

Ewa Brozi*

BUY-OUT JAKO METODA PRYWATYZACJI PRZEDSIĘBIORSTW PAŃSTWOWYCH

Technika wykupu przedsiębiorstwa, tzw. *buy-out*, narodziła się w Stanach Zjednoczonych w latach sześćdziesiątych. Jej procedura polega na zdobyciu kontroli lub przejściu przedsiębiorstwa (dzięki zdobyciu pakietu kontrolnego akcji lub odpowiedniej liczby głosów na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy) przez inny podmiot, na przykład przedsiębiorstwo, instytucję finansową, kadrę menedżerską lub pracowników. Cechą charakterystyczną wszystkich operacji *buy-out* jest nabywanie przedsiębiorstw w oparciu o pożyczkę zaciąganą pod zastaw aktywów przejmownego podmiotu¹.

Praktyka gospodarcza Stanów Zjednoczonych, Wielkiej Brytanii i Francji wskazuje na kilka odmian tej techniki:

- menedżerski *buy-out* (*management buy-out*), w którym podmiotem przejmującym jest kadra menedżerska wywodząca się z przejmowanego przedsiębiorstwa;

- wspomagany menedżerski *buy-out* (*leverage management buy-out*) – jest to wykup przedsiębiorstwa przez jego kadrę menedżerską oparty na silnym wspomaganiu kredytowym ze strony instytucji finansowych;

- wykup pracowniczy (*employee buy-out*), w którym podmiotem wykupującym jest nie tylko kadra menedżerska, ale także szeregowi pracownicy przedsiębiorstwa;

- kluczowy wykup pracowniczy (*key-employee buy-out*), w ramach którego obok menedżerów w grono inwestorów wprowadza się również pracowników kluczowych (o istotnym znaczeniu dla dalszego funkcjonowania transformowanego przedsiębiorstwa);

* Dr, adiunkt w Zakładzie Analizy i Diagnostyki Ekonomicznej UŁ.

¹ B. Szwe da, *Zadłużenie – atutem*, „Geneza Bankowa” 1992, nr 7, s. 9.

– menedżerski *buy-in* (*management buy-in*), w którym przejmującym jest grupa menedżerów z zewnątrz przedsiębiorstwa popierana przez instytucje finansujące transakcję;

– wspomagany menedżerski *buy-in* (*leverage management buy-in*), odmiana już opisanej techniki, różniąca się silnym wspomaganie kredytowym ze strony banków;

– *spin-out*, polegający na tym, że instytucje finansowe wspierają grupę inicjującą w celu powołania przedsiębiorstwa innowacyjnego; ma miejsce zwłaszcza wtedy, gdy planowana działalność wykracza poza dotychczasowe ramy działania przedsiębiorstwa macierzystego;

– *spin-off*, oznacza wyłączenie i usamodzielnienie aktywów, a więc wartości substancji przedsiębiorstwa, w przypadku rezygnacji z jakiejś działalności; dzięki temu przedsiębiorstwo może skoncentrować swe działania na zasadniczym obszarze swej aktywności; przy transformacji z zastosowaniem tej techniki zwykle pozostaje jakiejś powiązanie wydzielonych zakładów czy wydziałów na przykład korzystanie z usług w zakresie przetwarzania danych itp.; technikę tę stosują przede wszystkim duże przedsiębiorstwa, na przykład Siemens.

W niniejszym opracowaniu przyjrzymy się bliżej operacjom *management buy-out* i *leverage management buy-out*, ponieważ techniki te mogą być najbardziej użyteczne na potrzeby polskiej prywatyzacji.

Doświadczenia Stanów Zjednoczonych, Wielkiej Brytanii i Francji przy wykorzystaniu techniki *buy-out* pozwalają na określenie najbardziej typowych sytuacji, w których dochodzi do wykupu. Pierwotnie ta technika była używana w przypadkach sukcesji rodzinnych, gdy dla zapewnienia ciągłości istnienia firmy i przy braku spadkobierców przekazywano przedsiębiorstwo dotychczas zarządzającej nim kadrze menedżerskiej. Miały również miejsce przypadki sprzedaży tą drogą przedsiębiorstw znajdujących się w trudnościach finansowych.

Obecnie operacje LMBO i MBO dokonywane są najczęściej w sytuacjach, w których przedsiębiorstwo jest częścią większej całości, ale przedmiot jego działania jest peryferyjny w stosunku do właściwego profilu działania tej całości czy też wypracowanej i realizowanej strategii jej rozwoju. A zatem motyw skłaniający do sprzedaży jest w tym wypadku konsekwencją faktu, iż działalność przodujących przedsiębiorstw świadczy o konieczności koncentracji na dziedzinach najbardziej rentownych czy też mających perspektywę wzrostu i rozwoju w ramach danego przedsiębiorstwa. Tak więc jednostki przedsiębiorstwa, których profil działania nie znajduje się w obszarze działalności strategicznej, muszą zostać sprzedane.

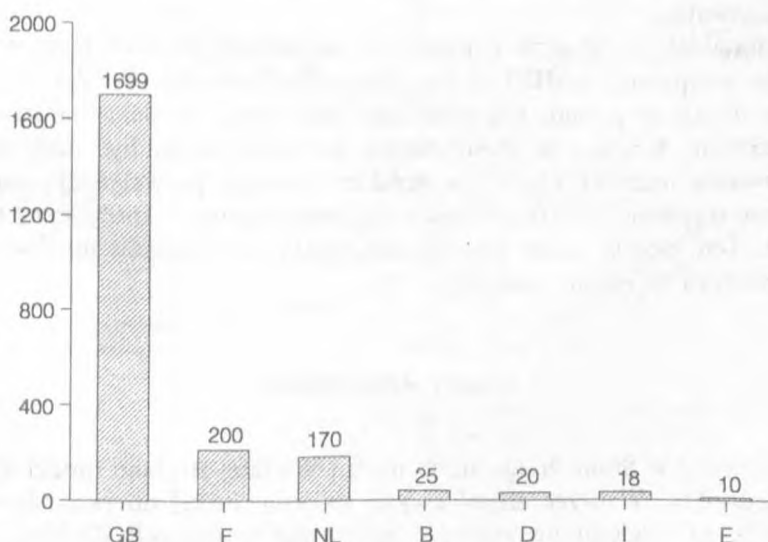
Inną sytuacją jest przypadek, w którym firma macierzysta czy też obecny właściciel decyduje się na sprzedaż dla zredukowania długów bądź

też zyskania środków finansowych dla zainwestowania w innym obszarze. Wreszcie decyzja o dopuszczeniu do wykupu jest podejmowana wtedy, gdy przedsiębiorstwo jest subsydiowane bądź też gdy jako jednostka jest nierentowne i transakcja wykupu stanowi rozwiązanie alternatywne do jego zamknięcia².

W ostatnich latach, zwłaszcza w Stanach Zjednoczonych i we Francji³, LMBO stało się bronią przeciwko wykupowi przedsiębiorstwa przez firmy konkurencyjne. Przedsiębiorstwo, które spodziewa się propozycji wykupu w ramach na przykład *buy-out*, ogłasza wykup menedżerski.

Najistotniejszą sytuacją zastosowania omawianej techniki dla warunków polskich jest jej udział w prywatyzacji. Takie zastosowanie miało miejsce podczas prywatyzacji przedsiębiorstw brytyjskich, m. in. National Freight Corporation oraz we Francji i Hiszpanii.

Chociaż operacje LMBO i MBO są znane od ponad 20 lat, to zasadniczy wzrost ich ilości i rozmiarów nastąpił na początku lat osiemdziesiątych. Wzrost ten najbardziej zaznaczył się poza Stanami Zjednoczonymi w Wielkiej Brytanii i Francji. Kształtowanie się ilości i wartości operacji LMBO w krajach Europy Zachodniej w latach 1981–1986 przedstawia rys. 1.



