

KRZYSZTOF MELNAROWICZ

FINANSOWANIE TRANSAKCJI FUZJI I PRZEJĘĆ Z UDZIAŁEM FUNDUSZY *PRIVATE EQUITY* W POLSCE

WSTĘP

Podczas procesu przejęcia lub fuzji jednym z najważniejszych czynników sukcesu jest prawidłowa decyzja co do wyboru struktury oraz techniki finansowania transakcji. Oczywiście wybór metody finansowania jest uzależniony od rodzaju oferty lub od dostępności różnych źródeł finansowania. Do podstawowych metod płatności w transakcjach przejęć zostały zaliczone w literaturze¹: gotówka, akcje, papiery wartościowe.

Wymienione płatności mieszczą się w różnych metodach finansowania transakcji fuzji i przejęć. M. Lewandowski² dzieli sposoby finansowania i opłacania transakcji fuzji i przejęć na kapitały pozyskiwane przez nabywającego oraz kapitały otrzymywane przez podmiot przejmowany. W pierwszym wypadku zaliczane są następujące źródła kapitału: gotówka własna lub wygenerowana przez przejęty podmiot, emisja akcji, emisja obligacji zamiennych, emisja krótkoterminowych papierów dłużnych, pożyczka lub kredyt, inne.

W powyższych sposobach finansowania transakcji nie zostały jednak ujęte fundusze *private equity* (PE), które zaczynają pełnić ważną rolę w finansowa-

Dr KRZYSZTOF MELNAROWICZ – Wydział Nauk Społecznych Instytut Ekonomii i Zarządzania Katolicki Uniwersytet Lubelski, Aleje Raławickie 14, 20-950 Lublin; e-mail: krzysztof.melnarowicz@gmail.com

¹ S. SUDARSANAM, *Fuzje i przejęcia*, Warszawa: WIG-Press 1998, s. 180-183.

² M. LEWANDOWSKI, *Połączenia przedsiębiorstw – koszty i sposoby opłacenia*, „Nasz Rynek Kapitałowy” 2000, nr 4, s. 49.

niu transakcji. Ten sposób finansowania zostanie szerzej opisany w dalszej części artykułu.

Celem niniejszego opracowania jest uporządkowanie sposobów finansowania transakcji fuzji i przejęć z udziałem funduszy *private equity* z punktu widzenia podmiotu przejmującego, oraz przedstawienie ich charakterystyki i znaczenia dla gospodarki. Zagadnienie to jest tym bardziej interesujące, że historyczne ujęcie wartości oraz ilości transakcji fuzji i przejęć wykazuje pewną zmienność aktywności konsolidacyjnej. Sposoby finansowania oraz jego dostępność wydają się mieć znaczący wpływ na tą zmienność.

1. SPOSOBY FINANSOWANIA TRANSAKCJI FUZJI I PRZEJĘĆ

Fuzje i przejęcia są jedną z form rozwoju zewnętrznego przedsiębiorstw³. Istotnym źródłem finansowania tych transakcji są środki własne firm, czyli zgromadzone nadwyżki finansowe. Warto jednak zwrócić uwagę, że w tym wypadku transakcje te są przeważnie traktowane jako inwestycje długoterminowe. W aspekcie zarządzania kapitałem finansowanie inwestycji rzeczowych czy finansowych niczym się nie różni. Należy jednak pamiętać, że przeznaczenie wszystkich środków finansowych na inwestycje może grozić pozbawieniem przedsiębiorstwa możliwości finansowania swoich potrzeb obrotowych. Może się wówczas pojawić ujemny kapitał obrotowy i pierwsze problemy finansowe przedsiębiorstwa. Niezbędne stają się wtedy sięgnięcie po kapitały zewnętrzne w formie, na przykład, kredytów czy pożyczek. Wykorzystanie środków własnych w wypadku transakcji fuzji i przejęć musi być dokładnie przemyślaną strategią, a kapitał przeznaczony na tego typu transakcje powinien być długoterminowy.

Dobrym sposobem finansowania transakcji na rynku kontroli przedsiębiorstw jest pozyskanie kapitału z tytułu emisji akcji na giełdzie. Ta forma finansowania jest w miarę łatwo dostępna dla przedsiębiorstwa, które jest już spółką giełdową, a polega na emisji akcji kolejnych serii. Wydłużony proces dotyczy jedynie podmiotów, które dopiero mają zamiar wejść na giełdę. Pozyaskiwanie kapitału przeznaczonego na fuzje i przejęcia przez emisje akcji na polskiej giełdzie nie dotyczy tylko i wyłącznie polskich debiutantów giełdowych. Na GPW odnotowano kilka debiutów zagranicznych spółek, które de-

³ J. KORPUS, *Fuzje i przejęcia*, Warszawa: PWN 2014, s. 22.

klarowały chęć wykorzystania w ten sposób pozyskanych środków między innymi na transakcje przejęć⁴. Praktyka giełdowa wykształciła wiele metod określanych ogólnym mianem transakcji wykupu oraz odkupu (ang. *Buy-Out* oraz *Buy-Back*). W pierwszym wypadku mamy do czynienia z transakcjami wykupu akcji własnych przez daną spółkę giełdową, w drugim – z transakcjami wykupu akcji obcych przedsiębiorstw. Transakcje te zawierają się w ogólnym pojęciu fuzji i przejęć i zostaną w dalszej części artykułu szerzej omówione.

W transakcjach wykupu coraz częściej biorą udział fundusze *private equity*, które nie tylko korzystają z giełdy, a wręcz znacznie częściej z takich instytucji finansowych, jak banki. Fundusze, inwestując swoje środki w przejęcie spółki, dostarczają część kapitału, która jest niezbędna do otrzymania finansowania od banków.

