

Wykup lewarowany jako forma akwizycji przedsiębiorstw

2.1. Restrukturyzacja przedsiębiorstw z zastosowaniem wykupów lewarowanych

Wykup lewarowany (*leveraged buy out*, LBO), czyli wykup kredytowany lub wykup wspomagany dźwignią finansową. Nabycie przedsiębiorstwa może odbywać się przy udziale następujących źródeł finansowania:

- kapitał własny,
- dług zabezpieczony,
- dług niezabezpieczony,
- finansowanie hybrydowe.

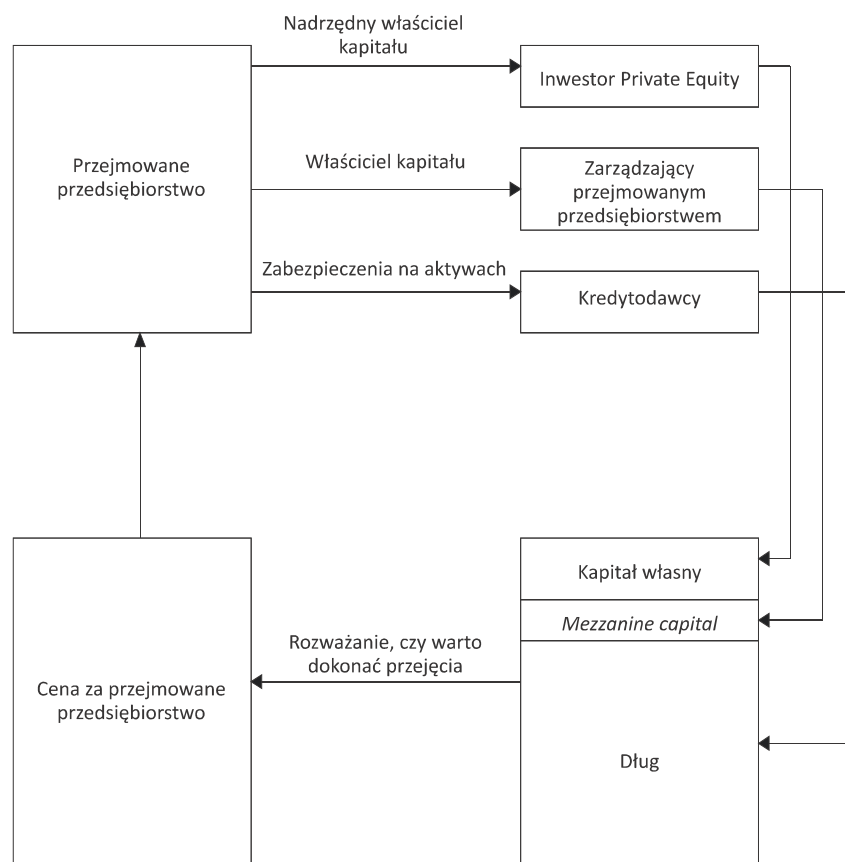
Kapitał pozyskany przez przedsiębiorstwo decydujące się na dokonanie wykupu lewarowanego może zostać pozyskane od następujących podmiotów:

- banki,
- inne instytucje finansowe (np. fundusze inwestycyjne),
- kadra zarządzająca (w przypadku dokonania wykupu menedżerskiego),
- własne zasoby środków trwałych – wykorzystanie leasingu zwrotnego w celu pozyskania środków na cele inwestycyjne i poprawę płynności.

Proces akwizycji poprzez wykup lewarowany (rys. 29) opiera się na znacznym i istotnym wykorzystaniu długu. W takim przypadku dług stanowi minimum 50% zaangażowanego kapitału, a może także stanowić większy udział. Resztę stanowić może wkład inwestora czy też kapitał wniesiony przez kadre zarządzającą, znającą doskonale aktualną specyfikę prowadzonej działalności biznesowej. Kwestią

newralgiczną i pozostającą do uzgodnienia jest cena nabycia przedsiębiorstwa po zapoznaniu się z wszystkimi kwestiami dotyczącymi aspektu biznesowego, ekonomiczno-finansowego i prawnego.

Rysunek 29. Proces przejęcia poprzez wykup lewarowany



Źródło: S. Povaly, *Private Equity Exits*, Springer, Berlin 2007, s. 87.

Wykupy lewarowane dokonywane są przez fundusze inwestycyjne, które specjalizują się w tego rodzaju działalności, banki czy też kadre zarządzającą. Wykup w znacznej części finansowany jest długiem, a polega na zakupie kontrolnego pakietu udziałów firmy istniejącej już na rynku. Wykupy lewarowane pojawiły się w latach 80. XX w. W tej dekadzie bardzo szybko rosła ilość takich transakcji,

która wynikała przede wszystkim z braku stosowania lewarowania wcześniej i słabej kontroli korporacyjnej. Zastosowanie i wykorzystanie tych dwóch elementów zachęcało, ale oparte było na instrumentach finansowych o dużym ryzyku. Rozwój mechanizmu wykupów był powodem kryzysu finansowego w 1990 r. wynikającego z dokonywania lewarowania transakcji. One nie zostały zlikwidowane, ale ich stosowanie było ograniczone do wczesnych lat XXI w. Wtedy też miała miejsce druga fala rozwoju wykupów, a liczba takich inwestycji gwałtownie wzrosła. Szczyt został osiągnięty w latach 2005–2007. Jednak kryzys finansowy w roku 2008 nie spowodował takich skutków jak podczas załamania w roku 1990, dlatego że struktury finansowe były mniej wrażliwe na nagłe zmiany niż przy poprzednim załamaniu, a fundusze inwestycyjne bardziej elastyczne⁷⁶.

