

**PRACE NAUKOWE**

Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu

**RESEARCH PAPERS**

of Wrocław University of Economics

**226**

# Kształtowanie wartości ZOZ nowym wyzwaniem menedżerów



pod redakcją

**Marka Łyszczaka, Marii Węgrzyn,  
Dariusza Wasilewskiego**



Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu  
Wrocław 2011

Recenzenci: Aldona Frączkiewicz-Wronka, Teresa Lubińska

Redaktor Wydawnictwa: Anna Grzybowska

Redaktor techniczny: Barbara Łopusiewicz

Korektor: Barbara Cibis

Łamanie: Beata Mazur

Projekt okładki: Beata Dębska

Publikacja jest dostępna na stronie [www.ibuk.pl](http://www.ibuk.pl)

Streszczenia opublikowanych artykułów są dostępne w międzynarodowej bazie danych The Central European Journal of Social Sciences and Humanities <http://cejsh.icm.edu.pl> oraz w The Central and Eastern European Online Library [www.ceeol.com](http://www.ceeol.com), a także w adnotowanej bibliografii zagadnień ekonomicznych BazEkon [http://kangur.uek.krakow.pl/bazy\\_ae/bazekon/nowy/index.php](http://kangur.uek.krakow.pl/bazy_ae/bazekon/nowy/index.php)

Informacje o naborze artykułów i zasadach recenzowania znajdują się na stronie internetowej Wydawnictwa [www.wydawnictwo.ue.wroc.pl](http://www.wydawnictwo.ue.wroc.pl)

Kopiowanie i powielanie w jakiegokolwiek formie wymaga pisemnej zgody Wydawcy

© Copyright by Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu  
Wrocław 2011

**ISSN 1899-3192**

**ISBN 978-83-7695-131-7**

Wersja pierwotna: publikacja drukowana

## Spis treści

Wstęp.....	7
<b>Część 1. Budowanie wartości – aspekt systemowy i właścicielski</b>	
<b>Dorota Korenik</b> , Źródła finansowania innowacji w MSP szansą na rozwój (poprawę kondycji finansowej) ZOZ.....	11
<b>Agnieszka Bem</b> , Finansowanie ochrony zdrowia przez gospodarstwa domowe .....	23
<b>Anna Hnatyszyn-Dzikowska, Zofia Wyszowska</b> , Fundusze strukturalne UE jako determinanta konkurencyjności ZOZ.....	33
<b>Joanna Jończyk</b> , Kultura organizacyjna a innowacyjność w szpitalu publicznym.....	43
<b>Joanna Sulowska, Łukasz Sulowski</b> , Modele zarządzania zasobami ludzkimi w organizacjach medycznych.....	53
<b>Część 2. Budowanie wartości – aspekt rachunkowy i finansowy</b>	
<b>Sylwia Serwatka</b> , Wzajemne współzależności pomiędzy audytem i kontrolą wewnętrzną w Zakładzie Opieki Zdrowotnej.....	63
<b>Maria Węgrzyn</b> , Kształtowanie wartości ZOZ a rynek usług finansowych .....	70
<b>Alina Warelis</b> , Wartość szpitala jako przedsiębiorstwa a wartość firmy ( <i>goodwill</i> ). .....	83
<b>Paweł Prędkiewicz</b> , Identyfikacja potencjalnych problemów ze stosowaniem klasycznych metod wyceny przedsiębiorstw do samodzielnych publicznych ZOZ .....	93
<b>Robert Golej</b> , Perspektywy wykupów menedżerskich w służbie zdrowia w Polsce.....	104
<b>Grzegorz Michalski</b> , Efektywność inwestycji w płynne aktywa w opodatkowanych i nie opodatkowanych organizacjach opieki zdrowotnej.....	115
<b>Radosław Witczak</b> , Wpływ norm podatkowych na wycenę zakładów opieki zdrowotnej – wybrane zagadnienia .....	129
<b>Część 3. Budowanie wartości – aspekt pacjenta</b>	
<b>Dorota Jachimowicz-Wołoszynek, Agnieszka Weber, Dorota Rogala, Agnieszka Skinder</b> , Badanie poziomu oczekiwań i zadowolenia hospitalizowanych pacjentów – wybrane aspekty.....	139
<b>Katarzyna Krot</b> , Zaufanie w relacji lekarz–pacjent.....	150
<b>Agnieszka Bukowska-Piestrzyńska</b> , Reputacja w funkcjonowaniu placówki zdrowotnej.....	161
<b>Anna Murawska, Anna Michalska</b> , Ocena wybranych problemów ochrony zdrowia ludności w Polsce .....	174