Rys. 1. Transformacje LMBO zrealizowane w krajach europejskich w latach 1981–1986

Źródło: M. Wright, *Les patries de LMBO*, „Tertiel” 1988, n° 38–39, s. 34

² Sytuacja ta dotyczyła dość często europejskich filii firm amerykańskich.

³ M. Biégala, *Rachat d'une entreprise par ses salariés: LMBO aux États-Unis et en Europe*, „Problèmes Économiques” 1988, n° s. 19.

Obrazuje on znaczną rozpiętość ilościową i wartościową pomiędzy poszczególnymi krajami. Pierwsze miejsce wśród krajów europejskich zajmuje oczywiście Wielka Brytania, która w latach 1981–1986 zrealizowała prawie 1700 operacji wykupu przedsiębiorstw, co oznacza, iż zrealizowała on 8,5 razy więcej LMBO niż zajmująca drugie miejsce Francja. W Wielkiej Brytanii odnotowuje się dalszy wzrost zainteresowania tą formą transformacji przedsiębiorstw – w roku 1987 przeprowadzono 335 operacji na sumę 2,3 mld funtów⁴. Oczywiście suma ta jest dużo niższa od wartości operacji przeprowadzonych przez niekwestionowanego lidera w tej dziedzinie – Stany Zjednoczone, które pod koniec lat osiemdziesiątych realizowały rocznie operacje na sumę ok. 15 mld dol., przy czym przeciętna wartość jednej operacji wahała się od 300 do 340 mln dol.⁵

Ponieważ operacje LMBO stanowią tak znaczące zjawisko ekonomiczne i finansowe w Stanach Zjednoczonych i w Wielkiej Brytanii, również inne kraje zaczynają dążyć do stosowania tej techniki transformacji w odniesieniu do swoich przedsiębiorstw. Kolejnym krajem dołączającym do czołówki europejskiej pod względem liczby realizowanych LMBO jest Holandia – ok. 170 operacji. Pozostałe kraje, takie jak Belgia, Niemcy, Włochy i Hiszpania przeprowadziły po ok 10–25 operacji LMBO. Sytuacja ta została ukształtowana przez wiele czynników, które zostaną omówione w dalszej części tego opracowania.

Przedstawiona tu sytuacja wskazuje, iż największe doświadczenie w przeprowadzaniu operacji LMBO mają: Stany Zjednoczone, Wielka Brytania i Francja. Kraje te jednak nie stosowały jednolitego modelu transformacji przedsiębiorstw. Różnice w stosowanych wzorcach mogą być dość istotne dla stosowania techniki LMBO w polskim procesie prywatyzacji, stąd też przedstawię obydwie odmiany modelu anglosaskiego oraz specyficzny model francuski. Ten ostatni może być dla nas istotny ze względu na finansową pomoc państwa w czasie transmisji.

1. MODEL ANGLOSASKI

Realizowany w Stanach Zjednoczonych i Wielkiej Brytanii model LMBO nie jest jednolity. Wzorzec angielski jest zbliżony raczej do przedsięwzięcia typu MBO, ze względu na znacznie niższy niż w Stanach Zjednoczonych stopień zadłużenia przedsiębiorstwa podczas wykupu⁶. Obydwa modele

⁴ M. Biégala, *LMBO: mode ou besoin économique?*, „Politique Industrielle” 1988, n° 13, s. 23.

⁵ *Ibidem*.

⁶ A. Delfosse, *Holdings et reprise d'entreprise – LBO – LMBO – Rachat par les cadres. Integration fiscale*, Les Éditions d'Organisation, Paris 1988, s. 47.

różnią się także skalą przedsięwzięcia, naturą oraz wielkością przedsiębiorstw, których dotyczą. Prześledźmy je kolejno.

1.1. LMBO w Stanach Zjednoczonych

Model LMBO narodził się w Stanach Zjednoczonych w latach sześćdziesiątych i od tego czasu nie przestaje się rozwijać. Obecnie reprezentuje od 50 do 60% cesji przedsiębiorstw⁷.

Leverage management buy-out, którego dosłowne tłumaczenie brzmi: wykupienie przez kadrę z efektem dźwigni, jest w swojej istocie operacją finansową, która umożliwia ekipie kierowniczej firmy, wspomaganej przez grupę inwestorów z zewnątrz, kupienie przedsiębiorstwa za pomocą wysokiego kredytu (do 95% wartości całej inwestycji), którego spłata jest zapewniona przez przyszłą rentowność firmy.

Z ekonomicznego punktu widzenia kadra wykorzystuje w momencie wykupu zdolność zadłużenia przedsiębiorstwa, a następnie, w fazie spłacania długów, jego zdolność do przynoszenia zysku.

Podstawową cechą LMBO jest tworzenie montażu „akwizycja-fuzja”, której schemat można przedstawić jak na rys. 2.



Rys. 2. Mechanizm LMBO w Stanach Zjednoczonych

Źródło: Opracowanie własne.

⁷ Spółka typu *venture-capital* (czy we Francji *capital-risque*) są instytucjami grupującymi przedsiębiorstwa innowacyjne, zajmujące się inwestowaniem w przedsięwzięcia (najczęściej również o charakterze innowacyjnym) o różnej stopie ryzyka (por. Y. Bernard, J.-C. Colli, *Vocabulaire économique et financier*, Éditions du Seuil, 1989, s. 114).

Mechanizm transformacji przedstawiony na rys. 2 składa się z trzech etapów. W pierwszym etapie menedżerowie dążący do wykupu przedsiębiorstwa, w którym pracują, gromadzą kapitał nawiązując kontakty z inwestorami instytucjonalnymi. Inwestorami mogą tu być banki, instytucje finansowe, a zwłaszcza spółki typu *venture-capital*⁸, czy też inne przedsiębiorstwa. W konsekwencji tych poszukiwań menedżerowie wraz z zainteresowanymi inwestorami zakładają nową spółkę – holding (H).

W etapie drugim holding zaczyna uzupełniać kapitał niezbędny do pokrycia ceny wykupu przedsiębiorstwa. Gromadzenie kapitału odbywa się najczęściej przez pożyczki bądź emisję akcji holdingu. Pożyczki te stanowią zwykle znaczną wielokrotność kapitału własnego holdingu.

Etap trzeci rozpoczyna się w momencie zgromadzenia odpowiednich funduszy, gdyż spełnienie tego warunku umożliwia fuzję przejmowanego przedsiębiorstwa i holdingu. Dzięki natychmiastowej fuzji nowo powstała spółka może wykorzystać *cash-flow* wykupionego przedsiębiorstwa do spłaty części pożyczek. Przez kolejne 5–7 lat spółka spłaca pożyczki wraz z oprocentowaniem, korzystając z wypracowanego przez siebie zysku.

Etap czwarty nie zawsze ma miejsce. Zależy to od umów zawartych wcześniej z inwestorami instytucjonalnymi. Najczęściej jednak po spłacie zadłużenia przez spółkę inwestorzy ci wycofują swój kapitał na przykład przez wprowadzenie posiadanych akcji spółki na giełdę czy też przez odsprzedaż swoich udziałów⁹.