Z wykupów lewarowanych mogą korzystać przedsiębiorstwa, które posiadają ustabilizowane przepływy pieniężne w określonej wysokości. Przepływy te mogą zapewnić sprawną obsługę finansowania wykupów i powodzenie całej transakcji. Firmy posiadające sporą ilość zabezpieczeń w postaci aktywów mogą pozyskać większe finansowanie. Jest to sytuacja lepsza również dla inwestorów, bo w przypadku bankructwa mają większe możliwości odzyskania kapitału. Przepływy pieniężne są potrzebne głównie po to, aby zapewnić spłatę długu w ustalonym horyzoncie czasowym, ale również sprawną kontynuację prowadzonej działalności operacyjnej i wypracowania dodatkowego zysku. Równocześnie inwestor chce poprawić sytuację finansową firmy i zapewnić jej rozwój, co przełoży się na jej wartość i jego stopę zwrotu.

Istotne jest również to, że zabezpieczeniem pożyczonych środków i źródłem przyszłej spłaty są nabywane aktywa. Wykorzystanie dźwigni przynosi również dodatkowe korzyści w postaci oszczędności podatkowych poprzez potrącanie od przychodu wydatków odsetkowych⁷⁷.

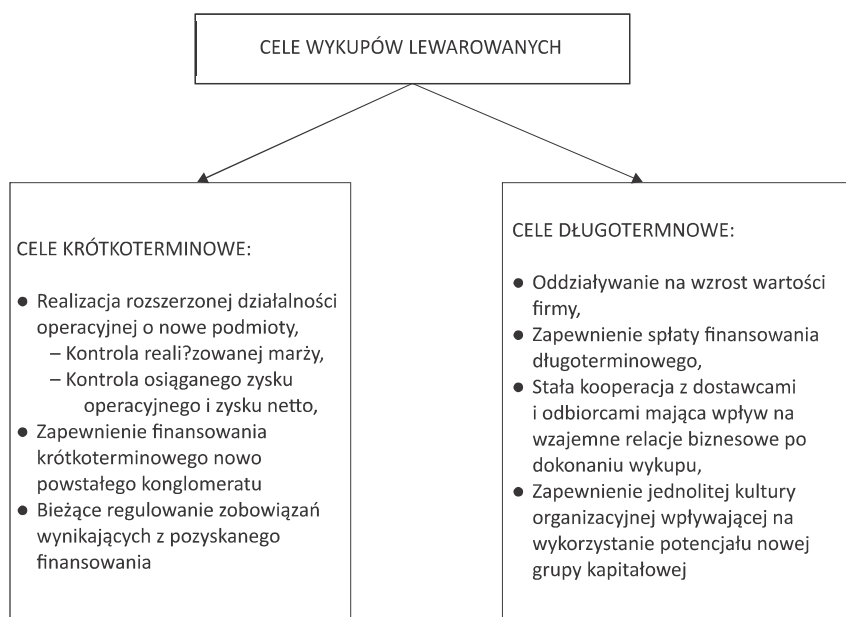
Wykupy lewarowane mogą być dokonywane za pomocą różnych źródeł finansowania, co może mieć wpływ na zmianę struktury kapitałowej przedsiębiorstwa. W wyniku tego pojawiają się zobowiązania krótkoterminowe. W ten sposób też dąży się w przedsiębiorstwie do realizacji celu krótkookresowego w postaci spłaty odsetek. Jednak ciągle istnieje także cel długoterminowy w postaci rozwoju i wzrostu wartości firmy (rys. 30)⁷⁸.

⁷⁶ S.N. Kaplan, P. Stromberg, *Leveraged Buyouts and private equity*, „Journal of Economic Perspectives” 2009, T. 23, nr 1, s. 121–146.

⁷⁷ www.monitorprawniczy.pl, dostęp: 24.06.2016.

⁷⁸ P. Szczepankowski (2007), dz. cyt., s. 311.

Rysunek 30. Cele działalności przedsiębiorstwa



Źródło: opracowanie własne.

Wykup lewarowany może być także traktowany jako sposób dokonania zmian w przedsiębiorstwie i sposób przeprowadzenia restrukturyzacji. Ma to na celu zmianę sposobu finansowania, zwiększenie wykorzystania mocy czy też zwiększenie wydajności działania przedsiębiorstwa. Wiązać się to może z lepszym i bardziej racjonalnym wykorzystaniem dostępnych zasobów i zwiększeniem efektywności wykorzystania czynników produkcji. Konsekwencją takich działań jest dążenie do wzrostu wartości spółki i może mieć wpływ na zmianę struktury właścicielskiej przedsiębiorstwa. Są dwa sposoby na przejęcie kontroli nad przedsiębiorstwem:

- poprzez utworzenie przez sponsora transakcji spółki specjalnego przeznaczenia (tzw. *cash merger*) i pozyskanie długu dla tej spółki;
- poprzez przejęcie aktywów – zakup od jednostki przejmowanej istotnej części stanowiącej o ich działalności (tzw. *assets for cash*). Nie następuje formalne połączenie przedsiębiorstw⁷⁹.

