

Michał Wrzesiński*

Rafał Tuzimek**

Efektywność transakcji wykupu lewarowanego

Wstęp

Wykup lewarowany (ang. *leveraged buy out*, LBO) jest transakcją, w której grupa kupujących, składająca się z aktywnych inwestorów finansowych i menedżerów, przejmuje kontrolę nad przedsiębiorstwem, w celu zwiększenia wartości jej kapitału, 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.

Transakcje wykupu lewarowanego stały się tematem ożywionej dyskusji, w której brali udział zarówno naukowcy, praktycy życia gospodarczego, politycy, jak i szeroko rozumiana opinia publiczna. Oceny transakcji LBO były kontrowersyjne, zaczynając od pozytywnych i twierdzących, że jest ona efektywna dla akcjonariuszy firm przejmowanych, samych przedsiębiorstw, jak również dla gospodarki, po krytyczne, negatywnie oceniające wpływ LBO na długoterminową działalność przedsiębiorstw, bankructwa wielu firm przejętych przez LBO oraz redukcje zatrudnienia, która towarzyszyła procesom restrukturyzacji podejmowanym w firmach przejętych przez LBO. Celem artykułu jest próba dokonania oceny efektywności transakcji wykupu lewarowanego¹.

* Dr hab., prof. nadzw. SGH, Katedra Finansów Przedsiębiorstwa, Kolegium Nauk o Przedsiębiorstwie, Szkoła Główna Handlowa, mwrzesinski@sgh.waw.pl, Al. Niepodległości 62, 02-554 Warszawa

** Dr, Katedra Finansów Przedsiębiorstwa, Kolegium Nauk o Przedsiębiorstwie, Szkoła Główna Handlowa, rtuzimek@sgh.waw.pl, Al. Niepodległości 62, 02-554 Warszawa

¹ Autorzy pragną podkreślić, że dostępne materiały badawcze i dane statystyczne w tym zakresie są ograniczone. Wynika to z faktu, że wykup lewarowany jest przeprowadzany przez specjalistyczne instytucje finansowe, które strzegą informacji dotyczących techniki i efektywności transakcji LBO. Należy bowiem podkreślić, że wiedza i doświadczenie jest dla tych podmiotów gospodarczych podstawową przewagą konkurencyjną na rynku.

Efektywność ekonomiczna przejawia się w racjonalnym i systematycznym zmierzaniu do maksymalnego wykorzystania istniejących w przedsiębiorstwie zasobów rzeczowych i finansowych. Efektywność ekonomiczną transakcji wykupu lewarowanego autorzy zamierzają rozpatrywać na poziomie mikroekonomicznym z punktu widzenia kluczowych grup interesów: akcjonariuszy (zarówno dotychczasowych, jak i obecnych), wierzycieli, pracowników przedsiębiorstwa. Autorzy pragną zwrócić szczególną uwagę na wpływ realizowanych transakcji wykupu lewarowanego na funkcjonowanie i wyniki przejętych przedsiębiorstw.

1. Efektywność LBO dla dotychczasowych akcjonariuszy firm przejmowanych

Podstawowym kryterium oceny efektywności transakcji LBO z punktu widzenia dotychczasowych akcjonariuszy² 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 [Jajuga, Jajuga, 1996]. W kategoriach ekonomicznych, racjonalne mierzenie wzrostu wartości dla akcjonariuszy sprzedających możliwe jest odnośnie do LBO spółek notowanych (tzw. ang. *public to private transactions*). W tym przypadku do oceny stopy zwrotu dla dotychczasowych akcjonariuszy stosuje się wskaźnik ponadprzeciętnej stopy zwrotu (ang. *cumulative average residuals, CAR*). Wskaźnik ten określa nadwyżkę faktycznie uzyskanej przez inwestora stopy zwrotu ponad średnią oczekiwaną stopę zwrotu możliwą do uzyskania przy danym poziomie ryzyka inwestycji [Torabzadeh, Bertin, 1987, s. 215].

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 istotną ponadprzeciętną stopę zwrotu. Struktura transakcji LBO wymaga bowiem 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

² Wnioski przedstawione w niniejszym punkcie dotyczą jedynie spółek giełdowych, tylko w tym przypadku można uzyskać informacje dotyczące trendu zmiany ceny rynkowej tych firm w przeszłości.

firmy z giełdy. Badania empiryczne³ dowodzą, że cena akcji w przypadku nabywania dużych pakietów akcji jest wyższa od cen mniejszych pakietów akcji, traktowanych przez inwestorów jako pasywne inwestycje portfelowe. Nadwyżka ceny płacona przez inwestorów przy nabywaniu dużych pakietów akcji jest nazywana premią za kontrole (ang. *control premium*). Należy podkreślić, 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.