Przy okazji omawiania metod finansowania transakcji na rynku kontroli przedsiębiorstw należy wspomnieć o znacznym wpływie ostatniego kryzysu finansowego na ten rynek. Niechęć banków do finansowania nowych transakcji oraz kłopoty ze spłatą istniejących zobowiązań wymusiły na szukających finansowania ostrożniejsze, bardziej wyrafinowane podejście czy większą elastyczność przy akceptowaniu bardziej złożonych rozwiązań. Charakterystyczne dla tego typu transakcji jest to, że wraz ze zmianą sytuacji ekonomicznej zmienia się podejście do sposobu ich finansowania. Poszukiwane są alternatywne źródła pozyskiwania środków, a struktury finansowania stają się bardziej złożone. Spadek liczby transakcji na tym rynku⁵ i zaostrzenie kryteriów ich oceny, a także zmiany w podejściu do finansowania tego typu projektów zmuszają do bardziej starannego przygotowywania strony prawnej transakcji. Spadek liczby transakcji wynika głównie z następujących powodów: spadku aktywności funduszy *private equity*, odgrywających znaczącą rolę w rozwoju rynku kontroli przedsiębiorstw, rezerwy banków niechętnie finansujących transakcje fuzji i przejęć, ograniczenia możliwości realizacji tego typu projektów poprzez IPO (wejście na giełdę).

⁴ Na przykład w październiku 2006 r. na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych zadebiutowała Słowacka spółka Asseco Slovakia, zajmująca się produkcją oprogramowania i integracją systemów informatycznych. Z emisji akcji spółka zebrała blisko 80 milionów złotych, zamierzając przeznaczyć te środki finansowe na przejęcia i powiększenie swojej grupy kapitałowej.

⁵ M&A report 2014, https://www.wilmerhale.com/uploadedFiles/Shared_Content/Editorial/Publications/Documents/2014-WilmerHale-MA-Report.pdf [dostęp: 06.10.2015].

Duża ostrożność instytucji finansowych wymusza na podmiotach planujących transakcje na rynku kontroli przedsiębiorstw, zwłaszcza typu LBO czy MBO, inne podejście do oceny rentowności transakcji, a także sposobu konstruowania finansowania zewnętrznego i realizacji samej transakcji. Ostatni czas dobrej koniunktury gospodarczej odsunął na dalszy plan podstawowe cele transakcji fuzji i przejęć, do których można zaliczyć: wsparcie rozwoju przedsiębiorstwa we wczesnej fazie rozwoju, poprawę rentowności przejmowanej spółki, rozszerzanie rynków zbytu.

Powszechna dostępność taniego kredytu sprawiła, że za główny zysk z tego typu transakcji zaczęto uznawać zastąpienie drogiego, własnego kapitału, tanim długiem zewnętrznym. Dobra koniunktura zachęcała do optymistycznego podejścia do oceny potencjału wzrostowego wartości spółki, bez względu na jej realny rozwój i potencjalny wzrost rentowności. Ten nadmierny optymizm większości uczestników transakcji fuzji i przejęć udzielił się bankom. Kryzys finansowy zweryfikował dotychczasowe założenia w zakresie rentowności przejmowanych podmiotów, a realizowane projekty przestały mieścić się w ustalonych z bankami parametrach finansowych⁶. Dotyczyło to zarówno wskaźników odnoszących się do zmiany wartości finansowanych aktywów, jak i rentowności działalności.

Czasy, kiedy poziom finansowania długiem zewnętrznym sięgał ponad 85%, minęły i pewnie jeszcze długo nie powrócą. Jednym ze skutków ostatniego kryzysu jest znacznie większy udział kapitałów własnych inwestorów w finansowaniu projektów, a wynika to nie tylko z oczekiwań banków finansujących tego typu transakcje, ale i inwestorów, którzy w czasie dekonunktury obawiają się obciążać spółki zbyt dużym długiem.

Obecnie można zauważyć trend zastępowania prostego finansowania zewnętrznego przez jeden podmiot (bank lub fundusz) bardziej złożonymi formami, na przykład z udziałem banku, funduszu *mezzanine* i inwestora branżowego, pełniącego rolę pożyczkodawcy lub mniejszościowego udziałowca. Takie metody finansowania nie są nowością dla rynku kontroli przedsiębiorstw, ale obecnie jego udział może się znacznie zwiększyć.

Instrumentem finansowym, który był dotąd rzadko używany w Polsce⁷, a zasługuje obecnie na pewną uwagę, jest podporządkowane finansowanie

⁶ J.M. HOGAN, *Recent Financing Trends in U.S. M&A Deals*, "PSF Journal", Torys LLP, Nowy Jork 31 marca 2010, s. 25.

⁷ M. LUBIENIECKI, *Finansowanie Fuzji i przejęć*, „Parkiet”, 23 czerwca 2009, <http://www.parkiet.com/artukul/14,823496.html> [dostęp: 10.10.2015].

dłużne (ang. *mezzanine*). Jest to instrument, który służy wypełnieniu luki w strukturze finansowania, powstałej pomiędzy kapitałami własnymi oraz maksymalną wysokością finansowania uprzywilejowanego oferowanego przez banki. *Mezzanine* jako alternatywa dla nowej emisji akcji jest szczególnie atrakcyjna dla akcjonariuszy wrażliwych na punkcie rozwodnienia swoich udziałów. Pojawienie się podmiotów oferujących finansowanie tego typu może pomóc w dalszym rozwoju przedsiębiorstw, a współpraca z nimi pozwoli na dość swobodne i maksymalne wykorzystanie finansowania długiem pozyskanym od klasycznych instytucji finansowych, pozostawiając własność spółki w rękach udziałowców. Ta metoda finansowania zapewni stabilność projektu poprzez długoterminowe udostępnienie brakujących środków.

