

Finansowe aspekty fuzji i przejęć – spojrzenie z perspektywy inwestora zagranicznego

“Inwestor zagraniczny” jest bardzo szerokim pojęciem. Moim spojrzeniem jest perspektywa inwestora anglo-saksońskiego – pochodzącego ze Zjednoczonego Królestwa i Ameryki Północnej. Stopniowo reszta Europy Zachodniej przystępuje do inwestycji z podejściem anglo-saksońskim – byliśmy zaangażowani w licznych inwestycjach w Polsce poprzez europejskie firmy z kontynentu i wszystkie z nich miały takie podejście do problemu, jakie miałby inwestor brytyjski. Spojrzenie z perspektywy Azji jest jednak często bardzo odmienne, i nie czuję się dostatecznie kompetentny aby je omawiać. Podstawowym zagadnieniem jest odpowiedź na pytanie, dlaczego inwestor zagraniczny chce inwestować w Polsce. Głównymi, często podawanymi przyczynami są:

Rozszerzenie swego rynku. Polska jest ważnym rynkiem, stanowiącym obiekt zainteresowania wielu inwestorów. W przypadku produktów konsumenckich istotna jest wielkość populacji, w przypadku produktów przemysłowych zdarza się często, że klienci inwestorów otwarli firmy w Polsce, a inwestorzy podążają za nimi (przykładem jest przemysł włókienniczy i motoryzacyjny).

Tania produkcja. Porównanie kosztów jednostkowych robocizny.

Obie te przyczyny są prawdziwe; w pewnych przypadkach jest to połączenie obu. Jednakże, istnieje pierwszoplanowa przyczyna, dla której inwestor zagraniczny jest zainteresowany inwestowaniem w Polsce – lub gdziekolwiek indziej. Przyczyną tą jest chęć zarobienia pieniędzy. Inwestycja oznacza kapitał

finansowy, a jeśli kiedykolwiek inwestor zagraniczny angażuje swój kapitał finansowy oczekuje zwrotu proporcjonalnego do tego kapitału. Stopy spodziewanego zysku, mogą się różnić, czasokresy zwrotu mogą być różne, ale inwestuje się zawsze po to, aby uzyskać więcej, niż dałoby kupienie Obligacji Skarbu Państwa. Rozstrzygającym elementem jest to, że kwota pieniędzy, jakiej Inwestor oczekuje powyżej zysku z obligacji skarbowych jest związana z ryzykiem, jakie Inwestor w swoim przekonaniu podejmuje. Proszę zwrócić uwagę na to, że nie jest to ryzyko rzeczywiste – jest to ryzyko postrzegane. Im niższe jest ryzyko postrzegane, tym niższa oczekiwana stopa zysku, a zatem wyższa cena, jaką skłonny jest inwestor zapłacić za daną inwestycję.

Inwestor uczyni wszystko, co może aby zminimalizować ryzyko. Dokona bardzo dokładnej analizy rynku. Spędzi wiele czasu na badanie potencjalnych celów akwizycji. Co często mnie zadziwia, to fakt, że polska spółka, której udziały inwestor chce nabyć, czyni tak mało aby próbować przekonać inwestora, że ryzyko jest niewielkie. Moje zdziwienie potęguje świadomość bezpośredniej łączności pomiędzy ryzykiem i ceną.

Jak inwestor przygotowuje swą ofertę?

Przyjmijmy, że inwestor przeprowadził badania i znalazł spółkę, którą chciałby kupić. Dla sprzedającego kluczowym zagadnieniem jest cena jaką może uzyskać w transakcji. Co inwestor jest skłonny zaoferować? Istotą mojej wypowiedzi jest wyjaśnienie, w jaki sposób inwestor decyduje o swej strategii cenowej oraz – oczywiście – w jaki sposób sprzedający może próbować osiągnąć wyższą cenę.

Kluczowymi elementami są:

Ile jest aktualnie warta spółka?

Ile jest ona warta dla inwestora?

Na ile stać inwestora?

Jaka jest proponowana struktura finansowania transakcji?

Zajmę się tylko pierwszymi dwoma pytaniami, ponieważ zgodnie z moim doświadczeniem w Polsce są one najważniejsze. Wynika to z tego, że wielkość i siła finansowa nabywcy są prawie zawsze znacznie większe od posiadanych przez cel inwestycyjny. Nie oznacza to, że sytuacja ta nie ulegnie zmianie w przyszłości.

