

Transakcje LBO

Czym są transakcje LBO

Transakcja LBO (Leveraged Buy Out) to rodzaj transakcji, w następstwie której inwestor zewnętrzny nabywa pakiet kontrolny udziałów (akcji) w spółce przejmowanej za środki finansowe pochodzące głównie z kredytu, przy wkładzie własnym na poziomie 15–25%. Istotną cechą tego typu transakcji jest fakt, że zabezpieczeniem pożyczonego kapitału są nabywane udziały (akcje) w spółce przejmowanej.

Mówiąc inaczej, grupa kupująca angażuje niewielką w stosunku do całości transakcji wartość kapitału własnego, a większość pozyskiwanych do transakcji środków finansowych to instrumenty dłużne. Warto tutaj zaznaczyć, że cechą charakterystyczną transakcji jest przede wszystkim wysoki udział długu w finansowaniu przejęcia.

Znaczenie transakcji LBO

W krajach wysoko rozwiniętych transakcje LBO odgrywają znaczącą rolę w życiu gospodarczym. Podstawową kwestią, która decyduje o wciąż rosnącej popularności tego typu transakcji, jest ich efektywność ekonomiczno-finansowa. Powszechnie uważane są one za jedną z najlepszych form restrukturyzacji. Znacząco optymalizują strukturę finansowania i przyczyniają się do znacznego wzrostu jakości zarządzania przedsiębiorstwem.

W skali mikroekonomicznej pociąga to za sobą wzrost wartości przejętej spółki i pozwala uzyskać inwestorom bardzo wysokie stopy zwrotu z zainwestowanego kapitału. Natomiast w skali makroekonomicznej przyczynia się to do lepszego wykorzystania zasobów i potencjału drzemącego w gospodarce, czyli w istocie do wyższej konkurencyjności całej gospodarki i szybszego wzrostu dochodu narodowego.

Klasyfikacja LBO

LBO klasyfikuje się według wysokości udziału kapitału dłużnego w realizowanej transakcji. Duże znaczenie przy klasyfikacji ma również skład zespołu przejmującego. Wśród inwestorów, którzy w swojej działalności wykorzystują szeroko pojęte LBO wyróżniamy m.in. inwestorów indywidualnych specjalizujących się w nabywaniu i restrukturyzowaniu przedsiębiorstw oraz przedsiębiorstwa inwestycyjne. Ponadto dużymi beneficjentami tego typu transakcji są banki inwestycyjne. Również zarządy przejmowanego przedsiębiorstwa oraz dotychczasowi właściciele przedsiębiorstw należą do tego grona.

Cele LBO

Najczęściej celem inwestorów przy realizacji transakcji typu LBO jest w pierwszym etapie restrukturyzacja spółki prowadząca na ogół do wzrostu jej wartości, a następnie odsprzedaż udziałów z zyskiem. Późniejsza sprzedaż udziałów może odbywać się w oparciu o wprowadzenie akcji spółki do obrotu giełdowego lub sprzedaż udziałów inwestorowi strategicznemu.

Przyczyny zawierania LBO

Wśród przyczyn przeprowadzania tego typu operacji możemy wyróżnić m.in. maksymalizację przyrostu wartości zainwestowanego kapitału (w oparciu o mechanizm dźwigni finansowej), efekt tarczy podatkowej (w oparciu o koszty odsetek długu) oraz redukcję kosztów agencji wraz ze wzrostem wydajności oraz czynnik właścicielski.

Warunki przeprowadzania LBO

Wśród warunków, jakie powinna spełniać spółka stanowiąca potencjalny podmiot do przejęcia, wymienia się niskie ryzyko operacyjne i możliwości przeprowadzenia restrukturyzacji operacyjnej. Kolejnymi istotnymi warunkami przeprowadzania tego typu operacji są znacząca baza aktywów, która może zostać wykorzystana jako zabezpieczenie zaciągniętego na wykup kredytu oraz niski poziom zadłużenia i możliwość przeprowadzenia restrukturyzacji finansowej. Nie bez znaczenia jest również silna pozycja rynkowa i stała stopa wzrostu oraz zmotywowana kadra menedżerska.