⁷⁹ T. Słoński, dz. cyt., s. 76.

Najlepszymi kandydatami do stosowania LBO są przedsiębiorstwa ze stałymi i przewidywanymi przepływami środków pieniężnych, głównie dlatego, że mogą one pozyskać i wykorzystać więcej środków pochodzących z kredytu. Stałe i duże przepływy pieniężne są konieczne, aby regularnie spłacać odsetki, a w całym okresie inwestycji spłacić zaciągnięty dług. Firmy posiadające sporą ilość zabezpieczeń w postaci aktywów mogą zaciągnąć większy kredyt. Sytuacja ta jest lepsza również dla inwestorów, bo w przypadku bankructwa mają większe możliwości odzyskania zainwestowanych środków.

Cechy charakterystyczne firmy będącej celem przejęcia poprzez wykup lewarowany są zatem następujące:

- stabilne przepływy pieniężne,
- doświadczona kadra zarządzająca,
- możliwość znaczącego obniżenia kosztów,
- znacząca pojemność zadłużeniowa,
- dodatkowe cechy wyróżniające uzależnione od specyfiki danej branży.

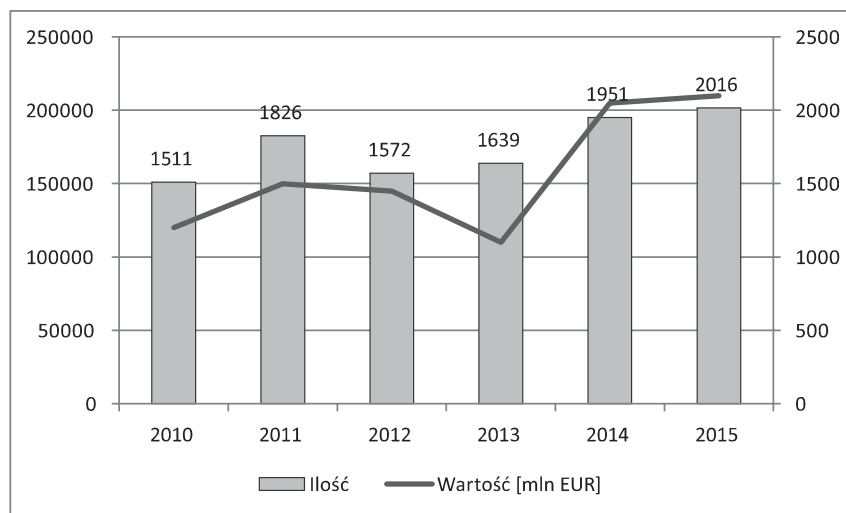
Transakcje LBO są zaliczane do transakcji *private equity*, dlatego warto przyjrzeć się trendowi panującemu w tego typu transakcjach w latach 2010–2015. Z punktu widzenia transakcji *private equity* w wymiarze europejskim to do roku 2013 sytuacja była zmienna (rys. 31). Natomiast w kolejnych latach wykazywana jest tendencja wzrostowa zarówno biorąc pod uwagę ilość, jak i wartość transakcji.

Rozpatrując tendencje dotyczące transakcji *private equity*, należy także skupić się na tendencjach w wymiarze bardziej szczegółowym, uwzględniającym tendencje w transakcjach wykupu w Europie (rys. 32). Do roku 2013 sytuacja była zmienna, natomiast od 2013 r. następuje wzrost zarówno ilości, jak i wartości transakcji wykupów.

Warte spostrzeżenia jest to, że w latach 2010–2013 największa ilość realizowanych wykupów była w Wielkiej Brytanii i Irlandii, w Niemczech i krajach Europy Środkowo-Wschodniej (rys. 33).

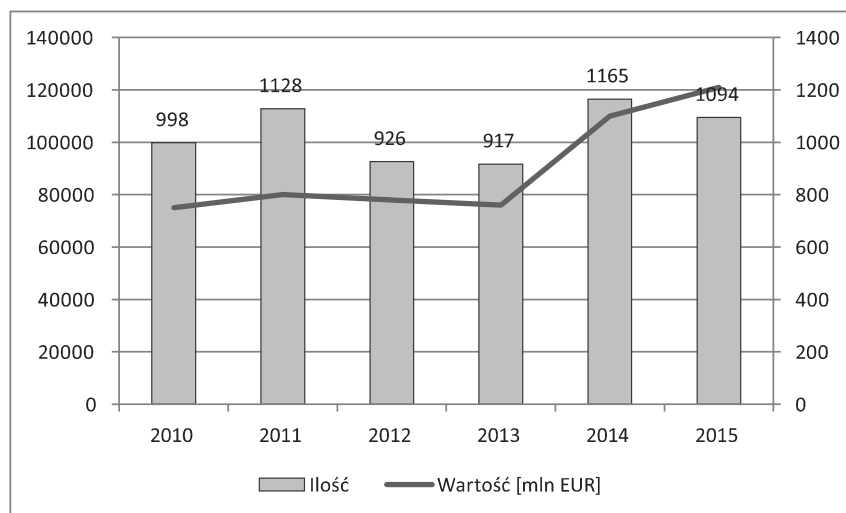
W latach 2014 i 2015 udział wolumenu transakcji wykupów ze względu na region Europy był podobny jak w latach 2010–2013, jednakże warty zauważenia jest wzrost udziału ilości transakcji w Europie Środkowo-Wschodniej (rys. 34).