Wzrost wartości dla dotychczasowych akcjonariuszy firm przejmowanych przez LBO był przedmiotem wielu badań empirycznych⁴, dotyczących przedsiębiorstw notowanych na giełdzie papierów wartościowych. Badania nad transakcjami *public-to-private* można podzielić na 4 etapy. Pierwszy, dotyczący fazy „intencji”, opisuje własności przedsiębiorstwa przed decyzją o wycofaniu jej walorów z obrotu publicznego i porównuje je ze spółkami publicznymi. Wezwanie do sprzedaży akcji zwykle kończy etap „intencji”. Drugi etap („wpływ”) bada wpływ wezwania, skupiając się na analizie reakcji kursów oraz premii płaconej dotychczasowym akcjonariuszom. Trzeci etap („proces”) koncentruje się na procesie tworzenia wartości już po wycofaniu walorów spółki z obrotu. Czwarty etap („czas trwania”) bada, w jakim czasie (jeśli w ogóle) następuje zakończenie inwestycji typu LBO i jakie są determinanty czasu trwania inwestycji.

³ Jako dowód funkcjonowania premii za kontrole w gospodarce można uznać badania, które zostały przeprowadzone przez Holderness i Sheehan na próbie 114 firm notowanych na giełdach NYSE i AMEX w latach 1978-1984. Według nich średni wskaźnik ponadprzeciętnego wzrostu cen akcji spowodowany zawarciem transakcji dotyczącym dużego pakietu akcji wynosił 12,8% w okresie jednego miesiąca od zawarcia transakcji [Holderness, Sheehan, 1988, s. 317-346].

Innym badaniem empirycznym potwierdzającym hipotezę o istnieniu na rynku premii za kontrolę jest to przeprowadzone przez Megissona na próbie 152 firm brytyjskich w latach 1955-1982, które wykazało, że akcje uprzywilejowane co do głosu były sprzedawane za cenę średnio wyższą o 13,3% niż akcje nieuprzywilejowane.

⁴ Zob.: [Amihud, 1989 s. 3-34; Torabzadeh, Bertin, 1987, s. 315; Madden i inni, 1983; DeAngelo i inni, 1984, s. 367-401].

Poniżej znajduje się zwięzłe podsumowanie dotychczasowych badań dotyczących pierwszego etapu procesu.

Maupin, Bidwell i Ortegren [Maupin i inni, 1984] sprawdzili, czy jest możliwe rozróżnienie *ex ante* firm, które brały udział w wykupach menedżerskich (ang. *management buy out*, MBO) oraz tych, które pozostały spółkami publicznymi. Jak się okazało, przedsiębiorstwa biorące udział w MBO charakteryzowały się stabilniejszymi wolnymi przepływami pieniężnymi oraz istotnie niższym wskaźnikiem P/BV, co sugeruje, że motyw niedowartościowania spółki jest kluczowy dla przeprowadzenia transakcji.

Kieschnick [Kieschnick, 1989] na próbie 102 transakcji MBO znalazł również dowody wspierające hipotezę niedowartościowania, odrzucając przy tym hipotezę korzyści podatkowych. Z kolei Lehn i Poulsen [Lehn, Poulsen, 1989] doszli do przeciwnych wniosków. Według nich dowody potwierdzają prawdziwość hipotezy wyższych wolnych przepływów pieniężnych, a także traktowania transakcji *public-to-private* jako obrony przed wrogim przejęciem.

Kieschnick [Kieschnick, 1998] zbadał ponownie dane użyte przez Lehn i Poulsena wskazując na fakt, że zastosowana przez nich metoda doboru próby badawczej wpłynęła na wyniki badania, fałszywie wskazując na prawdziwość hipotezy wolnych przepływów pieniężnych.

Ippolito i James [Ippolito, James, 1992] badali prawdziwość hipotezy wzrostu wolnych przepływów pieniężnych oraz transferu bogactwa (poprzez obserwację zobowiązań emerytalnych spółek), nie znaleźli jednak statystycznie istotnych dowodów. Opler i Titman [Opler, Titman, 1993] zwracali uwagę na duże, negatywne znaczenie trudności finansowych spółki przy decyzji o przekształceniu jej w spółkę prywatną. Według nich, koszty potencjalnego bankructwa zniechęcają przedsiębiorstwa do transakcji typu LBO, w których następuje zaciągnięcie znaczącego długu.