## Summaries

### Part 1. Value Creation – system and ownership aspect

<b>Dorota Korenik</b> , Sources of innovation in smes an opportunity for development – improving the financial situation of health care centers.....	22
<b>Agnieszka Bem</b> , Financing of health care by households .....	32
<b>Anna Hnatyszyn-Dzikowska, Zofia Wyszowska</b> , EU Structural Funds as the determinant of the competitiveness in health care centre.....	42
<b>Joanna Jończyk</b> , Organizational culture and innovation in a public hospital.....	52
<b>Joanna Sułkowska, Łukasz Sułkowski</b> , Models of human resources management in medical organizations.....	60

### Part 2. Value Creation – accounting and financial aspect

<b>Sylvia Serwatka</b> , Mutual interdependence of audit and internal control in a health care centre.....	69
<b>Maria Węgrzyn</b> , Shaping the value of health care centre vs. financial services market.....	82
<b>Alina Warelis</b> , Worth of hospital as a company vs its value (goodwill).....	92
<b>Paweł Prędkiewicz</b> , Identification of potential problems related to using traditional methods of valuing companies for public health care organizations.....	103
<b>Robert Golej</b> , Prospects for management buyouts in the health sector in Poland.	114
<b>Grzegorz Michalski</b> , The efficiency of liquid assets investment: taxed and not taxed healthcare organizations case.....	128
<b>Radosław Witczak</b> , The influence of tax provisions on the valuation of health care centers – chosen issues .....	136

### Part 3. Value Creation – aspect of patient

<b>Dorota Jachimowicz-Wołoszynek, Agnieszka Weber, Dorota Rogala, Agnieszka Skinder</b> , Examination of the level of expectation and satisfaction of patients of chosen health care units – some aspects .....	149
<b>Katarzyna Krot</b> , Trust in doctor-patient relationship.....	160
<b>Agnieszka Bukowska-Piestrzyńska</b> , Reputation in functioning of a health facility.....	173
<b>Anna Murawska, Anna Michalska</b> , Evaluation of selected problems of health-care in Poland .....	182

**Robert Golej**

Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

---

## PERSPEKTYWY WYKUPÓW MENEDŻERSKICH W SŁUŻBIE ZDROWIA W POLSCE

---

**Streszczenie:** Lewarowane wykupy menedżerskie (MBO) jako forma przejęcia przedsiębiorstwa przez kadre kierownicza są praktyką coraz częściej obserwowaną. Zalety tej metody polegają zasadniczo na redukcji kosztów agencji, poprawie racjonalności podejmowanych decyzji, wzmocnieniu motywacji właścicieli-menedżerów do sukcesu, co ostatecznie prowadzi do przyrostu wartości jednostki. Z zastosowaniem MBO wiąże się również możliwość kształtowania modelu rynku opartego na wielu podmiotach po stronie podaży, co determinuje sprawność rynkowego mechanizmu cenowego.