Ile jest aktualnie wart cel inwestycyjny?

Pierwszym krokiem jest osiągnięcie zrozumienia dotychczasowych wyników działalności spółki będącej celem inwestycyjnym.

Nabywca próbuje zrozumieć business oraz to, jak i dlaczego wyniki jego działalności zmieniały się na przestrzeni ostatnich – powiedzmy – 3 lat. Im lepiej może zrozumieć prawdziwą naturę businessu, tym zyskuje lepsze zrozumienie podejmowanego ryzyka. Pamiętajmy, że chodzi o postrzegane ryzyko. Jeśli inwestor widzi coś, czego nie rozumie, będzie obawiał się najgorszego, maksymalizując ryzyko, co oznacza, że będzie żądać większego dochodu z inwestycji czyli zapłaci mniej (lub też być może w ogóle nie dokona zakupu).

Kluczowe materiały, jakie będą przez niego analizowane to:

Rachunek wyników

Bilans

Rachunek przepływów pieniężnych

Najlepiej jeśli dostępna jest informacja zaudytowana; jeśli jej nie ma, oznacza to większe ryzyko. Ideałem byłaby zgodność z międzynarodowymi standardami rachunkowości (ponieważ inwestor łatwiej zrozumie format prezentacji) i przedstawienie sprawozdań także w perspektywie zarządczej. Niezmiennie w Polsce znajdujemy spółki, które uważają, że główną przyczyną prowadzenia księgowości są cele podatkowe, często nie podejmują żadnych prób prowadzenia drugiego zestawu rachunków dla celów zarządczych. Jest to podejście całkowicie obce

inwestorowi zagranicznemu, u którego głównym zestawem rachunków są konta tworzone z punktu widzenia potrzeb zarządczych kierownictwa i udziałowców firmy. Dla celów podatkowych prowadzone są księgi pochodne w stosunku do księgowości zarządczej. W celu przedstawienia spółki w dobrym świetle jest niezmiernie pożądane zaprezentowanie zestawu liczb zgodnie z formatem, jaki zostanie przez inwestora użyty do analizy. Będzie on chciał “znormalizowania” danych liczbowych – czemu nie zrobić tego samemu wcześniej?

Podsumowując, format, jaki prawdopodobnie zastosuje inwestor będzie wyglądał następująco:

Net sales – przychody ze sprzedaży netto

Cost of goods sold – koszt wytworzenia / zakupu sprzedanych produktów / towarów

Sales, General and administrative expenses – Koszty sprzedaży, koszty ogólne i administracyjne

Depreciation – Amortyzacja

Special items – Pozycje specjalne

PBIT – Przychód przed opodatkowaniem i finansowaniem

Interest – Odsetki

Tax – Podatki

Net profit – Zysk netto

Aby umożliwić nam użycie takiego prostego zestawu tytułów, potrzebny jest wyczerpujący zestaw uwag służących do wyjaśnienia poszczególnych terminów. Oto przykłady:

1. Sprzedaż. Bardzo przydatny jest podział na segmenty i rynki. Przydatna jest również marża brutto osiągnięta w każdym obszarze. Często stwierdzamy, że informacje takie nie są łatwo osiągalne.

2. Koszt produktów powinien zostać podzielony na robocizną, materiały i inne.

3. Wydatki związane ze sprzedażą, koszty ogólne i administracyjne. Powinno się je podzielić na wydziały, zaś wszelkie koszty zmienne (np. prowizja przy sprzedaży) należy wyodrębnić.

4. Pozycje specjalne. Zawierają wszystko, co jest zdarzeniem jednorazowym lub nie mieszczącym się w "normalnym toku biznesu". W Polsce stwierdzamy, że wiele pozycji mieści się w tej kategorii. Jednym z ogólnie znanych przykładów jest zysk lub strata na sprzedaży zbędnych aktywów. Innym przykładem są koszty zwolnień i odpraw, które rzadko bywają wyodrębniane, choć wyodrębnianie ich leży w interesie sprzedającego. Inną pozycją, która powinna się tu znaleźć, są pozostałe przychody i koszty z nimi związane. Tak więc na przykład, wiele polskich spółek ma wolne powierzchnie, które całkiem prawidłowo są wynajmowane – taki przychód powinien być wykazany w tym miejscu. Ważne jest, aby w uwagach wyspecyfikować każdą pozycję.