Co może być przedmiotem transakcji LBO

Przedmiotem transakcji LBO mogą być zarówno spółki publiczne, notujące swoje akcje na giełdzie lub w obrocie pozagiełdowym, a także spółki prywatne, których akcje nie są notowane na giełdzie. Zazwyczaj nabycie spółki publicznej poprzez transakcję typu LBO prowadzi do jej późniejszego przekształcenia w spółkę prywatną. Ma to miejsce w przypadku odkupienia, zwykle przez niewielką grupę inwestorów, akcji spółki przejmowanej od jej obecnych akcjonariuszy. Prowadzi to bezpośrednio do wycofania akcji z rynku.

Inwestorzy z transakcji LBO, oczekują przede wszystkim wzrostu wartości ich inwestycji oraz realizacji osiągniętego zysku. Warto w tym miejscu zaznaczyć, że zysk uda się zrealizować, jeśli możliwe będzie zwiększenie wartości rynkowej przejętego przedsiębiorstwa oraz odsprzedaż go po wyższej cenie.

Transakcje LBO są często zawierane przy poparciu i współpracy zarządów przedsiębiorstw, które chcą nabyć daną spółkę. Jeżeli ich zarząd akceptuje transakcję, to zwykle inwestorzy oferują mu współudział w inwestycji i zyskach.

Zdarzają się również przypadki, że owe zarządy przedsiębiorstw nie wyrażają zgody na transakcję. W przypadku, kiedy współpraca zarządów przejmowanych i przejmujących jest niezbędna, zazwyczaj inwestorzy wycofują się z takiej operacji. Niekiedy transakcja okazuje się tak atrakcyjna, że niechęć i brak akceptacji ze strony zarządu kandydującego do przejęcia nie jest w stanie zrazić inwestorów. Jeśli taka transakcja dochodzi do skutku, nazywana jest wrogim przejęciem typu LBO.

Ryzyko operacji LBO

Operacje LBO są narażone na duże ryzyko. Jeśli dług stanowi pokaźną część kapitału przedsiębiorstwa, prowadzi to do wzrostu ryzyka finansowego wyrażające się w tym, że w razie spadku poziomu sprzedaży lub marż zysku, wytwarzane przez przedsiębiorstwo cash flow'y mogą nie pokryć zadłużenia. Jeżeli taki stan będzie utrzymywał się przez dłuższy czas, to zadłużenie może okazać się powodem bankructwa danego przedsiębiorstwa.

Inną przyczyną niepowodzenia transakcji LBO może być zbyt szybka restrukturyzacja i brak poprawnego zarządzania przedsiębiorstwem, szczególnie w przypadku prowadzenia przez przedsiębiorstwo działalności na dużą skalę oraz w różnych segmentach rynku. Ryzyko to może potęgować fakt całkowitego odsunięcia od kierowania dotychczasowych właścicieli lub założycieli przedsiębiorstwa. Wysokie zadłużenie przedsiębiorstwa w znacznym stopniu ogranicza możliwości inwestycyjne, które mogą okazać się głównym czynnikiem decydującym o ewentualnym sukcesie, wpływającym na zdolność przedsiębiorstwa do konkurowania w zmienionych warunkach rynkowych, nieuwzględnionych w trakcie analizy kandydata do nabycia będącego przedmiotem transakcji LBO.

Efektywność LBO

Do najważniejszych kryteriów oceny efektywności transakcji LBO z punktu widzenia dotychczasowych akcjonariuszy jest wzrost wartości zainwestowanego przez nich kapitału. Według teorii finansów, wzrost wartości akcji może być związany ze zmianą cen akcji w okresie inwestowania, jak również z wypłatą dywidend dla akcjonariuszy. W kategoriach ekonomicznych, racjonalne mierzenie wzrostu wartości dla akcjonariuszy sprzedających możliwe jest odnośnie do LBO spółek notowanych. W tym przypadku do oceny stopy zwrotu dla dotychczasowych akcjonariuszy stosuje się wskaźnik CAR. Wskaźnik ten określa nadwyżkę uzyskanej przez inwestora stopy zwrotu ponad średnią oczekiwaną stopę zwrotu możliwą do uzyskania przy danym poziomie ryzyka inwestycji.

