

Piotr Szczepankowski

Wyższa Szkoła Finansów i Zarządzania w Warszawie

WYKUPY MENEDŻERSKIE W KSZTAŁTOWANIU EFEKTYWNOŚCI POLSKICH PRZEDSIĘBIORSTW

1. Wstęp

Celem artykułu jest przedstawienie jednej z technik przejmowania kontroli nad spółkami, jakimi są wykupy menedżerskie (*management buyout* – MBO). Główny nurt rozważań koncentruje się na opisanu podanych w teorii uwarunkowań, znaczenia ekonomicznego i źródeł efektywności tego typu transakcji oraz skonfrontowaniu ich z praktyką nielicznych MBO w Polsce. Transakcje wykupów menedżerskich są jedną z bardziej kontrowersyjnych i dotychczas mniej rozpoznanych w naszym kraju form strategii działania inwestorów na rynku kontroli przedsiębiorstw. Techniki wykupu przedsiębiorstw (*buyouts*) narodziły się w Stanach Zjednoczonych w latach sześćdziesiątych XX w., lecz dominujący ich rozwój wystąpił w latach osiemdziesiątych ubiegłego stulecia.

Operacja MBO polega na przejściu spółki przez jej dotychczasowych menedżerów przy wykorzystaniu ich własnych kapitałów lub przy wspomaganie tego działania środkami pochodzącymi z zaciąganych długów (kredytów lub pożyczek). Innymi słowy, MBO to nabycie przez zarząd spółki jej akcji bądź udziałów od aktualnych ich właścicieli, zwykle przy doradczej i finansowej pomocy wyspecjalizowanych instytucji finansowych, głównie banków oraz funduszy inwestycyjnych. Do wykupu przedsiębiorstw przez kierownictwo zalicza się również transakcje, w których podmiot dominujący sprzedaje swój oddział lub filię jego dotychczasowemu zarządowi [Sudarsanam 1998, s. 254]. Zakup firmy może być przeprowadzony przez menedżerów w formie transakcji prywatnej, opartej na wiążącej umowie kupna–sprzedaży akcji firmy nie notowanej publicznie bądź też poprzez nabycie akcji spółki notowanej na giełdzie papierów wartościowych w drodze wezwania publicznego. Jeżeli kierownictwo wykupi spółkę notowaną na giełdzie, staje się ona spółką prywatną i zostaje wycofana z notowań [Sudarsanam 1998, s. 255].

Od roku 1995 wartość przeprowadzonych wykupów menedżerskich wzrosła w krajach Unii Europejskiej (bez uwzględnienia rynku brytyjskiego) ponad sześciokrotnie (por. tab. 1).

Tabela 1. Liczba i wartość transakcji MBO w krajach Unii Europejskiej (bez Wielkiej Brytanii) w latach 1995-2002

Rok	Liczba transakcji MBO	Łączna wartość transakcji MBO (w mld euro)
1995	390	8,5
1996	420	11,3
1997	540	20,1
1998	560	21,4
1999	530	32,4
2000	490	37,8
2001	528	31,5
2002	542	45,5

Źródło: [Kornaszewski s. 37].

W Wielkiej Brytanii, która jest traktowana jako wzorcowy rynek dla transakcji MBO w Europie, ich liczba utrzymuje się na średnim poziomie ponad 200 wykupów rocznie, które obejmują około 10% transakcji przejęć, a ich roczna wartość waha się od 1,5 do 3 mld GBP (por. tab. 2).

Tabela 2. Transakcje typu MBO w Wielkiej Brytanii

Rok	Liczba transakcji MBO	Łączna wartość transakcji MBO (w mln GBP)	Udział transakcji MBO w ogólnej liczbie przejęć przedsiębiorstw
1987	290	3 007	10,9
1988	297	4 263	11,3
1989	361	5 761	12,6
1990	383	2 352	8,5
1991	340	2 087	10,8
1992	339	2 302	10,9
1993	252	1 932	7,7
1994	243	1 676	10,5
1995	223	1 545	9,7

Źródło: [Acquisitions Monthly, MBO Supplement, October 1996; 1998, s. 255].

Rynek amerykański, uważany za „numer jeden” w liczbie i wartości przyjaznych i wrogich wykupów menedżerskich, szacowany był pod koniec ubiegłego wieku na około 30 mld USD rocznie (por. tab. 3).

Tabela 3. Wartość transakcji typu MBO w Stanach Zjednoczonych

Rok	Wartość w mld USD
1985	18
1986	43
1987	25
1988	57
1989	67
1990	16
1991	8
1992	9
1993	12
1994	15
1995	21
1996	31
1997	29

Źródło: [Piatkowski 2001, s. 15].

Ze względu na ograniczoną liczbę transakcji MBO w Polsce, szacowanych na kilkanaście [Kornaszewski 2003, s. 36-39], nie można jeszcze opracować dogłębnej oceny efektywności tych działań strategicznych i ich wpływu na zmianę wartości przedsiębiorstw oraz korzyści dla ich nowych właścicieli (menedżerów)¹. Badania mogą mieć jedynie charakter wstępny, jakościowy, oparty na ankietach i wywiadach z menedżerami. Wnioski wynikające z tych analiz będą więc mieć formę postulatywną i nie będą reprezentatywne i wiążące, ale zapewniają możliwość innego postrzegania pozycji menedżerów na rynku kontroli przedsiębiorstw.

2. Ogólne uwarunkowania wykupów menedżerskich

Wykupy menedżerskie przybierają w zdecydowanej większości przypadków formę przejęć wspomaganych długami (*leveraged buyout* – LBO) i dlatego też bywają w literaturze opisywane łącznie. Podaje się, że najistotniejszym czynnikiem, determinującym stopień zadłużenia transakcji przejęcia przez menedżerów kontroli nad swoimi przedsiębiorstwami, jest planowana struktura kapitałowa, opisana docelowym wskaźnikiem stopy zadłużenia kapitału własnego (D/E). Uważa się, że maksymalne zadłużenie transakcji MBO jest limitowane poziomem zakładanej rentowności operacyjnej przejmowanego przedsiębiorstwa.

Badania empiryczne wskazują, iż wykupy lewarowane i menedżerskie są jednym z najbardziej efektywnych sposobów inwestowania środków finansowych. W okresie ostatnich 10 lat w krajach Unii Europejskiej średnia roczna stopa zwrotu z inwestycji typu LBO i MBO wyniosła około 18% i była prawie o 10 punktów procentowych (p.p.) wyższa od średniorocznej stopy zwrotu z inwestycji w akcje spółek notowanych na giełdach europejskich oraz o 14 p.p. od średniej rocznej stopy zwrotu z inwestycji w euroobligacje².

