

المحور السادس¹: إعادة الهيكلة من خلال استراتيجية الشراء باستخدام آثار الرفع

LBO

عمليات LBO هي عمليات شراء واستحواذ، تختلف عن أية عمليات استحواذ كلاسيكية في كون سعر شراء الشركة المستهدفة ممول في جزء معتبر منه من خلال اللجوء إلى الاستدانة عبر إنشاء شركة قابضة تهدف إلى السيطرة على الشركة المستهدفة. انطلاقاً من هذا المدخل المفيد – المختصر سوف نتطرق لمفهوم هذه العمليات؛ وخصائص الشركات المستهدفة لتكون محور الاستحواذ؛ والأطراف المتدخلة في عملية التمويل.

1- مفهوم عمليات LBO

من الناحية الاصطلاحية، نعبر عن عمليات LBO بالفرنسية بـ " Acquisition avec effet de levier" وبالإنجليزية هي اختصار لـ Leverage By Out - وهو مصطلح يحدد إحدى عمليات التركيب المالي المتمثلة في إعادة شراء الشركات المستهدفة من خلال أثر الرافعة المالية أي باستخدام القروض البنكية بنسبة كبيرة. إذا عملية LBO هي أسلوب للاستحواذ على الشركات حيث تتيح لإحدى الشركات أو المستثمرين وتدعى الشركة المشترية أو المستحوذة (Le repreneur) الاستحواذ على /أو شراء شركة أخرى وتدعى الشركة (المستهدفة) (la societe cible) من خلال الحصول على غالبية أسهمها أو أصولها باستخدام شركة وسيطة هي "الشركة القابضة la société holding إذا عملية LBO هي كل عملية شراء لشركة مستهدفة – تتميز غالباً بمرودية عالية وقيمة سوقية متدنية – باستخدام الديون للاستفادة من خاصية الرفع المالي بدرجة أولى ، ومن آثار أخرى للرافعة. وهي وصف لكل عملية تركيب مالي يقوم من خلالها مستثمرون ماليون من خارج الشركة باستخدام هذه الصيغة (تعديل الهيكل المالي، والتمويل بالدين) في إعادة شراء شركة مستهدفة تتميز بمرودية عالية، تدفق نقدي حر مرتفع وتكاليف وكالة مرتفعة (تفاهت المشاكل بين الإدارة والملاك). يتم تسديد فوائد الديون المرتفعة باستخدام توزيعات الأرباح المقبوضة من الشركة المستهدفة. يُقبل المستثمرون الماليون - تحديداً صناديق الاستثمار المؤسسي- بقوة على هذه العمليات مقارنة بالمستثمرين الصناعيين. وتتميز عملية LBO بالخصائص التالية:

- التمويل بالدين في هذه العمليات يصل إلى ثلثي الصفقة (60%-70%)؛
- القروض الممنوحة من طرف البنك تصل مدة استحقاقها إلى 7 أو 10 سنوات؛
- فوائد الدين مغطاة بتوزيعات الأرباح.

2- خصائص الشركات المستهدفة:

يجب أن تكون الشركة المستهدفة قادرة على توليد ما يكفي من النقد والسيولة لخدمة ديونها وكذلك ديون الشركة القابضة، إذ أن نمو وتطور قيمتها يبقيا على مقدار كبير من الجاذبية

¹ - المحور مستمد بشكل كلي من : عماني لمياء وبن علي سمية، (2021)، الهندسة المالية والاستراتيجية المالية : التركيب المالي وإعادة الهيكلة ، الطبعة الأولى ، الدار الجزائرية، الجزائر

لدى المستثمرين ، لذلك يجب أن تحوز وبشكل مسبق على مجموعة من الخصائص من بينها:

- **وضعية مالية سليمة:** يتحقق ذلك من خلال المردودية المرتفعة والديون المعقولة والمضبوطة (المتحكم بها)، والاستثمار في الأنشطة التي تتطلب قدرا أقل من رأس المال (الاستثمارات والاحتياج لرأس المال العامل)؛
- **رؤية جيدة للتدفقات النقدية المستقبلية:** يجب أن يكون هناك توقع إيجابي حول التدفقات النقدية المرتفعة والمتكررة، إمكانية التنبؤ بالتدفق النقدي الحر (من هذا المنطلق من الأفضل تجنب القطاعات الدورية أو التي تعرف تراجعاً) ؛
- **احتمالات النمو:** إستراتيجية واضحة لخلق فرص النمو الداخلي والخارجي؛
- **امتلاك مزايا تنافسية:** من خلال الحصول على موقع قوي في السوق، أدوات إنتاج مناسبة، تهديدات محدودة للبيئة؛
- **رؤية مختلفة للإدارة:** يجب أن يكون لدى الإدارة ميل إلى التخلي عن التجذر في المناصب والخروج عن فكرة " الرجل المفتاح" (المسير الذي يتحكم بزمام الأمور بشكل فردي).