Halpern, Kieschnick i Rotenberg [Halpern i inni, 1999] podzielili grupę badawczą na dwie podgrupy: spółki o niskim udziale menedżerów wśród akcjonariuszy oraz spółki, w których akcjonariuszy posiadali znaczące pakiety akcji. Badanie pokazało, że te drugie były, przeciętnie ujmując, bardziej zadłużone, a kursy ich akcji osiągały *ex ante* gorsze wyniki niż akcje spółek z pozostałej grupy. W pracy pojawiają się dowody na dodatnią korelację pomiędzy udziałem akcji posiadanym przez menedżerów a skłonnością do transakcji *public-to-private*. Odrzucono jednak

hipotezę o wyższych wolnych przepływach pieniężnych stanowiących bodziec do transakcji *public-to-private*.

Weir, Laing i Wright [Weir i inni, 2003; Weir i inni, 2004] przeprowadzili badania na rynku brytyjskim na próbie 95 transakcji *public-to-private*. Nie znaleźli oni dowodów na potwierdzenie hipotezy wyższych wolnych przepływów pieniężnych, choć okazało się, że wykupywane przedsiębiorstwa zwykle odznaczają się niższymi perspektywami wzrostu. W przeciwieństwie do wielu wyników osiąganych na rynku USA, Weir, Laing i Wright nie znaleźli dowodów na to, że potencjalne korzyści podatkowe wpływają na decyzję o przekształceniu spółki w spółkę prywatną.

Przeprowadzone badania nie pozwalają jednoznacznie potwierdzić ani odrzucić żadnej z hipotez. Jedynie hipoteza wpływu potencjalnych oszczędności podatkowych wydaje się dobrze umocowana na gruncie rynku amerykańskiego. Hipoteza wzrostu wolnych przepływów pieniężnych oraz niedowartościowania znajdują potwierdzenie jedynie w niektórych badaniach. Obserwacje wskazują jednak, że obrona przed wrogim przejęciem była relatywnie częstym motywem przekształcenia spółki w spółkę prywatną w USA w latach 80. XX w.

2. Efektywność dla inwestorów powierzających kapitał w transakcjach LBO

Z punktu widzenia inwestorów powierzających swoje środki na kapitał w transakcjach LBO miarą efektywności inwestycji jest wzrost wartości akcji lub udziałów spółek portfelowych.

Wzrost wartości akcji lub udziałów w spółkach portfelowych jest definiowany jako różnica pomiędzy ceną ich nabycia a ceną ich sprzedaży w momencie realizacji wyjścia z inwestycji, powiększoną o wszelkie korzyści uzyskiwane przez inwestorów w trakcie trwania inwestycji (takie jak wypłaty dywidendy, wcześniejszy skup akcji w celu umorzenia, itd.).

Wzrost wartości akcji bądź udziałów w transakcjach LBO jest mierzony za pomocą różnych parametrów, do najpopularniejszych należą: (a) wewnętrzna stopa zwrotu (ang. *internal rate of return*, IRR), z tytułu inwestycji, (b) relacja uzyskanych przez inwestora środków w stosunku do zainwestowanych środków (ang. *cash on cash*). Należy podkreślić, że inwestycje LBO powinny być oceniane w sposób kompleksowy, przez pryzmat całościowego zwrotu uzyskiwanego przez fundusze LBO oraz inwestorów powierzających środki tym funduszom, na wszystkich prze-

prowadzonych operacjach, a nie tylko przez pryzmat pojedynczych transakcji. Wysokie ryzyko transakcji sprawia bowiem, że podczas gdy część inwestycji w portfelu danego funduszu przynosi bardzo wysoką ponadprzeciętną stopę zwrotu, to inne inwestycje w przedsiębiorstwa nie przynoszą pożądanego zysku na zainwestowanym kapitale bądź nawet kończą się upadłością przejętych przez LBO przedsiębiorstw.

Faktyczną miarą efektywności transakcji LBO, z punktu widzenia inwestorów, powinny być dwie miary IRR: brutto, informująca o stopie zwrotu osiąganą przez fundusze inwestujące w transakcje LBO, oraz IRR netto⁵ informująca o stopie zwrotu osiąganą przez inwestorów po uwzględnieniu wynagrodzenia z tytułu zarządzania uzyskiwanego przez fundusze⁶.

O efektywności transakcji typu LBO można mówić wtedy, gdy IRR netto realizowana na inwestycjach typu venture capital będzie wyższa niż ta uzyskiwana w przypadku innych metod inwestowania charakteryzujących się podobnym ryzykiem. Za optymalną stopę odniesienia (ang. *benchmark*) dla zwrotu uzyskiwanego przez fundusze podwyższonego ryzyka należy uznać zwrot z portfela rynkowego akcji⁷. W obu przypadkach przedmiotem inwestycji są papiery o charakterze właścicielskim. Teoretycznie inwestycje w rynkowy portfel akcji powinny być mniej ryzykowne, w związku z tym że spółki nabywane w transakcjach LBO mają średnio wyższe poziomy długi niż firmy notowane, a w konsekwencji charakteryzują się wyższym ryzykiem finansowym i ryzykiem ogólnym⁸. Stopy zwrotu uzyskiwane przez fundusze venture capital, private equity oraz LBO oraz porównanie ich z innymi inwestycjami przedstawiono w tablicach 1 oraz 2.