**Słowa kluczowe:** fuzje, przejęcia, służba zdrowia.

### 1. Wstęp

Procesy akwizycji przedsiębiorstw stały się od pewnego czasu normalnym zjawiskiem obserwowanym w różnych gospodarkach i branżach. Przejęcia można coraz częściej analizować w skali globalnej. Zakup przedsiębiorstwa lub zdobycie większości udziałów czy pakietu akcji dla wielu firm jest drogą szybkiej ekspansji. Szczególnie w gospodarce globalnej takie działanie jest sposobem na międzynarodowy rozwój organizacji. Można również powiedzieć, że zakup przedsiębiorstwa jest zastąpieniem czasochłonnego procesu rozwoju organicznego (przez inwestowanie w aktywa rzeczowe) organizacji zakupem „gotowych” jednostek organizacyjnych. Coraz częściej spotykanym zjawiskiem w obszarze fuzji i przejęć jest zakup spółki lub samego przedsiębiorstwa spółki przez kadre zarządzającą. W wielu sytuacjach sprzedaż udziałów kadrze kierowniczej, pomimo wielu obaw sprzedających, pozwoliło spółce ugruntować swoją pozycję rynkową, poprawić efektywność, zwiększyć wartość i prowadzić dynamicznie projekty rozwojowe. Zakup większościowego pakietu akcji pozwala nabywcy w sposób relatywnie swobodny dysponować zasobami przedsiębiorstwa, wprowadzać zmiany w systemie organizacyjno-zarządczym czy innym, potencjalnie rozwojowym, prowadzące z reguły do poprawy efektywności prowadzonej działalności<sup>1</sup>. Ostatecznie wszystkie te działania prowadzą do zwiększenia

---

<sup>1</sup> Efektywności rozumianej jako adaptacyjność organizacji oraz jako relacja efektów (najprościej przychód-koszt) działalności do nakładów, które były przyczyną tego efektu.

szenia wartości podmiotów będących przedmiotem transakcji. Obecny czas, w którym coraz bardziej widoczny jest problem efektywności działań prowadzonych przez zakłady opieki zdrowotnej, skłania do dyskusji nie tylko nad najbardziej efektywną formą prawną prowadzenia ich działalności, ale również promowaną strukturą własnościową. Nierozwiązanie tego problemu w dalszej perspektywie będzie owocować ciągłym pojawianiem się problemu efektywności, przejawiającego się wzrostem zadłużenia jednostek. Wzorowym przykładem zmian systemowych jest ukształtowana struktura rynku podstawowej opieki zdrowotnej oraz usług świadczonych przez lekarzy specjalistów, gdzie została uwolniona przedsiębiorczość osobista, zintensyfikowała się konkurencja, co zapewniło pojawienie się równowagi rynkowej oraz poprawę jakości udzielanych świadczeń.

Jedną z propozycji zmian własnościowych jest włączenie kadry zarządzającej w proces zakupu udziałów prywatyzowanych jednostek. W pierwszej kolejności rozważania poświęcono samej koncepcji przejść menedżerskich oraz motywom, jakimi kierują się menedżerowie, podejmując decyzje o przejściu. W dalszej kolejności, posługując się teoriami ekonomii, podjęto dyskusję nad wpływem składu właścicielskiego na efektywność działalności ZOZ oraz ich dalszy rozwój oparty na procesach inwestycyjnych.

## 2. Koncepcja wykupu menedżerskiego

Przejście spółki lub zakup zorganizowanej części przedsiębiorstwa oznacza, że kupujący dysponuje wystarczającymi środkami na sfinansowanie tej transakcji. Wymagane zasoby finansowe mogą pochodzić z różnych źródeł, mogą to być tak kapitały własne, jak i szeroko rozumiane finansowanie zewnętrzne. Do bardzo rozpowszechnionych form finansowania transakcji wykupu należy finansowanie typu LBO (*leveraged buyout* lub *highly-leveraged transaction* (HLT) lub „*bootstrap*” *transaction*). Aktywa spółki przejmowanej są wykorzystywane jako zabezpieczenie dla kapitału, czasami zadanie to spełniają również aktywa spółki przejmującej. Zazwyczaj w transakcjach tego typu używa się kombinacji różnych instrumentów dłużnych, kredytów, pożyczek, emisji obligacji itp.