3- طبيعة الأطراف المتدخلة في تمويل عمليات LBO :

- الأطراف الأساسية الفاعلة في عملية التركيب المالي من النوع LBO تشمل الشركة المستحوذة، الشركة المستهدفة (الفريسة)؛ والممولون. هؤلاء متعددون، إلا أنهم يتميزون بقبولهم لمستوى عالٍ من المخاطر مقابل العائد المعتبر المنتظر من قبلهم:
- **الشركة المستحوذة: المشتريين:** الهدف (الحصول على عوائد من استثمار مربح؛ القدرة على التحكم والسيطرة على الشركة المستهدفة ذات المردودية العالية في نفس النشاط أو في نشاط متقارب، رغم محدودية المساهمة).
 - **شركة رأس المال المخاطر(رأس المال الاستثماري عموما):** الهدف (تحقيق فائض قيمة على مساهماتهم، حيث من المفروض أن تغيير الملاك المترافق (أو غير المترافق) مع تغيير المسيرين سيدفع بالقيمة السوقية نحو الارتفاع، وبالتالي يمكن تحقيق فائض قيمة على أسهم سبق الحصول عليها بقيمة منخفضة.
 - **البنوك:** الهدف (الحصول على فوائد مقابل منح الائتمان مع طلب ضمانات تكافئ درجة الخطر المترتبة عن العملية).

4- الهدف من عمليات LBO ودوافع التوسع من خلالها:

إن الهدف من هذا النوع من الصفقات هو السماح للمشتري بإعادة شراء شركة باستخدام الحد الأدنى من الأموال الخاصة والتوجه أكثر نحو التمويل الخارجي، حيث:

* يكون هدف الشركة القابضة التي يتم إنشاؤها خصيصا للحصول على المساهمات (محفظة الأوراق المالية) في إطار عملية تركيب مالي هو الاستحواذ الكلي على الأسهم لمنع تسرب توزيعات الأرباح إلى المساهمين الصغار؛

* قدرة عالية تتمتع بها الشركة المستهدفة على توليد التدفقات النقدية، مما يعني قدرة عالية أيضا على السداد بالنسبة للشركة المالية القابضة :

- تحويل كلي لتوزيعات الأرباح؛
- في حالة وجود تدفقات خزينة غير ضرورية للاستغلال يمكن تحويلها إلى المجمع من خلال توزيع استثنائي لاحتياطات سابقة؛
- يمكن التنازل على الأصول غير الإستراتيجية وتوليد سيولة؛
- مساهمة معتبرة للمستثمرين الماليين نظرا لتوقعاتهم المتفائلة حول خلق قيمة منتظر مستقبلا وسعيهم لتحفيز المسيرين لتحقيق الأداء المطلوب.

5- دوافع الاستحواذ على الشركة المستهدفة:

بالنسبة للشركة التي تكون لديها نية الاستحواذ، يوجد هدف ضمني من هذه العملية على المدى المتوسط يتمثل في إعادة البيع لتحقيق فائض قيمة على الأموال الخاصة المستثمرة من خلال (عند الخروج من عملية التركيب المالي) :

- التنازل لمستثمر صناعي (يبحث عن خيار استراتيجي للاستثمار ضمن نفس القطاع)؛
- الدخول في عملية LBO أخرى؛
- العرض في السوق المالي.

يجب تحضير مخطط أعمال للشركة المستهدفة يغطي على الأقل 5 سنوات قادمة، وذلك لإقناع المستثمرين الماليين بالانضمام لتمويل العملية، يشمل مخطط الأعمال: الوضعية التنافسية، جودة التنظيم، تحليل القوة والضعف / الفرص والتهديدات، النمو المتوقع، الاستثمارات، السياسة التجارية، من خلال تقييم الوضعية السابقة ومحاكاتها للتنبؤ بالتدفقات النقدية والأرصدة الوسيطة.

كما توجد أهداف ودوافع أساسية متعلقة بالسعي للاستفادة من آثار الرافعة المالية، الجبائية، والقانونية بسبب عملية التركيب المالي.