⁵ Gottschalg [Gottschalg, 2007] zwraca uwagę na niedostatki IRR jako miernika stopy zwrotu. Przy obliczaniu wieloletniej stopy IRR zakłada się, że przepływy pieniężne występujące w okresie pomiaru są reinwestowane według stopy zwrotu równej IRR. W przypadku potencjalnie wysokich stóp zwrotu uzyskiwanych z inwestycji typu LBO założenie to może okazać się niemożliwe do spełnienia.

⁶ IRR netto jest obliczana poprzez obniżenie IRR brutto o wynagrodzenie dla funduszu podwyższonego ryzyka z tytułu zarządzania funduszem.

⁷ Zwrot z portfela rynkowego akcji jest najczęściej utożsamiany ze zwrotem z indeksu giełdowego.

⁸ W obu przypadkach (VC i portfela giełdowego) ryzyko specyficzne eliminowane jest natomiast przez dywersyfikację.

Tablica 1. Średnioroczna stopa zwrotu *Private Equity Performance Index (PEPI)* na rynku amerykańskim w okresie zakończonym 30 czerwca 2003 r. (w %)

Rodzaj funduszu	2009-2010	2007-2010	2005-2010	2000-2010
VC – faza zasiewów lub inna wczesna faza	4,0	-1,3	1,1	-3,6
VC – mieszane	16,9	0,2	7,0	-0,1
VC – późniejsze fazy	19,3	5,7	8,3	0,3
Venture capital razem	11,5	0,5	17,8	-1,5
Fundusze typu buy-out	19,4	-0,5	5,4	4,0
Fundusze typu mezzanine	4,0	0,8	2,7	2,3
Private equity razem	21,9	0,6	5,8	2,8
NASDAQ	51,5	-0,3	3,6	-6,2
S&P 500	42,3	-6,1	-0,2	-2,4

Źródło: Dane źródłowe na podstawie serwisów informacyjnych: *Thomson Venture Economics* i *National Venture Capital Association*.

W badanym okresie (2000-2010) stopa zwrotu z inwestycji typu private equity, w tym również venture capital, była w większości przedziałów wyższa niż stopa zwrotu z największych światowych indeksów akcyjnych – S&P 500 i NASDAQ. Jedynym wyjątkiem była jednoroczna stopa zwrotu w okresie 2009-2010. Wyjątkowo wysokie stopy zwrotu indeksów akcyjnych w tym okresie były związane z wcześniejszą bardzo znaczną przeceną akcji będącą wynikiem turbulencji na rynkach finansowych wywołanych światowym kryzysem finansowym, zapoczątkowanym przez krach na rynku amerykańskich nieruchomości oraz upadek Lehman Brothers, jednego z największych banków inwestycyjnych na świecie.

Wysoka średnia stopa zwrotu uzyskiwana przez inwestorów była niewątpliwie kluczowym czynnikiem stymulującym wzrost rynku LBO. W krajach wysoko rozwiniętych zwrot z inwestycji LBO jest, przeciętnie rzecz biorąc, wyższy od uzyskiwanego na rynku publicznym, co pomimo niskiej płynności związanej z tymi inwestycjami powoduje regularny wzrost zainteresowania ze strony inwestorów instytucjonalnych.

Zaprezentowany materiał statystyczny i badawczy wskazuje, że w ujęciu historycznym stopa zwrotu uzyskiwana przez fundusze podwyższ-

Tablica 2. Wewnętrzna stopa zwrotu (IRR) z inwestycji private equity zakończonych 31 grudnia 2011 r. na rynku europejskim (w %) dane dla funduszy utworzonych w latach 1980-2011

Rodzaj funduszu	2010-2011	2008-2011	2006-2011	2001-2011
VC – wczesna faza	5,1	-0,1	-2,9	-3,2
VC – mieszane	11,0	3,0	-0,3	-1,5
VC – ekspansja	0,5	10,0	2,6	1,9
Venture capital razem	2,7	4,9	-0,1	-0,9
Fundusze typu buy-out	5,5	8,3	2,4	8,3
Fundusze niewyspecjalizowane	-11,47	4,0	-3,8	3,2
Private equity razem	4,75	7,5	1,6	5,6
Morgan Stanley European Equity	-16,4	-0,5	-9,7	-4,1
HSBC Small European Equity	-20,5	13,5	-6,2	3,3
JP Morgan Euro Bond	13,5	17,1	9,9	8,4