Należy jednak zaznaczyć, że etapy drugi i trzeci mogą przebiegać dwiema drogami:

1) wykup przedsiębiorstwa i po nim – natychmiastowa fuzja pomiędzy holdingiem i przedsiębiorstwem,

⁸ Weźmy konkretny przykład – w 1979 r. miał miejsce wykup spółki Houdaille Industrie: cena wykupu była ustalona na 343 mln dol. 11-krotna wartość zysku netto; grupa przejmująca przedsiębiorstwo liczyła 22 osoby; przejmujący byli w stanie zgromadzić jedynie 2 mln dol.; stopa zysku stanowiła 15% obrotów przedsiębiorstwa; *cash-flow* wynosiła 40 mln dol. Mechanizm transformacji: a) ustanowienie holdingu o kapitale 25 mln dol. posiadanego przez: 8% przez kadrę przejmującą, 65% przez inwestorów instytucjonalnych, 27% przez instytucję finansową; b) emisja papierów wartościowych przez holding na sumę 23 mln dol.; c) pożyczka w wysokości 306 mln dol.

Natychmiastowa fuzja holdingu i przejmowanego przedsiębiorstwa pozwoliła na wykorzystanie *cash-flow* do spłacenia części pożyczek.

Efekt dźwigni finansowej na zakończenie całej operacji wyniósł ok. 150 mln dol. uwzględniając sumę pożyczoną i wstępnie wprowadzony kapitał przez kadrę – $(343 - 23 - 25) : 2 = 147,5$ i stanowił sześciokrotną wartość kapitału własnego holdingu (kapitał początkowy + emisja papierów wartościowych).

⁹ Na przykład 16 miesięcy po zakupieniu spółki Gibbon Greeting Cards za 81 mln dol. kadra odsprzedała 17% swych akcji za 45 mln dol.: wartość przedsiębiorstwa potroiła się.

2) nie następuje natychmiastowa fuzja: przedsiębiorstwo, które ma być wykupione, staje się spółką inwestycyjną i holding pożyczka, by przejąć jej aktywa i długi.

Jednak pierwsza droga niesie kilka korzyści:

- możliwość wykorzystania *cash-flow* zakupionej spółki, która utraciła swoją osobowość do spłacenia części pożyczek;
- pożyczki są gwarantowane przez aktywa kupowanej spółki;
- koszty finansowe (oprocentowanie pożyczek) są nałożone na korzyści z eksploatacji;
- wstępnie przed fuzją często następuje rozdziel dywidend, który pozwala powiększyć wartość aktywów holdingu zmniejszając jednocześnie wartość aktywów spółki kupowanej.

Działanie to ma na celu spowodowanie, by wartość aktywów netto holdingu była większa niż połowa wartości aktywów spółki, z którą ma nastąpić fuzja.

Przedstawiony model wskazuje, iż istota mechanizmu LMBO zasadza się na dwóch zasadniczych elementach: wysokich kompetencjach kadry menedżerskiej, która ma kierować przedsiębiorstwem po wykupie, i silnym efekcie dźwigni finansowej. Dla dostarczcicieli funduszy kadra przejmująca musi być gwarantem sukcesu operacji. Natomiast silny efekt dźwigni oznacza bardzo wysoki stosunek zadłużenia do funduszy własnych (zadłużenie może dochodzić do 95% całkowitej wartości sprzedaży przedsiębiorstwa). Przeciętne efekty dźwigni dochodzą do 5–6-krotnej wartości kapitału własnego.

Duża rentowność kapitału zainwestowanego wynikająca z silnego efektu dźwigni jest korzystna tak dla kadry, jak i dla inwestorów. Nie jest rzadkim wypadkiem, by wartość przedsiębiorstwa potroiła się po kilku miesiącach od wykupu. Inwestorzy generalnie mają nadzieję na roczną stopę wzrostu od 30 do 40% – ponieważ ryzyko finansowe jest wysokie, operacja przynosi więc w razie sukcesu duże zyski¹⁰.

Dodatkową zachętą dla inwestorów do brania udziału w finansowaniu LMBO jest możliwość zabezpieczenia pożyczonych sum w postaci otrzymania gwarancji w aktywach wykupowanego przedsiębiorstwa. W tym przypadku uprzywilejowanymi instrumentami finansowania wykupu są:

- pożyczki główne o okresie spłaty 10 lat – gwarantowane na aktywach kupowanej spółki,
- kredyty drugiego rzędu o okresie spłaty od 15 do 20 lat.

Najtańszą formą finansowania dostępną grupie menedżerskiej jest gwarantowana pożyczka bankowa. Pozostałe formy są mniej korzystne, ponieważ

¹⁰ W 1984 r. przeprowadzono 250 LMBO o wartości 18,5 mld dol.

inwestorzy dążą do zagwarantowania im znacznej stopy zwrotu wyłożonych funduszy. Czynnikiem ograniczającym kwotę pożyczki bankowej jest wymaganie, aby ich zyski znacznie przekraczały stopę procentową.

Inną, wcześniej wspomnianą, drogą częściowego finansowania wykupu (na przykład uzupełnienie zgromadzonego kapitału) jest emisja akcji. Najczęściej stosowanymi w tym przypadku rodzajami akcji są:

- akcje uprzywilejowane, zachowujące to uprzywilejowanie w momencie ich sprzedaży;
- akcje uprzywilejowane, stające się zwykłymi w momencie sprzedaży;
- akcje zwykłe.

Wielka siła systemu amerykańskiego wynika ze złożenia kilku elementów:

- prawo amerykańskie pozwala na podtrzymywanie obciążenia długiem spółki nabywanej, ponieważ wcześniej opisane mechanizmy fiskalne zmniejszają to obciążenie;

- w prawodawstwie amerykańskim nie jest określony minimalny procent wkładu, jaki muszą wnieść do kapitału holdingu przejmujący – ich wkłady mogą być różne – od 2 do 5% udziału nawet w najpoważniejszych zakupach;

- zmniejszanie, bez ograniczeń, oprocentowania pożyczek zakontraktowanych przez kadrę przejmującą na subskrypcję kapitału holdingu;

- kapitalizacja amortyzacji w wartości bieżącej.

Podsumowując można stwierdzić, iż technika LMBO doprowadza do sytuacji, w której spółka „wykupuje się praktycznie sama”. Operacje typu LMBO w Stanach Zjednoczonych dotyczą z reguły wielkich przedsiębiorstw, często tych notowanych na giełdzie, co wiąże się z gigantycznymi sumami¹¹ i opiera się na bardzo skomplikowanych podstawach finansowych.

Niekiedy pewne banki wydają się hamować rozwój LMBO, sądząc, że podjęły już zbyt duże ryzyko i obawiając się, że efekt dźwigni może w razie odwrócenia koniunktur działać w przeciwnym kierunku¹².

1.2. LMBO w Wielkiej Brytanii

Analiza wykupu menedżerskiego w Wielkiej Brytanii od razu rodzi wątpliwości co do słuszności nazywania tych operacji mianem LMBO. Ze względu na niewielkie znaczenie efektu dźwigni finansowej w transformacjach menedżerskich brytyjskich wielu autorów opracowań z tego zakresu skłania

¹¹ J. Bertrandeanu, *Les RES*, Delmas, s. 22.

¹² M. Biegala, *Rachat d'une entreprise...*, s. 20.

się w kierunku zaliczania ich do grup operacji MBO, czyli po prostu wykupu menedżerskiego.

Sprzedaż filii grup prywatnych i zdenacjonalizowanych za pomocą operacji MBO stanowi dzisiaj ok. 80% rynku *buy-out* w Wielkiej Brytanii. Transmisje przedsiębiorstw w ramach sukcesji to jedynie 16–20% operacji, a wykup po likwidacji bankruta – tylko 1,6%¹³.

Rozwój techniki MBO w Wielkiej Brytanii umożliwiły zmiany w prawie fiskalnym wprowadzone po roku 1981¹⁴, jak też przyrost liczby instytucji specjalizujących się w dokonywaniu tego typu transformacji. Istotnym bodźcem było również dążenie dużych przedsiębiorstw do pozbywania się przypadkowo odziedziczonych filii.