¹ W badaniach nie uwzględniono licznych w latach dziewięćdziesiątych ubiegłego stulecia przypadków przejęć przez pracowników i menedżerów prywatyzowanych przedsiębiorstw państwowych i spółek skarbu państwa, tzw. leasingu pracowniczego.

² Dane ze strony www.bankier.pl z dnia 28.11.2003 r.

Oczywiście, wykupienie przedsiębiorstwa przez menedżerów jest związane z dużym ryzykiem, szczególnie wtedy, gdy mamy do czynienia z transakcją zlewarowaną. Zadłużone w czasie procesu MBO przedsiębiorstwo musi być zdolne do zwrotu długu, jaki zaciągnęło na sfinansowanie transakcji.

Mechanizmem uruchamiającym wykup menedżerski jest zazwyczaj różnica w percepcji ryzyka towarzyszącego działalności operacyjnej, inwestycyjnej i finansowej przejmowanego przedsiębiorstwa w stosunku do spodziewanych z niego korzyści. Ogólnie rzecz ujmując, dotychczasowy właściciel, odczuwając wysokie ryzyko funkcjonowania swojej firmy, chce się pozbyć udziałów w niej, natomiast menedżerowie, odczuwając mniejsze ryzyko działalności prowadzonej przez siebie spółki, są gotowi je odkupić. Ustalona w wyniku negocjacji cena przejmowanego przez zarząd przedsiębiorstwa, która na ogół nie jest zbyt wygórowana, oraz poczucie eliminacji ryzyka zaangażowanego kapitału kompensują aktualnemu właścicielowi (sprzedającemu) poczucie utraconych przyszłych korzyści finansowych.

Transakcje MBO na ogół nie dotyczą następujących przedsiębiorstw [Szczepankowski 2000, s. 107]:

- wytwarzających produkty podlegające silnym wahaniom sezonowym lub cyklicznym,
- wymagających wysokich nakładów na działalność badawczo-rozwojową nowych produktów,
- wymagających znaczących nakładów finansowych, dokapitalizowania,
- znajdujących się w fazie schyłkowej swojego cyklu życia,
- oferujących jeden asortyment produktów,
- cechujących się niskim udziałem w rynku lub w jego wartości,
- charakteryzujących się brakiem stałych i lojalnych odbiorców oraz dostawców.

Ogólnie biorąc, powodzeniu wykupu menedżerskiego będzie sprzyjać przynależność przedsiębiorstwa do takich sektorów gospodarczych, w których istnieje duże prawdopodobieństwo osiągnięcia wysokich zysków operacyjnych w krótkim okresie. Z tego względu, z punktu widzenia potencjalnego menedżera – właściciela, przedsiębiorstwo jest atrakcyjnym kandydatem do przejęcia, jeśli będzie charakteryzowało się następującymi cechami [Szczepankowski 2000, s. 107; Wrzesiński 2003]:

- przynależnością do względnie stabilnego i silnego sektora gospodarczego, co ogranicza ryzyko działalności operacyjnej,
- silną pozycją rynkową (znacznym udziałem w rynku),
- dobrym jakościowo asortymentem produkcji lub usług bądź długim cyklem życia produktów,
- wieloma lojalnymi (stałymi) klientami i dostawcami,
- kontrolowaną, stałą stopą wzrostu sprzedaży i zysków,
- względnie nowoczesnym wyposażeniem majątkowym i technologicznym oraz stabilną bazą aktywów,
- małymi wymaganiami dotyczącymi inwestycji w czasie spłaty zadłużenia wynikającego z realizowanej transakcji MBO wspomaganej długami,

- niedowartościowaniem firmy przez rynek lub obecnych właścicieli,
- niskim poziomem dotychczasowego zadłużenia,
- wysoką wartością generowanych przepływów pieniężnych, szczególnie z działalności operacyjnej.

Jednym z podstawowych warunków powodzenia MBO jest doświadczenie i kompetencje menedżerów w prowadzeniu interesów przejmowanego przedsiębiorstwa. Tylko tacy inwestorzy mogą zyskać zaufanie i pomoc instytucji finansowych w realizacji swoich zamierzeń. Doświadczenie krajów Unii Europejskiej pokazuje, iż najczęściej przejmującymi spółki są menedżerowie w wieku 45-55 lat, którzy w nabywanej firmie przepracowali przynajmniej ostatnie pięć lat.

Wydaje się jednak, że najistotniejszymi czynnikami warunkującymi rozwój MBO, oprócz dobrej kadry kierowniczej, są:

- kultura i tradycja ekonomiczna,
- rozwinięty system bankowy, oferujący współpracę w organizacji i finansowaniu wykupów menedżerskich,
- rozwój specjalistycznych funduszy inwestycyjnych, w tym typu *venture capital*, które mogą wspomagać merytorycznie i kapitałowo menedżerów w przeprowadzaniu transakcji wykupu spółek zarówno w czasie przejęcia, jak i w okresie spłaty długów. Powodów popularności transakcji MBO na świecie jest kilka. Przede wszystkim zauważa się, iż:

- wykup menedżerski pozwala osiągnąć ponadprzeciętne stopy zwrotu z zaangażowanych kapitałów, dochodzące do kilkuset procent w skali rocznej [Swadkowski 2003],
- rozwinięta infrastruktura rynku kapitałowego i instytucji finansowych ułatwia i wspomaga realizację wykupów menedżerskich;
- menedżerowie ambicjonalnie dążą do przekształcenia się z pracowników najemnych we właścicieli, co powoduje, iż pracując teraz „na swoim” i mając w perspektywie konieczność obsługi i spłaty długu zaciągniętego na kupno przedsiębiorstwa, pracują o wiele sprawniej, ciężiej i efektywniej;
- istnieje na rynku większa podaż firm ze strony ich właścicieli, dla których gotówka staje się bardziej cennym aktywem niż posiadanie udziałów, czy akcji; takimi właścicielami są fundusze inwestycyjne i emerytalne, fundusze typu *venture capital* i *private equity*, które chcą wyjść z wcześniej przeprowadzonych inwestycji, holdingi przemysłowe i grupy kapitałowe pozbywające się części swojej dotychczasowej działalności; często od tego typu właścicieli udaje się menedżerom odkupić spółki poniżej ich wartości księgowej;
- obniża się poziom oprocentowania kredytów udzielanych na finansowanie MBO; w okresie 2002 r.-I połowa 2003 r. przeciętna stopa procentowa dla kredytów wspomagających wykupy menedżerskie w Europie obniżyła się o 10 pkt p.p., z poziomu 16,75 do 6,75%.