2. CHARAKTERYSTYKA WYKUPU W TRANSAKCJACH FUZJI I PRZEJĘĆ

Transakcje odkupu charakteryzują dwie zasadnicze cechy. Po pierwsze, są to transakcje polegające na nabywaniu większościowych pakietów akcji/udziałów przedsiębiorstwa w celu uzyskania nad nim strategicznej kontroli⁸. Po drugie, przy wszystkich transakcjach tego typu wysokość kredytów uzyskanych na nabycie akcji/udziałów danej spółki jest ściśle uzależniona od kondycji finansowej nabywanej spółki, od której nabyte akcje/udziały będą też stanowić zabezpieczenie udzielonego kredytu. Wysokość nie jest uzależniona od kondycji finansowej spółki nabywającej. Do najpopularniejszych transakcji typu wykupu zalicza się: wykupienie firmy przez grupę inwestorów zewnętrznych (ang. *Leverage Buy-Out, LBO*), wykupienie firmy przez jej kadre kierowniczą (ang. *Management Buy-Out, MBO*), rekapitalizacja wspierana długiem (ang. *leveraged recapitalisation*) – wykazuje wiele cech wspólnych z transakcją typu LBO, akcjonariat pracowniczy (ang. *Employee Stock Ownership Plan – ESOP*).

Technikę transakcji przejęć przy udziale długu lub, jak to zostało przyjęte w literaturze przedmiotu oraz w praktyce⁹, wspomaganą dźwignią finansową (ang. *leveraged buy-out/LBO*) nazywa się wykupem lewarowanym. LBO

⁸ B. ROZWADOWSKA, *Fuzje i przejęcia. Dlaczego kończą się (nie) powodzeniem*, Poznań: StudioEmka 2012, s. 13-16.

⁹ <http://www.olafgetting.com/index.php/doradztwo-finansowe-5/wykup-lewarowany-lbo-i-wykup-menederski-mbo> [dostęp: 05.08.2015].

jest transakcją, w której grupa kupujących składająca się z aktywnych inwestorów finansowych i menedżerów przejmuje kontrolę nad istniejącą spółką w celu zwiększenia wartości jej akcji, a następnie ich sprzedaży i realizacji zysku. Cechą wyróżniającą tego typu transakcje jest struktura finansowania przejęcia przedsiębiorstwa. Grupa kupująca angażuje niewielką w stosunku do całości transakcji wartość kapitału własnego, a większość pozyskiwanych do transakcji środków finansowych to instrumenty dłużne. Cechą charakterystyczną transakcji jest przede wszystkim wysoki udział długu w finansowaniu przejęcia, który w skrajnych przypadkach osiąga nawet 90%.

W finansowaniu transakcji uczestniczą trzy grupy inwestorów: pożyczkodawcy udzielający środków finansowych zabezpieczonych aktywami firmy, pożyczkodawcy udostępniający środki finansowe w postaci długu podporządkowanego, nie zabezpieczonego majątkiem firmy, oraz instytucje angażujące kapitał własny w transakcje wykupu (np. *private equity*). Sfinansowanie transakcji LBO jest szczególną czynnością, która jest podejmowana w zasadzie przez organizacje specjalizujące się w tego rodzaju działalności, jak: fundusze *private equity*, specjalistyczne fundusze LBO i banki¹⁰. Podstawowym celem wykupu lewarowanego jest uzyskanie przez uczestników grupy kupującej wysokiej stopy zwrotu z zainwestowanego kapitału. W wypadku LBO stosowany jest mechanizm dźwigni finansowej, która może dać przejmującym wysoki zysk z zainwestowanego kapitału przy stosunkowo wysokim ryzyku przedsięwzięcia. W transakcjach wykupu lewarowanego ważnym źródłem zwiększenia wartości akcji dla grupy kupującej jest optymalizacja struktury finansowania. Jest ona uzyskiwana poprzez zwiększenie udziału tańszego finansowania dłużnego w strukturze kapitału (efekt dźwigni finansowej). Zmiana struktury finansowania nie jest jednak jedynym źródłem wzrostu wartości przejmowanych w drodze LBO przedsiębiorstw. Przyjmuje się, że nawet ważniejszym elementem wzrostu wartości jest restrukturyzacja operacyjna przejmowanych przedsiębiorstw, która jest związana zwłaszcza z redukcją kosztów stałych, wydzieleniem pewnych aktywów czy optymalizacją portfela produktów.

Ważnym typem wykupu jest wykup menedżerski (ang. *Management Buy-out*). Jest to transakcja, w której dotychczasowa grupa menedżerów przedsiębiorstwa przejmuje nad nim kontrolę, a ich udział w kapitale zakładowym

¹⁰ M. LEWANDOWSKI, *Financial assistance w spółce akcyjnej – teoria i praktyka*, „Monitor Prawniczy” 2004, nr 13, s. 17.

