskich

Wykup menedżerski przybiera zasadniczo dwie formy: *management buy out* – MBO lub *management buy in* – MBI. MBO to transakcja, w wyniku której osoby zarządzające spółką stają się właścicielem głównego pakietu akcji/udziałów. Natomiast MBI to wykup spółki przez menedżerów zewnętrznych. Z uwagi na istotę transakcji, którą jest zmiana właściciela w spółce, transakcje wykupów zaliczane są do obszaru działalności finansowej określanego jako fuzje i przejęcia, czyli mają na celu zwiększenie efektywności działania spółki z tą różnicą, że wykupy menedżerskie dotyczą przedsiębiorstw będących w dobrej kondycji finansowej. Transakcje wykupu posiadają ponadto kilka charakterystycznych elementów, które wyraźnie odróżniają je od standardowych transakcji fuzji i przejęć, są to[1]:

- szczególna rola menadżerów kupujących – sukces transakcji bardzo mocno uzależniony jest od ich kompetencji odpowiedniego rozkładu umiejętności, posiadanego planu i wizji przedsięwzięcia oraz możliwości pomiędzy sprzeda-

[1] Strony www.mbo.pl pobrane w dniu 30.09.2005 r.

jącym i kupującym – występuje tu sytuacja, w której kupujący jest pracownikiem sprzedającego; sprzedający więc, jako właściciel, ma uprzywilejowaną pozycję w transakcji ze względu na prawa właścicielskie i może zablokować transakcję; natomiast kupujący wie o spółce dużo więcej, zna jej wartość, możliwości rozwojowe oraz ograniczenia;
- utworzenie podmiotu nabywającego – ze względu na konieczność pozyskania znacznego kapitału grupa menadżerów powołuje do życia osobną spółkę celową, tzw. wehikuł inwestycyjny (*special purpose vehicle SPV*);
- konieczność pozyskania innego kapitału niż środki własne – w tego typu transakcjach najczęściej środki pozyskiwane są od banków, funduszy inwestycyjnych i od partnera kapitałowego;
- w klasycznym schemacie transakcji dochodzi na końcu do połączenia (fuzji) wehikułu inwestycyjnego ze spółką wykupioną.

Ze względu na tę specyfikę transakcji bardzo istotne jest dobre przygotowanie grupy menedżerów do poszczególnych etapów działania. Firmy doradcze zajmujące się wykupami zasadniczo zalecają cztery etapy działania:

Etap I – wstęp. Na tym etapie pojawia się idea realizacji wykupu, która równie dobrze może powstać wśród grupy menedżerskiej, jak i może być ona grupie menedżerskiej zaproponowana. Istotnym elementem jest również dobór osób, które miałyby uczestniczyć w wykupie, tworząc grupę menedżerską, oraz podjęcie decyzji, czy wykup będzie realizowany samodzielnie przez tę grupę, czy zostanie zatrudniony doradca w procesie. Praktyka pokazuje, że większość kupujących decyduje się na zatrudnienie doradcy. Przesłanki takiej decyzji wynikają między innymi z następujących oczekiwań:
- pomoc w przygotowaniu strategii i ocenie projekcji finansowych w okresie wykupu;
- pozyskanie finansowania od instytucji (memorandum informacyjne);
- ułożenie relacji wewnątrz grupy menedżerskiej w kontekście powołania wehikułu inwestycyjnego;
- przygotowanie oferty;
- przygotowanie struktury transakcji;
- reprezentowanie grupy menedżerskiej w negocjacjach z właścicielem;
- optymalizacja podatkowa transakcji;
- przygotowanie umów sprzedaży;
- realizacja połączenia spółek (o ile będzie wymagane).