6- أسباب عرض الشركة المستهدفة للبيع في إطار عملية LBO:

توجد عدة أسباب تجعل من الشركة عرضة أو بالأحرى هدفا للشركات الكبرى الراغبة في الاستحواذ، من بينها نذكر:

- * وجود الصراع بين الملاك والمسيرين وتفاقم مشاكل الوكالة، تكاليفها وآثارها، وبالتالي يكون هذا النوع من التركيب المالي مناسبا للحد من تكاليف الوكالة، إذ أن وجود ثقل هائل لحجم المديونية لا يدع مجالاً لاستخدام التدفقات النقدية إلا لسدادها (واحدة من أهم استخدامات المديونية)، مما يحد من الميول الفردية للمسيرين نحو تحقيق مصالحهم الخاصة؛
- * إتباع إستراتيجية التركيز، حيث يعمل مجمع ما على تركيز نشاطه حول مهنة محددة ، من خلال بيع شركات تابعة غير إستراتيجية بالنسبة له مقارنة مع المهنة الأساسية (مثال عن ذلك اتباع إستراتيجية Spin off ؛

* ضرورة نقل الملكية في حالة الميراث والمساهمات العائلية؛

- * خروج الأقليات من رأس المال أو خروج مساهم معين من رأس المال، حيث يمكن أن يكون الدافع وراء عملية LBO هو حاجة المساهمين إلى تنويع أصولهم وتأمين ثروتهم، ويرون أن تحقيق ذلك يكون عن طريق الانسحاب الكلي أو الجزئي من رأس المال. يندفع هؤلاء المساهمون أكثر نحو هذه المعاملات عندما يلاحظون أن أسعار الاستحواذ تميل إلى الارتفاع؛

* تعتبر العملية شكل من أشكال عمليات النمو الخارجي، من خلال الاستحواذ على شركة مستهدفة أولى وجعلها بمثابة "أرضية عمل" أو منصة لشراء شركات أخرى تنشط بذات القطاع لخلق قطب استثماري، أو الاستفادة من آثار التعاضدية الصناعية (إستراتيجية Buy and Build أو Build-up)

تعد عمليات LBO مناسبة للتخلي عن الاستثمارات، فطالما كانت الشركات التابعة غير الأساسية للمجموعات الكبرى، التي تتميز بالمردودية العالية، أهدافا محتملة لصناديق رأس المال الاستثماري. إن التخلي عن الاستثمارات داخل المجموعات الكبرى قد يكون مدفوعا بعدة أسباب، ومن المحتمل ألا تشكل جميعها دوافع عملية لمعاملة LBO محتملة، إذ لا يمكن بيع الشركات التابعة التي تواجه صعوبات (مالية أو صناعية أو تجارية) عن طريق تنفيذ معاملة LBO.

من المحتمل أن تتمثل العوامل الدافعة لعملية التخلي الإستراتيجي عن بعض الشركات من خلال معاملة LBO في:

- إعادة التركيز على الأنشطة الإستراتيجية من خلال بيع الأصول غير الإستراتيجية للتخلي عن إستراتيجية التنويع غير الفعالة.
- وجود قيود تنظيمية لمكافحة الاحتكار، تجبر الشركات الكبرى والمجموعات على بيع بعض أنشطتها.

ولن يتعلق الأمر في هذه الحالة بتعظيم سعر البيع ولكن بالحد من التكاليف والمخاطر على المستوى الاجتماعي وعلى مستوى السوق المالي؛ أو قد يتوافق مع الرغبة في تقليل حجم بعض الأقسام أو المصانع بهدف بيعها للموظفين (عملية MBO). وبالتالي يمكن القول أن إعادة الهيكلة الصناعية هي المصدر المحرك الأساسي لعمليات LBO.

7- أنواع وصيغ صفقات LBO :

هناك ثلاثة أنواع رئيسية لصفقات LBO وهي:

- الصفقات (P2P) (Public to Private) : وتسمى أيضا الصفقات الخاصة حيث تقوم شركة مساهمة خاصة بشراء شركة مدرجة يتم تداول أسهمها في السوق المالي من خلال عرض مناقصة، في بعض حالات هذه الصفقات يبقى جزء من أسهم الشركة المدرجة متداولاً في البورصة وفي حالات أخرى يتم شراء الشركة بالكامل.
- الصفقات (S 2 S) (Sponsor to Sponsor) : يتيح هذا النوع من الصفقات لشركة مساهمة خاصة إمكانية بيع ممتلكات محفظة مالية إلى شركة أخرى.
- صفقات الاستحواذ غير الأساسية : حيث تقوم الشركة المصدرة ببيع قسم إلى شركة مساهمة خاصة.