spółki kształtuje się w przedziale 10-15%¹¹. Podstawowe rodzaje wykupów menedżerskich to wykup inicjowany z wewnątrz (MBO) oraz zewnętrzny (ang. *MBI, Management Buy In*). W literaturze europejskiej pojęcie wykupu menedżerskiego używane jest niekiedy zamiennie z pojęciem wykupu lewarowanego (ang. *Leveraged Buyout, LBO*), podczas gdy w literaturze amerykańskiej pojęcie LBO zawiera w sobie zarówno pojęcie transakcji LBO, jak i transakcji wykupu menedżerskiego¹². Czynnikiem, który skłania menedżerów do podjęcia ryzyka i zaangażowania środków finansowych w nabywaną w drodze MBO spółkę, jest przekonanie o ukrytej wartości zarządzanej przez nich firmy (jej niedoszacowanie przez rynek) oraz wiara w możliwość jej odzyskania. Zdobycie kontroli nad spółką pozwala zrealizować własne wizje rozwoju spółki, wykorzystać jej potencjał i swoje umiejętności zarządcze w najefektywniejszy sposób. W zależności od sytuacji, w jakiej znaleźli się menedżerowie, motywującym bodźcem do przejęcia spółki jest utrzymanie stanowisk w firmie. Możliwość utraty pracy przez menedżera zwiększa się zwłaszcza w obliczu potencjalnych restrukturyzacji lub zmian właścicielskich w spółce. Wyjście dotychczasowego inwestora, wrogie przejęcie spółki to okoliczności, które potencjalnie przyniosą zmiany w jej zarządzie¹³. Istotna jest także chęć zdobycia prestiżu z tytułu bycia właścicielem firmy i realizacji ambicji życiowych. Druga strona transakcji, a więc dotychczasowi właściciele przedsiębiorstwa, przy podjęciu decyzji o sprzedaży spółki grupie zarządzającej kieruje się najczęściej następującymi przesłankami: uzyskanie wyższej stopy zwrotu, realizacja strategii wyjścia z danego sektora lub przedsięwzięcia, potrzeba przeprowadzania zmian restrukturyzacyjnych, agresywna polityka konkurencyjnych przedsiębiorstw, których celem jest wrogie przejęcie, zmiana struktury grupy kapitałowej.

Aby transakcja wykupu menedżerskiego zakończyła się z sukcesem, najważniejsze są dwa kluczowe czynniki: jakość i motywacja kadry zarządczej. Wśród osób zajmujących się tematyką rynku kontroli przedsiębiorstw określa się również tylko trzy kluczowe czynniki, decydujące o sukcesie danego przedsięwzięcia: „Po pierwsze dobrzy menedżerowie, po drugie dobrzy menedżerowie, po trzecie dobrzy menedżerowie”. Duży wpływ na motywację menedżerów osiąga się poprzez integrację funkcji zarządczych i właścicielskich,

¹¹ M. WRZESIŃSKI, *Fuzje i przejęcia. Wykup lewarowany (LBO) i menedżerski*, Warszawa: K.E. Liber 2000, s. 3.

¹² Tamże.

¹³ T. STAMIROWSKI, *Interes życia dla menedżera*, „Puls Biznesu” z 30 marca 2005 r.

czyli poprzez uzależnienie wynagrodzenia uzyskiwanego przez menedżera od wyników osiąganych przez przedsiębiorstwo, a to znów można osiągnąć poprzez udostępnienie znaczącego udziału w kapitale przejmowanej spółki. Dodatkowe korzyści, oprócz zysków z akcji zakupionych w ramach MBO, to: opcje menedżerskie, inne instrumenty premiujące za maksymalizację wartości akcji spółki. Menedżerowie, inwestując przeciętnie 3% środków koniecznych dla sfinansowania wykupu, uzyskują średnio do 30% kapitału przejmowanej spółki¹⁴.

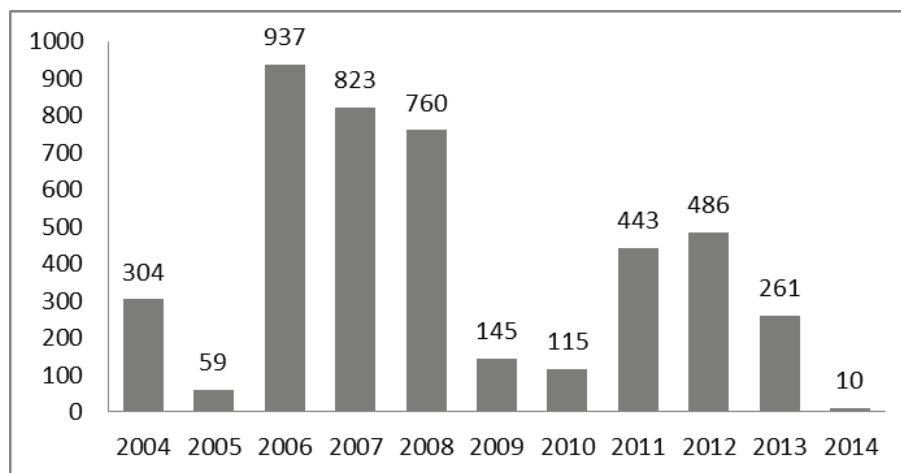
Sama transakcja nabycia przedsiębiorstwa w drodze wykupu następuje poprzez spółkę specjalnego przeznaczenia (SPV), która jest utworzona przez grupę kupującą wyłącznie w celu nabycia akcji spółki przejmowanej. Spółka ta gromadzi konieczny do przeprowadzenia transakcji kapitał w postaci środków własnych grupy menedżerów oraz pozyskuje finansowanie dłużne (na przykład kredyt bankowy, *mezzanine*). Zadłużenie spłacane jest ze środków spółki przejmowanej, co możliwe jest dzięki połączeniu SPV ze spółką będącą przedmiotem MBO (klasyczne MBO) bądź w innej formie, na przykład poprzez przepływ środków ze spółki przejmowanej do spółki celowej w formie zapłaty za świadczone przez nią usługi (na przykład usługi administracyjne). Innym często wykorzystywanym sposobem zwiększenia udziału grupy menedżerów posiadających akcje spółki jest umorzenie akcji własnych podmiotu nabywanego. Wreszcie ostatni typ transakcji wykupu polega na wykupie akcji przez pracowników firmy z możliwością wsparcia pracowników kredytem bankowym. Pojawienie się transakcji odkupu związane jest z faktem, że w krajach rozwiniętych, w których transakcje tego typu są przeprowadzane, formalnym nabywcą przejmowanego podmiotu jest specjalnie w tym celu nowo powołana spółka. Jest ona analizowana później przez pryzmat podmiotów ją zakładających. W efekcie takiego działania spłata kredytu ma być uzależniona od możliwości finansowych przejmowanej spółki. Te dwie zasadnicze cechy odróżniają wykup od tradycyjnej formy nabywania akcji spółki przez inne podmioty. W tradycyjnej formie nabywania akcji przy wykorzystaniu kredytu bankowego ocenie kredytowej dokonywanej przez bank podlega przede wszystkim spółka zainteresowana przejęciem innego podmiotu. Taka spółka przejmująca jest wówczas zdolna do pożyczania środków finansowych w zamian za swoją wiarygodność kredytową, natomiast w wypadku transakcji odkupu bank rozpatruje możliwość udzielenia kredytu dopiero po wnikliwej analizie sytuacji finansowej oraz wartości spółki będącej dopiero celem przejęcia.