Generalnie schemat operacji jest bardzo zbliżony do wzorca amerykańskiego. Istnieje jednak kilka niuansów. Jak już wcześniej wspomniałam, znacznie mniejsze znaczenie odgrywa w tym modelu transformacji efekt dźwigni finansowej, natomiast większą wagę przywiązuje się do faktu przejmowania przedsiębiorstwa przez kadrę menedżerską. Znajduje to również odzwierciedlenie w zastępowaniu operacji MBO przez MBI, w przypadkach gdy kadra menedżerska danego przedsiębiorstwa nie rokuje nadziei na sprawne nim zarządzanie lub gdy podczas pełnienia obowiązków przez tych samych menedżerów nie będzie mogła mieć miejsca restrukturyzacja przedsiębiorstwa. W takiej sytuacji kadra jest uzupełniana menedżerami z zewnątrz lub przedsiębiorstwo jest przejmowane przez grupę menedżerów wywodzącą się spoza przedsiębiorstwa.

W warunkach brytyjskich MBO najczęściej przypominają cesje oddziału lub filii wielkich grup przedsiębiorstw oraz przejęcia przedsiębiorstw znajdujących się w trudnościach. Są to więc przedsięwzięcia o znacznie mniejszej skali i nie zawsze dotyczą zdrowych przedsiębiorstw. Trzeba jednak pamiętać, że w przeszłości w Wielkiej Brytanii występowały dążenia do koncentracji przemysłowej i w konsekwencji tych procesów obecnie prawie połowa miejsc pracy jest dostarczana przez 40 spółek zatrudniających ponad 3000 pracowników. Aby temu przeciwdziałać, pod koniec lat osiemdziesiątych zaczął się wzmacniać ruch w kierunku dekonglomeryzacji przy użyciu właśnie techniki MBO¹⁵.

¹³ Przed rokiem 1981 spółka nie mogła zapewnić zabezpieczenia finansowego na nabycie swych własnych akcji.

¹⁴ A. Delfosse, *op. cit.*, s. 51.

¹⁵ Po ogłoszeniu ustawy Transport Act w 1980 r. rząd brytyjski rozważał, jaką metodą ma sprywatyzować NFC. Początkowo poszukiwano pojedynczego nabywcy, potem zastanawiano się nad wprowadzeniem na giełdę czy też wręcz rozbicia holdingu i sprzedaży na części. W lutym 1981 r. kierujący firmą, mając na celu przyspieszenie prywatyzacji, złożyli propozycję wykupienia przedsiębiorstwa. W dokumencie przedstawionym rządowi kładziono nacisk na

W konsekwencji tych wszystkich przyczyn operacje MBO dokonywane są w oparciu o zadłużenie rzadko przekraczające 3-krotną wartość funduszy własnych, a cena przedsiębiorstwa rzadko przekracza 5–6-krotną wartość kwoty rocznego zysku netto. Zadłużenie krótko- i średnioterminowe jest zwykle niższe od 50% funduszy własnych.

Sama operacja MBO dokonywana jest nie tylko przez zakup akcji, ale również przez transfer aktywów. W tym ostatnim przypadku nabycie aktywów jest związane z zaoferowaniem ich jako gwarancji pożyczkowych. Ponadto umożliwia ono dysponowanie zyskami z eksploatacji, np. pokrywanie wydatków związanych ze spłatą zadłużenia.

Istnienie w angielskim prawie o spółkach akcji uprzywilejowanych możliwych do zamiany na akcje milczące ułatwia inwestorom interwencję w fundusze własne zainwestowane w holding.

W odróżnieniu od Stanów Zjednoczonych państwo brytyjskie stworzyło pewne bodźce, które mają zachęcać do podejmowania operacji MBO. Dzięki ustawie o spółkach z 1981 r. możliwe jest, aby spółka zakupiła swe własne akcje. Tak więc kierujący przedsiębiorstwem mogą uruchomić subskrypcję akcji w celu powiększenia kapitału spółki, która następnie wykorzystując ten kapitał może kupować akcje od cedujących je akcjonariuszy.

fakt, iż wykup ten pozwoliłby ominąć podstawowe problemy, które dotychczas opóźniały rozpoczęcie prywatyzacji – stan gospodarki i niekorzystna sytuacja giełdowa – jednocześnie dostarczając tego samego dochodu i faworyzując akcjonariat powszechny (którego elementem jest przecież akcjonariat pracowniczy). Rząd zaakceptował tę ofertę pod warunkiem wykonalności całej operacji. Realizacji montażu finansowego podjął się Barclays Bank. Cała operacja finansowa opierała się na pożyczkach bankowych zastawionych hipoteką pewnych części majątku NFC. Spółka została wyceniona na 53,5 mln funtów. Suma ta miała być dostarczona przez konsorcjum banków. National Freight Consortium, które miało przejąć sukcesję po NFC po wykupie, dysponowało kapitałem wysokości 7,5 mln funtów. Pracownikom przyznano 82,5% kapitału do subskrypcji, zaś pozostałe 17,5% miało być emitowane w bankach, które dostarczyły pożyczek na wykup przedsiębiorstwa. W subskrypcji mogli uczestniczyć jedynie ci pracownicy, którzy byli zatrudnieni w Zjednoczonym Królestwie (co dawało 40 000 pracowników i ich rodzin). Ponadto ustalono górny pułap zakupów – subskrypcja na jedną rodzinę nie mogła przekroczyć 100 000 akcji. Aby wspomóc pracowników w wykupowaniu akcji, Barclays Bank przyznał im 3 mln funtów w formie nieoprocentowanej pożyczki maksymalnie 200 funtów za zatrudnionego). Pożyczka ta miała być spłacona w ciągu roku. Ponadto akcje NFC nie mogły być notowane na giełdzie przed upływem 5 lat. Dla zapewnienia obrotu wewnętrznego utworzono specjalną instytucję wewnątrz przedsiębiorstwa, która zajmowała się obrotem akcji między pracownikami. Wymiana bezpośrednia między akcjonariuszami była zabroniona. Pomimo przywilejów oferowanych nabywającym akcje jedynie 1/3 pracowników była zainteresowana zakupem. Jednak oferta była subskrybowana z nadwyżką. W efekcie pracownicy nabyli akcje przeciętnie za 700 funtów każdy. Dzięki rozproszczeniu akcji wśród pracowników (dało to sumę 7 mln funtów) i pożyczce udzielonej przez konsorcjum banków (51 mln funtów) pracownicy byli w stanie przekazać skarbowi państwa należną sumę. Z tej kwoty 47 mln funtów państwo przeznaczyło na sfinansowanie deficytowego funduszu emerytalnego.

Ponadto istnieje możliwość zmniejszenia podstawy opodatkowania zysku wykupowanego przedsiębiorstwa o obciążenia finansowe związane z oprocentowaniem pożyczek służących temu wykupowi. Przedsiębiorstwo to ma również prawo przelania części zysku, stanowiącego równowartość tych procentów, do holdingu.

Istnieją również udogodnienia finansowe dla pracowników uczestniczących w wykupie przedsiębiorstwa. Mogą oni pomniejszyć podstawę opodatkowania swych dochodów o sumę oprocentowania pożyczek, które zostały zaciągnięte indywidualnie na wykup akcji przedsiębiorstwa. Brytyjskie prawo fiskalne umożliwia również transfer aktywów lub określonych działalności filii danej grupy do innej filii nie podlegający opodatkowaniu czy rejestracji.

Prawdopodobnie dzięki tym ułatwieniom obserwuje się znaczny przyrost operacji MBO w Wielkiej Brytanii. Należy zauważyć, iż państwo jest zainteresowane popieraniem tego typu transformacji w związku z prowadzonym procesem prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych oraz z szerzeniem się idei kapitalizmu ludowego. Przykładem może tu być brytyjskie przedsiębiorstwo National Freight Corporation¹⁶.