Rysunek 31. Transakcje *private equity* w Europie w latach 2010–2015



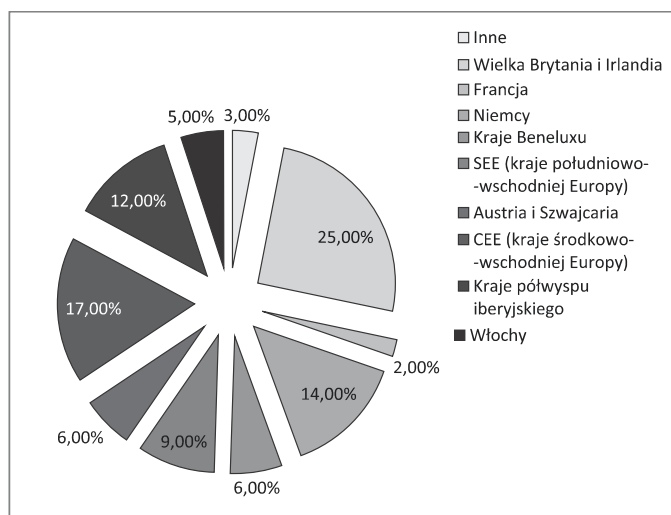
Źródło: Private Equity Trend Report 2016, *Unlocking value in turbulent times*, www.pwc.de (dostęp: 15.06.2016), s. 14.

Rysunek 32. Transakcje wykupów w Europie w latach 2010–2015



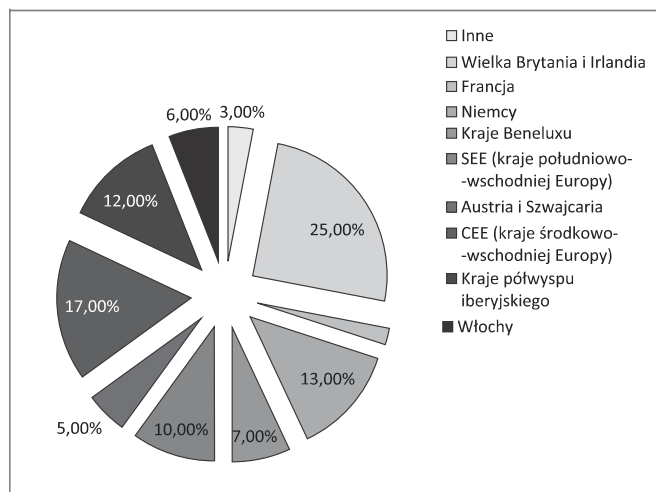
Źródło: Private Equity Trend Report 2016, *Unlocking value in turbulent times*, www.pwc.de (dostęp: 15.06.2016), s. 14.

Rysunek 33. Struktura wykupów w ujęciu ilościowym wg krajów i regionów Europy w latach 2010–2013



Źródło: Private Equity Trend Report 2016, *Unlocking value in turbulent times*, www.pwc.de (dostęp: 15.06.2016), s.17.

Rysunek 34. Struktura wykupów w ujęciu ilościowym wg krajów i regionów Europy w latach 2014–2015



Źródło: Private Equity Trend Report 2016, *Unlocking value in turbulent times*, www.pwc.de (dostęp: 15.06.2016), s. 17.

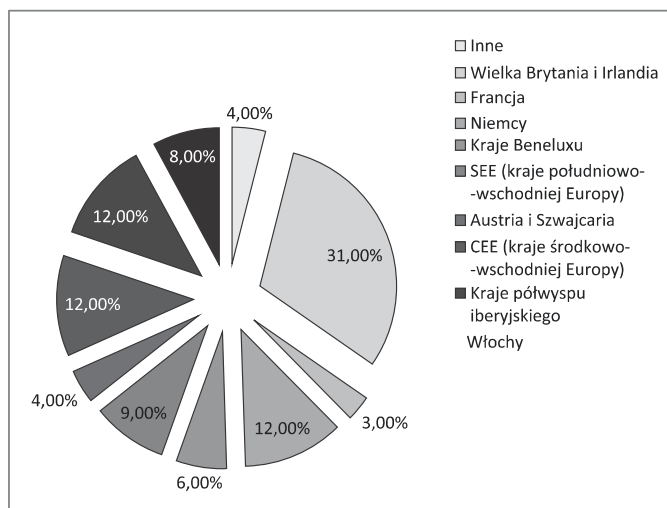
Rozpatrując rozmieszczenie geograficzne transakcji wykupu według udziału w wartości transakcji (rys. 35 i rys. 36), należy podkreślić, że w latach 2010–2013 prym wiodła Wielka Brytania i Irlandia, następnie Niemcy i kraje Europy Środkowo-Wschodniej. W latach 2014–2015 na czele nadal była Wielka Brytania i Irlandia, ale na drugim miejscu były kraje Europy Środkowo-Wschodniej i Niemcy. Wzrost odnotowały także Austria i Szwajcaria w stosunku do lat 2010–2013.