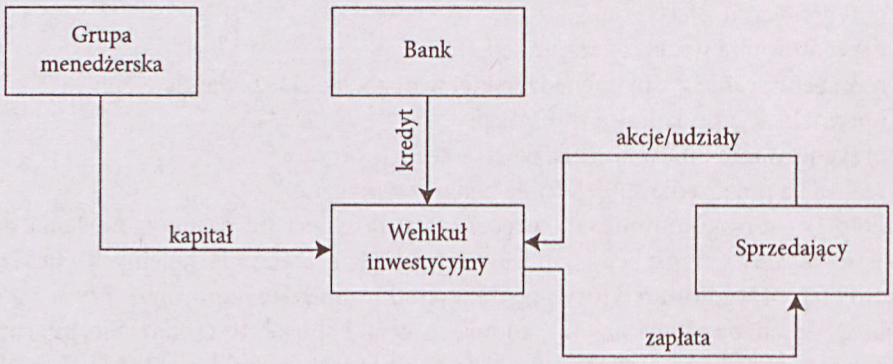
Etap II – przygotowanie. Im więcej czasu poświęci się na przygotowania do przeprowadzenia transakcji, tym łatwiejsza będzie realizacja kolejnych etapów. Jest to etap przygotowań, który przede wszystkim ma dać odpowiedź, czy w ogóle da się zrealizować wykup, a jeżeli tak, to w jaki sposób to zrobić. Niezmiernie ważne jest określenie wartości spółki (jeżeli nie jest to spółka notowana), gdyż w bezpośredni sposób będzie to miało wpływ na składaną ofertę oraz później-

sze negocjacje. Na tym etapie grupa menedżerska powinna już posiadać wstępne rozpoznanie możliwości sfinansowania transakcji przez dawców kapitału (banki, fundusze inwestycyjne, partnerów kapitałowych). Jeżeli zbadane elementy będą wskazywały, że możliwe będzie zrealizowanie wykupu, to dochodzi do skonstruowania oferty i jej złożenie sprzedającemu.

Etap III – realizacja. Dobrze przygotowany wykup pozwala na skrócenie etapu III. Po złożeniu oferty dochodzi do negocjacji. W zdecydowany sposób pozycja negocjacyjna grupy menedżerskiej wzrasta, jeżeli przed przystąpieniem do negocjacji jest już zaaranżowane finansowanie oraz jeżeli jest powołany podmiot nabywający (wehikuł inwestycyjny). Podpisanie umowy sprzedaży jest często uzależnione od przedstawienia zabezpieczenia finansowego związanego z zapłatą ceny. Jeżeli strony dochodzą ostatecznie do porozumienia, to podpisywana jest umowa sprzedaży oraz realizowane płatności wraz z przejściem własności akcji/udziałów.

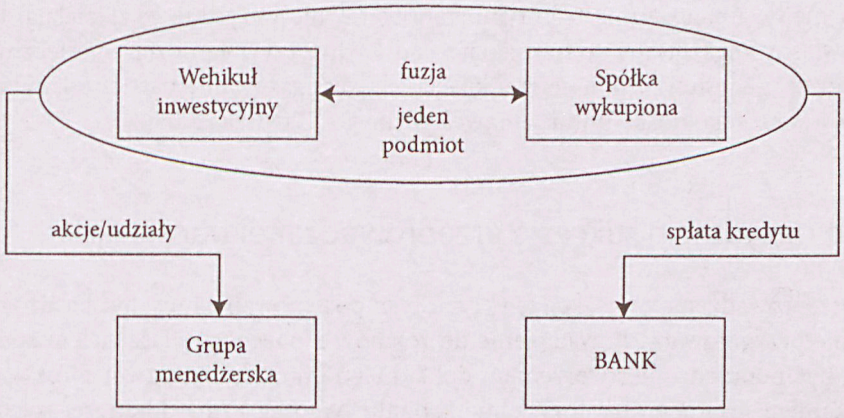
Etap IV – zakończenie. Po nabyciu powstaje problem spłaty zadłużenia które ciąży na wehikule inwestycyjnym niemającym przychodów. W celu rozwiązania tego problemu realizowane jest połączenie wehikułu inwestycyjnego oraz spółki wykupionej (fuzja). Połączony podmiot przejmuje na siebie z jednej strony zobowiązania wehikułu inwestycyjnego, z drugiej strony posiada zdolność do generowania gotówki z działalności bieżącej spółki przejętej. Oczywiście funkcjonują struktury, które nie wymagają realizacji fuzji (np. wykorzystujące instytucję umorzenia), jednakże w każdym przypadku istotne jest zabezpieczenie finansowania na spłatę zadłużenia związanego z wykupem. Okres spłaty zadłużenia jest oczywiście różny, zazwyczaj jednak wykupy planowane są na 5 lat. Transakcja wykupu kończy się w momencie spłaty zaciągniętego długu.

Proces realizacji transakcji wykupu przedstawiają rysunki 1 i 2.