W przypadku transakcji LBO cena nabycia oferowana przez grupę kupującą jest zwykle dużo wyższa niż przeciętna cena giełdowa, co oznacza, że akcjonariusze firmy kupowanej otrzymują ponadprzeciętną stopę zwrotu. Dzieje się tak, gdyż struktura transakcji LBO wymaga przejęcia przez grupę kupującą większościowego pakietu akcji spółki, umożliwiającego nie tylko przejęcie kontroli nad firmą i wprowadzenie koniecznych zmian w przedsiębiorstwie, ale również w większości przypadków wycofanie firmy z giełdy.

Wg badań, cena akcji w przypadku nabywania dużych pakietów akcji jest wyższa od cen mniejszych pakietów akcji, traktowanych przez inwestorów jako inwestycje o charakterze pasywnym. Nadwyżka ceny płacona przez inwestorów przy nabywaniu dużych pakietów akcji jest nazywana premią za kontrole. Istotne jest tutaj, że premia za kontrole jest dodatnio skorelowana z wielkością pakietu przejmowanych akcji. Osiąga ona najwyższy poziom w przypadku wezwania publicznego na zakup pakietu kontrolnego lub całości akcji. Można zatem stwierdzić, że w przypadku LBO, tak jak w przypadku przejęć przez inwestorów strategicznych, podstawą dla uzyskiwania CAR przez dotychczasowych akcjonariuszy LBO jest wysoka premia za kontrolę płacona przez grupę kupującą przy nabyciu całościowego pakietu akcji.

Inne zagrożenia wynikające z LBO

Nie można nie zauważyć, że wysokiej stopie zwrotu uzyskiwanej przez akcjonariuszy sprzedających i kupujących, towarzyszy ponoszenie strat przez pożyczkodawców i pozostałe grupy interesariuszy w przedsiębiorstwie, a w konsekwencji transakcji dochodzi do transferu wartości od pozostałych interesariuszy firmy do akcjonariuszy. Przyczyną tych strat jest konflikt interesów pomiędzy właścicielami przedsiębiorstwa i menedżerami a pożyczkodawcami. Istotą owego konfliktu stanowi transfer wartości od pożyczkodawców do właścicieli firmy. Wynika on z podejmowania przez zarząd, kierujący się interesem akcjonariuszy, bardziej ryzykownych projektów niż było to zaprezentowane pożyczkodawcom.

W drastycznych sytuacjach realizacja transakcji wykupu lewarowanego powoduje zaostrzenie konfliktu interesów pomiędzy pożyczkodawcami a akcjonariuszami. Jednym z jej ognisk zapalnych jest fakt straty z tytułu wykupu lewarowanego, którą ponoszą pożyczkodawcy, udzielający finansowania firmie w okresie przed wykupem. W wyniku przejęcia znacznie rośnie ryzyko finansowe przedsiębiorstwa, podczas gdy odsetki dla pożyczkodawców utrzymywane są na poziomie sprzed wykupu. W konsekwencji wartość rynkowa dłużnych papierów wartościowych emitowanych przez firmę przejmowaną przed przejęciem zmniejsza się po przeprowadzeniu transakcji.

Bibliografia:

Jajuga K., Jajuga T., Inwestycje, PWN, Warszawa

M. Wrzesiński, Fuzje i przejęcia: wykup lewarowany (LBO) i menedżerski (MBO): uwarunkowania rozwoju w Polsce, Liber, Warszawa

mfiles.pl/pl/index.php/LBO

http://jmf.wzr.pl/pim/2013_2_2_43.pdf

