



**Doradcy z Avallonu,**  
(od lewej) Michał Zawisza,  
Tomasz Stamirowski, Piotr  
Miller i Robert Więclawski,  
wspierają wykupy  
menedżerskie w Polsce

# Prezescie, idź na swoje

**Masz dość kierowania cudzą firmą? Zostań jej właścicielem. Z pieniędzmi na wykup nie powinno być problemu.** Takie transakcje wspiera utworzony niedawno specjalistyczny fundusz – Avallon MBO Fund. Niebawem powinny pojawić się kolejne

Jan Mazurek

**M**asz pomysł na rozwój przedsiębiorstwa, a właściciele domagają się dywidendy z zysku, który akurat teraz najlepiej byłoby zainwestować. Taka sytuacja podcina skrzydła uzdolnionym menedżerom. Jak z tego wyjść? Pójść na swoje. Nie warto jednak zaczynać od zera. Zamiast przez lata mozolnie budować pozycję nowego przedsiębiorstwa, kup firmę, w której pracujesz. Lepiej niż ktokolwiek inny znasz jej silne i słabe strony. Znasz branżę, konkurencję i rynki zbytu.

Wiesz, co należy poprawić, zmienić, zrestrukturizować.

**Zakup przedsiębiorstwa przez kadrę** menedżerską to wielkie wyzwanie intelektualne i finansowe. Transakcje takie określane są mianem MBO (Management Buy Out). Bliźniaczą formą transakcji MBO jest zakup przedsiębiorstwa przez menedżerów spoza spółki. Jest ona określana mianem MBI (ang. Management Buy In). Wykup może być realizowany jednocześnie przez kadrę kierowniczą

przedsiębiorstwa i menedżerów zewnętrznych. Mówimy wówczas o BIMBO (ang. Buy In Management Buy Out).

Najlepiej, gdy w grupie menedżerów szycujących się do wykupu znajdzie się lider koordynujący cały proces. A jest wiele zadań do wykonania: negocjacje z dotychczasowymi właścicielami, pozyskanie finansowania, organizacja procesu wykupu, due diligence. Należy opracować odpowiednią strukturę transakcji, uzgodnić plan działania po przejęciu oraz pozyskać partnerów finansowych.

Wszyscy zainteresowani członkowie zarządu muszą wówczas mówić jednym głosem, a tam, gdzie chodzi o duże pieniądze i podział władzy w nabywanym przedsiębiorstwie, rozmowy mogą być trudne. Dotychczas problem obsady stanowisk w zarządzie pozostawał w gestii właścicieli – teraz nowi udziałowcy muszą samodzielnie dojść do porozumienia. Jeżeli wszyscy wnoszą takie same wpłaty, to jakie będzie obiektywne kryterium ustalające, kto obejmie funkcję prezesa, kto wiceprezesa, a kto członka zarządu? Stąd wszelkie tego rodzaju kwestie winny być rozwiązane jak najwcześniej – najlepiej już na etapie podejmowania decyzji o wykupie. Aby osiągnąć sukces, należy uzbroić się w cierpliwość i ciężko pracować.

**Nic bez kasy.** Bez względu na to, która z form wykupu menedżerskiego zostanie wybrana, realizacja przedsięwzięcia będzie wymagać ogromnych nakładów finansowych. Dotychczasowi właściciele przed-

LIDER MBO  
**26,3**  
mld GBP

tyłe wart był w 2006 r. rynek wykupów menedżerskich w Wielkiej Brytanii

siębiorstwa zwykle chcą otrzymać bezwzględnie należne im pieniądze. Skąd je wziąć? Niewielu menedżerów, nawet tych dobrze zarabiających, zaoszczędziło sumy idące w miliony złotych. Rozwiązaniem jest pozyskanie finansowania zewnętrznego. Mogą go dostarczyć banki, fundusze inwestycyjne oraz inwestorzy indywidualni, tzw. aniołowie biznesu. Na świecie menedżerowie od lat posiłkują się cudzym kapitałem, zwiększając swój stan posiadania akcji bądź udziałów w przedsiębiorstwie.

W Europie najwięcej transakcji wykupów menedżerskich przeprowadza się w Wielkiej Brytanii. Jak wynika z raportu opublikowanego przez The Center of Management Buy-out Research w Nottingham, w 2006 r. rynek MBO w Zjednoczonym Królestwie osiągnął wartość 26,3 mld funtów. Należy dodać, że w krajach Europy Zachodniej wartość wykupów menedżerskich rośnie od 20 lat i cieszą się one dobrą opinią wśród instytucji finansowych. Chętnie udzielają one wsparcia, gdyż wiedzą, że to zarząd najlepiej zna firmę i nie zaryzykowałby przedsięwzięcia, gdyby nie miało ono perspektyw.