Źródło: EVCA Network News Supplement [www.evca.com].

nego ryzyka na rynkach rozwiniętych była w długim okresie wyższa od większości porównywalnych inwestycji. W pierwszej dekadzie XXI wieku, okresie wzmożonej niepewności na rynkach finansowych (kryzys tzw. dotcomów w 2001 r. oraz kryzys zapoczątkowany zapaścią na rynku pożyczek hipotecznych wysokiego ryzyka w USA w 2007 r.) zwrot z inwestycji typu venture capital był zauważalnie wyższy od stopy zwrotu z indeksów akcji. W zaprezentowanym materiale badawczym jedynie indeks instrumentów dłużnych JP Morgan Euro Bond osiągnął wyższą stopę zwrotu. Obserwacja ta wiąże się z występowaniem nietypowych wydarzeń na rynku długu, związanych z kryzysem zadłużenia publicznego wielu krajów wysoko rozwiniętych oraz podejmowanych przez rządy i banki centralne akcji mających na celu zapewnienie wypłacalności rządów tych państw. Analiza poczynionych obserwacji wspiera jednak postawioną w pracy tezę podstawową o wysokiej efektywności kapitału podwyższonego ryzyka.

3. Efektywność firm przejętych przez LBO

Z przeprowadzonych badań wynika, że zarówno akcjonariusze sprzedający, jak i członkowie grupy kupującej uzyskiwali w wyniku operacji LBO ponadprzeciętny poziom zwrotu na zainwestowanym kapitale. Część wzrostu wartości wynikała z optymalizacji struktury finansowania, jednak wzrost wartości był także związany z poprawą wyników na działalności operacyjnej.

Podniesienie wartości firmy wiąże się bezpośrednio ze wzrostem wielkości operacyjnych przepływów pieniężnych generowanych przez przedsiębiorstwo. Dlatego jednym z podstawowych kryteriów oceny efektywności transakcji LBO jest stosunek operacyjnych przepływów pieniężnych do wielkości sprzedaży. Wzrost tego wskaźnika świadczy o zwiększeniu efektywności działania przedsiębiorstwa, co ma bezpośredni wpływ na wzrost jego wartości.

Zakończenie

Zaprezentowane wyniki badań wskazują na wysoką efektywność transakcji LBO dla akcjonariuszy (zarówno sprzedających, jak i kupujących) oraz znaczny wzrost efektywności operacyjnej przedsiębiorstw.

Istotne jest stwierdzenie, z czego wynika wysoka efektywność tych transakcji. W literaturze przedmiotu przedstawiono wiele hipotez, których celem było wyjaśnienie źródeł efektywności LBO.

Hipoteza dotycząca korzyści podatkowych uzyskiwanych w transakcjach LBO (ang. *tax benefit hypothesis*). Jednym z podstawowym źródeł wartości w przypadku wykupu lewarowanego jest zmniejszenie płatności podatku z tytułu wykorzystania odsetkowej tarczy podatkowej. Według badań przeprowadzonych przez Shipfera i Smitha, dla połowy badanych przypadków wykupu lewarowanego oszczędności z tytułu tarczy podatkowej stanowiły nawet do około 80% wzrostu wartości firmy po wykupie. Niektórzy naukowcy twierdzili wręcz, że wzrost wartości związany ze zmniejszeniem płatności podatkowych przez przejęte przez LBO przedsiębiorstwa jest uzyskiwany kosztem obniżenia dochodów skarbu państwa [Amihud, 1989, s. 3-34]. Efekty kompleksowych badań nie potwierdzają tej tezy. Zmniejszenie przychodów podatkowych budżetu w związku z odsetkową tarczą podatkową jest rekompensowane przez wzrost przychodów podatkowych z innych źródeł.

Korzyści wynikające z redukcji konfliktu pośrednictwa (ang. *agency cost related hypothesis*). Michael Jensen stwierdził, że podstawowym czynnikiem wpływającym na wzrost efektywności firm przejmowanych w drodze LBO jest zwiększenie efektywności zarządzających firmą menedżerów poprzez redukcję lub eliminację istniejącego w tradycyjnych korporacjach konfliktu pośrednictwa.

Wykup lewarowany stał się mechanizmem redukującym konflikt pośrednictwa w nowoczesnych korporacjach. Poprzez koncentrację własności akcji w rękach grupy kupującej zwiększała znaczenie właścicieleli w przedsiębiorstwie, dając im większy wpływ na całokształt działań podejmowanych przez przejęte przedsiębiorstwo. Duże znaczenie miała również zmiana rodzaju właścicieli w przedsiębiorstwie. Podczas gdy w korporacjach właścicielem byli najczęściej pasywni drobni akcjonariusze, to po przejęciu właścicielami stawali się profesjonaliści — aktywni inwestorzy finansowi i grupa menedżerska.