W Polsce zwiększa się zainteresowanie wykupami lewarowanymi i długiem w postaci hybrydowej (*mezzanine capital*) do sfinansowania części transakcji. Hybrydowa budowa tego instrumentu sprzyja ekspansji przedsiębiorstwa poprzez wykorzystanie znacznej części przepływów pieniężnych do bieżącej działalności, a nie na spłatę zobowiązań odsetkowych. *Mezzanine capital* to w głównej mierze dług, który, gdy nie jest zwrócony w całości, może być zamieniony na papiery wartościowe dające prawo do własności lub kapitału założycielskiego firmy. Rynek finansowy dąży do coraz lepszego dostosowania do potrzeb, dlatego możliwe jest zastosowanie mieszanych instrumentów finansowych w celu pozyskania środków na rozwój. Dlatego na rynkach zagranicznych i coraz częściej w Polsce korzysta się z finansowania *mezzanine*. Stosuje się je w przedsiębiorstwach w fazie rozwoju, które nie są w stanie pozyskać wystarczającej ilości kapitału obcego. Dotyczy firm nienotowanych na giełdzie, ale takich, które istnieją od pewnego czasu na rynku i posiadają już swój dorobek i historię rynkową. Zobowiązania z tytułu pozyskanych środków w znacznej mierze są przesuwane na okres późniejszy inwestycji lub nawet na sam koniec inwestycji. Nawet po wycofaniu finansowania *mezzanine* możliwe jest utrzymanie dotychczasowych stosunków właścicielskich⁸⁰.

Przy wykupie lewarowanym zarząd bierze na siebie większą odpowiedzialność w porównaniu do transakcji z udziałem *private equity*. W takim przypadku główną cechą jest to, że zarząd nie jest odwołany, co następuje podczas transakcji *private equity*.

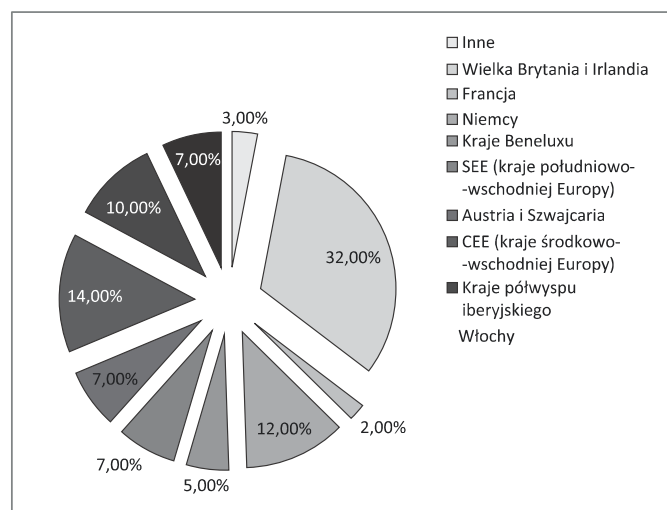
⁸⁰ J. Węclawski, B. Filipiak (red.), *Finansowe aspekty rozwoju polskiej gospodarki*, Difin, Warszawa 2007, s. 213.

Rysunek 35. Struktura wykupów w ujęciu wartościowym wg krajów i regionów Europy w latach 2010–2013



Źródło: Private Equity Trend Report 2016, *Unlocking value in turbulent times*, www.pwc.de (dostęp: 15.06.2016), s. 18.

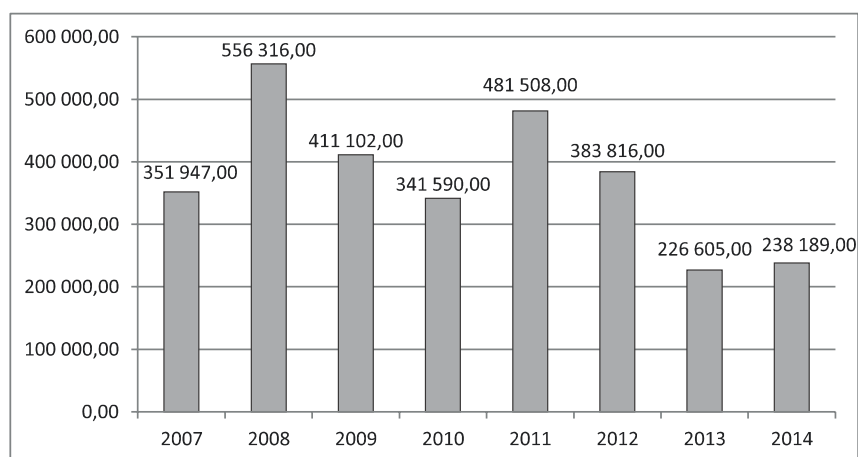
Rysunek 36. Struktura wykupów w ujęciu wartościowym wg krajów i regionów Europy w latach 2014–2015



Źródło: Private Equity Trend Report 2016, *Unlocking value in turbulent times*, www.pwc.de (dostęp: 15.06.2016), s. 18.