Polski rynek wykupów menedżerskich znajduje się jeszcze w początkowej fazie rozwoju. Społeczeństwo jest ciągle na dorobku – kadra zarządzająca również. A takie inwestycje to poważny wydatek dla osoby fizycznej. Bywało, że menedżerowie lub pracownicy zastawiali własne domy, aby uzyskać kredyt na finansowanie wykupu zarządzanej firmy. Tak ☹



## Solaris Bus & Coach

**Krzysztof Olszewski**  
wraz z grupą menedżerów  
wykupił za 54,2 mln zł pakiet  
82,32 proc. akcji spółki,  
którą kierował

było chociażby przy wykupie spółki Ropczyce. Ale z każdym rokiem zainteresowanie kadry zarządzającej tematem MBO jest coraz większe. Co prawda trudno precyzyjnie ocenić liczbę wykupów menedżerskich realizowanych w Polsce, gdyż informacje o transakcjach przeprowadzanych na rynku niepublicznym nie są w ogóle nagłaśniane. Jest to również powód braku danych o wartościach niektórych transakcji.

– Obecnie odnotowuje się 20–30 transakcji rocznie. Można szacować, że ich faktyczna liczba wynosi 30–40. Samo porównanie z rynkiem brytyjskim, gdzie w roku 2006 zarejestrowano 676 transakcji, wskazuje, że liczba i wartość transakcji będzie systematycznie rosła – mówi Tomasz Stamirowski, prezes zarządu firmy doradczej Avallon.

Patrząc na rozwój rynku MBO w Polsce, należy również pamiętać, że specyficzną formą wykupów były leasingi pracowni, których było ponad 1200 od początku lat 90.

– Szacuje się, że w ubiegłym roku wartość transakcji LBO (z wykorzystaniem finansowania zewnętrznego) przekroczyła w naszym kraju kwotę 2,5 mld złotych. Rok bieżący nie został jeszcze podsumowany, lecz już teraz widać, że

będzie należeć do udanych. Jak pokazuje praktyka, wiele transakcji ma swój finał w czwartym kwartale – wyjaśnia Stamirowski.

**Firma Avallon**, prekursor w organizowaniu wykupów menedżerskich w Polsce, utworzyła w sierpniu br. specjalistyczny fundusz Avallon MBO Fund. Jest to pierwszy w Polsce fundusz private equity zakładający w swojej polityce inwestycyjnej koncentrację na realizacjach inwestycji wspólnie z kadrami menedżerską. Jak twierdzi Tomasz Stamirowski, fundusz ten

*W Polsce zawiera się  
20–30 transakcji  
MBO rocznie,  
w Wielkiej Brytanii  
tylko w ubiegłym  
roku było ich aż 676*

**Tomasz Stamirowski**  
prezes firmy doradczej Avallon

stanowi kontynuację działalności inwestycyjnej obejmującej inwestycje w następujące podmioty: Kuźnię Polską – największego polskiego producenta elementów kutek dla motoryzacji; Śrubenę Unię – drugiego największego w Polsce producenta elementów złącznych; Bipromet – spółkę inżyniersko-budowlaną; Zetkama – największego w Polsce producenta armatury przemysłowej. Inwestorzy funduszu, którymi są instytucje finansowe z Europy Zachodniej i Stanów Zjednoczonych, w tym Europejski Bank Odbudowy i Rozwoju, powierzyli w zarządzanie specjalistom z Avallonu kwotę 50 mln euro.

Partnerzy Avallonu zaczęli karierę zawodową na początku lat 90. w strukturach Powszechnego Banku Gospodarczego w Łodzi. Bank powołał jeden z pierwszych w Polsce funduszy inwestycyjnych o profilu restrukturyzacyjnym – PBG Fundusz Inwestycyjny. Tomasz Stamirowski przez pięć lat był jego wiceprezesem i miał okazję od samego początku uczestniczyć w rozwoju polskiego rynku private equity.