¹⁴ M. WRZESIŃSKI, *Fuzje i przejęcia*, s. 4.

Transakcje wykupu prowadzone są także przez fundusze *private equity*. Fundusze, inwestując w spółki, mają na celu osiągnięcie jak najwyższych zwrotów z zainwestowanego kapitału. Aby to osiągnąć, z jednej strony muszą inwestować w spółki niedocenione przez rynek, z drugiej w te, które mają ukryty potencjał wzrostu. Wymienione wyżej transakcje wykupu służą także funduszom do sprzedaży posiadanych spółek portfelowych. Transakcje MBO, MBI oraz LBO są jedną z form finansowania tego typu projektów oprócz innej opcji, jaką jest debiut giełdowy i sprzedaż akcji przez giełdę.

3. FUNDUSZE *PRIVATE EQUITY* W TRANSAKCJACH FUZJI I PRZEJĘĆ W POLSCE

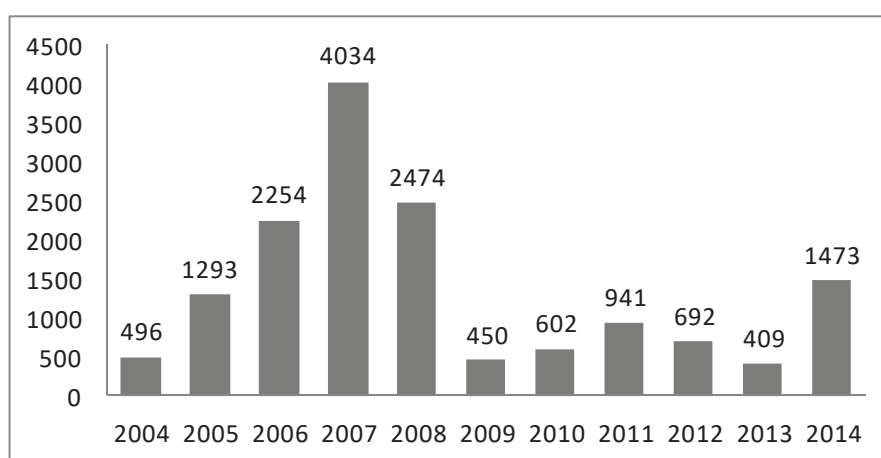
Rynek funduszy *private equity* w Polsce rozwijał się bardzo dynamicznie od początku 1990 r., a od 2006 udowodnił, że może być jednym z lepszych na świecie pod względem zysków ze zrealizowanych inwestycji. O ile rynki amerykański czy brytyjski uznawane są za wiodące w tym sektorze, o tyle rynek polski jest pod wieloma względami znakomitym rynkiem dla inwestycji PE. Odzwierciedla to wartość zebranych funduszy przez PE w Polsce, gdzie lata 2006-2008 należały jak dotąd do rekordowych (rys. 1).



Rysunek 1. Wartość zebranych funduszy przez PE w Polsce w latach 2004-2014 (mln EUR)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie EVCA Yearbook 2014, <http://www.investeurope.eu/media/406345/EVCA-2014-CEE-report.pdf> [dostęp: 08.10.2015].

Wartość funduszy zebranych w Polsce w stosunku do CEE (rys. 2) przedstawiała zazwyczaj wysoki poziom, pokazując znaczny wpływ naszego kraju na cały region. Do funduszy PE napłynęło prawie 1,5 mld EUR skierowanych na nowe inwestycje w tym regionie, co oznacza przeszło trzykrotny wzrost w stosunku do 2013 r. Był to jednocześnie najlepszy wynik, począwszy od roku 2008 oraz czwarty rezultat w historii środkowoeuropejskiego rynku funduszy *private equity*.



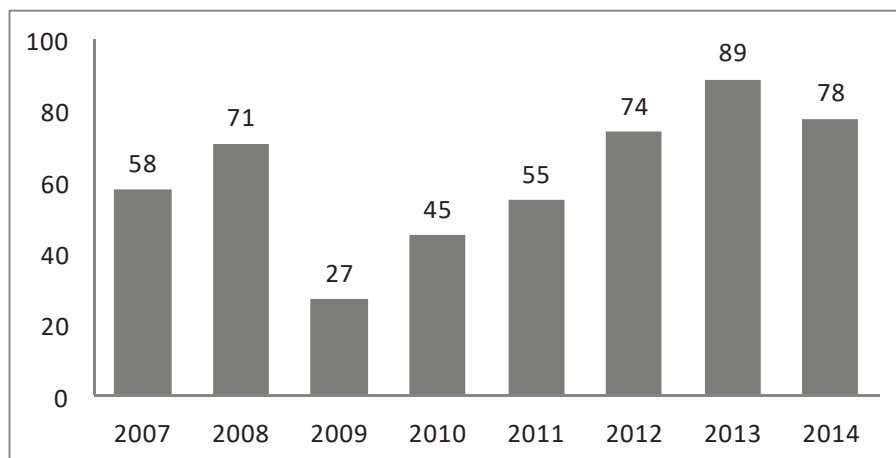
Rysunek 2. Wartość zebranych funduszy przez PE w CEE w latach 2004-2014 (mln EUR)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie EVCA Yearbook 2014, <http://www.investeurope.eu/media/406345/EVCA-2014-CEE-report.pdf> [dostęp: 08.10.2015].