Jedną z wydzielonych specyficznych form wykupów lewarowanych jest formuła wykupów menedżerskich. Specyfika tego typu transakcji polega na tym, że zakup przedsiębiorstwa realizowany jest przez kadrę zarządzającą. Jeżeli w wyniku transakcji menedżerowie pracujący w danej firmie, samodzielnie lub z wybranym partnerem kapitałowym, przejmują kontrolę nad nabywaną firmą, to mówimy o transakcji MBO (*management buy out*). Jeżeli wykup jest realizowany zarówno przez zarząd, jak i pracowników spółki, to transakcja nosi nazwę MEBO (*management employees buy out*). Kolejnym spotykanym typem transakcji jest wykup menedżerski dokonany przez grupę menedżerską nie związaną dotychczas z wykupywanym podmiotem i mającą na celu jego przejście oraz późniejsze zarządzanie – MBI

(*management buy in*)<sup>2</sup>. Bardzo ważną cechą wykupów menedżerskich w kontekście prowadzonych rozważań jest to, że intencją zakupu jest dalsze zarządzanie przedsiębiorstwem, w odróżnieniu od celów spekulacyjnych nabycia. Potwierdza to B. Haus, wymieniając i omawiając katalog przyczyn transakcji MBO. Do motywów tych zalicza:

- bezpieczeństwo pracy,
- samorealizację,
- podniesienie standardu życia,
- zapewnienie przyszłości swoim potomnym,
- zdobycie uznania w środowisku lokalnym,
- zapewnienie pracy personelowi<sup>3</sup>.

W wymienionych motywach zakupu spółki przez kadre kierowniczą można dostrzec pewnego wspólnego źródła. Źródłem tym jest bezpośrednio związane całej przyszłości osobistej, jak i rodzinnej z przedsiębiorstwem, można powiedzieć – ufność kierownictwa, że przedsiębiorstwo jest w stanie zapewnić im godną przyszłość. Ta silna więź determinuje dalsze działania kierownictwa.

W rozważaniach dotyczących perspektyw wykupów menedżerskich trzeba postawić sobie pytanie, czy powiodły się dotychczasowe eksperymenty na służbie zdrowia, a jeżeli tak, to w jakim zakresie. Wydaje się, że do udanych zabiegów reformatorskich można zaliczyć reformę podstawowej opieki zdrowotnej. Odkrycie mechanizmów jej powodzenia może zainspirować odpowiednie jednostki do podjęcia działań powodujących ułatwienia dla działań inwestorów, których konsekwencją będzie pożądany kształt rynku. Sam kształt rynku (liczba podmiotów po stronie podaży i po stronie popytu) w przyszłości będzie decydować o równowadze w procesie kształtowania cen świadczonych usług. Do podstawowych czynników powodzenia reformy podstawowej opieki zdrowotnej (POZ) można zaliczyć:

- niski koszt wejścia na rynek POZ,
- powiązanie celów osobistych właścicieli z celami POZ,
- niski poziom integracji rynku – mała liczba podmiotów sieciowych – rynek rozdrobniony po stronie podaży,
- odpowiednio wysoki dopływ nowych osób do zawodów medycznych,
- stabilność przychodów.

Podsumowując, można powiedzieć, że pozytywne skutki reformy POZ wynikały z zintegrowania interesu kadry zarządzającej (w tym lekarskiej) z interesem właścicielskim. Przeniesienie takiego modelu prywatyzacji na obszar zakładu opieki zdrowotnej (ZOZ) wymaga zastosowania rozwiązań umożliwiających zintegrowa-

---

<sup>2</sup> M. Wrzesiński, *Fuzje i przejęcia. Wykup lewarowany (LBO) i menedżerski*, K.E. Liber, Warszawa 2000, s. 43.

<sup>3</sup> B. Haus, *Finansowanie przejęć menedżerskich*, [w:] *Zarządzanie finansami firm – teoria i praktyka*, red. T. Jajuga, W. Pluta, Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej nr 965, AE, Wrocław 2002, s. 379-387.

nie funkcji kadry menedżerskiej oraz wyższej medycznej z własnością. Jednym z proponowanych rozwiązań są lewarowane wykupy menedżerskie (MBO), pozwalające przejść własność ZOZ przez kadrę zarządzającą, i to pomimo często niewystarczających zasobów finansowych.