8- هشاشة ومخاطر عمليات LBO :

مقابل كل المزايا والمنافع المتوقعة من عمليات LBO لا يخلو الأمر من مجموعة مقابلة من المخاطر المرتبطة بجوهر العملية القائمة على التمويل باللجوء إلى الاستدانة وغيرها من المخاطر التي تضيي نوعاً من الهشاشة على مثل هذه العمليات المركبة

والمعقدة. من مظاهر الهشاشة والمخاطر الظاهرة والكامنة نجد: * يتمثل الخطر الأساسي الذي يواجه عمليات LBO في مدى التزام الشركة القابضة بتسديد ديونها، إذا ما استطاعت الشركة المنفذة جمع جزء كبير من تدفقاتها النقدية في شكل أرباح، لإدارة مثل هذا الخطر يتم تحديد جميع الاحتياجات الاستثمارية المتوقع تنفيذها من طرف الشركة المستهدفة في دراسة مسبقة قبل تنفيذ عملية LBO. كما أن البنوك تعطي الموافقة مع ضمان المراجعة الدورية وبانتظام لملفات السداد خاصة في حالة وقوع حادث ما حتى ولو لمدة واحدة، مع ذلك تبقى عملية سداد الديون تمثل مشكلا كبيرا بالنسبة للشركة.

* في حالة الركود الاقتصادي قد لا يكون هذا النوع من التركيب المالي مجديا، وهو ما حدث خلال الأزمة المالية 2007-2008، إذ كشفت الأزمة المالية عن وجود فقاعة في عملية LBO: حيث أن السيولة متوفرة بشكل كبير في السوق وصناديق الاستثمار تتنافس على عدد محدود من الشركات المستهدفة، فارتفعت عمليات تقييم الشركات أكثر فأكثر خلال السنوات 2005-2006-2007. لكن طرق التقييم التي استخدمت حينها للاستحواذ على الشركات المستهدفة أفضت إلى نتائج كانت بعيدة نوعا ما عن الواقع في الكثير من الحالات، إذ كانت نتائج التقييم غالبا أعلى من قيم السوق المالي مع عدم وجود روابط في بعض الحالات بطبيعة وأهداف الشركة المستهدفة، وهو ما أدى إلى تشكيل فقاعة LBO.

* إن الخطر الحقيقي لهذه العمليات يتناسب طرديا مع مستوى "ال فشل الإداري" (Managerial Rupture) الذي يمكن أن يكون نتيجة عملية التركيب المالي. النوع الأكثر خطورة هو الذي يتم بصيغة MBI والأقل خطورة هو الذي يتم بصيغة MBO، لذلك يجب أن يكون هناك توافق بين هذا الجانب وحجم تركيبة الهيكل التمويلي. في هذا الشأن تشير إحدى الدراسات إلى أن خطر الفشل الإداري يعتبر من أهم المخاطر التي تواجه هذا النوع من العمليات المالية.

* خلال طول فترة عملية LBO يكون سداد الدين من أولويات مخطط العمل باستعمال جزء من الأرباح المحققة، ولذلك ينتقد الكثيرون هذه الوضعية لأن الاستثمارات الجديدة، العلاوات، الأجور وتكوين الموظفين تأتي في المرتبة الثانية لمخطط الشركة المستهدفة، وهو ما قد يؤثر أحيانا على تحسين نمو الاستثمارات الصناعية، العمالة وغيرها ضمن عمليات LBO.

* في نهاية الفترة تسترجع الشركة القابضة رأسمالها إذا قامت بتسديد الدين الذي استخدم للاكتتاب في عملية شراء الشركة المستهدفة، لأن لها الأولوية في الحصول عليه. إذا لم تكن الشركة المستهدفة في وضع يمكنها من رفع الأرباح بانتظام، فإن الشركة القابضة تواجه صعوبات مالية وعليها التفاوض مع البنك لإعادة جدولة ديونها.

9- كيفية الخروج من عملية LBO:

هناك أشكال متعددة للخروج من هذا التركيب المالي الذي يتميز بأهداف محددة وأفق مغلق، وذلك سواء نجحت عملية التركيب المالي أم لم تنجح، من أشكال الخروج نجد:

- تتم عملية إعادة الشراء من قبل المستثمرين الصناعيين. فغالبا عملية LBO الأولى لا تكون ذات جاذبية للمستثمرين الصناعيين، لذلك يتمكن المستثمرون الماليون من الاستحواذ على الشركة، ولا يحدث تغيير في نظرة المستثمرين الصناعيين إلا إذا تحسنت صورة الشركة من منظور الإدارة وعلاقة المسيرين بالمساهمين.