Bilans

Polski arkusz bilansowy jest zbliżony do standardowego arkusza zachodniego, ale tak jak powyżej, ważne jest, aby opatrzyć go uwagami wyjaśniającymi poszczególne pozycje. W szczególności:

1. Zidentyfikować majątek zbędny i nie związany z działalnością podmiotową

2. Zapasy / Należności niepewne – lepiej wcześniej zidentyfikować wszelkie istotne problemy. Wiarygodność!

3. Majątek o wartości niedoszacowanej – zwłaszcza grunty

Przepływy pieniężne

Tutaj występują drobne różnice, które także należałoby zaprezentować w bardziej znajomym inwestorowi formacie. Główne

różnice to:

1. Podatki. Polskie sprawozdanie przepływu zazwyczaj umieszcza to w rubryce przepływu środków pieniężnych z działalności operacyjnej; inwestor zachodni użyłby normalnie oddzielnego nagłówka "Taxation".

2. Inwestycje. Ten punkt jest prawdopodobnie najbardziej mylący dla zachodniego inwestora, który tutaj oczekiwałby dwóch bardzo różnych nagłówków:

- Wydatki inwestycyjne – zakup (lub sprzedaż) sprzętu, gruntów, budowli itd.
- Przejęcie i sprzedaż – zakup lub sprzedaż udziałów w spółkach.

3. Dywidendy. Powinny zostać przedstawione pod oddzielnym nagłówkiem.

Ostatnim ważnym warunkiem jest znormalizowanie wszystkich wyników aby uniknąć wpływu inflacji.

Potencjalny inwestor przeprowadzi wówczas analizę: Analizę wskaźnikową, zmiany procentowe, typowe wielkości. Porówna z przeciętną w przemyśle, własnymi wynikami działalności itd.

Na tej podstawie potencjalny inwestor dokona swej pierwszej oceny – ile jest obecnie "warta" firma. Jest to oddzielny temat i możemy omówić go tylko bardzo pobieżnie.

W oparciu o dane historyczne inwestor może dokonać tylko oceny "względnej wartości".

Cena/Przychody, Cena/Sprzedaż, Cena/Wartość księgowa, Cena/Przepływ środków pieniężnych, $(Cena + zadłużenie)/EBIT$, $(Cena + zadłużenie)/EBITDA$. Jednakże powinno uwzględniać się specyfikę powiatu lub przynajmniej regionu. Problemem jest brak transakcji w Polsce. Może czasem porównać odpowiednie współczynniki z tymi właściwymi dla spółek notowanych na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych. Użycie niektórych współczynników jest niemożliwe w przypadku spółek

generujących straty.

Ile jest warta firma dla Inwestora?

Składają się na to dwa elementy: przyszłość, jaka otworzy się przed spółką, nawet jeśli nie zostanie ona kupiona i przyszły dodatkowy wzrost wartości, jakiego osiągnięcia inwestor oczekuje w wyniku zakupu . Dla uzyskania przewagi w negocjacjach ważne jest dobre zaprezentowanie prognoz finansowych przez sprzedającego.

Prognozy te są podawane do wiadomości za pomocą Business Planu lub dobrego Memorandum Informacyjnego – lub też obu. Oczywiście obydwa są przedstawiane w optymistycznym świetle. Niezmiennie sprzedaż się zwiększa, marże rosną, koszty ogólne spadają. I tak, oczywiście potencjalny inwestor zrobi własne prognozy. Co jest może bardziej zadziwiające, to wpływ jaki (wiarygodne!) prognozy mają na nadanie dobrego klimatu negocjacjom o cenie. Mogą być wiarygodne tylko wtedy, gdy przedstawione zostaną pełne założenia przyjęte dla dokonania projekcji. Jak się one odnoszą do przeszłych wyników działalności? Gdzie są nowe rynki? Jakie są nowe produkty? Jak ma zostać osiągnięta redukcja zatrudnienia? Jak mają zostać zmniejszone zapasy? Potrzebne inwestycje? Etc.

Inwestor będzie następnie rozważać, co by zrobił, gdyby był właścicielem spółki.