Korzyści, jakie mają inwestorzy z przejęć realizowanych w formule MBO, są następujące:

- Po pierwsze: w ten sposób możliwe jest zapłacenie znacznie wyższej ceny, niż gdyby kupujące przedsiębiorstwa miały do dyspozycji wyłącznie środki własne.
- Po drugie: opłacalność transakcji wykupu jest wyższa, ponieważ kupujący inwestują mniej środków własnych w odniesieniu do zysków kupowanego przedsiębiorstwa.
- Po trzecie: zabezpieczeniem dla finansowania typu LBO jest majątek przejmowanego przedsiębiorstwa, podczas gdy majątek kupującego pozostaje wolny od obciążeń.

Typowy przebieg transakcji MBO przedstawia się następująco: ETAP 1 – powołanie spółki specjalnego przeznaczenia (w skrócie: SSP), ETAP 2 – gromadzenie kapitału niezbędnego do realizacji MBO, ETAP 3 – transakcja wykupu, ETAP 4 – połączenie spółki przejmowanej i przejmującej, co powoduje transfer zadłużenia na podmiot przejmowany (zadłużenie spłacane jest z efektów działalności podmiotu przejmowanego)<sup>4</sup>.

### 3. Finansowanie przejęć menedżerskich

Z doświadczeń zebranych na dojrzałych rynkach wynika, że wykupy menedżerskie finansowane są z następujących źródeł: kapitału menedżerów (5-7% wartości transakcji); kapitału dostarczanego przez np. fundusze inwestycyjne (30-35%); obligacji niezabezpieczonych (7%); kredytu bankowego (42-48%)<sup>5</sup>. Finansowanie typu LBO z zabezpieczeniem i regularnymi spłatami może być uzupełniane finansowaniem typu *mezzanine*<sup>6</sup>.

<sup>4</sup> Możliwe są też inne formy transferu środków pieniężnych, np w formie zapłaty za świadczone przez nią usługi (np. usługi administracyjne). Ten typ transferu w odniesieniu do ZOZ jest jednak nieefektywny z uwagi na rozliczenia podatku VAT, bowiem sprzedaż świadczeń medycznych jest zwolniona z tego podatku, natomiast usługi administracyjne i inne obciążone są 23% stawką VAT. Innym wykorzystywanym sposobem poprawy pozycji grupy menedżerów jest umorzenie akcji własnych podmiotu nabywanego.

<sup>5</sup> M. Zawisza, *Czym sfinansować wykup menedżerski*, „Puls Biznesu” 2005 (z 30 marca), s. 3.

<sup>6</sup> Ma to miejsce w sytuacji, gdy kupujący chce zainwestować bardzo niewielką ilość środków własnych. W przypadku finansowania *mezzanine* całkowita spłata może nastąpić dopiero na końcu okresu kredytowania, a zabezpieczenie w postaci majątku przejmowanego przedsiębiorstwa ma jedynie znaczenie drugorzędne lub nie jest wcale dokonywane. Ponadto bank oferujący kredyty typu *mezzanine* otrzymuje często prawo do części udziałów przejmowanego przedsiębiorstwa.



#### 4. Teoria agencji, teoria praw własności a wykupy menedżerskie

Zgodnie z wynikami badań prowadzonymi zgodnie z *teorią praw własności* ustalono, że najmniej efektywną formą własności są przedsiębiorstwa publiczne oraz spółki o rozmytych prawach własności i wysokim poziomie kosztów ujawnienia nieefektywności. Do form tych zaliczono spółdzielnie oraz firmy o rozdrobnionej strukturze własności. Wszystkie te formy własności utrudniają egzekwowanie praw właścicielom, wprowadzając silną asymetrię informacyjną pomiędzy właścicielem a menedżerem, co prowadzi do realizacji minimalnych wymagań stawianych przez właścicieli – czy raczej minimalnych rezultatów (utrzymanie ich na minimalnym poziomie może przynieść agentowi/menedżerowi inne korzyści, np. niepieniężne, nie może on jednak dopuścić do ich spadku poniżej pewnego poziomu) pozwalających menedżerowi utrzymać swoją pozycję na rynku pracy. W tej koncepcji korzyści właściciela są zatem wypadkową jego siły, jakości i prawidłowości informacji oraz stopnia oportunistyczności agenta. Mając na uwadze wyniki badań nad efektywnością organizacji w kontekście teorii własności, należy stwierdzić, że najbardziej efektywną relacją jest jasno określona własność zdolna egzekwować swoje prawa; najlepiej, jeżeli własność zintegrowana jest z zarządzaniem<sup>7</sup>.