W konsekwencji istotnym elementem prowadzącym do redukcji konfliktu pośrednictwa było zwiększenie udziału menedżerów w akcjonariacie przejmowanych spółek. Podczas gdy prezes zarządu spółki publicznej posiadał średnio 0,25% akcji, prezes firmy przejętej w ramach transakcji LBO — średnio 6,4% akcji [Smith, 1990, s. 143-165]. Oprócz akcji menedżerowie posiadali opcje na zakup dodatkowych akcji oraz wypłaty z zysku uzależnione od wyników firmy. Wynagrodzenie menedżera w firmie przejętej przez LBO było w konsekwencji niewspółmiernie bardziej uzależnione od wyników firmy niż jego odpowiednika w przedsiębiorstwie notowanym na giełdzie [Jensen, 1989, s. 69]. To z kolei powodowało sprzężenie interesów zarządzających i właścicieli (ang. *incentives realignment hypothesis*) i według Jensena (1989) miało istotny pozytywny wpływ na efektywność LBO. Należy przy tym podkreślić, że oprócz Jensena inni autorzy [Demsetz, Villalonga, 2001, s. 209-233; Himmelberg i inni, 1999, s. 353-384; Palia, 2001, s. 735-764] nie potwierdzają pozytywnego wpływu tego zjawiska, badania te jednak dotyczą szerokiego rynku, a nie tylko transakcji LBO.

Kolejną hipotezą objaśniającą większą efektywność transakcji LBO jest wzrost jakości nadzoru właścicielskiego w firmach przejętych przez LBO, w porównaniu z firmami notowanymi, w których pasywni mniejszościowi akcjonariusze nie mają wystarczającego interesu ekonomicznego w sprawowaniu aktywnego nadzoru (ang. *control hypothesis*). Na tę hi-

potezę wskazują tacy autorzy jak Maug [Maug, 1998, 65-98] oraz Admati, Pleiderer i Zechner [Admati i inni, 1994, s. 1097-1130].

Konieczność obsługi długów zaciągniętych dla finansowania przejęcia ogranicza przepływy pieniężne dostępne dla przedsiębiorstwa. Menedżerowie przy przejściu firmy przez LBO są zmuszeni do wprowadzenia restrykcyjnej dyscypliny finansowej. Starają się oni ograniczyć do niezbędnego minimum wydatki i koszty niezwiązane z podstawową działalnością [Phan, Hill, 1995, s. 706]. Dodatkowy dług ogranicza więc wszystkie nieefektywne działania w przedsiębiorstwie, z tych względów wprowadzenie dodatkowego długu pełni funkcję kontrolną (ang. *control function of debt*). Kwestie tą dodatkowo rozwija Jensen [Jensen, 1986, s. 323-329], który zwraca uwagę na powszechny w korporacjach publicznych problem przeznaczania wolnych przepływów pieniężnych na nieefektywne projekty inwestycyjne, kosztem wypłat dla akcjonariuszy (ang. *free cash flow dilemma*).

Jedną z podstawowych tez stawianych przez przeciwników LBO było twierdzenie, 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 (ang. *wealth transfer hypothesis*) od pozostałych interesariuszy firmy do akcjonariuszy.

Przyczyną tych strat jest konflikt interesów pomiędzy właścicielami przedsiębiorstwa i menedżerami a pożyczkodawcami. Istotę 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. Na takiej sytuacji mogą skorzystać akcjonariusze, których odpowiedzialność w razie bankructwa firmy jest ograniczona, podczas gdy potencjalne korzyści w przypadku powodzenia ryzykownego projektu nie są ograniczone. Stracić w tym przypadku mogą natomiast pożyczkodawcy, którzy nie korzystają na podejmowaniu przez przedsiębiorstwa przedsięwzięć o wyższym niż zakładane poziomie ryzyka. Ich korzyści, wyrażane przez odsetki od użyczonego firmie finansowania, są ustalone na danym poziomie, niezależnym od wyników osiągniętych przez przedsiębiorstwo [Weston i inni, 1990, s. 8-14].

Realizacja transakcji wykupu lewarowanego powoduje zaostrzenie konfliktu interesów pomiędzy pożyczkodawcami a akcjonariuszami. Prak-

tyka wykazała, że straty z tytułu wykupu lewarowanego ponosili pożyczkodawcy, którzy udzielili finansowania firmie w okresie przed wykupem. W wyniku przejęcia znacznie rosło ryzyko finansowe przedsiębiorstwa, podczas gdy dochody dla pożyczkodawców (odsetki) utrzymywane były na poziomie sprzed wykupu. W konsekwencji wartość rynkowa dłużnych papierów wartościowych emitowanych przez firmę przejmowaną przed przejęciem zmniejszała się po przeprowadzeniu transakcji.