Będzie on:

- Wprowadzać swój know-how w celu poprawy wydajności, zredukowania kosztów
- Wprowadzać swój know-how w celu zwiększenia sprzedaży na rynku krajowym
- Sprzedawać poprzez istniejące intencjonalne kanały dystrybucji
- Itd.

Dokonawszy takiej analizy inwestor może wycenić wartość firmy

na bazie przyszłych przepływów pieniężnych. Spółka jest warta tyle, ile wynosi aktualna wartość netto jej przyszłych przepływów pieniężnych. Aby dokonać wyceny należy oszacować przyszłą sprzedaż, koszty bezpośrednie, koszty ogólne, zmiany w kapitale obrotowym, inwestycje niezbędne w ciągu kolejnych (zazwyczaj) 5 lat. Konieczne jest wyznaczenie stopy dyskontowej (w oparciu o koszt kapitału). Należy sobie zdawać sprawę ze względności przyjętych oszacowań, lecz dokonawszy właściwych założeń uzyskujemy jedyną prawdziwą ocenę wartości firmy.

Inwestor dokona także innej oceny względnej wartości firmy.

Ile inwestor zapłaci?

Druga wycena będzie niechybnie wyższa od pierwszej – jeśli nie jest, to niemożliwe, aby inwestor pozostawał długo zainteresowany inwestycją! Kluczowe pytania to:

1. Jaką cenę zaoferuje?
2. Jaką cenę będzie przygotowany zapłacić?

Prawdopodobnie obie odpowiedzi będą zakresami wielkości a nie pojedynczymi liczbami. Jednak dla uproszczenia przyjmijmy, że pierwsza wycena wynosi W , a druga X . Sprzedający może oczekiwać, że pierwsza oferta będzie zbliżona do W . Z pewnością inwestor nigdy nie zapłaci więcej niż X . Kluczowymi osiągnięciami, wynikającymi z tego są // Wynikają z tego następujące kluczowe sprawy:

- Zdecydowanie, im bardziej sprzedający potrafi przekonać nabywcę o braku ryzyka, tym wyższa będzie W . Można wiele osiągnąć przez zaprezentowanie historycznych informacji w jasny sposób.
- Im lepiej sprzedający potrafi przedstawić wiarygodną przyszłość firmy, tym znacznieszego podniesienia ceny od W do X może oczekiwać. Jeśli znajdzie się w pół drogi pomiędzy tymi dwiema wartościami to znaczy, że mu się

powiodło!

Obydwa punkty zostają osiągnięte dzięki wiarygodnemu i dobrze zaprezentowanemu Memorandum Informacyjnemu; drugi wymaga także zrozumienia sposobu myślenia inwestora a także dobrych umiejętności negocjacyjnych.

Oczywiście pozycja sprzedającego jest znacznie lepsza, gdy ma więcej niż jednego potencjalnego inwestora zbyt często widzimy sprzedających, którzy łapią pierwszą ofertę, jaką dostają.

Inne aspekty

Jest kilka innych aspektów finansowych wartych wspomnienia.

Mniej niż 100% udziałów

25% akcji nie jest równe 25% wartości spółki. Najważniejszym progiem jest 50%.

Oświadczenia i gwarancje

Nie cieszące się popularnością w Polsce. Jednakże w oczywisty sposób zmniejszają ryzyko nabywcy. Jeśli sprzedający ich nie da, jego oczekiwania cenowe winny być niższe

Pakiet socjalny

Kosztuje, kupujący zatem odliczy spodziewany koszt od oferowanej ceny. W interesie sprzedającego jest zminimalizowanie kosztów pakietu socjalnego.

Porozumienie z bankami

Ważne dla kupującego zapewnienie, że pożyczki nie staną się wymagalne w momencie zmiany własności firmy.

Rozliczenia międzyokresowe

Należy spodziewać się że inwestor użyje jako argumentu za obniżką ceny. Często spotykanymi zagadnieniami są bonusy i

premie jubileuszowe, zobowiązania gwarancyjne.

Billa Fawkner-Corbett

W serwisie dyplom.com.pl prezentujemy obronione prace dyplomowe, które mogą służyć za wzór do napisania własnej pracy - gdyby potrzebowali jeszcze Państwo konsultacji to polecamy stronę [pisanie prac](http://pisanie.prac) - fachowa pomoc w pisaniu prac.