- استنادة جديدة وبالتالي خروج جزئي من خلال تقليص أكبر للمساهمات (مزيد من التوسع في الدين داخل الهيكل المالي).
- **الدخول إلى السوق المالي (البورصة)**: يمكن اعتبار هذا المخرج الأكثر ملائمة، ويعتبر كذلك بالنسبة للمستثمرين الذين يجدون تثمينا للأوراق المالية في السوق المالي، بحيث تستفيد الشركة من الوصول إلى السوق والإدراج (يجب أن تتوفر فيها شروط الإدراج).
- **إنشاء شركة قابضة أخرى**: التنازل لمستثمر مالي يباشر سلسلة من عمليات إعادة الشراء، وتكون هذه عملية "إعادة شراء ثانوية" على عملية سبقتها. يساعد هذا المخرج المستثمرين- خاصة الماليين منهم- على تنفيذ عملية خروج بالاستفادة مرة أخرى بآثار الرفع المالي، وقد تم تطوير هذه التقنية للخروج بسبب عدم تمتع بعض الأسواق المالية بالسيولة. وتتميز عملية LBO الثانوية الناتجة عن العملية الأساسية بـ :
 - إمكانية تنفيذها مع آثار ضعيفة للرفع المالي والقانوني حتى لا تتضرر القدرة الاستثمارية للشركة المستهدفة الأساسية؛
 - تمكين الإدارة من حصة معتبرة ضمن رأس المال، من خلال تملك المسيرين لجزء معتبر من رأس المال. ورغم أن طريقة الخروج هذه تبدو خطيرة إلا أنها تسمح للمستثمرين الماليين بتحويل حصتهم في رأس المال إلى ديون في الشركة القابضة.
- **الإفلاس والتصفية في حالة عملية LBO غير ناجحة**: تحدث التصفية والإفلاس عندما لا تتمكن الشركة المستهدفة من ضخ المزيد من توزيعات الأرباح للشركة القابضة حتى تتمكن هذه الأخيرة من تسديد الديون وتفشل عمليات إعادة الجدولة وإعادة التفاوض على الدين. تعد هذه العمليات ذات رافعة مالية جد مرتفعة، ولا تكون التنبؤات واقعية فتقع الفجوة بين التدفقات والقدرة على السداد، في هذه الحالة يمكن:

إعادة هيكلة عملية LBO : وهو الأمر الذي لا يتطلب بالضرورة خروج المساهم الرئيسي، بل يتطلب إعادة تنظيم الدين بإعادة الجدولة وتمديد الأجل، تأجيل الاهتلاك، جلب ديون جديدة،

وغيرها من الحلول التي قد تكون متاحة؛

فقدان السيطرة : يمكن أن يحدث هذا الأمر من خلال دخول مستثمر جديد وحيازته على حصة معتبرة بدل المستثمر الرئيسي، أو حلول أحد المستثمرين الموجودين بالأساس محله من خلال تنازل المستثمر الرئيسي عن حصصه واكتتاب المستثمر الجديد في عملية رفع رأس المال. من شأن التغيير في هيكل الملكية على هذا النحو التأثير بشكل أو بآخر على عملية إعادة هيكلة محتملة للدين.

الإفلاس: يعد الحل الذي يسعى الجميع لاجتنابه، بعد استنفاد جميع المحاولات الممكنة والوصول الحتمي إلى الإعلان عن عدم نجاح هذا التركيب المالي. غالبا ما يرجع الأمر إلى مشاكل أساسية تعاني منها الشركة المستهدفة (التي أصبحت شركة تابعة) تستوجب الإعلان

عن حالة التوقف عن النشاط، بينما سوء التشغيل بسبب الشركة القابضة يمكن حله من خلال الخيارين السابقين.

سواء كان الخروج جزئياً أو كلياً من عملية LBO فهو - في حالة عملية ناجحة - يتم من خلال إحدى الصيغتين: الدخول إلى السوق المالي أو إنشاء شركة قابضة جديدة. وقد يعتبر المساهمون أن المخرج الأول هو المناسب حيث يتم تقييم أسهمهم وتسعيورها في السوق المالي. في حين قد يسمح إنشاء شركة قابضة جديدة لبعض المستثمرين، خاصة الماليين، بالخروج من هذا الالتزام باستخدام أثر الرافعة مرة أخرى، وسوف يكون هذا المخرج ملائماً إذا لم تتوفر السيولة في السوق المالي.