Na jakie pytania powinien sobie przede wszystkim odpowiedzieć menedżer myślący o kupnie firmy, w której obecnie pracuje? Przede wszystkim, czy jest

w stanie zgromadzić kapitał zapewniający pokrycie co najmniej 20% wartości przejmowanego przedsiębiorstwa. Drugie pytanie to: czy jego firma jest w stanie obsłużyć pojawiające się przy MBO zadłużenie. Jeżeli np. dług zaciągnięty na zakup firmy wynosi 10 mln zł, a spłata kredytu będzie trwać 6 lat, to taka spółka przy obecnych stopach procentowych WIBOR w Polsce musi co roku zapłacić ratę kapitałową i odsetki w wysokości około 2,5 mln zł³.

Idealna firma, w której można przeprowadzić wykup menedżerski, powinna:

- działać w ustabilizowanym sektorze, gdzie nie są konieczne wysokie nakłady kapitałowe (inwestycyjne),
- mieć ugruntowaną pozycję rynkową, dzięki czemu jest ona w stanie generować wysoki i przewidywalny poziom wolnych przepływów gotówki, koniecznych do obsługi kredytu zaciągniętego na jej przejęcie,
- mieć potencjał wewnętrzny do wzrostu lub przynajmniej do utrzymania wyników,
- charakteryzować się niskim zadłużeniem,
- być notowana z dyskontem w stosunku do posiadanych aktywów netto (czyli jej wartość rynkowa powinna być niższa niż księgową).

3. Organizacyjna i finansowa struktura transakcji MBO

Przy względnie niewielkim udziale kapitałowym menedżerów w transakcjach wykupów przedsiębiorstw dominującym źródłem ich finansowania są zewnętrzne kapitały obce. Pochodzą one od takich instytucji finansowych, jak fundusze *venture capital*, banki komercyjne i inwestycyjne, fundusze inwestycyjne i emerytalne oraz firmy ubezpieczeniowe (tab. 4).

Tabela 4. Struktura źródeł finansowania transakcji MBO i LBO w Stanach Zjednoczonych

Typ finansowania	Udział procentowy	Źródło
Kredyty inwestycyjne	od 5 do 20	Banki komercyjne
Emisja dłużnych papierów wartościowych	od 40 do 80	Banki komercyjne, firmy ubezpieczeniowe, fundusze inwestycyjne i emerytalne, banki inwestycyjne
Udział osób trzecich w przejęciu kapitału własnego	od 10 do 20	Firmy ubezpieczeniowe, banki inwestycyjne, fundusze <i>venture capital</i>
Własny kapitał menedżerów	od 1 do 20	Menedżerowie

Źródło: [Gaughan 1996, s. 276].

³ Dane zaczerpnięte z Departamentu Rynków Kapitałowych BZ WBK SA z daty 27.11.2003.

Można zatem stwierdzić, że transakcje MBO są finansowane głównie różnymi formami długów, które dzielą się na zadłużenie wyższego poziomu (*senior debt*) oraz zadłużenie pośrednie (*mezzanine debt*). Dług średniego poziomu przybiera często formę hybrydowych instrumentów finansowych, takich jak obligacje zamienne czy akcje uprzywilejowane, wydawane np. funduszom *venture capital*.

Można zatem stwierdzić, że głównymi nabywcami przedsiębiorstw w ramach transakcji MBO są menedżerowie wspomagani kapitałowo przez fundusze inwestycyjne, emerytalne i *venture capital* oraz banki komercyjne. Do menedżerskiej grupy inwestorskiej będą zaliczeni:

- członkowie dotychczasowego zarządu przejmowanej spółki,
- średnia kadra menedżerska i pracownicy,
- menedżerowie pochodzący z innych przedsiębiorstw,
- inne przedsiębiorstwa.

Osobami (podmiotami) gotowymi do sprzedaży przedsiębiorstw w ramach transakcji wykupów menedżerskich są najczęściej:

- prywatne, rodzinne przedsiębiorstwa, które poszukują odpowiednich, doświadczonych i znanych im inwestorów,
- przedsiębiorstwa restrukturyzujące się, dzielące swoje funkcjonalne obszary aktywności i wyprzedające zorganizowane części swoich aktywów, które nie mieszczą się w nowym profilu strategicznym firmy,
- prywatni inwestorzy giełdowi, którzy, wzywani do sprzedaży akcji, są gotowi za odpowiednią premię sprzedać akcje spółki.

Organizacyjnie wyróżnia się kilka etapów prowadzących do zawarcia transakcji przejęcia kontroli nad firmą przez jej menedżerów. Opierając się na zestawieniu Wrzesińskiego, można wyróżnić następujące kroki tego działania [Wrzesiński 2000]:

- ustalenie metody sprzedaży przedsiębiorstwa,
- analiza przedinwestycyjna przeprowadzana przez grupę kupującą,
- przygotowanie biznesplanu przejęcia,
- negocjacje z dotychczasowymi właścicielami spółki,
- zawarcie umowy kupna – sprzedaży.

Plan biznesowy wykupu menedżerskiego powinien przede wszystkim zawierać [Piatkowski 2001, s. 22]:

- memorandum informacyjne o przejmowanej spółce,
- wycenę wykupywanego przedsiębiorstwa,
- potencjalne sposoby (źródła) sfinansowania transakcji MBO, w tym udział własnego kapitału menedżerów,
- wyodrębnione ewentualne strategie wyjścia z przejmowanej firmy, gdyby transakcja MBO okazała się nieefektywna,
- wyliczenia mierników efektywności inwestycji, takich jak: NPV, stopa zwrotu z zaangażowanych kapitałów (ROI) itp. dla różnych scenariuszy przyszłego działania przejmowanej spółki.