Polska jest największym rynkiem regionu Europy Środkowo-Wschodniej (ang. *Central and Eastern Europe* – dalej: CEE). Wartość zebranych funduszy stanowiła 20-70% całości funduszy zebranych w krajach CEE. Rok 2014 w tych statystykach jest jednak nadzwyczaj niski (niecałe 1%), co wydaje się mało wiarygodne i bez porównania z innymi statystykami zostanie w niniejszym opracowaniu pominięty.

Warto także zauważyć rekordową liczbę środkowoeuropejskich spółek, które zostały sfinansowane przez fundusze w 2014 r.; ogółem było to 290 firm w porównaniu do 242 w 2013 r. Większość z nich to były polskie spółki¹⁵.

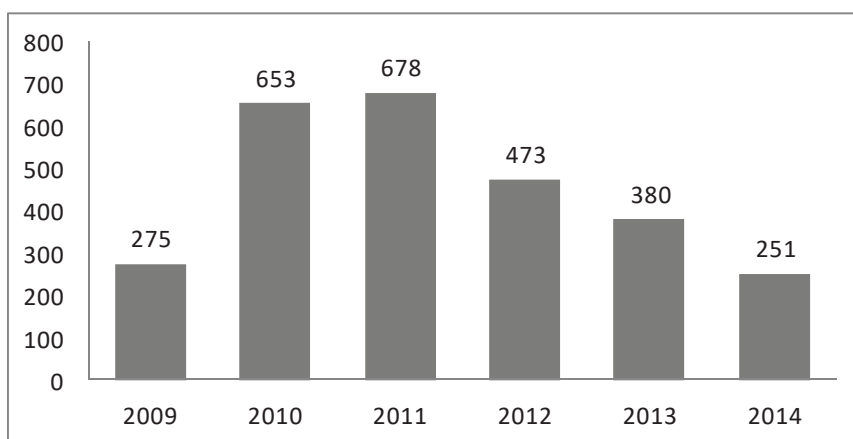
¹⁵ <http://www.psik.org.pl/wiadomosci-psik/items/rekordowa-liczba-spolek-sfinansowana-przez-fundusze-pevc-w-europie-srodkowej.html> [dostęp: 05.10.2015].



Rysunek 3. Inwestycje PE w Polsce w liczbie spółek w latach 2004-2014

Źródło: Opracowanie własne na podstawie EVCA Yearbook 2014, <http://www.investeuropa.eu/media/406345/EVCA-2014-CEE-report.pdf> [dostęp: 08.10.2015].

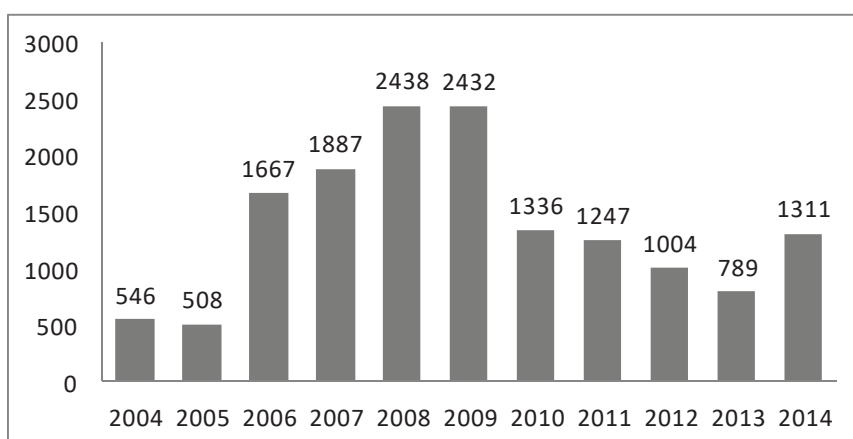
W 2014 r. 78 spółek z Polski znalazło swoich inwestorów w postaci funduszy PE (rys. 3). Choć było to mniej niż rok wcześniej, stanowiło jednakże znaczny odsetek firm w regionie CEE. Większość spółek, bo aż 54, została sfinansowana przez fundusze *venture capital* (VC), które są ujmowane jako część *private equity*). Inwestują w mniejsze, młode spółki o zwiększonym profilu ryzyka, stąd przy dużej liczbie transakcji łączna wartość inwestycji PE w Polsce spadła w 2014 r. o 34%, to znaczy do 251 mln EUR (rys. 4).



Rysunek 4. Wartość rocznych inwestycji PE w Polsce w latach 2009-2014 (mln EUR)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie EVCA Yearbook 2014, <http://www.investeurope.eu/media/406345/EVCA-2014-CEE-report.pdf> [dostęp: 08.10.2015].

Porównując Polskę do regionu CEE, można zauważyć podobny trend. Wartość inwestycji w regionie Europy Środkowej (CEE) wzrosła o ponad 60% w porównaniu do roku 2013 i wyniosła ponad 1,3 mld EUR. Obrazuje to rys. 5., pokazujący wartość inwestycji w ubiegłych latach w tym regionie.



Rysunek 5. Wartość rocznych inwestycji PE w regionie CEE w latach 2009-2014 (mln EUR)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie EVCA Yearbook 2014, <http://www.investeurope.eu/media/406345/EVCA-2014-CEE-report.pdf> [dostęp: 08.10.2015].

Również na rynku wyjść fundusze PE były bardzo aktywne, sprzedając spółki, w które wcześniej zainwestowały prawie 1,3 mld EUR.