Innym istotnym doświadczeniem była próba wykupu Zwolteksu, najwięk-

szego polskiego producenta ręczników i innych tekstyliów domowych, przez grupę menedżerską na początku 2001 roku. Michał Zawisza, jeden z założycieli Avallonu, przez ponad dwa lata pracował na stanowisku kierowniczym w tej firmie. Widząc sposób przeprowadzania restrukturyzacji, kiedy właściciel firmy zdecydował o jej sprzedaży, grupa menedżerska firmy postanowiła ubiegać się o zakup akcji spółki. Mimo złożenia konkurencyjnej oferty firmę sprzedano prywatnemu przedsiębiorcy. Jego pierwszym posunięciem było zwolnienie doświadczonej kadry kierowniczej i 15 przedstawicieli handlowych, stanowiących w ocenie nowego właściciela zbędny koszt. Dzisiaj firma jest w stanie upadłości.

Zdobyte doświadczenia legły u podstaw strategii działania Avallonu, który powstał w połowie 2001 roku. Misją



**Ergis**  
**Andrzej Mielczarek**  
**i Tadeusz Nowicki**  
 w 2003 r. poprzez spółkę menedżerską Finergis wykupili 53 proc. akcji firmy Ergis

firmy jest udzielanie pomocy menedżerom w realizacji transakcji wykupów, promowanie MBO i idei transformacji menedżerów we właścicieli.

**Należy dodać, że od samego początku** istnienia Avallon był jedynym polskim podmiotem, który specjalizował się w wykupach menedżerskich. Jego part-

nerzy doradzali przy blisko 70 takich transakcjach. Ponadto prowadzili intensywną działalność promocyjną – uruchomiony został specjalny serwis internetowy poświęcony wykupom menedżerskim. Efektem była rosnąca liczba transakcji i firm, które osiągnęły sukces po realizacji wykupów. Od roku 2004 Avallon zaczął angażować się w działalność inwestycyjną poprzez utworzenie odrębnego podmiotu. Udało się pozyskać prywatnych inwestorów zainteresowanych wspólnym inwestowaniem.

Okazało się bowiem, że na rynku finansowym istnieje nisza – brakowało partnerów skłonnych do finansowego wsparcia transakcji opiewających na kwoty poniżej 10 mln euro. Dla wielu funduszy proponowane transakcje były po prostu zbyt małe lub zbyt złożone. ➔

Avallon zainwestował poprzez swój butik inwestycyjny w cztery podmioty. W roku 2006 powstał również projekt powołania TFI specjalizującego się w wykupach menedżerskich. Nie udało się jednak przekonać do tego projektu krajowych inwestorów finansowych. Mimo pozytywnych opinii na temat zasadności projektu, okazało się, że dla polskich otwartych funduszy emerytalnych bariery formalne i prawne w zakresie angażowania się w inwestycje na rynku niepublicznym są ciągle zbyt wysokie.

**A rynek i tak rośnie.** Nowych chętnych przyciągają przykłady udanych wykupów menedżerskich. Jednym z nich była transakcja zrealizowana w Stomilu Sanok, spółce zajmującej się produkcją wyrobów gumowych, głównie dla przemysłu motoryzacyjnego. W momencie wyjścia inwestora finansowego, jakim był fundusz inwestycyjny – Enterprise Investors, grupa menedżerska zaproponowała wykup oparty na systemie opcji uzależnionych od spełnienia określonych parametrów finansowych i zakupu akcji celem umorzenia. W 2003 r., gdy zaczynała się cała operacja, cena akcji Stomilu na giełdzie oscylowała wokół 40 złotych, obecnie przekracza 200. Największym akcjonariuszem spółki jest prezes zarządu Marek Łęcki, a kadra zarządzająca posiada znaczący pakiet akcji.



## Stomil Sanok

**Marek Łęcki**  
w 2003 r. z grupą menedżerów wykupił akcje firmy. Od tego czasu papiery spółki zdrożały o 500 proc.

Kolejny przykład to wykup KPPD. W kwietniu 2003 r. spółka pracownicza Drembo odkupiła od funduszu inwestycyjnego kontrolny pakiet akcji Koszalińskiego Przedsiębiorstwa Przemysłu Drzewnego (KPPD), krajowego lidera obróbki drewna, za 7,8 mln zł (ok. 9,50 zł za akcję). Spółka pracownicza liczyła wówczas 868 udziałowców, którzy zaangażowali się finansowo. Przychody ze sprzedaży, jakie osiągnęło przejęte przedsiębiorstwo za 2002 r., wyniosły 149 mln zł, a zysk netto 1,3 mln

złotych. Prognoza na rok 2007 mówi o wzroście sprzedaży do 247 mln zł oraz 13,5 mln zł zysku netto. Spółka KPPD zadebiutowała w październiku na głównym parkiecie giełdy, osiągając kurs 121 zł, ponad dwanaście razy wyższy niż cena zapłacona przez pracowników cztery i pół roku wcześniej.