Wartość inwestycji za pomocą wykupów lewarowanych w Polsce osiągnęła najwyższe poziomy w roku 2008 i 2011 (rys. 37). W roku 2013 nastąpił spadek tego typu inwestycji w odniesieniu do roku poprzedniego i był to najniższy poziom wartościowo od roku 2007. Rok 2014 przyniósł zmianę i nastąpił wzrost inwestycji w ujęciu wartościowym w kontekście roku 2013.

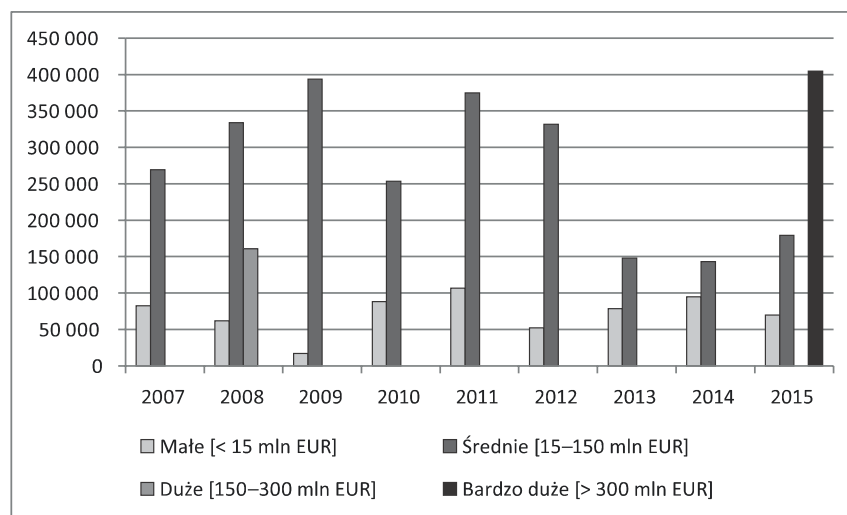
Rysunek 37. Wykupy lewarowane – wartość inwestycji w Polsce w latach 2007–2014 (tys. EUR)



Źródło: 2014 European Private Equity Activity Statistics on Fundraising, Investments & Divestments, www.investeurop.eu, dostęp: 10.07.2016 r.

Rozpatrując natomiast inwestycje pod względem wielkości projektów, należy spostrzec, że najliczniejsze są projekty średnie o wartości oscylującej w okolicach od 15 do 50 mln euro (rys. 38). W latach 2012–2014 udział średnich projektów uległ zmniejszeniu. Więcej natomiast w latach 2012–2014 podejmowano projektów małych, o wartości nieprzekraczającej 15 mln euro. W związku z tym można dostrzec chęć inwestowania w małe projekty kosztem tych większych, co związane może być z obniżaniem ryzyka inwestycyjnego związanego z niepewnością inwestorów dotyczącą przyszłości, poziomem stóp procentowych, czy też bardziej ogólnie – aktualnej sytuacji gospodarczej w Europie.

Rysunek 38. Wykupy lewarowane – wartość inwestycji w Polsce w latach 2007–2014 (mln EUR)



Źródło: 2014 European Private Equity Activity Statistics on Fundraising, Investments & Divestments, www.investeurop.eu, dostęp: 10.07.2016 r.

Niepewność dotycząca inwestycji może mieć wpływ na strukturę transakcji fuzji i przejęć, w tym także wykupów lewarowanych.

Proces LBO zależy od zdolności inwestora do zdobycia wystarczającego finansowania potrzebnego do wykupu firmy. Na tym etapie kluczową rolę odgrywają banki inwestycyjne. Konkurują one między sobą, dostarczając prawnie wiążące dokumenty (*finance, commitment papers*) zobowiązujące je do dostarczenia odpowiedniej ilości kapitału. Dokumenty zawsze podlegają odpowiedniej analizie i są zależne od przyjętej strategii finansowej poszczególnych firm. Odmienna specyfika przedsiębiorstw powoduje, że są to sytuacje zależne głównie od warunków ekonomicznych danego przedsiębiorstwa.

Dług w transakcjach LBO wzrasta wraz z ustaleniem rodzaju kredytów, zabezpieczeń i ustaleniem pierwszeństwa w strukturze kapitału⁸¹.

⁸¹ J. Rosenbaum, J. Pearl, *Investment banking*, Wiley&Sons, New Jersey 2009, s. 161.