Udział funduszy *private equity* w transakcjach fuzji i przejęć w latach 2008-2014 zmieniał się pod wpływem panującego wówczas na świecie kryzysu finansowego¹⁶. Warte zauważenia jest korelacja transakcji fuzji i przejęć ogółem z transakcjami zawieranymi przez fundusze *private equity*, co pokazano w tabeli 1. Porównanie Polski z resztą regionu pokazuje jednak (po spadku, który miał miejsce we wszystkich regionach w 2009 r.) wzrost znaczenia transakcji funduszy *private equity* w transakcjach ogółem. Trend ten utrzymywany był także do 2014 roku (tab. 2).

Tabela 1. Transakcje fuzji i przejęć z udziałem fundusz *private equity* w latach 2008-2011

Region	Rok	Wartość transakcji M&A (mld)	Wartość transakcji z udziałem funduszy PE (mld)	Udział PE/ M&A
Polska	2008	15,0 EUR	0,636 EUR	4,24%
	2009	9,6 EUR	0,267 EUR	2,78%
	2010	21,0 EUR	0,657 EUR	3,13%
	2011	17,5 EUR	0,678 EUR	3,89%
Europa	2008	595,6 EUR	54,2 EUR	9,10%
	2009	291,6 EUR	24,0 EUR	8,23%
	2010	600,2 EUR	43,1 EUR	7,18%
	2011	1 146,1 EUR	45,5 EUR	3,97%
USA	2008	690,2 USD	30,0 USD	4,35%
	2009	564,3 USD	19,0 USD	3,37%
	2010	887,3 USD	23,0 USD	2,59%
	2011	1 591,6 USD	29,0 USD	1,82%

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych EVCA, NVCA.

¹⁶ K. MELNAROWICZ, *Uwarunkowania rynkowe funduszy typu Private Equity*, „Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów” 2011, z. 110, s. 145.

Pomimo najlepszego pod względem inwestycyjnym dla funduszy *private equity* roku 2008 lata 2010-2011 były jeszcze lepsze dla tego typu inwestycji w naszym kraju. Warto zaznaczyć, że – jak dotąd – były to lata rekordowe, gdyż od 2012 r. wartość transakcji fuzji i przejęć wykonywanych przez fundusze znacznie spadła, co obrazuje tab. 2. W porównaniu do całości transakcji fuzji i przejęć wartość transakcji z udziałem funduszy PE stanowiła jeden z najwyższych wskaźników w ostatnich latach. Wynikało to, oczywiście, z małej wartości transakcji fuzji i przejęć ogółem w 2014 r.

Tabela 2. Wartość transakcji M&A w Polsce
w porównaniu z transakcje z udziałem fundusz *private equity*
w latach 2011-2014

Region	Rok	Wartość transakcji M&A (mld)	Wartość transakcji z udziałem funduszy PE (mld)	Udział PE/ M&A
Polska	2011	18,0 USD	0,617 USD	3,42%
	2012	9,0 USD	0,473 USD	5,25%
	2013	11,6 USD	0,345 USD	2,97%
	2014	4,5 USD	0,228 USD	5,06%

Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów EVCA oraz Thomson Reuters reports w latach 2011-2014.

Nawiązując do finansowania w trasakcjach fuzji i przejęć, warto zaznaczyć, że pierwszym projektem LBO w Polsce był wykup telewizji kablowej Aster City w 2003 r. przez konsorcjum, której liderem było brytyjskie *private equity* Hicks Muse. Kredytu udzieliły wtedy zagraniczne banki, w tym Europejski Bank Odbudowy i Rozwoju. W 2003 r. podobną operację przeprowadził fundusz *private equity* Advent, kupując spółkę Bolix. Kredytu udzielił wtedy Bank BPH. W tym samym czasie wykupiona została spółka Nomi (sieć sklepów „Dom i Ogród”) przez Enterprise Investors we współpracy z bankiem BZ WBK. Następną transakcją był wykup spółki Ergis (materiały do wykończenia mieszkań) przez fundusz DBG we współpracy z BRE Bankiem. Na początku

2006 r. telewizja Aster przeszła w ręce nowego właściciela, funduszu Mid Europe Partners za kwotę 1,6 mld PLN przy dużym udziale banków¹⁷.

PODSUMOWANIE

Przedstawione rozważania porządkują sposoby finansowania transakcji fuzji i przejęć z udziałem funduszy *private equity*, przedstawiając ich charakterystykę oraz znaczenie dla gospodarki. Opisane w niniejszej publikacji transakcje stanowią interesującą alternatywę dla przedsiębiorstw w porównaniu do emisji akcji czy finansowania przez banki transakcji fuzji i przejęć. Przeanalizowane dane pokazują, że w Polsce ten typ transakcji staje się coraz bardziej popularny i pozwala skutecznie wspierać firmy w ich dalszym rozwoju. Ostatni kryzys finansowy pokazał, że finansowanie transakcji fuzji i przejęć przy udziale funduszy *private equity* staje się coraz bardziej popularny. Menedżerowie coraz chętniej sięgają po ten rodzaj finansowania w celu wsparcia dalszego rozwoju przedsiębiorstw, na przykład w formie *mezzanine* czy też przy odkupie od dotychczasowych właścicieli. Transakcje tego typu stanowią interesujący element badań, ale też powinny w jeszcze szerszym zakresie zainteresować menedżerów oraz właścicieli polskich przedsiębiorstw. Wydaje się, że pomimo wzrostu liczby i wartości w ostatnich czasach jest ich wciąż mało, gdy weźmiemy pod uwagę potencjał reprezentowany przez polskie przedsiębiorstwa. Ciekawym problemem badawczym jest także bardzo mały wpływ tego typu sposobu finansowania na firmy dopiero powstające tzw. *start-up*'y. Przyczynę takiego stanu mogłyby wyjaśnić badania jakościowe typu *case study* oraz następnie przeprowadzone badania statystyczne, potwierdzające prawidłowości wykryte i opisane na podstawie studium przypadku. Byłyby to ciekawy element w dalszych badaniach z zakresu omawianej tematyki.