Rysunek 1

Źródło: strony www.mbo.pl



Rysunek 2

Źródło: strony www.mbo.pl

3. Poszukiwanie partnerów kapitałowych

Pozyskanie środków pieniężnych na zrealizowanie wykupu jest głównym problemem grup menedżerskich zamierzających zrealizować transakcję. Potencjalnymi dawcami kapitału dla realizacji transakcji wykupów w Polsce są [Zawisza, 2005]: banki, fundusze inwestycyjne oraz inwestorzy prywatni. W Wielkiej Brytanii, która jest najbardziej rozwiniętym rynkiem wykupów menedżerskich w Europie, choć szybko podążają za nią Niemcy i Francja, finansowanie wykupu menedżerskiego opiera się na pięciu źródłach [Zawisza, 2005]:

a) kapitale menedżerów (5–7 proc. wartości transakcji);
b) kapitale dostarczanym przez np. fundusze inwestycyjne (30–35 proc.);
c) finansowaniu długiem pomostowym (*mezzanine finance*)[2] (4 proc.);
d) obligacjach niezabezpieczonych (7 proc.);
e) kredycie bankowym (42–48 proc.).

Jak pokazuje przebieg transakcji wykupu menedżerskiego, jest on niezwykle złożony i za każdym razem inny, dlatego struktura finansowania zawsze jest rozpatrywana indywidualnie. W Polsce najczęstszą formą finansowania transakcji jest kredyt bankowy oraz środki własne menedżerów. Udział kredytowania bankowego dochodzi do 80% wartości transakcji, co stanowi zdecydowanie większy odsetek niż w Europie Zachodniej. Z tego powodu banki podchodzą bardzo

[2] Finansowanie długiem pomostowym oznacza finansowanie poprzez środkowy szczebel w rankingu źródeł finansowania przewidzianych do zwrotu na wypadek upadłości. Zwykle odnosi się do gwarantowanego długu i kapitału własnego. Może zawierać też opcje lub inny rodzaj prawa do udziału w kapitale własnym.

ostrożnie do finansowania tego typu transakcji i nie wszystkie go udzielają. Kapitał własny angażowany do transakcji to od 12 do 24 wynagrodzeń miesięcznych menadżera. Niestety, w Polsce rzadkością jest zaangażowanie partnera kapitałowego, a w szczególności funduszu inwestycyjnego [Zawisza, 2005].

4. Co decyduje o sukcesie przeprowadzanej transakcji?

Do przeprowadzenia transakcji tego typu plan postępowania musi być bardzo dokładnie przygotowany. Przystąpienie do rozmów z obecnym właścicielem spółki musi być poprzedzone stworzeniem dokładnego pomysłu na rozwój spółki oraz uzyskaniem gwarancji na pozyskanie kapitału. Według firmy doradczej Avallon Sp. z o.o., specjalizującej się w wykupach, o powodzeniu transakcji decyduje pięć czynników [Sieradzan, Sobańska, 2005]:
- dobra pozycja rynkowa spółki,
- wzrostowe tendencje rynku,
- nieobciążone aktywa,
- dodatnia rentowność,
- wysokie kwalifikacje kadry menedżerskiej.

To jednak nie wszystko. Ze względu na dużą specyfikę transakcji MBO bardzo istotne są inne, miękkie czynniki, takie jak chociażby: intuicja, przejrzystość działania, szybkość oraz wysoka kompetencja menadżerów. Świadomość w tym zakresie jest już coraz większa, o czym świadczy wzrastająca liczba przeprowadzonych z sukcesem transakcji MBO na rynku polskim.