Sukces osiągnął również Luis Amaral, prezes spółki Eurocash, ogólnopolskiej sieci sklepów typu Cash & Carry, który w marcu 2003 r. zdecydował się na wykup akcji zarządzanej przez siebie spółki od inwestora branżowego, firmy Jeronimo Martins Dystrybucja. W chwili zawierania transakcji spółka miała ujemny wynik finansowy. W lutym 2005 r. zadebiutowała na warszawskiej giełdzie z kursem 3,17 złotych. Nowy właściciel sprzedał 45 proc. akcji, co – jak przyznał w jednym z wywiadów – pozwoliło mu na spłatę długu zaciągniętego na finansowanie wykupu. W chwili obecnej akcje notowane są po około 11 złotych. Pakiet 55 proc. należący do prezesa wart jest około 750 mln złotych.

### Wybrane transakcje wykupów menedżerskich realizowanych w Polsce

	nabywany podmiot	nabywający	wartość transakcji	uwagi
1.	<b>Stomil Sanok</b> wyroby gumowe	grupa menedżerska	75 mln PLN	jedna z pierwszych transakcji wykupu menedżerskiego dużej spółki notowanej na giełdzie
2.	<b>CA IB Fund Management</b> firma zarządzająca funduszami NFI	menedżerowie funduszu, w celu umorzenia akcji	ponad 55 mln PLN	wykup instytucji finansowej; liderzy GM Artur Cąkała, Maciej Wandzel
3.	<b>Solaris Bus &amp; Coach</b> producent autobusów	prezes zarządu Krzysztof Olszewski poprzez spółkę Openaco Trading Co.	54,2 mln zł zakup 82,32% akcji	przedsiębiorstwo rodzinne. Prezes był założycielem spółki i mniejszościowym akcjonariuszem w momencie wykupu akcji od instytucji finansowej. Jest to jeden z pierwszych wykupów w Polsce z użyciem finansowania typu mezzanine
4.	<b>Ergis</b> producent folii	spółka menedżerska Finergis	9,95 mln PLN za 33,18% akcji	wykup realizowany z udziałem menedżerów i funduszu inwestycyjnego (DBG Eastern Europe II). Spółka jest notowana na giełdzie
5.	<b>Eurocash</b> sieć sklepów Cash & Carry	prezes zarządu Luis Amaral	30 mln EUR	sprzedający – grupa Jeronimo Martins Dystrybucja. Modelowy przykład wykupu połączonego z restrukturyzacją i pozyskaniem finansowania na spłatę transakcji poprzez wejście na giełdę
6.	<b>Bipromet</b> spółka inżyniersko-budowlana	grupa menedżerska wraz z Capital Partners i Avallon MBO	19,5 mln PLN zakup 98,03% akcji	wykup z udziałem inwestorów finansowych; lider GM Tadeusz Baj
7.	<b>Kuźnia Polska</b> elementy kute do motoryzacji	menedżerowie, pracownicy, Avallon MBO	31,2 mln PLN zakup 50% akcji	wykup z udziałem pracowników

Źródło: Avallon Sp. z o.o.

**MBO (ang. Management Buy Out)**

– wykup udziałów lub akcji realizowany przez menedżerów aktualnie zarządzających spółką

**MBI (ang. Management Buy In)**

– wykup udziałów lub akcji realizowany przez menedżerów spoza spółki

**BIMBO (ang. Buy In Management Buy Out)**

– wykup udziałów lub akcji spółki realizowany jednocześnie przez zarząd spółki oraz menedżerów zewnętrznych

**EBO (ang. Employee Buy Out)**

– wykup udziałów lub akcji realizowany w całości albo w zdecydowanej większości przez pracowników spółki

**MEBO (ang. Management Employee Buy Out)**

– wykup udziałów lub akcji realizowany jednocześnie przez zarząd oraz pracowników spółki

**LBO (ang. Leveraged Buy Out)**

– wykup udziałów lub akcji spółki realizowany z wykorzystaniem części finansowania w postaci kredytu lub pożyczki pozyskanego w banku, funduszu private equity lub innej instytucji finansowej. Ma zastosowanie również w transakcjach typu MBO, MBI, BIMBO, EBO, MEBO.