BIBLIOGRAFIA

EVCA Yearbook 2014, <http://www.investeurope.eu/media/406345/EVCA-2014-CEE-report.pdf> [dostęp: 08.10.2015].

¹⁷ <http://www.skarbiec.biz/wiadomosci/index.php?archiwum=122006> [dostęp: 05.12.2006].

- HOGAN J.M.: Recent Financing Trends in U.S. M&A Deals, "PSF Journal", Torys LLP, Nowy Jork 31 marca 2010.
- KORPUS J.: Fuzje i przejęcia, Warszawa: PWN 2014.
- LEWANDOWSKI M.: *Financial assistance* w spółce akcyjnej - teoria i praktyka, „Monitor Prawniczy” 2004, nr 13.
- LEWANDOWSKI M.: Połączenia przedsiębiorstw – koszty i sposoby opłacenia, „Nasz Rynek Kapitałowy” 2000, nr 4.
- LUBIENIECKI M.: Finansowanie Fuzji i przejęć, „Parkiet”, 23 czerwca 2009, <http://www.parkiet.com/artykul/14,823496.html> [dostęp: 10.10.2015].
- M&A report 2014, https://www.wilmerhale.com/uploadedFiles/Shared_Content/Editorial/Publications/Documents/2014-WilmerHale-MA-Report.pdf [dostęp: 06.10.2015]
- MELNAROWICZ K.: Uwarunkowania rynkowe funduszy typu Private Equity, „Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów” 2011, z. 110.
- NVCA report, <http://nvca.org/research/venture-investment/> [dostęp: 05.08.2013].
- NVCA MoneyTree Report, Data: Thomson Reuters, PWC Global *Private equity* Report 2011, <https://www.pwcmoneytree.com/> [dostęp: 05.09.2015].
- <http://www.olafgetting.com/index.php/doradztwo-finansowe-5/wykup-lewarowany-lbo-i-wykup-menedzerski-mbo> [dostęp: 05.08.2015].
- Polskie Stowarzyszenie Inwestorów Kapitałowych, <http://www.psik.org.pl/wiadomosci-psik/items/rekordowa-liczba-spolek-sfinansowana-przez-fundusze-pevc-w-europie-srodkowej.html> [dostęp: 05.10.2015].
- ROZWADOWSKA B.: Fuzje i przejęcia. Dlaczego kończą się (nie)powodzeniem, Poznań: StudioEmka 2012.
- Skarbiec.biz, <http://www.skarbiec.biz/wiadomosci/index.php?archiwum=122006> [dostęp: 05.12.2006].
- STAMIROWSKI T.: Interes życia dla menedżera, „Puls Biznesu” z 30 III 2005.
- SUDARSANAM S.: Fuzje i przejęcia, Warszawa: WIG-Press 1998.
- Thomson Reuters reports 2011-2014, <http://ir.thomsonreuters.com/phoenix.zhtml?c=76540&p=irol-reportsannual> [dostęp: 09.10.2015].
- UNCTAD, World Investment Reports, Geneva 2014, http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/wir2014_overview_en.pdf [dostęp: 10.09.2015].
- WRZESIŃSKI M.: Fuzje i przejęcia. Wykup lewarowany (LBO) i menedżerski, Warszawa: K.E. Liber 2000.

FINANSOWANIE TRANSAKCJI FUZJI I PRZEJĘĆ Z UDZIAŁEM FUNDUSZY *PRIVATE EQUITY* W POLSCE

Streszczenie

Rynek funduszy *private equity* w Polsce rozwijał się bardzo dynamicznie od początku 1990 r., a w kolejnych latach udowodnił, że może być jednym z lepszych na świecie pod względem zysków ze zrealizowanych inwestycji. O ile rynek amerykański czy brytyjski uznawane są za wiodące

w tym sektorze, o tyle rynek polski jest pod wieloma względami znakomitym rynkiem dla inwestycji funduszy *private equity*.

Polska zalicza się do znaczących rynków regionu Europy Środkowo-Wschodniej (ang. *Central and Eastern Europe* – dalej: CEE). Tylko w 2014 r. wartość inwestycji funduszy *private equity* stanowiła 19% całości inwestycji w krajach CEE (w 2013 r. było to 48%) oraz niecały 1% całości inwestycji w Europie (w 2013 r. było to nieco ponad 1%). W Polsce, najbardziej popularne okazały się branże konsumpcyjna (27%) i telekomunikacyjna (25%). Finansowanie transakcji fuzji i przejęć z udziałem funduszy *private equity* staje się coraz bardziej widoczne na polskim rynku. Problematyka tego typu finansowania wśród polskich przedsiębiorstw wymaga przeprowadzenia głębszych analiz.

Słowa kluczowe: fundusze *private equity*; fuzje i przejęcia.

FINANCING MERGERS AND ACQUISITIONS BY PRIVATE EQUITY IN POLAND

Summary

In Poland from early 90's mergers and acquisitions market developed very dynamic and it proved next years that it can be one of the best developing market taking into account internal rate of return. It is worth mentioning, that leading merger and acquisition markets are in US and UK but also polish market is very profitable for that kind of business.

Poland belongs to one of the largest mergers and acquisitions markets in Central and Eastern Europe. Only in 2014 the value of private equity investments was 19% of the total investments in CEE (in 2013 it was over 48%) as well as almost 1% of the total investments in the whole Europe (in 2013 it was slightly above 1%). Unlike in 2013, the most popular sectors for investors were retail (27%) and telecommunication (25%). Financing mergers and acquisitions with the participation of private equity became more popular in Poland and worth taking into consideration by polish companies. However the subject of this kind of investments demands some deeper research and analysis.

Key words: private equity; mergers and acquisitions.