2. MODEL FRANCUSKI

Pojęcie LMBO jest używane w wielu krajach w swej nazwie oryginalnej – mimo pewnych przystosowań do wymagań ekonomiczno-finansowych istniejących w danej gospodarce. Wyjątkiem jest tu Francja, gdzie specyficzna odmiana LMBO nosi nazwę RES¹⁷, w dosłownym tłumaczeniu: wykup przedsiębiorstwa przez jego pracowników. Przed rokiem 1984 LMBO we Francji było realizowane „po cichu”. Dopiero ustawa z 1984 r. otworzyła nowe możliwości, lecz do 1987 r. operacji tej podlegały jedynie małe i średnie przedsiębiorstwa¹⁸.

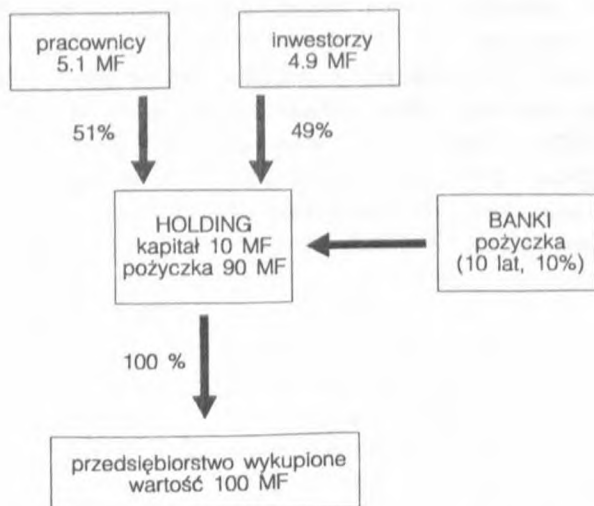
Specyfika francuskiej odmiany tej operacji sprowadza się m. in. do mniejszej swobody prawnej w porównaniu ze Stanami Zjednoczonymi i Wielką Brytanią oraz do stosowania pewnych ulg fiskalnych zależnych od indywidualnych decyzji władz państwowych. Ponadto montaż finansowy operacji jest uzależniony od otoczenia gospodarczego przedsiębiorstwa.

¹⁶ RES – w języku francuskim – Rachat d'Entreprise par les Salariés.

¹⁷ Podstawy prawne dla operacji RES zostały stworzone przez ustawę z 9 VII 1984 r. i jej modyfikacje oraz uzupełnienia wprowadzane kolejno: 10 V 1987 r., 17 VI 1987, 7 IV 1988 oraz w 1989 r.

¹⁸ Które znajdujemy w zmodyfikowanej formie w RES 87.

Ogólny mechanizm RES sprowadza się do następującego schematu przedstawionego na rys. 3.



Rys. 3. Model wykupu przedsiębiorstwa RES-1987

Źródło: Ch. Bialobos, *RES: mode d'emploi*, „L'Expansion”, 20/maj/2/czerwca 1988, s. 27.

Mechanizm ten wykazuje wiele podobieństw do modelu anglosaskiego. Jednak istnieją pewne wymogi i ograniczenia odróżniające go od modelu, który zainspirował powstanie RES. Otóż podobnie jak w pierwowzorze zatrudnieni w przedsiębiorstwie menedżerowie sami lub wraz z pracownikami tworzą holding. Oczywiście do utworzenia holdingu zapraszani są również inwestorzy instytucjonalni. Ale już w momencie jego tworzenia pojawiają się pierwsze ograniczenia. W kreowaniu tej specyficznej spółki mogą uczestniczyć tylko pracownicy, którzy są zatrudnieni w tym przedsiębiorstwie przynajmniej przez jeden rok (licząc do dnia wykupu). Kolejnym, istotnym ograniczeniem jest warunek dotyczący relacji w podziale kapitału i prawa głosu pomiędzy pracownikami i inwestorami instytucjonalnymi. Inwestorzy instytucjonalni nie mogą posiadać w holdingu więcej niż 49% głosów, gdyż co najmniej 51% muszą obowiązkowo otrzymać pracownicy. Dodatkowym warunkiem jest ograniczenie, że żaden z pracowników jednoosobowo nie może zdobyć większościowego pakietu 51% głosów. Ponieważ pracownikom przejmującym przedsiębiorstwo przysługuje prawo do podwójnego głosu, ich wkład kapitałowy nie musi stanowić 51% kapitału holdingu.

I tak nowo utworzony holding występuje do banków o udzielenie pożyczek. W tym momencie przepisy nie ograniczają wysokości zaciąganej

pożyczki, jak też nie przewidują minimalnego wkładu do wykupu przedsiębiorstwa ze strony holdingu. Po zgromadzeniu całej sumy niezbędnej do przejęcia firmy może nastąpić (lecz nie musi) fuzja holdingu i przedsiębiorstwa. Zalety szybkiej fuzji są takie same jak w modelu amerykańskim. W warunkach francuskich istnieje jednak dodatkowy efekt możliwości szybkiej fuzji, mianowicie możliwość ta z jednej strony otwiera drogę do RES dużym spółkom, a z drugiej – może pozwalać na realizację LMBO poza ustawą o RES, czyli przy mniejszościowym udziale pracowników.

Kolejne specyficzne cechy tej techniki ujawniają się na etapie spłacania zadłużenia. Mechanizm spłaty zadłużenia przedstawia rys. 4.



Rys. 4. Mechanizm spłaty zadłużenia długoterminowego w modelu RES-1987

Źródło: Jak w rys. 3.

Pożyczki krótkoterminowe spłacane są za pomocą płynnych środków finansowych pochodzących z wykupionego przedsiębiorstwa. Spłaty zadłużenia długoterminowego wypłacane są bankom z dywidend przekazywanych przez przedsiębiorstwo (które stało się formalnie filią holdingu) holdingowi. Spłata odsetek od pożyczek jest realizowana w 42% z kredytu podatkowego przyznawanego na ten cel przez państwo.

Pracownicy również posiadają pewne ulgi związane z wykupem przedsiębiorstwa. Mają oni prawo do zmniejszania podstawy opodatkowania swych wynagrodzeń o kwotę oprocentowania pożyczek zaciągniętych na zakup akcji swojej firmy (do wysokości 150 tys. FF rocznie).

W przypadku integracji fiskalnej w ramach RES ustawodawstwo francuskie pozwala holdingowi, który dysponuje 95% kapitału wykupionej spółki, odjąć kwotę oprocentowania pożyczek od zysku filii przed opodatkowaniem.

Splata zadłużenia trwa przeważnie 5–10 lat. Po tym okresie inwestorzy indywidualni zwykle wycofują się odsprzedając swoje akcje czy udziały.

Doświadczenia francuskie pokazują, iż w transformacji drogą RES najczęściej biorą udział sami menedżerowie. Tylko w przypadku naprawdę dużych przedsiębiorstw do wykupu przedsiębiorstwa zapraszani są również pracownicy. Jest to wynikiem konieczności zgromadzenia znacznie większego kapitału.

Z transformacją wielkich przedsiębiorstw wiąże się jeszcze inny problem, a mianowicie zarządzanie przedsiębiorstwem przez holding. Łączy się ono z koniecznością dość częstego zwoływania zgromadzenia pracowników akcjonariuszy, co jest trudne i kosztowne. Można tego uniknąć przegrupowując pracowników w spółkę, której zarządzającym jest faktyczny szef przedsiębiorstwa. Jednak taka forma w przypadku dużych przedsiębiorstw ma swoje minusy – spółka cywilna nie może być notowana przez giełdę.