4. Znaczenie ekonomiczne i źródła efektywności wykupów menedżerskich

Uważa się, iż transakcje MBO wpływają na poprawę wyników funkcjonowania przejmowanych przedsiębiorstw na skutek łącznego występowania trzech czynników:

- 1) podnoszących efektywność operacyjną poprzez:
 - a) ograniczenie (zmniejszenie) poziomu kosztów agencyjnych, czyli kosztów ewentualnych konfliktów między menedżerami a właścicielami (po MBO menedżerowie i właściciele to te same podmioty),
 - b) uzależnienie wynagrodzenia menedżerów od wyników przedsiębiorstwa, zmiany jego wartości, a nie od wielkości firmy,
 - c) zdyscyplinowanie ciężarem długu działalności bieżącej i rozwojowej przedsiębiorstwa, co powoduje dążenie do selektywnego wyboru takich przedsięwzięć, które mogą zapewnić wysokie dodatnie wartości obecnej netto (NPV),
 - d) restrukturyzację operacyjną przejmowanych przedsiębiorstw, która jest związana szczególnie z redukcją kosztów stałych,
 - e) optymalizację portfela produktów,
 - f) lepsze zarządzanie kapitałem obrotowym netto,
 - g) obniżenie kosztów nieprodukcyjnych,
 - h) eliminację nieefektywnych inwestycji, których koszt utrzymania przewyższa korzyści z ich ewentualnej amortyzacji;

2) zapewniających bardziej efektywną (optymalną) strukturę kapitałową spółki, co, jak wiadomo, wpływa na obniżenie poziomu średnio ważonego kosztu kapitału i na wzrost stopy zwrotu z kapitałów własnych; zmiana struktury kapitałów, realizowana np. poprzez wspomaganie długami wykupu menedżerskiego, daje również korzyści z tytułu osłony podatkowej, co pozytywnie wpływa na zmianę wolnych przepływów gotówki i poprawia wartość spółki dla akcjonariuszy;

3) poprawiających alokację i wykorzystanie aktywów poprzez przeprowadzenie ich restrukturyzacji, tj. sprzedaż zbędnych lub nie związanych z głównym obszarem aktywności firmy jej składników majątkowych oraz unowocześnienie pozostałych aktywów według kryterium inwestycyjnego wartości obecnej netto (NPV).

Na podstawie licznych badań empirycznych przypadków MBO w Stanach Zjednoczonych i Europie Zachodniej zaobserwowano, iż wykupy menedżerskie najsilniej oddziałują na poprawę operacyjnych przepływów gotówki i stanu zatrudnienia (por. tab. 5).

Jak stwierdzono, w znacznej większości przypadków wykupy menedżerskie są transakcjami lewarowanymi, co powoduje, że przedsiębiorstwo przejęte staje się podmiotem silnie zadłużonym. Zatem pierwszym etapem działania zarządczego w nabytym przez menedżerów przedsiębiorstwie jest podjęcie decyzji restrukturyza-

Tabela 5. Konsekwencje ekonomiczne wykupów menedżerskich
(średnie wielkości na podstawie badań empirycznych)

Wskaźnik ekonomiczny	Zmiana po MBO	Średnia stopa zmiany po MBO
Operacyjne przepływy gotówki	wzrost	21,3%
Wartość podatku dochodowego	spadek	66,1%
Wartość inwestycji	spadek	29,2%
Wielkość zatrudnienia	wzrost	0,7%
Nakłady na badania i rozwój	spadek	7,2%

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [Opler 1992, s. 37-41; Wrzesiński 2000, s. 51].

cyjnych, które spowodowałyby możliwość pozyskania środków finansowych na redukcję długu i przywrócenie firmie bardziej zrównoważonej struktury kapitałowej. Środki służące spłacie zadłużenia uzyskuje się zasadniczo z dwóch źródeł:

- ze zwiększonych w wyniku restrukturyzacji wolnych przepływów pieniężnych przejętej firmy,
- ze sprzedaży zbędnych lub mniej efektywnych aktywów.

Jak podaje Lewandowski, kredyty i pożyczki zaciągnięte przez menedżerów na przejęcie kontroli nad przedsiębiorstwem należy spłacić w ciągu kilku lat, a środki na ten cel musi wygenerować sama spółka [Lewandowski i in. 2001, s. 97]. Innymi słowy, oznacza to, iż w ciągu kilku lat przejęta w ramach transakcji MBO firma będzie musiała wypracować taką gotówkę, która pozwoli spłacić kredyt w kwocie sięgającej całej wartości spółki w dniu jej zakupu przez menedżerów.

Zatem ocenę efektywności transakcji MBO należy sprowadzić do problemu postrzegania wartości zarówno przez osoby nabywające firmę (menedżerów), jak i sprzedające dany podmiot. Przejęcie będzie mogło być zrealizowane tylko wtedy, gdy przedsiębiorstwo, jego aktywa i korzyści z ich wykorzystania będą przedstawiały mniejszą wartość dla sprzedającego (dotychczasowego właściciela) niż dla nabywającego (przyszłego właściciela). Ta różnica w wartościach wynika z tego, że dotychczasowi właściciele, w stosunku do nowych (menedżerów), nie muszą widzieć perspektyw innego wykorzystania składników majątkowych przedsiębiorstwa. Na wartość transakcji wykupu menedżerskiego i późniejszą jej efektywność składa się również poziom dochodów możliwych do osiągnięcia z upłynnienia nieefektywnie wykorzystanych lub zbędnych aktywów. Sprzedaż mniej wartościowych aktywów podnosi zdolność spółki do generowania wolnych strumieni pieniężnych, bowiem pozostający majątek może być sprawniej wykorzystywany i lepiej zarządzany przez menedżerów – nowych właścicieli. Poza tym wyprzedaż aktywów może być związana z chęcią pozbywania się przez menedżerów tych części przejmowanego przedsiębiorstwa, które nie są lub nie będą w przyszłości związane z kluczową działalnością spółki. Te aktywa mogą być więcej warte dla innych podmiotów, co umożliwi

uzyskanie przy ich sprzedaży dodatkowej premii [Lewandowski i in. 2001, s. 100]. Specyficznym typem zbędnych składników majątkowych mogą być również aktywa płynne, takie jak papiery wartościowe, część należności czy też zapasów.

Rekapitulując, można stwierdzić, że transakcje MBO pomagają w poprawie efektywności działania przejmowanego przedsiębiorstwa poprzez lepszą alokację zaangażowanych w aktywa kapitałów. Restrukturyzacja aktywów zwiększa efektywność całego podmiotu i pozwala skoncentrować jego aktywność na działalności podstawowej. Poza tym rezygnacja z nadmiernej majątkowej i w konsekwencji rynkowej dywersyfikacji firmy w pewien sposób zmienia ryzyko funkcjonowania spółki i całej operacji wykupu menedżerskiego.