- Kandydat do procesu kredytowania poprzez LBO powinien się charakteryzować⁸²:
- 1) dużymi przepływami pieniężnymi – kluczowe znaczenie ma stabilność i przewidywalność przepływów. Firmy, chcące skorzystać z LBO, działają na dojrzałych rynkach bądź w niszy biznesowej gwarantującej stały dopływ klientów. Przeważnie posiadają silną markę, stałą bazę klientów i długoterminowe kontrakty sprzedażowe. Wszystkie te elementy gwarantują przewidywalność przepływów pieniężnych. Odbywać się też mogą stress testy⁸³ sprawdzające LBO w kontekście zaistnienia trudnych warunków rynkowych;
 - 2) dominującą i defensywną pozycją rynkową – odnosi się do poszerzenia i zwiększenia relacji z klientami, rozpoznawalności marki, produktów i usług mających korzystną, akceptowalną strukturę kosztów. Te cechy tworzą bariery wejścia i powodują zwiększanie stabilności, a także przewidywalności przepływów pieniężnych;
 - 3) możliwościami wzrostu – inwestorzy poszukują firm z dużym potencjałem wzrostu lub z możliwościami przejęcia lub połączenia z inną firmą (*bolt-on acquisition*). Korzystna ekspansja, szybsza niż wykazują prognozy dla danej branży, pozwala osiągnąć większy zwrot z kapitału. Wartość firmy w ten sposób wzrasta, jak również zwiększa się wskaźnik EBITDA⁸⁴. Wielkie korporacje korzystają z efektu skali, udziałów w rynku, czy też bardziej zabezpieczają się przed ryzykiem i w takim przypadku inwestorzy nie muszą zabiegać o jak najwyższe kwoty finansowania, blokujące przyszłe możliwości rozwoju. Zaciągają mniejszy dług, ale w zamian mają możliwość osiągnięcia większego rozwoju przez spółkę, poprzez przyszłe przejęcia i wtedy dopiero wykorzystanie kolejnej części długu;
 - 4) możliwościami zwiększenia wydajności operacyjnej – w LBO firma musi mieć silny fundament w postaci modelu biznesowego. Inwestorzy w tym przypadku poszukują możliwości zwiększenia wydajności operacyjnej i zarazem cięcia

⁸² Tamże, s. 169.

⁸³ Analiza zachowania firmy poprzez zastosowanie w ramach sprawdzenia czynników historycznych mających wpływ wcześniej na wyniki przedsiębiorstw, jak i zastosowanie czynników wynikających z prognoz co do rozwoju danej branży i koniunktury na rynkach w przyszłości. Wszystko to odbywa się przy zastosowaniu odpowiedniego marginesu błędu i podejścia pesymistycznego, tzn. zakłada się, że sytuacja rynkowa będzie jeszcze trudniejsza, niż wynika to z prognoz, raportów analityków.

⁸⁴ Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and *Amortization* – w rachunkowości zysk przedsiębiorstwa przed potrąceniem odsetek od zaciągniętych kredytów, podatków i amortyzacji, za www.pl.wikipedia.org.

- kosztów. Obniżanie kosztów w zakresie kosztów ogólnych firmy, przeanalizowanie kosztów zatrudnienia, racjonalizacja łańcucha dostaw i także nowe warunki z dostawcami i klientami;
- 5) małymi wymaganiami inwestycyjnymi – firma, w której są ograniczone potrzeby inwestycyjne, czyli taka, która osiągnęła już pewien stopień rozwoju. Oczywiście firma, która ma duże zapotrzebowanie inwestycyjne także może być kandydatem do LBO, ale musi wykazywać się dużym potencjałem wzrostu, mieć silny model biznesowy. Można też podzielić wydatki firmy na te konieczne do prowadzenia biznesu (*maintenance capex*⁸⁵) i na pozostałe (*growth capex*⁸⁶);
 - 6) budową modelu – stworzenie nowego modelu biznesowego uwzględniającego nową sytuację przedsiębiorstwa, przestawienie sposobu dostosowania do nowej sytuacji;
 - 7) pojemnością zadłużeniową – posiadanie możliwości kredytowania i zaciągania zobowiązań w wolumenie niezbędnym do przeprowadzenia transakcji wykupu;
 - 8) bazą aktywów – duże zaplecze aktywów jest istotne, jeśli chodzi o pozyskanie jak największej ilości środków od banku w celu zrealizowania wykupu lewarowanego. Posiadanie aktywów stanowi też silną barierę wejścia i może odstraszać potencjalnych konkurentów, ze względu na potrzebne środki. Jednakże przedsiębiorstwo nieposiadające aktywów lub z ich małą ilością wciąż może być kandydatem do zastosowania LBO pod warunkiem posiadania wystarczających przepływów pieniężnych;
 - 9) doświadczona kadra zarządzająca – sprawdzona i posiadająca odpowiednie kwalifikacje kadra zarządzająca może zwiększyć atrakcyjność firmy w momencie jej ubiegania się o LBO. Stanowi to kluczowy element we wprowadzaniu ambitnych i pełnych wyzwań nowych rozwiązań w firmie w celu zwiększenia jej wydajności, a tym samym wartości.

Inwestor chcący dokonać LBO poszukuje doświadczonej kadry, aby po dokonaniu wykupu ta kadra dalej działała. Jeśli uważa się, że jest niewystarczająca, to część kadry, bądź nawet cała kadra, po wykupie może zostać zmieniona.

LBO przynosi zyski, gdy zastosuje się odpowiednią kombinację spłaty długu i również oddziaływania na wzrost wartości przedsiębiorstwa.

⁸⁵ Jest to kapitał potrzebny do utrzymania posiadanych aktywów (PP&E – *property, plant, and equipment* – aktywów, których nie można szybko upłynnić).

⁸⁶ Kapitał potrzebny do zakupu nowych aktywów albo do rozwinięcia aktualnej bazy aktywów.