Analiza samego mechanizmu RES pozwala na wysnucie dalszych wniosków dotyczących specyfiki tej formy transmisji przedsiębiorstw. Otóż mechanizm ten bazuje na wykorzystaniu efektów czterech dźwigni¹⁹:

- fiskalna – przez zastosowanie mechanizmu różnych ulg fiskalnych oraz dofinansowanie przekształceń w postaci kredytu podatkowego,
- finansowa – przez zjawisko silnego zadłużenia,
- socjalna – przez motywowanie do skutecznego zarządzania przedsiębiorstwem przez kadrę menedżerską stającą się właścicielem firmy oraz przez kompetencję kadry,
- prawna – przez zastosowanie formy prawnej holdingu (tzw. efekt kaskadowy holdingu²⁰).

Spółka holdingowa gra tu rolę wyłącznie finansową i jest tworzona, by administrować licznymi wkładami finansowymi, jakie posiada²¹. Holding poza swą rolą finansową (zarządzanie portfelem) spełnia również funkcje kierownicze i kontrolne.

Często zdarza się, że kandydaci do przejęcia nie posiadają środków finansowych umożliwiających zakup. I tu bardzo często wykorzystuje się wspomniany wcześniej efekt kaskadowy holdingu. A mianowicie, za pomocą holdingu przejmujący mogą uzyskać kontrolę dowolnego przedsiębiorstwa przez dostarczenie własnych funduszy w wysokości 26% jego wartości. Zakłada to, że główni przejmujący tworzą holding, w którym zatrzymują 51% kapitału. Następnie ten holding uzyskuje 51% kapitału wykupowanego przedsiębiorstwa. W efekcie, jeśli aktywa netto jakiejś spółki mają wartość 100, to aby ją kontrolować, wystarczy mieć władzę nad 51% akcji. Jeśli te

¹⁹ J.-P. Bertel, M. Jeantin, *Droit de l'ingénierie financière*, Paris 1990, s. 342–343.

²⁰ „Memento Français Lefebvre”, n° 3350.

²¹ J. Peyrelevade, *Contrôle sans argent, emprunter sans surface*, „Banque” 1985, n° 453.

akcje są zgrupowane w holdingu B, który kontroluje A, wystarczy znowu kontrolować 51% B, aby kontrolować A. Rozumowanie to można powtarzać identycznie na poziomie super-holdingu C, który miałby kontrolę nad B. Wychodząc z aktywów netto o wartości 100 i zakładając, że na każdym poziomie znajdzie się akcjonariuszy zewnętrznych, otrzymamy wzór matematyczny²²:

$$x = 100 \cdot (0.51)^m,$$

gdzie:

x – wartość kapitału, jaki trzeba zaangażować:

m – ilość kolejnych holdingów.

Gdy m dąży do nieskończoności, x dąży do 0, co powoduje, że teoretycznie można kontrolować spółkę dowolnej wielkości bez angażowania własnego kapitału. Co więcej, a tak jest w ramach mechanizmu RES, jeśli zastosuje się efekt dźwigni za pomocą zadłużenia holdingu, na przykład do wysokości 50% zasobów, wówczas wkład funduszy własnych niezbędnych do przejęcia kontroli wynosi 13% wartości przedsięwzięcia²³.

3. SCENARIUSZ OPERACJI LMBO FRANCUSKIEGO PRZEDSIĘBIORSTWA DARTY SA

Jednym z cieszących się największym zainteresowaniem przykładów zastosowania techniki RES w warunkach francuskich jest wykup przedsiębiorstwa Darty SA przez jego kadrę menedżerską i pracowników. Był to pierwszy przypadek wykupu tak dużego przedsiębiorstwa (zatrudniającego 5700 osób) przy pomocy RES. Transmisja ta została zainspirowana przez rodzinę Darty, która stworzyła przedsiębiorstwo. Podjęcie tej decyzji było spowodowane m. in. korzyściami finansowymi płynącymi z tej operacji oraz zabezpieczeniem się przed wykupem przedsiębiorstwa przez konkurencję²⁴.

W momencie podjęcia decyzji o transmisji przedsiębiorstwa w ramach RES (pod koniec 1987 r.) podstawowym problemem stało się przygotowanie odpowiedniego scenariusza operacji i wykupu akcji od dotychczasowych właścicieli firmy. Przeprowadzenia transformacji podjęła się firma LBO-France specjalizująca się w tego typu operacjach. Plan transformacji był

²² Ch. Bialobos, *RES: mode d'emploi*, „L'Expansion”, 20 V/2 VI 1988, s. 27.

²³ L. Lamprière, *Les pièges du RES*, „Tertiel” 1988, n° 38–39, s. 31.

²⁴ J.-P. Bertrel, M. Jeantin, *op. cit.*, s. 340.

gotów już 26 IV 1988 r. Przedsiębiorstwo wyceniono na ok. 7,163 mld FF. Pośrednikiem w przekształceniu miał być holding Darty Financière o kapitale 770 mln FF – utworzony specjalnie w tym celu przez kadrę menedżerską, pracowników i instytucje finansowe (w tym i przez poprzednich akcjonariuszy instytucjonalnych, na przykład Crédit Lyonnais, UAP i innych). Bankiem finansującym operację w postaci pożyczki 6 mld FF zgodził się być wspomniany już dotychczasowy akcjonariusz – Crédit Lyonnais. Kredyt ten był udzielony na 12 lat przy rocznej stopie procentowej 11–12% (ustawowa maksymalna stopa procentowa dla kredytów przy operacjach RES była ustalona na 12,3%).

Głównemu dyrektorowi Darty SA i przedstawicielom Crédit Lyonnais pozostawało jedynie przekonać pozostałych akcjonariuszy instytucjonalnych do odsprzedaży akcji firmy. Nie było to zbyt trudne, ponieważ otrzymali oni ofertę subskrypcji akcji holdingu Financière Darty, a dzięki temu mieli w przyszłości uczestniczyć w korzyściach płynących z efektu dźwigni finansowej. Innym problemem było przekonanie pracowników o korzyściach z zainwestowania swoich środków finansowych i stania się współwłaścicielem przedsiębiorstwa. Zgoda pracowników (ponieważ zgodnie z ustawą o RES pracownicy muszą posiadać większość głosów holdingu pośredniczącym w transmisji) umożliwiła zgłoszenie oferty zakupu akcji Darty SA na giełdzie. Było to konieczne, ponieważ w przypadku przedsiębiorstwa notowanego przez giełdę obrót akcjami może dokonywać się jedynie w jej ramach. Ponadto należało odkupić również 39% akcji posiadanych przez akcjonariuszy indywidualnych (por. rys. 5). W konsekwencji 11 V 1988 r. ogłoszono ofertę zakupu akcji Darty SA przez holding Financière Darty. Operacja wykupu akcji miała trwać do 10 VI. Jednak dzięki skutecznej reklamie już 25 V w rękach holdingu znalazło się 75% akcji, a 10 VI holding posiadał już 80% akcji Darty SA. Pozostałe 20% miało być sukcesywnie wykupowane.