5. Sytuacja polskiego i europejskiego rynku transakcji wykupów menedżerskich

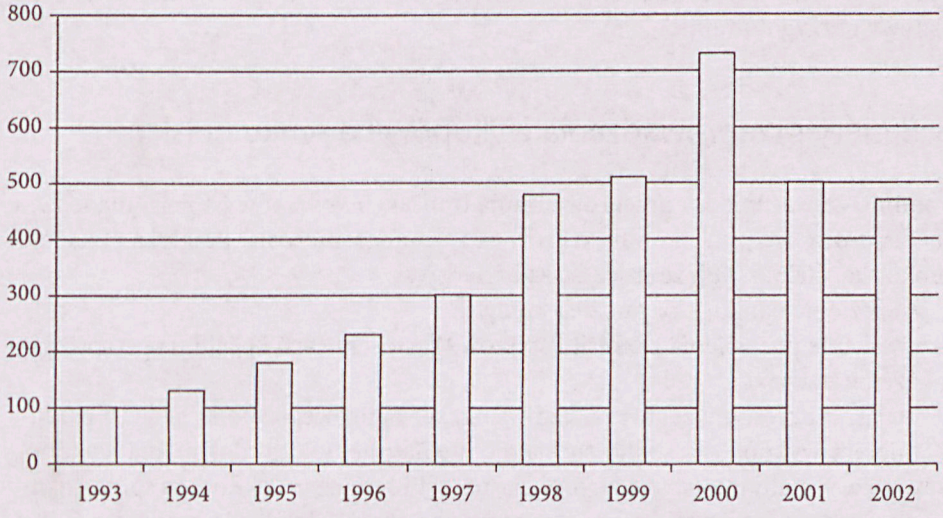
Polski rynek wykupów menedżerskich jest cały czas niewielki, chociaż warunki do wykupów menedżerskich już w Polsce istnieją. Pierwsze transakcje w Polsce mające cechy wykupu menedżerskiego to prywatyzacja przedsiębiorstw państwowych drogą leasingu pracowniczego. Jednak te transakcje odbiegają trochę od klasycznej formy MBO. Specjaliści klasyfikują je jako EBO – *employees buyout*. Przedmiotem wykupów menedżerskich stały się też spółki z programu NFI. Te transakcje bardziej przypominały klasyczne MBO, choć ich wartość była niewielka. Dopiero od dwóch lat polscy menedżerowie zaczęli uczestniczyć w większych transakcjach wykupów. Przyczyniły się do tego takie czynniki, jak:
- stopniowy wzrost poziomu środków własnych menadżerów,
- spadek oprocentowania kredytów bankowych,

- wzrost skłonności banków do finansowania takich transakcji,
- spadek wartości firm w aspekcie trwającego spowolnienia gospodarczego.

Ta sytuacja doprowadziła do zwiększającej się co roku liczby przeprowadzanych transakcji MBO. Według danych firmy Avallon (zajmującej się doradztwem w sprawach wykupów) [Sieradzan, Sobańska, 2005, s. 8], w 2001 roku przeprowadzono w Polsce tylko dwie takie transakcje, w 2002 roku – 14, a w 2003 – 23. Wyraźnie następuje więc tendencja wzrostowa. Szacuje się, że rocznie przeprowadzanych jest około 30–40 transakcji i zdecydowanie przeważają transakcje typu MBO. Oczywiście liczby te w żaden sposób nie mogą być porównywane z Europą Zachodnią.

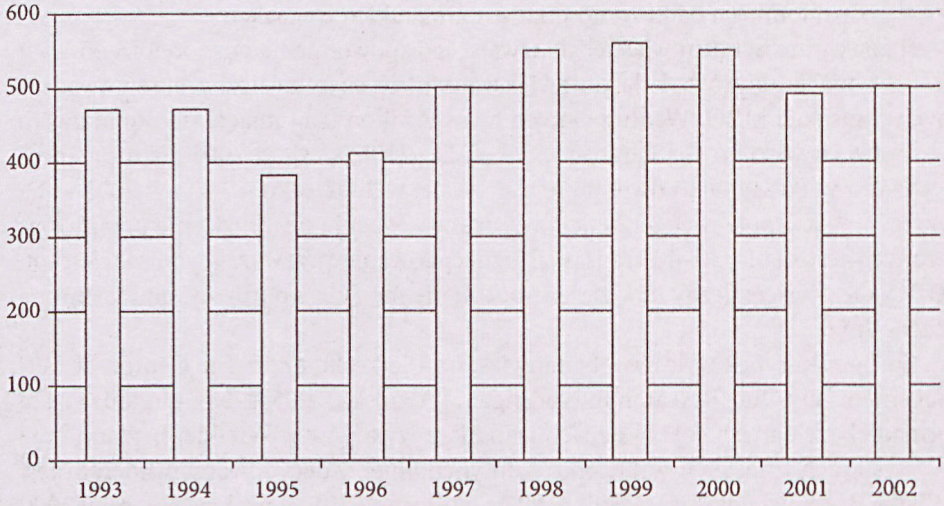
Europejski rynek wykupów badany jest od 1980 roku przez The Centre for Management Buy Outs Research in Nottingam [Pokojska, 2005, s. 38]. Organizacja ta posiada bazę danych o 11 tysiącach transakcji wykupów w Wielkiej Brytanii oraz o 7 tysiącach transakcji w Europie Kontynentalnej. Zdecydowanym liderem jest Wielka Brytania, gdzie np. w roku 1997 zanotowano 701 transakcji, a w roku 2000 osiągnięto najwyższą wartość transakcji – 160 mld PLN. Wartości i liczbę transakcji w Wielkiej Brytanii przedstawia rysunek 3.