Zabezpieczeniem pożyczki są udziały lub akcje nabywanego podmiotu albo majątek własny osób zaciągających zobowiązanie

**VIMBO (ang. Vendor Initial Management Buy Out)**

– wykup udziałów lub akcji inicjowany przez sprzedającego, dotychczasowego właściciela

**IPO (ang. Initial Public Offering)** – pierwsza publiczna oferta uwieńczona wprowadzeniem akcji spółki na giełdę papierów wartościowych

**fuzja (ang. Merger)** – połączenie dwóch lub więcej spółek w jedną. Celem jest osiągnięcie korzyści wynikających z efektu synergii

**mezzanine** – pożyczka podporządkowana, za udzielenie której bank lub inna instytucja finansowa otrzymuje wynagrodzenie w formie udziałów lub warrantów. Dostawca mezzanine może również otrzymać obligacje zamienne na akcje. Jest to pośrednia forma finansowania, plasująca się pomiędzy kapitałem podstawowym a długiem

**private equity** – inwestycje kapitałowe w spółki nienotowane na giełdzie w celu osiągnięcia zysków w średnim lub długim terminie. Wyjście z inwestycji poprzez sprzedaż akcji innemu inwestorowi lub wprowadzenie ich do obrotu giełdowego

**venture capital** – kapitał służący finansowaniu przedsięwzięcia we wczesnej fazie rozwoju (zasiew, start) lub fazie ekspansji

**Bipromet****Tadeusz Baj**

w 2005 r. z pomocą funduszy wykupił Bipromet od Budimeksu. Wycena firmy, którą kieruje, wzrosła z 20 do 100 mln zł

W połowie 2003 roku grupa menedżerska spółki Ergis, specjalizującej się w produkcji folii i przetwórstwie tworzyw sztucznych, oraz fundusz private equity DBG Eastern Europe II nabyli od NFI i Skarbu Państwa akcje spółki za 30 mln złotych. Kupującym była spółka menedżerska Finergis. Obecnie pakiet 53 proc. akcji Ergisu, należący do kadry kierowniczej, jest wyceniany na giełdzie na 170 mln złotych.

W grudniu 2005 r. Tadeusz Baj, prezes Biprometu, spółki inżyniersko-projektowej, zachęcił inwestorów finansowych do wspólnej realizacji zakupu akcji firmy od poprzedniego właściciela – Budimeksu. W roku poprzedzającym wykup spółka budowlana osiągnęła sprzedaż na poziomie 40 mln złotych. Cena za pakiet 100 proc. akcji firmy wynosiła prawie 20 mln złotych. Po dwóch latach Bipromet zadebiutował na giełdzie, osiągając wycenę na poziomie ponad 100 mln złotych. W tym okresie spółka zwiększyła sprzedaż do poziomu ponad 90 mln złotych.

W 2001 r. do kierowania firmą Belos, zajmującą się produkcją osprzętu dla sieci wysokiego napięcia, został

zaangażowany nowy trzyosobowy zarząd. Menedżerom postawiono trudne zadanie – zrestrukturizować będącą w złej kondycji finansowej spółkę.

Już po kilku miesiącach okazało się, że sprawy idą ku lepszemu. Menedżerowie z sukcesem wdrożyli plan restrukturyzacji. Ponieważ zarząd Belos widział potencjał wzrostowy firmy, zdecydował się na realizację projektu wykupu.

Akcje nabyła spółka BBO, której udziałowcami zostali członkowie zarządu i pracownicy. Chociaż pierwotnie menedżerowie nie zamierzali pozbywać się swoich akcji, atrakcyjność kolejnych ofert skłoniła ich do zmiany stanowiska. Latem 2007 r. Belos został sprzedany międzynarodowemu koncernowi. Menedżerowie zrealizowali w ten sposób pełny proces od nabycia w formie wykupu MBO do sprzedaży spółki.

Jak widać, wykupy menedżerskie mogą okazać się świetnym biznesem. Na sukces każdego przedsięwzięcia trzeba było czekać cierpliwie kilka lat wypełnionych ciężką pracą. Jednak pomyślnie zrealizowane transakcje stają się inspiracją i motywacją dla kolejnych menedżerów. **!**

” W 2001 r. menedżerowie Zwolteksu nie zdołali przejąć firmy. Nowy właściciel pozbył się ich. Teraz firma jest w stanie upadłości

**Michał Zawisza**  
wiceprezes firmy Avallion