Na transakcjach LBO tracili również pożyczkodawcy, którzy finansowali transakcje wykupu lewarowanego. Wiązało się to z wyższym od prezentowanego przez grupę kupującą faktycznym ryzykiem firmy LBO. Wiele firm przejmowanych poprzez LBO zbankrutowało, a pożyczkodawcy nie otrzymali części lub całości zainwestowanych przez siebie środków.

Kryterium oceny wpływu LBO na wartość dla pożyczkodawców, była analiza wartości obligacji⁹ emitowanych przez przedsiębiorstwa LBO przed i po ich wykupie. Badania empiryczne nie dają jednoznacznej odpowiedzi, co do wpływu LBO na zmniejszenie wartości dla pożyczkodawców.

Podczas gdy badania przeprowadzone przez Marais [Marais i inni, 1989 s. 155-191] wskazują na to, że pożyczkodawcy nie tracą na przeprowadzonych transakcjach LBO, Warga i Welcha wykazały obniżenie wartości długu udzielanego firmom LBO [Smith, 1990, s. 20].

Według Walkera czynnikiem determinującym to, czy pożyczkodawca osiągnie zyski czy straty po przeprowadzeniu transakcji LBO, było występowanie w istniejącym przed przejęciem długu mechanizmu zabezpieczeń (ang. *indenture covenants*) wymuszającym na firmie przejętej przez LBO spłatę dotychczasowego długu.

Badania dotyczące transferu własności od innych grup interesu są w znacznie mniejszym stopniu udokumentowane. Zgodnie z często stawianymi przez badaczy tezami grupą, na którą LBO może mieć negatywny wpływ, są pracownicy firmy jednak przeprowadzone badania np. Muscarella i Vetsuypens [Muscarella, Vetsuypens, 1990] oraz Smith [Smith, 1990] nie potwierdzają tej tezy.

Renneboog i Simmons [Renneboog, Simmons, 2005] przytaczają również inne hipotezy dotyczące efektywności LBO:

⁹ Przyjęcie wartości obligacji jako podstawowego kryterium do oceny korzyści dla obligatariuszy stało się możliwe dzięki temu, że były one notowane publicznie, co umożliwiało kompleksową analizą ich wartości.

- 1) hipoteza dotycząca kosztów transakcyjnych, zgodnie z którą LBO pozwala zmniejszyć koszty transakcyjne w przypadku wycofania spółki z obrotu publicznego,
- 2) hipoteza dotycząca niedowartościowania spółek przejmowanych w drodze LBO, zgodnie z którą zarządy spółek przygotowujące się do transakcji wykupu menedżerskiego podejmowały decyzję obniżającą wartość firm przed przejęciem, w celu zwiększenia zwrotu grupy menedżerskiej po przejęciu.

Literatura

1. Admati A.R., Pleiderer P., Zechner J. (1994), *Large shareholder activism, risk sharing, and financial market equilibrium*, „Journal of Political Economy” vol. 102, no. 6.
2. Amihud Y. (red.), (1989), *Leveraged management buyouts and shareholders wealth*, [w:] *Leveraged management buyouts, causes and consequences*, Dow Jones Irming, HomeWood, Illinois.
3. DeAngelo H., DeAngelo L.E, Rice M. (1984), *Going private, minority freezouts and stockholder gains*, „Journal of Law and Economics”, vol. 27, no. 10.
4. Demsetz H., Villalonga B.(2001), *Ownership structure and corporate performance*, „Journal of Corporate Finance”, vol. 7, no. 3.
5. Gottschalg O. (2007), *Private equity and leveraged buy-outs. Study*, European Parliament’s committee on Economic and Monetary Affairs.
6. Halpern P., Kieschnick R., Rotenberg W. (1999), *On the heterogeneity of leveraged going private transactions*, „Review of Financial Studies”, vol. 12, no. 2.
7. Himmelberg C.G. Hubbard R.G., Palia D. (1999), *Understanding the determinants of managerial ownership and the link between ownership and performance*, „Journal of Financial Economics”, vol. 53, no. 3.
8. Holderness C.G, Sheehan D.P. (1988), *The role of majority shareholders in publicly held corporations: an explanatory analysis*, „Journal of Financial Economics”, vol. 20, no. 1-2.
9. Ippolito R.A., James W.H. (1992), *LBOs, reversions, and implicit contracts*, „Journal of Finance”, vol. 47, no. 1.
10. Jajuga K., Jajuga T. (1996), *Investycje*, PWN, Warszawa.
11. Jensen M.C. (1986), *Agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers*, „American Economic Review”, vol. 76, no. 2.