W pozostałej części Europy transakcje MBO i MBI zaczęły rozwijać się nieco później. Jednak w roku 1991 zanotowano już 331 transakcji, a w 1998 roku zanotowano ich ponad 500. Największa liczba tych transakcji jest zawierana w Niemczech i Francji.



Rysunek 3. Transakcje Buy out/Buy in w Wielkiej Brytanii w latach 1993–2002 (dane w przybliżeniu)

Źródło: CMBOR/Barclays Private Equity/Deloitte & Touche



Rysunek 4. Transakcje Buy out/Buy in w Europie Kontynentalnej w latach 1993–2002 (dane w przybliżeniu)

Źródło: CMBOR/Barclays Private Equity/Deloitte & Touche

Polski rynek wykupów pozostaje więc daleko w klasyfikacji europejskiej. Do tego cały czas na naszym rynku przemiany własnościowe są postrzegane źle, a sytuacja, w której członkowie zarządu próbują przejąć firmę, kojarzona jest z aferami i nieetycznym postępowaniem. Dalszy rozwój rynku wykupów w bardzo dużym stopniu jest uzależniony od samych menedżerów, ich świadomości, inicjatywy i przygotowania.

6. Bariery przeprowadzania wykupów na rynku polskim

Pomimo że warunki do przeprowadzania transakcji wykupów istnieją, menedżerowie muszą być przygotowani na różnego typu ograniczenia. Praktyka pokazuje [Pokojska, 2005, s. 40], że najczęstszą barierą jest:

- znalezienie banku, który udzieli kredytu,
- uzyskanie pozwolenia Komisji Papierów Wartościowych i Giełd na przeprowadzenie transakcji[3],
- niejasno określony zakres zakazu wsparcia finansowego spółki będącej przedmiotem wykupu dla spółki specjalnie utworzonej w celu dokonania wykupu, czyli wehikułu inwestycyjnego. Niejasne jest również to, że Kodeks spółek handlowych ustanawia taki zapis dla spółek akcyjnych, ale nie dla spółek z o.o.

[3] Przykładem braku uzyskania takiego pozwolenie jest spółka Sanok Stomil, gdzie KPWiG nie zgodziła się na wykup z dużym udziałem kredytu.

7. Podsumowanie

Rynek wykupów menedżerskich otwiera duże możliwości zmian dla kadry zarządzającej oraz spółek. Dla pierwszych jest to szansa na posiadanie własnego, dobrze funkcjonującego przedsiębiorstwa, a dla drugich szansa na zwiększanie efektywności i poprawę procesów organizacyjno-zarządczych. Rynek ten otwiera również nowe możliwości dla instytucji finansowych, które powinny stworzyć narzędzia ułatwiające przeprowadzanie tego typu transakcji. Biorąc bowiem pod uwagę sytuacje takich rynków w Europie Zachodniej, można przewidywać, że w Polsce będzie to rynek sukcesywnie rozwijający się.

Bibliografia

1. Sieradzan P., Sobańska K. (2005), *Wykupy menedżerskie, czyli jak z najemnika stać się właścicielem*, „Harvard Business Review Polska", styczeń.
2. Pokojska M. (2005), *Menedżer właścicielem*, „CEO Magazyn Kadry Zarządzającej", kwiecień.
3. Zawisza M. (2005), *Czym sfinansować wykup menedżerski*, „Puls Biznesu", marzec.
4. Stamirowski T. (2005), *Interes życia dla menadżera*, „Puls Biznesu", marzec.
5. Strony www.mbo.pl w dniu 30.09.2005.
6. Knaflewski M., Rudnicki M., Szczepaniak K. (2001), *Nowe prawo spółek z komentarzem*, Magnum Dom Wydawniczy – Prawo i Finanse, Gorzów Wlkp.

Managerial buyouts as a new form of increasing the effectiveness of company management

Summary

The main goal of his paper is to describe the transaction of Management by on and Management by in, as a new form of manage of enterprises. This kind of transaction are very new on Polish target. The article shows basic definition of MBO and MBI and situation of Polish and European target of this kind transactions.