Kolejnym nurtem nowej ekonomii instytucjonalnej jest *teoria agencji*. Dzieli ona swoje założenia z teorią kosztów transakcyjnych, traktując organizację jako sieć kontraktów pryncypał-agent. Teoria agencji zakłada egoizm jednostek (podążanie za własną korzyścią), co rodzi konflikt celów na poziomie organizacji, oraz ograniczoną racjonalność wynikającą z asymetrii informacji w relacji pryncypał-agent. W teorii agencji konflikt ten próbuje się rozwiązać, harmonizując system motywacyjny. W rzeczywistości żaden kontrakt nie jest w stanie przewidzieć wszystkich możliwych sytuacji i wymaganych zachowań agenta, a więc rodzi się przestrzeń dla manipulacji zorientowanej na maksymalizację korzyści własnej. Teoria identyfikuje problem, który powstaje, gdy:

- zaistnieje konflikt interesów i pragnień między agentem i przełożonym,
- występują trudności lub wysokie koszty weryfikacji przez przełożonego tego, co właściwie agent wykonuje.

Do kosztów agencji zalicza się:

- koszty budowy kontraktów (umów),
- koszty monitorowania i kontrolowania postępowania agenta przez mocodawcę,
- koszty zapewnienia przez agenta realizacji interesów mocodawcy,
- stratę rezydualną.

Kolejnym problemem ujawnianym w teorii agencji jest dzielenie ryzyka, które powstaje, gdy agent i pryncypał mają różne podejście do ryzyka. Z reguły większą skłonność do ryzyka przejawiają właściciele, a nie menedżerowie. Rozwój teorii agencji zaowocował analizą związków pomiędzy menedżerem a właścicielami nie

---

<sup>7</sup> M. Gorynia, *Przedsiębiorstwo w nowej ekonomii instytucjonalnej*, „Ekonomista” 1999 nr 9.

tylko w sferze decyzji operacyjnych dotyczących zysku, ale również w perspektywie działań dotyczących kapitałów. Można tu wymienić tzw. koszty agencji kapitału firmy (*agency costs of equity*), koszty agencji wolnej gotówki (*agency costs of free cash flow*) oraz koszty agencji dotyczące długu (*agency costs of debt* – koszty wynikające z konfliktu między właścicielem i kredytodawcą). Dążenie agenta do minimalizacji ryzyka powoduje jego niechęć do inwestycji, ryzyko bankructwa zniechęca go do korzystania z dźwigni finansowej. Tym samym właściciel nie uzyskuje potencjalnie możliwego wzrostu wartości spółki.

Podsumowując rozważania oparte na wiodących nurtach nowej ekonomii instytucjonalnej, można powiedzieć, że jednym z rozwiązań gwarantujących wysoki poziom efektywności organizacji jest zbudowanie struktury właścicielskiej z dominującą rolą kadry zarządzającej. Z teorii własności wynika, że skład właścicielski nie może być zbyt drobny, ponieważ motywacyjna rola funkcji właścicielskiej maleje wraz ze wzrostem liczby inwestorów, wielkością wpływów oraz możliwych korzyści uzyskiwanych z dywidendy i wzrostu wartości spółki. Potwierdzają to niezbyt dobre doświadczenia zakładów prywatyzowanych drogą tzw. leasingu pracowniczego. W sytuacji, gdy grupa menedżerów zdołała uzyskać pakiet większościowy, perspektywa przetrwania takiego podmiotu mocno wzrosła<sup>8</sup>. W świetle teorii agencji należy stwierdzić, że zintegrowanie zarządzania z własnością pozwala ograniczyć niechęć do inwestycji, niechęć do restrukturyzacji, niechęć do zadłużania oraz poprawia racjonalność decyzji rozwojowych oraz zatrudnieniowych. W konsekwencji wartość firmy jest maksymalna. Istnieją oczywiście pewne subtelnosci związane np. z wielkością organizacji.