12. Jensen M. (1989), *Eclipse of public corporation*, „Harvard Business Review”, vol. 67, no. 5.
13. Kieschnick R.L. (1989), *Management buyouts of public corporations: an analysis of prior characteristics*, [w:] *Leveraged management buy-outs*, red. Y. Amihud, New York: Dow-Jones Irwin.
14. Kieschnick R.L. (1998), *Free cash flow and stockholder gains in going private transactions revisited*, „Journal of Business Finance and Accounting”, vol. 25, no. 1-2.
15. Lehn K., Poulsen A. (1989), *Free cash flow and stockholder gains in going private transactions*, „Journal of Finance”, vol. 44, no. 3.
16. Madden, Marples, Hugh (1983), *A stock market evaluation of Management Buyout*, Proceedings of Eastern Finance Association, New York, Kwiecień.
17. Marais L., Schipper K., Smith A. (1989), *Wealth effect of going private for senior securities*, „Journal of Financial Economics”, vol. 23, no. 1.
18. Maug E. (1998), *Large shareholders as monitors: is there a trade-off between liquidity and control?* „Journal of Finance”, vol. 53, no. 1.
19. Maupin R.J., Bidwell C.M., Ortegren A.K. (1984), *An empirical investigation of the characteristics of publicly quoted corporations that change to closely held ownership through management buyouts*, „Journal of Business Finance and Accounting”, vol. 11.
20. Muscarella C., Vetsuypens M. (1990), *Efficiency and organisational structure: A study of reverse LBOs*, „Journal of Finance”, vol. 12, no. 5.
21. Opler T., Titman S. (1993), *The determinants of leveraged buyout activity, Free cash flow versus financial distress costs*, „Journal of Finance”, vol. 48, no. 5.
22. Palia D. (2001), *The endogeneity of managerial compensation in firm valuation: a solution*, „Review of Financial Studies”, vol. 14, no. 3.
23. Phan P., Hill C. (1995), *Organizational restructuring and economic performance in leveraged buyouts: an ex post study*, „Academy of Management Journal”, vol. 38, no. 3.
24. Renneboog L., Simons T. (2005), *Public-to-private transactions: LBOs, MBOs, MBIs and IBOs*, „Finance Working Paper”, vol. 94.
25. Smith A. (1990), *Effectes of leveraged byouts transactions*, „Business Economics”, nr 4.
26. Smith A. (1990), *Capital ownership structure and perfomance: the case of management buyouts*, „Journal of Financial Economics”, vol. 9.

27. Torabzadeh K., Bertin W. (1987), *Leveraged buyouts and shareholders returns*, „Journal of Economic Research”, vol. 10, no. 4.
28. Weir C., Laing D., Wright M. (2003), *Incentive effects, monitoring mechanisms and the threat from the market for corporate control: an analysis of the factors affecting public to private transactions in the UK*, Working paper, University of Nottingham.
29. Weir C., Laing D., Wright M. (2004), *Public to private takeovers and the market for corporate control*, Working Paper, University of Nottingham.
30. Weston J.F., Chung K.S, Hoag S.E (1990), *Mergers, restructuring and corporate control*, Prentice Hall, New Jersey.

Streszczenie

Wykup lewarowany (ang. *leveraged buy out*, LBO) jest transakcją, w której grupa kupujących, składająca się z aktywnych inwestorów finansowych i menedżerów, przejmuje kontrolę nad przedsiębiorstwem, w celu zwiększenia wartości jej kapitału, a następnie ich sprzedaży i realizacji zysku. Artykuł podsumowuje publikowane w literaturze zagranicznej badania dotyczące efektywności transakcji tego typu dla akcjonariuszy, inwestorów wierzycieli oraz samych przedsiębiorstw zaangażowanych w proces LBO. W pracy przedstawiono również hipotezy dotyczące źródeł efektywności transakcji typu LBO.

Słowa kluczowe

MBO, stopa zwrotu, obligatariusze, inwestorzy, akcjonariusze

The effectiveness of LBO transactions (Summary)

Leveraged Buy Out (LBO) is a transaction in which a group of buyers, including active financial investors and managers takes control over an enterprise in order to increase its capital and then sell it and realise the gain. The article hereby summarises studies published in scientific literature concerning the transactions' effectiveness for the company's shareholders, investors, bondholders and the companies themselves, involved in the LBO process. The article presents also hypotheses concerning the sources of LBO's transactions effectiveness.

Keywords

MBO, rate of return, bondholders, investors, shareholder