5. Uwarunkowania procesu MBO i perspektywy rozwojowe przedsiębiorstw wykupionych przez menedżerów w Polsce

Zarówno liczba, jak i wartość zrealizowanych na rynku polskim transakcji MBO są niewspółmiernie małe w stosunku do tej w krajach rozwiniętych. Zdaniem Wrześcińskiego wynika to z kilku uwarunkowań [Wrześciński 2000]:

- niewystarczającej liczby grup menedżerskich gotowych podjąć ryzyko zainwestowania własnych, niemałych kapitałów w dość niepewne przedsięwzięcie przejęcia kontroli nad spółką,
- niskiego zainteresowania banków udzielaniem kredytów na ryzykowne przedsięwzięcia przejęć menedżerskich, w obliczu możliwości przeprowadzenia alternatywnych i łatwo dostępnych inwestycji, w atrakcyjne z punktu widzenia dochodu, instrumenty o niskim ryzyku (np. bony i obligacje skarbowe),
- braku dostępności kapitału pośredniego (tzw. *mezzanine*), np. z funduszy inwestycyjnych typu *venture capital*,
- ograniczonych możliwości wyjścia z inwestycji, związanych z coraz mniej korzystną lub zmienną sytuacją na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych oraz słabo rozwiniętym pozagiełdowym rynkiem kontroli,
- niepewności co do wartości koniecznego do osiągnięcia zysku operacyjnego z przejętego przedsiębiorstwa w celu pokrycia kosztów wspomaganie kapitałowego wykupu i skorzystania z efektu dźwigni finansowej.

Jednakże, jak się podkreśla, mimo tych i innych barier transakcje wykupu menedżerskiego będą mieć w Polsce znaczące perspektywy rozwoju i wzmocnią procesy restrukturyzacji gospodarki oraz jej podmiotów w okresie integracji naszego kraju ze strukturami europejskimi. Utrzymująca się relatywnie niska wartość przedsiębiorstw dostępnych na rynku kontroli (np. spółek publicznych), mimo okresowego wzrostu ich wartości rynkowych we wrześniu i październiku 2003 r., stanowi niebłahy bodziec dla menedżerów gotowych przejąć kontrolę nad swoją firmą, bowiem obniża bezpośredni koszt inwestycji. Potencjalna podaż przedsiębiorstw możliwych do przejęcia przez kadry biznesowe wynika również z chęci wyprzedzenia przez narodowe fundusze inwestycyjne swoich aktywów portfelowych oraz ze sprzedaży przez Skarb Państwa jego spółek.

Istotnym elementem wzrostu znaczenia transakcji MBO w Polsce będzie zainteresowanie funduszy podwyższonego ryzyka (*venture capital*) tego typu inwestycjami. Szacuje się, że fundusze *venture capital* działające w naszym kraju dysponują środkami przekraczającymi 1 mld USD⁴. Należy zaznaczyć, iż w krajach Unii Europejskiej zaangażowanie kapitałów przez fundusze *venture capital* w transakcje MBO wyniosło w okresie drugiej połowy lat dziewięćdziesiątych ubiegłego wieku około 45% wartości przeprowadzonych transakcji, co stanowi wartość równą prawie 5 mld USD średnio w skali roku.

Istotą wstępnych badań przeprowadzonych przez autora była weryfikacja ogólnych hipotez teoretycznych dotyczących transakcji MBO. Główny ciężar zainteresowań badawczych koncentrował się na kwestiach, które można połączyć w trzy grupy:

1) problematyka przyszłości funkcjonowania i zamierzeń rozwojowych przejętych przez menedżerów podmiotów gospodarczych,

2) źródła poprawy efektywności funkcjonowania przedsiębiorstw po transakcji MBO,

3) bariery w przeprowadzeniu MBO.

Badanie było oparte na krótkiej ankiecie i wywiadzie swobodnym, przeprowadzonym w grupie 13 menedżerów, którzy dokonali przejęcia kontroli nad spółkami wyróżnionymi w tab. 6.

Menedżerowie – właściciele objęci badaniami byli najpierw pytani o przyszłość swoich przedsiębiorstw i planowane zamierzenia rozwojowe. Celem tej analizy było również określenie, ile spółek przejętych przez menedżerów osiągnęło wielkość zadowalającą ich nowych właścicieli.

Ogółem 54% ankietowanych zamierza podjąć inwestycje rzeczowe, polegające głównie na zwiększeniu nakładów na modernizację majątku produkcyjnego w celu poprawy jego wydajności. Oznacza to stosunkowo duże zainteresowanie menedżerów – przedsiębiorców rozwojem własnych firm, pośrednio potwierdza tezę o zaspokajaniu ich ambicji prowadzenia większych przedsiębiorstw albo też o przekonaniu polskich menedżerów – właścicieli o posiadaniu predyspozycji do prowadzenia większego biznesu.

Konieczność powiększania wartości zaangażowanego kapitału własnego wyraziło prawie dwie trzecie ankietowanych menedżerów. Ich zdaniem jest to możliwe poprzez zwiększenie koncentracji działania w dotychczasowym sektorze (branży), poprawę zyskowności, wycofywanie się z nierentownych segmentów rynkowych lub zawężanie produkcji do wyrobów dających największą marżę zysku, a w konsekwencji ustabilizowania pozycji firmy na konkurencyjnym rynku.

Perspektywy rozwojowe wykupionych przez menedżerów firm powinny być, zdaniem ankietowanych, finansowane przede wszystkim środkami pochodzącymi z akumulacji zysków (69,2% wskazań). Na drugim miejscu uplasowały się kredyty bankowe (23,1% wskazań). Pozyskanie nowego kapitału własnego nie cieszyło się

⁴ Dane ze stron internetowych www.bankier.pl z dnia 23.11.2003.

Tabela 6. Główne transakcje MBO w Polsce w latach 2000-2002

Spółka	Branża	Rok wykupu	Liczba wykupujących menedżerów	Wartość transakcji (w tys. zł)	Przejmowany udział
Belos	produkcja wyposażenia energetycznego	2002	trzech	6 000	88%
Dwikozy	zakłady przemysłu owocowo-warzywnego	2003	pięciu	9 000	100%
Elektrometal	produkcja sprzętu ratowniczego dla górnictwa	2002	jeden	7 500	100%
Ergis	produkcja wyrobów z PCV	2002	jeden	38 000	b.d.
Frotex	produkcja ręczników	2002	jeden	2 500	75%
Hygienika	produkcja środków higieny osobistej i pieluch jednorazowych	2002	trzech	b.d.	100%
Koronki	produkcja wyrobów koronkowych	2001	jeden	3 000	75%
Stomil Sanok	produkcja wyrobów gumowych	2003	trzech	75 000	33%

Źródło: opracowanie własne na podstawie: [Kornaszewski 2003, s. 39; Śliwiński 2003].

większym zainteresowaniem ankietowanych menedżerów (jedno wskazanie). Potwierdza to pośrednio przeświadczenie o chęci samodzielnego ustalania strategii wzrostu i rozwoju przejętych firm i niedzielenia się osiąganymi korzyściami z innymi inwestorami.