Źródła finansowania LBO są zróżnicowane, wybiera się różne rodzaje inwestycji, typ inwestorów lub grup inwestorów. Wybór źródła jest zależny od stopnia ryzyka i możliwości wykupu tych zobowiązań w danej firmie. Najbardziej bezpieczny jest kredyt bankowy z nadrzędnym wierzycielem i kolejnymi drugorzędnymi podmiotami. Dalej wykorzystane mogą być obligacje o wysokim ryzyku (*high yield bonds*). Charakteryzują się tym, że są niezabezpieczone lub stanowią formę nadrzędnego długu podporządkowanego. Następnie źródłem może być finansowanie typu hybrydowego (*mezzanine capital*). W tym przypadku wykorzystuje się dług podporządkowany czy też akcje uprzywilejowane. Ostatni jest kapitał własny i możliwość posłużenia się akcjami zwykłymi. Skorzystanie, z któregoś elementu w procesie LBO zależy od kondycji finansowej przedsiębiorstwa, typu transakcji, czy też indywidualnie skonstruowanego dla poszczególnych przedsiębiorstw planu.

Istotną kwestią może być korelacja pomiędzy strukturą kapitału w przedsiębiorstwie a wykupem lewarowanym. Wszystko zależy jednak od instytucji finansowej i przyjętej strategii. Nie ma ogólnie przyjętej jednej właściwej wartości czy też przedziału struktury kapitału. Zauważyć należy, że następuje znaczne zadłużanie firm w momencie, kiedy stopy procentowe są na stosunkowo niskim poziomie. Oczekuje się zatem wyższych stóp zwrotu z wykupu, kiedy pieniądz jest relatywnie tańszy. Dostępność kredytów warunkuje poziom lewarowania przedsiębiorstwa⁸⁷.

Podczas kryzysu finansowego w Stanach Zjednoczonych wykorzystanie kapitału wysokiego ryzyka uległo deprecjacji odpowiednio o 27%, 29% i 13%. Jednak niedługo panowały spadki. Rynek kapitału wysokiego ryzyka i pożyczek lewarowanych w 2009 r. odrodził się. Stopa zwrotu inwestorów mogła wynieść nawet 50%. Zatem kryzys z 2008 roku wpłynął na zatrzymanie stosowania tego rodzaju instrumentów, ale nie usunął ich całkowicie z rynku. Zatrzymał jego stosowanie w krótkoterminowym zakresie. Kilka miesięcy później zaczęto znów używać kapitału wysokiego ryzyka. Można stwierdzić, że finansowanie poprzez lewarowanie było jedną z głównych metod pozyskania kapitału do inwestowania.

Jeden z największych wykupów lewarowanych w Polsce odbył się w 2006 roku w spółce Aster City Cable Sp. z o.o. (tab. 10), co miało wpływ na wyniki przedsiębiorstwa (tab. 9).

⁸⁷ W.D. Maeseneire, S. Brinkhuis, *What drives leverage in leveraged buyouts? An analysis of European leveraged buyouts' capital structure*, Accounting & Finance 2012, T. 52, nr 1, s. 160.

Tabela 9. Sprzedaż i wynik netto Aster City Cable Sp. z o.o. (mln PLN)

Wyszczególnienie	2004	2005	2006
Sprzedaż	200,0	231,7	267
Wynik netto	30,1	27,4	Brak danych

Źródło: Opis najciekawszych wykupów zrealizowanych w latach 1991–2006, AVALON, www.mbo.pl, dostęp: 20.06.2016.

Nowym właścicielem Aster został fundusz inwestycyjny Mid Europa Partners. Doradcą w procesie wykupu był Goldman Sachs, a kredytu udzielił Credit Suisse. Fundusz wydał 700 mln PLN, 750 mln PLN pochodziło z długoterminowego kredytu bankowego, natomiast 250 mln PLN było to finansowanie typu *mezzanine capital*. Członkowie władz spółki również brali udział w negocjacjach i, jak wiadomo z nieoficjalnych informacji, część udziałów jest w ich posiadaniu. Parametry finansowania przedstawia tabela 10⁸⁸.

Tabela 10. Parametry wykupu lewarowanego Aster City Cable Sp. z o.o.

Wartość transakcji	1,6 mld PLN
Kupowany pakiet	100%
Transakcja	LBO
Sprzedający	Fundusz inwestycyjny Hicks, Muse, Tate & Furt
Kupujący	Mid Europa Partners LLP – fundusz <i>private equity</i>
Struktura finansowania	Kapitał własny 41% Kredyt 44% Finansowanie <i>mezzanine</i> 15%
Główny bank finansujący	Credit Suisse

Źródło: Opis najciekawszych wykupów zrealizowanych w latach 1991–2006, AVALON, www.mbo.pl, dostęp: 20.06.2016.

Wyciągając wnioski z powyższych informacji, należy zauważyć, że duże znaczenie w finansowaniu tej transakcji miał kredyt bankowy, ale także uzupełnienie całej struktury w postaci finansowania *mezzanine*. Znając charakterystykę wykupu lewarowanego należy zastanowić się nad jego formami.

⁸⁸ Źródło: Opis najciekawszych wykupów zrealizowanych w latach 1991–2006, AVALON, www.mbo.pl, dostęp: 20.06.2016.