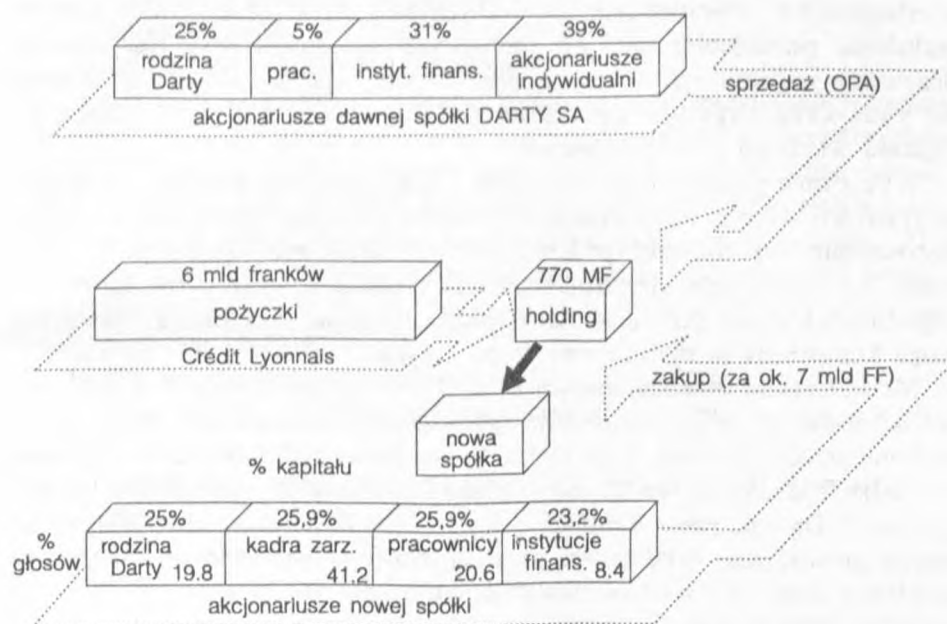
Natomiast subskrypcja akcji holdingu cieszyła się powodzeniem wśród załogi, ponieważ dyrekcja zapowiedziała zmniejszenie części akcji udostępnianej akcjonariuszom indywidualnym – tak więc 95% załogi wyraziło chęć zakupu akcji holdingu.

Osiągnięty w 1987 r. zysk netto w wysokości 333 mln FF²⁵ pozwalał sądzić, iż faktycznie zakończenie spłat kredytu nastąpi w 2000 r. Przewidywany efekt dźwigni finansowej jest szacowany na 100.

Transmisja przedsiębiorstwa spowodowała zasadnicze zmiany w strukturze akcjonariuszy i w relacjach posiadanych praw głosu. Jedynie rodzina Darty zachowała 25% kapitału, natomiast udział inwestorów instytucjonalnych zmniejszył się o 7,8%. Z mapy struktur akcjonariuszy zniknęli inwestorzy

²⁵ B. Szweda, *op. cit.*, s. 9.

indywidualni spoza przedsiębiorstwa. Znacznie wzrósł udział pracowników i kadry menedżerskiej w kapitale spółki – uzyskali oni po 25,9% całego portfela akcji. Inaczej jednak przedstawia się sytuacja odnośnie do wpły-



Rys. 5. Mechanizm transformacji spółki „DARTY SA” w ramach RES

Źródło L. Lamprière, *Les pieges du RES*, „Tertiel” 1988, n° 38–39, s. 31.

wu na proces decyzyjny w spółce. Rodzina Darty utraciła swoją pozycję na rzecz kadry menedżerskiej przedsiębiorstwa, która zgodnie z przepisami RES skorzystała z prawa do podwójnego głosu. Prawo to nie zostało przyznane szeregowym pracownikom i dysponowali oni jedynie 20,58% ogółu praw głosu. Niewiele niższy procent głosów posiadali inwestorzy instytucjonalni – 19,11%. W zasadzie należy stwierdzić, iż prawo głosu przyznane udziałowcom niemenedżerom było rozłożone prawie po równo.

Podsumowując należy stwierdzić, że w przekształceniu własnościowym przedsiębiorstwa za pomocą techniki RES wiodącą rolę przyszłych właścicieli odgrywa kadra menedżerska, której doświadczenie i motywacja do skutecznego działania mają stanowić dźwignię socjalną sukcesu ich firmy.

4. OGÓLNE UWARUNKOWANIA LMBO

Dotychczasowe rozważania dotyczące techniki LMBO pozwalają stwierdzić, iż może ona być stosowana zarówno w przypadku małych, jak i dużych przedsiębiorstw – również tych notowanych na giełdzie. Maksymalna wartość zadłużenia przedsiębiorstwa jest limitowana poziomem jego rentowności. Oczywiście najistotniejszym czynnikiem determinującym poziom zadłużenia jest planowana struktura kapitałowa przedsięwzięcia – stosunek długu do kapitału własnego przedsiębiorstwa.

Wykupienie przedsiębiorstwa poprzez LMBO związane jest (jak i w innych przypadkach wykupu wspomaganego) z dużym ryzykiem. Zadłużone w wyniku zastosowania tej techniki przedsiębiorstwo musi być zdolne do zwrotu długu, jaki zaciągnęło dla sfinansowania transakcji, przy czym spłata rat kapitałowych może pozwalać na wypłatę dywidend. Tą drogą inwestorzy mogą kompensować podniesioną stopę ryzyka.

Mechanizmem uruchamiającym LMBO jest zazwyczaj różnica w percepcji ryzyka towarzyszącego działalności gospodarczej prowadzonej przez przejmowane przedsiębiorstwa w stosunku do spodziewanych korzyści występująca pomiędzy aktualnym właścicielem przedsiębiorstwa a właścicielem potencjalnym²⁶. Ogólnie rzecz ujmując, dotychczasowy właściciel chce pozbyć się ryzyka prowadzenia działalności gospodarczej w danym przedsiębiorstwie za określoną cenę, tzn. wartość udziałów, które jest gotów sprzedać. Przyszły właściciel chce to ryzyko przyjąć na siebie.

Ustalona w wyniku negocjacji cena przejmowanego przedsiębiorstwa oraz poczucie eliminacji ryzyka prowadzenia działalności gospodarczej kompensuje aktualnemu właścicielowi poczucie utraconych przyszłych korzyści. Natomiast nadzieja na przyszłe korzyści wynikające z przejścia i prowadzenia przedsiębiorstwa oznaczają więcej dla potencjalnego właściciela niż poczucie ryzyka i zapłacona cena.

Aby transakcja została przeprowadzona, muszą być spełnione m. in. następujące warunki:

- istnienie sprzedawcy,
- zainteresowanie kompetentnej grupy menedżerów,
- przedsięwzięcie musi być „finansowo zdolne do życia”.

Oczywiście wykupu nie można dokonać, jeśli aktualny właściciel nie chce lub nie może sprzedać firmy bądź zawyża jej wartość. Ponadto przedsiębiorstwo może należeć do gałęzi przemysłu, których charakter utrudnia dokonanie wykupu, na przykład:

- sektor przemysłu podlegający silnym cyklicznym wahaniom,

²⁶ M. Leleń, *Menedżerowie wykupują przedsiębiorstwo*, wyd. spec. „Przeglądu Organizacji” pt. *Prywatyzacja – Ile jest warte przedsiębiorstwo, w którym pracujesz?*, 1990, s. 23.

- wysoki koszt badań i rozwoju nowych produktów,
- wysokie lub zmieniające się wymagania dotyczące wielkości zaangażowanego kapitału,
- niewielki udział na rynku,
- mały asortyment produkcji lub usług,
- chwiejne zaufanie odbiorców i dostawców,
- sektor tzw. przemysłu ludowego.

Generalnie powodzeniu wykupu będzie sprzyjać przynależność przedsiębiorstwa do takich gałęzi przemysłu, w których istnieje duże prawdopodobieństwo osiągnięcia w krótkim okresie czasu wysokich zysków. Chodzi tutaj nie tyle o powiększanie majątku własnego nabywających przedsiębiorstwo, ile o możliwość spłaty początkowo wysokiego poziomu zadłużenia. Z tego względu z punktu widzenia potencjalnego właściciela przedsiębiorstwo jest atrakcyjnym kandydatem do przejęcia, jeśli będzie się charakteryzowało następującymi cechami²⁷:

- przynależność do silnego sektora przemysłowego,
- silna pozycja rynkowa (znaczny udział w rynku) lub przewoźnictwo cenowe,
- szeroki asortyment produkcji lub usług (albo długi cykl życia produktów)
- wielu klientów i dostawców,
- kontrolowana stopa wzrostu,
- nowoczesność wyposażenia i technologii,
- małe wymagania dotyczące inwestycji w czasie spłaty zadłużenia wynikającego z wykupu.