W zakresie poprawy efektywności działalności operacyjnej (bieżącej) badani menedżerowie dążą przede wszystkim do poprawy zyskowności sprzedaży poprzez zwiększenie wielkości i wartości sprzedaży oraz poprzez ograniczenie kosztów działalności operacyjnej (tab. 7).

Główną obserwacją wynikającą z analizy danych zawartych w tab. 7 jest fakt, że w ocenie menedżerów, którzy przeprowadzili transakcję MBO, sytuacja ekonomiczna ich przedsiębiorstw powinna ulegać stopniowej poprawie i stabilizacji. Dotyczy to głównie gospodarczych procesów wewnętrznych firm. Zwraca uwagę rosnąca liczba firm deklarujących rosnący zysk i wartość sprzedaży. Świadczy to o wzroście efektywności ich funkcjonowania, umacnianiu pozycji konkurencyjnej na rynku i redukcji trudności finansowych części przedsiębiorstw. Jedna czwarta ankietowanych spółek ma zamiar zwiększyć zatrudnienie. Oznacza to, że stosunkowo spory

Tabela 7. Przewidywane zmiany w niektórych wielkościach ekonomicznych w wybranym okresie działalności przedsiębiorstw przejętych przez menedżerów w procencie wskazań przez respondentów (wielkości zakładane w planach na lata 2002 i 2003)

Wielkość ekonomiczna	Wzrost		Spadek		Bez zmian	
	plan na 2002 r.	plan na 2003 r.	plan na 2002 r.	plan na 2003 r.	plan na 2002 r.	plan na 2003 r.
Wartość sprzedaży	46,2	61,5	23,1	23,1	30,7	16,4
Koszty operacyjne	15,4	7,7	61,5	61,5	23,1	30,8
Zysk operacyjny	38,5	46,2	23,1	23,1	38,4	30,7
Poziom zatrudnienia	15,4	38,5	46,2	30,8	38,4	30,8

Źródło: opracowanie własne na podstawie wyników ankiet i wywiadów z menedżerami.

odsetek przedsiębiorstw przejętych przez menedżerów uważa, iż nie osiągnęło jeszcze swojej optymalnej wielkości i może dalej rosnąć, wykorzystując m.in. zakładane tempo wzrostu całej gospodarki. Niewątpliwie taka sytuacja stwarza optymistyczne wrażenie, że byli menedżerowie, a obecnie przedsiębiorcy, w nowych warunkach gospodarczych (po przejęciu zarządzanych przez siebie firm) mają prawdopodobnie bardziej zdeterminowane i realistyczne podejście do prowadzenia swoich interesów.

Pytania dotyczące wewnętrznych perspektyw rozwojowych przedsiębiorstw przejętych przez menedżerów były uzupełnione o ich subiektywną ocenę wpływu procesu MBO na zmianę otoczenia, w którym działa spółka (tab. 8).

Tabela 8. Wpływ MBO na rynek dostawców, odbiorców i pracy w ocenie menedżerów (dane z września 2003 r.)

	Wpływ korzystny	Wpływ niekorzystny	Brak wpływu
Rynek odbiorców	27%	18%	55%
Rynek dostawców	61%	19%	19%
Rynek pracy	35%	39%	26%

Źródło: opracowanie własne na podstawie wyników ankiet i wywiadów z menedżerami.

Można zaobserwować, że menedżerowie, którzy podjęli decyzję o przejęciu spółek, w których wcześniej pracowali, odczuwają transakcję MBO jako silnie zmieniającą otoczenie swoich przedsiębiorstw. Szczególnie pozytywne jest w opinii menedżerów oddziaływanie MBO na zmiany na rynku dostawców (nawiązywanie trwałych kooperacyjnych) oraz na rynku pracy (dążenie do utrzymania lub zwiększenia zatrudnienia). Można z tego wyciągnąć wniosek, iż transakcje MBO nie tylko zwiększają efektywność samych spółek, lecz także pozytywnie modyfikują otoczenie przedsiębiorstw.

Z rozmów przeprowadzonych z menedżerami, którzy dokonali przejęcia kontroli nad spółkami, wynikało, iż w tych przedsiębiorstwach procesy dostosowawcze do zmieniających się warunków rynkowych miały bardzo zróżnicowany charakter. Podobnie jak w innych firmach (np. kupionych przez instytucjonalnych inwestorów) można w nich spotkać wszystkie podstawowe typy reakcji na zmiany w otoczeniu, poczynając od dążenia do przeprowadzenia głębokiej restrukturyzacji, poprzez stopniowe, powolne i niewielkie zmiany strategii działania, aż po sytuację, w której nie przeprowadzono żadnych istotnych zmian w działaniu spółki.

Charakterystyczną cechą zachowań menedżerów – właścicieli przejętych spółek było oczekiwanie szybkich korzyści związanych z zakupem firmy. Rozmówcy zwrócili uwagę, że satysfakcjonuje ich minimalnie ponad 20% stopa zwrotu z kapitałów własnych (ROE), a co za tym idzie, krótszy niż pięć lat okres zwrotu zaangażowanych w wykup własnych środków finansowych.

Menedżerowie będący aktywnymi podmiotami przejmującymi kontrolę nad przedsiębiorstwami posiadali wystarczające doświadczenie i wiedzę rynkową, zarządczą oraz inwestorską. Sprzyjało to transferowi do tych spółek obcych środków kapitałowych, wspomagających wykup przedsiębiorstwa. Kredytodawcy bowiem wola angażować kapitały w te przedsięwzięcia, które mogą być sprawnie zarządzane i zapewnią terminową spłatę udzielonych pożyczek. Poza tym należy mieć świadomość, iż wiedza i kwalifikacje menedżerów są jednym z kluczowych zasobów potrzebnych do modernizacji i restrukturyzacji przedsiębiorstw przejmowanych w trybie MBO.

Zdaniem badanych osób, jednym z podstawowych problemów spółek przejmowanych w ramach transakcji MBO w Polsce były trudności w dostępie do kapitału. Charakterystycznymi cechami tej bariery rozwoju MBO w naszym kraju były:

- oczekiwania instytucji wspomagających wykupy do szybkich korzyści potrzebnych do pokrycia kosztów długu współfinansującego wykup firmy i jego spłaty,
- zbyt wysoka wycena przedsiębiorstwa, która nie pozwalała menedżerom zaangażować więcej własnych środków finansowych,
- trudności z pozyskaniem kredytu bankowego na sfinansowanie przejęcia spółki,
- ograniczone możliwości korzystania z innych form kapitału (tzw. długu podporządkowanego – *mezzanine financing*).

