



# **MIĘDZYNARODOWE FINANSE PRZEDSIĘBIORSTW**

Anna Chmielewska

# Typy transakcji private equity

---

**LBO**

leveraged buyout – wykup lewarowany

---

**MBO**

management buyout – istniejący zarząd kupuje spółkę

---

**MBI**

management buy-in – nowy zarząd kupuje spółkę

---

**BIMBO**

Połączenie dwu powyższych

---

**IBO**

institutional buyout – fundusz private equity kupuje spółkę i później wybiera zarząd

---

**P to P**

public to private (i.e. delisting) – zdjęcie spółki z giełdy

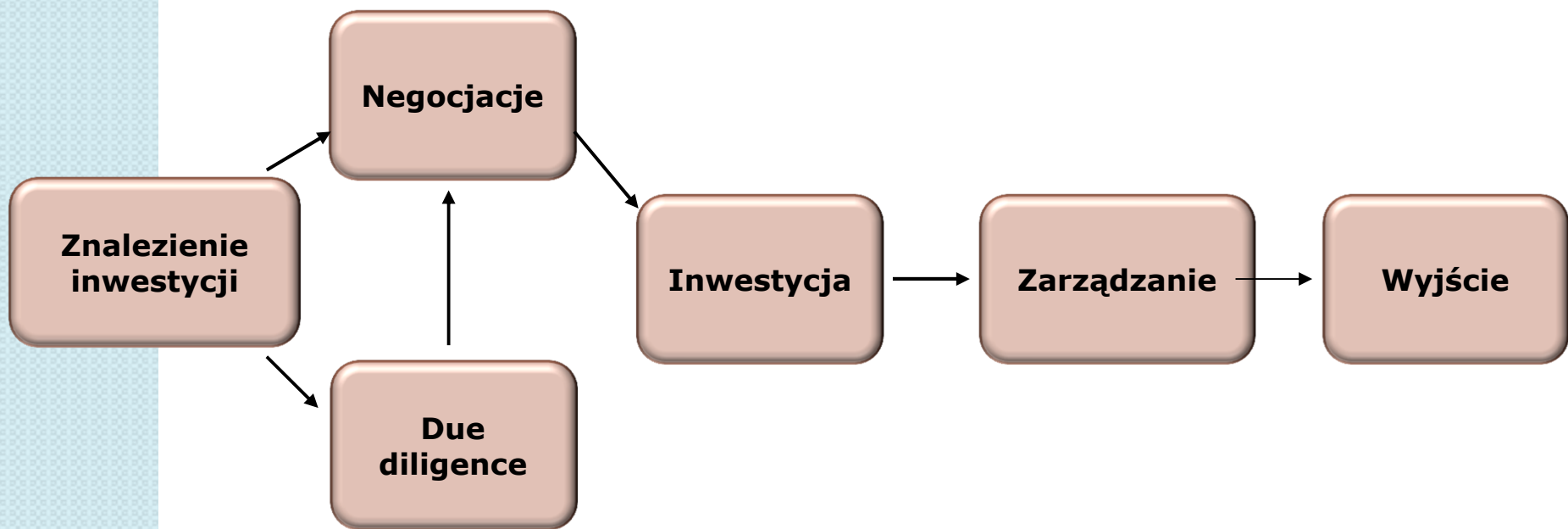
---

**Leveraged  
build up (Buy  
& Build)**

Fundusz PE kupuje kolejne spółki w segmencie, żeby stworzyć większy podmiot

---

# Proces inwestycji PE




# Różnice między inwestycją private equity a przejęciem korporacyjnym

	<b>Nabywca: Fundusz PE</b>	<b>Nabywca: Spółka</b>
<b>Użycie spółki celowej</b>	Tworzona spółka celowa która będzie właścicielem akcji	Przejmowana spółka może stać się spółką córką
<b>Finansowanie dłużne</b>	Finansowanie zbierane na poziomie spółki celowej bez możliwości wsparcia ze strony funduszu	Finansowanie dłużne często korzysta z elementów wsparcia ze strony przejmującego
<b>Strategia</b>	Strategia ustalona na etapie przejęcia	Zazwyczaj obejmuje synergie z działalnością przejmującego
<b>System zachęt</b>	Zachęty dla zarządu powiązane ze strategią wyjścia	Elastyczność systemu motywacji, często na bazie praktyki przejmującego
<b>Perspektywa</b>	Zawsze celem jest wyjście z zyskiem, typowy horyzont 5-7 lat	Zazwyczaj strategiczne przejęcia, raczej bez perspektywy późniejszego odsprzedania
<b>Finansowanie przejęcia</b>	Zazwyczaj duży udział „acquisition debt”	Zgodnie ze strategią finansową przejmującego

# Private equity

- **Shareholders Agreement** – dokument prawny określający współpracę inwestorów
- **Dokumenty korporacyjne i KSH**
- Dość duża swoboda kontraktowa (normy prawne nieco ograniczają swobodę ustaleń, ale przede wszystkim w zakresie ochrony mniejszościowych)



# Shareholders Agreement

## – kluczowe elementy

- Core business / Strategia
- Sposób wybierania zarządu
- Skład rady nadzorczej
- Zakres decyzji: zarządu, rady, konieczne większości w przypadku decyzji inwestorów
- Anti dilution – klauzule dotyczące braku rozwodnienia
- Wyjście

# Wyjście

– jak można uregulować wyjście mniejszościowego inwestora

- Opcja put
- Opcja call
- Right of First Refusal
- Drag-along rights
- Tag-along rights



# Private Equity Investment - Term Sheet example



# Wycena Pre- and Post- Money

- Wycena pre-money
  - Bierze pod uwagę wartość przedsiębiorstwa przed podwyższeniem kapitału
  - Zakłada że nowe środki wygenerują podobną stopę zwrotu
- Wycena post-money
  - Bierze pod uwagę wartość przedsiębiorstwa po zasileniu kapitałowym
  - Udział determinowany jako % nowych środków w takiej wartości

# Punktem wyjścia Pre-Money

$$\begin{aligned} \text{Wycena pre-money} + \text{Inwestycją} \\ = \text{Wycena post-money} \end{aligned}$$

%Udział

$$= \text{Inwestycja} / \text{Wycena post-money}$$

Ale przecież start-upy zazwyczaj nic nie mają....