Jednak podstawowym warunkiem powodzenia *buy-out* jest posiadanie dobrego, doświadczonego w branży i kompetentnego *management'u*. Menedżerowie ci muszą przede wszystkim cieszyć się zaufaniem i poparciem zarówno załogi przedsiębiorstwa, jak i instytucji znajdujących się w otoczeniu przedsiębiorstwa – zwłaszcza instytucji finansowych. W przypadku, gdy przedsiębiorstwo spełnia wszystkie warunki oprócz tego ostatniego, problem ten można rozwiązać zastępując technikę *buy-out* techniką *buy-in*.

Doświadczenie krajów europejskich pokazuje, iż najczęściej przejmującymi są doświadczeni menedżerowie w wieku 45–55 lat. Dotyczy to zwłaszcza przypadków, gdy 1–2 menedżerów jest wprowadzanych z zewnątrz. Zachodzi wówczas konieczność, by ich bogate doświadczenie i faktyczne umiejętności budziły autorytet u kadry menedżerskiej wywodzącej się z przejmowanego przedsiębiorstwa. Taka sytuacja może dodatkowo potęgować efekt dźwigni socjalnej przez motywowanie menedżerów do dorównania lub przewyższania kompetencjami nowych dyrektorów.

²⁷ M. Biégala, *Rachat d'une entreprise...*, s. 22.

Wydaje się jednak, że najistotniejszymi czynnikami warunkującymi rozwój transformacji drogą MBO i LMBO oprócz posiadania dobrej kadry kierowniczej, zainteresowanej wykupem, są:

- istnienie przepisów prawnych i regulacji fiskalnych umożliwiających tego typu operacje;
- sprzyjanie struktury przemysłowej i kultury ekonomicznej takim zmianom;
- istnienie rozwiniętego systemu bankowego, który byłby skłonny do udzielania wysokich długoterminowych kredytów, o oprocentowaniu nie przekraczającym możliwości jego spłaty;
- istnienie spółek specjalistycznego inwestowania typu *venture-capital*, o dobrym poziomie znajomości prowadzenia operacji *buy-out*, umożliwiających wspieranie merytoryczne i finansowe kadry menedżerskiej zarówno w czasie transmisji, jak i w okresie spłaty kredytów;
- istnienie i dynamika rynków kapitałowych jest czynnikiem, który inicjuje powstanie rynku *buy-out*, a następnie umożliwia inwestorom instytucjonalnym wycofanie się z przekształconego przedsiębiorstwa przez „upłynnienie” kapitałów zainwestowanych wcześniej.

Równoległe zaistnienie tych czynników jest niezmiernie istotne dla narodzin i rozwoju operacji *buy-out* w danym kraju. Przykładem może tu być rozprzestrzenienie się tej techniki w krajach europejskich (por. rys. 1). Słaby rozwój rynku LMBO w Belgii jest wynikiem praktycznie nieistnienia wtórnego rynku kapitałowego i braku tradycji notowania spółek na giełdzie²⁸. Ponadto legislacja fiskalna nie pozwala kredytodawcom przyjmować gwarancji na aktywach nowo nabywanego przedsiębiorstwa. Niewielki rozwój operacji *buy-out* w krajach skandynawskich spowodowany był nie wystarczającą liczbą aktywnych spółek typu *venture-capital*, jednak ich znaczny przyrost w ostatnich latach, jak też wzrost dynamiki rynku kapitałowego powinny doprowadzić do znacznego zwiększenia ilości przeprowadzanych operacji tego typu.

Powolny rozwój rynku *buy-out* w Szwajcarii wynika ze słabej znajomości koncepcji tej operacji, jak też z ekstremalnie konserwatywnego i tradycyjalistycznego podejścia banków szwajcarskich do problemu dopuszczalnego poziomu zadłużenia przedsiębiorstw oraz gwarancji hipotecznych²⁹.

Natomiast dynamiczny rozwój operacji *buy-out* w Holandii był wynikiem z jednej strony istnienia korzystnych warunków prawnych (zwłaszcza dotyczących tworzenia i funkcjonowania holdingów) i wzrostu ducha przedsiębiorczości wśród kadry menedżerskiej, a z drugiej – wpływu związków

²⁸ *Ibidem*.

²⁹ S. Lipiński, *Out (z wyjątkami)*, „Gazeta Bankowa” 1992, nr 2, s. 6.

SPIS TREŚCI

Przedmowa	3
JAN DURAJ – Sprzedaż jako podstawa określenia potrzeb kapitałowych w spółce akcyjnej	5
– Sales as a Basis of Determining Capital Requirements in a Joint Stock Company ..	16
MARZENA PAPIERNIK-WOJDERA – Przyczynek do analizy zrównoważonego rozwoju spółki akcyjnej	17
– Contribution to Analysis of Balanced Growth of a Joint Stock Company	36
GRZEGORZ JABŁOŃSKI – Wpływ wysokości dywidendy na stopy zwrotu z akcji ..	37
– Influence of Dividend Amount on Rate of Return from Shares	45
ANNA WYSOKIŃSKA – Ryzyko a optymalizacja portfela papierów wartościowych w przedsiębiorstwie	47
– Risk and Optimization of Securities Portfolio in a Company	68
IWONA WIECZOREK – Różnicowanie produktów jako narzędzie walki konkurencyjnej przedsiębiorstwa	69
– Product Differentiation as an Instrument of a Company's Fight against Competition ..	77
EWA BROZI – <i>Buy-out</i> jako metoda prywatyzacji przedsiębiorstw państwowych ..	79
– <i>Buy-Out</i> as a Privatization Method of State-Owned Enterprises	99

zawodowych na podejmowanie konkretnych decyzji dotyczących realizacji LMBO. Ponadto kilka ze znaczących na naszym kontynencie operacji *buy-out* dotyczyło sprzedaży holenderskich filii grup przedsiębiorstw międzynarodowych. Dodatkowym czynnikiem dynamizującym było istnienie dużej liczby przedsiębiorstw, które musiały rozwiązać problem sukcesji. Wydaje się, iż ten czynnik będzie znaczący w najbliższych latach w rozwoju rynku *buy-out* w Europie Zachodniej.

Ewa Brozi

BUY-OUT AS A PRIVATIZATION METHOD OF STATE-OWNED ENTERPRISES

It seems that the LMBO technique could find application also in the case of Polish privatization. However, the number of difficulties to be overcome here is much bigger than even in Belgium or Switzerland. If we look at the conditions determining an effective performance of such operations it will appear that almost none of them cannot be fulfilled at the present time. The main cause is unfamiliarity with *buy-out* concept among most Polish managers. The remaining causes can be, in a certain sense, omitted or neutralized. For instance, the operation of a developed capital market is not necessary until the final stage of transformation when institutional investors already wish to withdraw from operations and realize their profits. In the countries of Western Europe, it is a period of 5 to 10 years. In our case, this period can be much longer and, thus, it is possible that by that time the capital market will allow to make capital liquid.

In my opinion, the main impediment to the development of privatization by means of the LMBO technique is the lack of interest in it among banks and absence of venture-capital type institutions on the Polish market. However, to carry out the first transformations of small and medium-sized enterprises by means of this technique the capital of Polish banks would be sufficient. Looking more closely at the LMBO concept the banks could discover a new source of substantial funds for them.