W tym miejscu należy zaznaczyć, iż w Polsce jeszcze niewiele banków wprowadziło do swojej oferty produktowej możliwości udzielania kredytów na sfinansowanie wykupu przedsiębiorstw przez menedżerów. Są to pojedyncze, a nie wystandaryzowane produkty bankowe. Pozycję lidera w tym segmencie zajmuje Bank Zachodni WBK SA, który sfinansował prawie wszystkie transakcje MBO w Polsce, w tym te najbardziej znane – przejęcia przez menedżerów Stomilu Sanok SA⁵ i ZPOW

⁵ Przejęcie przez menedżerów w I połowie 2003 r. Stomilu Sanok SA jest pierwszą transakcją MBO, jaka została przeprowadzona na Warszawskiej Gieldzie Papierów Wartościowych. Wartość transakcji wyniosła 75 mln zł, w tym 60 mln zł pochodziło z zaciąganego przez menedżerów kredytu. Szerzej na ten temat w: „Parkiet” z 21 lutego 2003 roku.

Dwikozy SA Bank BZ WBK SA, jest zainteresowany finansowaniem transakcji przejęć o wartości powyżej 4 mln zł. Zgodnie z informacją pozyskaną z tego banku, orientacyjne (średnie) parametry kredytu służącego finansowaniu MBO są następujące⁶:

- okres kredytowania wynosi od 5 do 6 lat,
- podstawowym zabezpieczeniem udzielanego kredytu jest nabywany przez menedżerów pakiet akcji (udziałów) oraz aktywa nabywanej spółki; dodatkowo wymaga się zabezpieczenia majątkowego w postaci poręczenia długu przez menedżerów, ewentualnie inne osoby prawne bądź fizyczne,
- oprocentowanie oparte jest na stopie WIBOR plus 2-3 p.p.,
- prowizja przygotowawcza, która pokrywa koszty wynagrodzenia za prace analityczne i opracowanie właściwego kredytu na sfinansowanie konkretnego wykupu menedżerskiego, wynosi średnio około 15 000 zł.

Szacuje się, że operacje MBO, które miały miejsce w naszym kraju, były finansowane od 10 do 20% kapitałami własnymi menedżerów, co jest dwukrotnie większym zaangażowaniem środków własnych polskich inwestorów w stosunku do krajów Europy Zachodniej [*Czy Polskę...* 2003]. Istotna wydaje się zatem odpowiedź na pytanie o motywacje menedżerów, decydujących o przeznaczeniu nieraz całego swojego majątku osobistego na przejęcie kontroli nad spółką. Z przeprowadzonych rozmów wynika, iż można wyróżnić co najmniej kilka przesłanek MBO. Pierwszą z nich jest dążenie do osiągnięcia większych korzyści z zaangażowanego kapitału niż z alternatywnych przedsięwzięć o tym samym ryzyku.

Po drugie, zwraca się uwagę, że wykupowi menedżerskiemu podlegają te spółki, które mają silny potencjał majątkowy, ale dotychczas nieefektywnie wykorzystywały swoje aktywa, konserwatywnie się zadłużały lub dokonały nietrafnych inwestycji. Aspekt ten miał, zdaniem badanych, znaczenie w sytuacji dążenia do rozwiązania istniejącego konfliktu interesu między dotychczasowymi właścicielami a menedżerami.

W końcu motywem MBO są względy psychologiczne, jak np. zaspokajanie własnych ambicji menedżerów, którzy uważają, że pracując na własnym, są w stanie osiągnąć więcej korzyści niż zarządzając cudzym biznesem. Uważa się, że menedżerowie-właściciele są bardziej elastyczni w podejmowaniu decyzji, podejmują je szybciej, a efektywność ich zarządzania cechuje się niższym stopniem inercji i rutyny.

Zdaniem Wrzesińskiego, jednym z motywów MBO jest dążenie do restrukturyzacji operacyjnej przedsiębiorstw, zgodnie z którym grupy menedżerskie oraz inwestorzy będą nabywać słabiej zarządzane firmy i wprowadzać w nich programy restrukturyzacji ukierunkowane na wzrost wartości w średnim i długim okresie [Wrzesiński 2003].

Znacznie mniejsze znaczenie mają dla MBO w Polsce motywacje:

- restrukturyzacji finansowej, zmierzającej do obniżenia średnio ważonego kosztu kapitału firmy, poprzez m.in. wykorzystanie efektu dźwigni finansowej,

¹⁷ www.bzwbk.pl, z dnia 21.11.2003.

- sukcesji, wynikający z poszukiwania przez właścicieli małych i średnich prywatnych przedsiębiorstw następców w osobach obecnych menedżerów.

Uogólniając, należy stwierdzić, że motyw polskiego przypadku MBO nie odbiegają od tych, które są głównymi przesłankami tego typu transakcji na rynku brytyjskim. Sudarsanam wyodrębnił siedem głównych motywów skłaniających menedżerów do wykupów przedsiębiorstw, które przedstawione są poniżej według hierarchii ich ważności [Sudarsanam 1998, s. 256]:

- możliwość kierowania własnym przedsiębiorstwem,
- długoterminowe zaufanie do przedsiębiorstwa,
- większe wynagrodzenie,
- możliwość rozwijania własnych talentów,
- brak ograniczenia ze strony centrali,
- obawa przed zwolnieniem,
- obawa przed pojawieniem się nowego właściciela w wyniku przejęcia przez inwestora zewnętrznego.

6. Zakończenie i wnioski

Wykupy menedżerskie w Polsce, podobnie jak w innych krajach postsocjalistycznych, mogą przynieść większe korzyści właścicielom przedsiębiorstw i gospodarce jako całości niż podobne transakcje realizowane w krajach rozwiniętych. Wprowadzenie menedżerów do grona aktywnych inwestorów na rynku kontroli przedsiębiorstw, umiejętne wykorzystanie przez nich zjawiska dźwigni finansowej, zwiększanie marży zysku operacyjnego spółek, upłynnienie ich zbędnych aktywów są w stanie zapewnić w warunkach polskich większy przyrost wartości przejmowanych firm i osiąganie wyższej stopy zwrotu z zaangażowanych kapitałów niż ma to miejsce w krajach Europy Zachodniej i w USA.