# VC pozwala na post-Money

**Udział**

**= Potrzebny kapitał / Wycena post-money**

# Czy rodzaj wyceny ma znaczenie?

Założmy, że firma warta dziś EUR 100m potrzebuje EUR 100m investment, aby zainwestować w ekspansję, która powinna ją „potroić”. Czyli w wyniku ekspansji spółka powinna być warta EUR 300m. Jaki udział w spółce można zaoferować nowemu inwestorowi?

# Czy rodzaj wyceny ma znaczenie?

Założmy, że firma warta dziś EUR 100m potrzebuje EUR 100m investment, aby zainwestować w ekspansję, która powinna ją „potroić”. Czyli w wyniku ekspansji spółka powinna być warta EUR 300m. Jaki udział w spółce można zaoferować nowemu inwestorowi?

Pre-money: 50% udziału  $100/(100+100)$ ,

.... Post money uzasadniałaby 33% =  $100/300$



# Metody wyceny

- Zdyskontowane przepływy
- Analiza wskaźnikowa
- Wymagana stopa zwrotu



# Metoda zdyskontowanych przepływów

- Zorientowana na inwestycję
  - Dyskontujemy dywidendy oraz kwotę realizowaną na sprzedaży udziału wg stopy zwrotu zgodnej z naszym oczekiwaniem
- Zorientowana na spółkę
  - Dyskontujemy FCF przed finansowaniem zgodnie z WACC

# Wycena wskaźnikowa

- Używamy danych dotyczących wyceny spółek o podobnym profilu działalności. Wskaźniki aplikujemy do danych historycznych lub prognozowanych

Sl. No.	Industry	Underlying Parameter	Multiple
1.	Steel, Cement, metals etc	Per metric ton of installed capacity Per metric ton of production	EV / Ton of installed capacity EV / Ton of production capacity
2.	Oil & Gas Blocks, Coal Blocks, Natural Resources Blocks	Per barrel of oil & gas reserves Per ton of coal reserves	EV / bbl of reserves EV / Ton of reserves
3.	Banks	Book Value, loan book	$P / [B \times (1 - NPA)]$
4.	Telecom towers	No. of telecom towers	EV / Tower
5.	Mobile operators	ARPU	EV / ARPU
6.	EPC companies	Order Book	EV / order book



# Wycena oparta o IRR

**Stopa zwrotu na inwestycji**

**= Końcowa wartość / Wycena post money**

Określamy kwotę jaką spodziewamy się odzyskać i dyskontujemy stopą zwrotu naszego profilu ryzyka

<b>STAGE</b>	<b>IRR</b>	<b>5 Year ROI</b>
Seed/Start-up	82%+	20x
Early Stage	60%	10x
Growth	40%	5x
Later Stage	15-25%	2-3x

# Typowe obszary

- Oferta cenowa (dział i cena za akcje)
- Przeznaczenie środków
- Polityka dywidendy
- Inne elementy: konwersja, drag along, tag along, prawo pierwokupu
- Prawa głosu
- Wyjście
- Pozostałe zobowiązania



# Term Sheet example

[http://nvca.org/resources/  
model-legal-documents/](http://nvca.org/resources/model-legal-documents/)



# Project Finance – finansowanie projektowe

Sytuacja w której inwestycja która ma być finansowana kredytem ma potem generować przepływy pozwalające na spłatę tego kredytu.

- Typowe elementy struktury:
  - Zabezpieczenie „na wszystkim” (w tym na kontraktach, aktywach i akcjach)
  - Restrykcyjne warunki wypłat
  - Step in rights
  - Konieczność wkładu własnego
  - Wskaźniki oparte na przepływach

# Wykup lewarowany

- Sytuacja w której finansowanie jest zbierane w celu sfinansowania zakupu przedsiębiorstwa. W większości sytuacji kupowane przedsiębiorstwo ma potem bezpośrednio lub przez strumień dywidend obsługiwać zadłużenie.
- Typowe elementy struktury
  - Wysoka dźwignia finansowa (często przekracza 6x EBITDA)
  - Dokładna analiza podporządkowania
  - Zabezpieczenie na akcjach
  - Kontrola managerska

# Emisje obligacji

Z punktu widzenia przedsiębiorstwa bardzo podobne do długu klasycznego. Zazwyczaj nieco tańsze oraz spłata w formie „balonowej” (na końcu). Mniejsza elastyczność ale też często mniejsza siła pożyczkodawców

- Rodzaje
  - Obligacje stało i zmiennokuponowe
  - Obligacje niezabezpieczone
  - Obligacje podporządkowane i zabezpieczone
  - Prawo do wcześniejszego wykupu (early redemption)
  - Prawo do wcześniejszego zawołania (callable)
  - Konwersja na kapitał (convertibles)
  - Euroobligacje (emisje poza własnym rynkiem)
  - Emisje publiczne / private placement / dedykowane