Na przykład w 2000 r. mediana stopy zwrotu z kapitałów własnych spółek notowanych na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych wynosiła nominalnie 4,99%. Biorąc pod uwagę średnią stopę inflacji za rok 2000, równą 8,6%, większość polskich spółek publicznych generowało ujemną realną stopę zwrotu dla swoich właścicieli. Można domniemywać, że w spółkach prywatnych sytuacja nie była bardziej korzystna. Wykupy menedżerskie, ze względu na ich uwarunkowania ekonomiczno-finansowe, są w stanie zmienić tę niekorzystną sytuację. Zakładając, że jedynie 5% polskich przedsiębiorstw⁷ spełnia warunki wykupów menedżerskich (m.in. wysokie operacyjne przepływy pieniężne, zyskowność na poziomie operacyjnym) i po transakcji MBO zwiększy swoją ROE z 4,99% do średniego poziomu tego wskaźnika dla spółek indeksu S&P 500 (28,6% w 2000 r.), da to możliwość osiągnięcia dodatkowej wartości dla właścicieli tych firm na kwotę około 9000 mln zł (= różnica w stopach ROE × wartość PKB × 5% spółek), co stanowiłoby ponad 1,2%

⁷ Współczynnik ten oznacza udział wartości księgowej kapitałów własnych spółek w PKB.

średniej rocznej wartości polskiego PKB z ostatnich trzech lat⁸. Wzrost ROE jest oczywiście możliwy tylko wtedy, gdy spółki wykupione przez menedżerów zwiększą swoją efektywność operacyjną oraz zrestrukturyzują swoje aktywa i zoptymalizują strukturę kapitałów.

Ponadto możliwa jest poprawa efektywności firm wykupywanych przez menedżerów ze względu na sprawniejszą kontrolę właścicielską, ograniczenie konfliktów między zarządem a akcjonariuszami (zmniejszenie kosztów agencji), redukcję kosztów bieżącej działalności i wykorzystanie efektu osłony podatkowej z tytułu finansowania przejęć długami.

Makroekonomiczne znaczenie MBO można streścić w jednym zdaniu. Wykupy menedżerskie sprzyjają lepszej alokacji kapitału i podnoszą efektywność całej gospodarki. W Polsce jest wystarczająca podaż spółek kwalifikujących się do transakcji MBO, powoli aktywizują się dostawcy kapitałów finansujących tego typu inwestycje, są sprawni menedżerowie, gotowi zaangażować cały swój kapitał osobisty w przejęcie kontroli nad firmami. Oznacza to, iż rynek ten będzie rozwijał się szybko w perspektywie kilku następnych lat.

MBO mogą być również z sukcesem wykorzystywane jako potencjalne narzędzie przyspieszania restrukturyzacji całej polskiej gospodarki przed jej integracją z ekonomicznymi strukturami europejskimi. Jak już wspomniano, jeśli efektywność polskich firm mierzona stopą zwrotu z kapitałów własnych (ROE) jest mniejsza niż przedsiębiorstw amerykańskich i zachodnioeuropejskich, to transakcje MBO są w stanie zapewnić większe korzyści inwestorom w Polsce niż w USA czy Europie Zachodniej.

A zatem, promując korzyści oraz znaczenie MBO dla poprawy efektywności przedsiębiorstw i całej gospodarki, należy głównie:

- 1) dążyć do zwiększenia liczby instytucji finansowych i doradczych wspomagających realizację wykupów menedżerskich,
- 2) wdrażać w firmach strategię zarządzania przez wartość,
- 3) obniżać koszty kredytów, co będzie sprzyjać zwiększeniu efektywności przejęć poprzez maksymalizację wartości obecnej netto (NPV).

Literatura

„Acquisitions Monthly”, MBO Supplement, October 1996.

Crawford E.K., *A Management Guide to Leveraged Buyouts*, John Wiley & Sons, New York 1987.

Czy Polskę czeka fala wykupów przedsiębiorstw?, www.tf.pl, z dnia 21.11.2003 r.

Freier J., *Successful Corporate Acquisitions – A Complete Guide for Acquiring Companies for Growth and Profit*, Prentice Hall, Englewood Cliffs, 1990.

⁸ PKB w Polsce wyniósł w 2000 r. 712 321,5 mln zł, w 2001 r. – 749 311 mln zł, a w 2002 r. – 769 426,1 mln zł (na podstawie danych GUS).

- Gaughan P., *Mergers, Acquisitions and Corporate Restructuring*, John Wiley & Sons, New York 1996.
- Hooke J.C., *M&A Practical Guide to Doing the Deal*, John Wiley & Sons, New York 1997.
- Kornaszewski P., *Najemnik kapitalistą. Jak menedżera przeistoczyć we właściciela*, „Profit” 2003 nr 9.
- Lewandowski M. i in., *Fuzje i przejęcia w Polsce na tle tendencji światowych*, WIG Press, Warszawa 2001.
- Opler T., *Operating Performance in Leveraged Buyouts. Evidence from 1985-1989*, „Financial Management” 1992.
- Piatkowski M., *Leveraged Buyouts in Poland*, Tiger Working Paper Series No. 7, 2001.
- Sudarsanam S., *Fuzje i przejęcia*, WIG Press, Warszawa 1998.
- Szczepankowski P., *Fuzje i przejęcia. Techniki oceny opłacalności i sposoby finansowania*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2000.
- Śliwiński M., *Stomil Sanok skupi własne akcje po 40 zł*, „Parkiet” z 21.02.2003.
- Wrzesiński M., *Fuzje i przejęcia. Wykup lewarowany (LBO) i menedżerski (MBO). Uwarunkowania w Polsce*, K.E. Liber, Warszawa 2000.
- Wrzesiński M., *Istota transakcji LBO i MBO*, www.bankier.pl z 22.11.2003.
- www.bzwbk.pl, z 21.11.2003.
- www.bankier.pl z 23.11.2003.

MANAGERS' BUYOUTS IN SHAPING OF POLISH ENTERPRISES EFFECTIVENESS

Summary

The dynamic transformation of Polish economy is well advanced. However, the management buyout market has been slowly developed. The article analyses the role of management buyouts in efficiency creation of Polish enterprises. Managers taken over through MBOs substantially increase their return on equity (ROE) thanks to increased efficiency, higher debt leverage and better allocation of assets. On macroeconomic improvements, MBOs contribute to better allocation of capital and higher efficiency of the economy. MBOs can also be successfully used as a potent tool for acceleration of economic restructuring. In the article the results of interviews with managers who bought some Polish firms are presented. The interviews focused on motives, efficiency and barriers of MBOs in Poland.