## 5. Stymulatory wartości

Głównym nośnikiem wartości organizacji działających zwłaszcza w obszarze usług medycznych są pacjenci. Liczba pacjentów zależy w dużej mierze od (z wyłączeniem limitów kontraktowych – świadczeń darmowych z punktu widzenia pacjenta): opinii pacjentów o kadrze medycznej (profesjonalizm, podejście do pacjenta), czystości, wyposażenia w nowy profesjonalny sprzęt medyczny; w odniesieniu do świadczeń, za które płaci pacjent, ważna jest cena<sup>9</sup>. Głównym i podstawowym zasobem jednostek służby zdrowia tworzącym ich wartość są zasoby ludzkie – to one decydują o liczbie pacjentów, o ich skłonności do ponoszenia opłat za świadczenia. Silna wewnętrzna motywacja pracowników, życzliwe odnoszenie się do pacjenta są zatem kluczem do sukcesu jednostek świadczących usługi medyczne. Jednocześnie, jak wskazano powyżej, menedżerowie, do których trzeba zaliczyć kadrę lekarską,

<sup>8</sup> Porównaj: A. Noga, *Teorie przedsiębiorstw*, PWE, Warszawa 2009; por. też M. Gorynia, *Przedsiębiorstwo w nowej ekonomii ...*; także M. Gorynia, *Przedsiębiorstwo w różnych ujęciach teoretycznych*, „Ekonomista” 1999 nr 4.

<sup>9</sup> Cena zgodnie z mechanizmem cenowym ekonomii zależna jest zwłaszcza od intensywności konkurencji oraz cenowej elastyczności popytu.

posiadają pełną informację o wartości i znaczeniu swojej pracy dla organizacji, mają zatem wysokie wymagania płacowe oraz wysokie aspiracje dotyczące pozycji społecznej. Trudności w zaspokajaniu tych potrzeb mogą być silną inspiracją do podjęcia próby wykupu menedżerskiego. W ramach prowadzenia procesu prywatyzacji opartego na metodologii MBO możliwe jest zatem zintegrowanie celów właścicieli/menedżerów z oczekiwaniami społeczności lokalnych. Integracja ta polega na ciągłym poszukiwaniu przez właścicieli optymalnych rozwiązań w obszarze udzielanych świadczeń oraz doborze pracowników (ew. szkoleniu) o wysokich kwalifikacjach, ale też z „odpowiednim podejściem” do pacjenta (empatycznym). W ramach rozwiązań typu MBO możliwy jest bezpośredni nadzór właścicieli-menedżerów nad zachowaniami pracowników. Pojawia się również mechanizm samokontroli menedżerów/właścicieli. W celu realizacji wzrostu wartości podmiotu budowana jest zatem nowa kultura organizacji skierowana na zaspokojenie potrzeb pacjenta. Zjawisko to wydaje się być bardzo trudne do wykreowania w innym podejściu niż MBO.

**Zalety i wady transakcji MBO.** Do najczęściej formułowanych zalet przejęć menedżerskich należy zaliczyć:

- maksymalizację przyrostu wartości zainwestowanego kapitału dzięki wykorzystaniu mechanizmu dźwigni finansowej,
- efekt osłony podatkowej na kosztach odsetek od długu,
- redukcję kosztów agencji, wzrost wydajności oraz czynnik właścicielski,
- uzyskanie większej pewności co do dalszego rozwoju jednostki.

Zalety transakcji lewarowanych mogą się wydawać dosyć atrakcyjne, aczkolwiek możliwość zastosowania takiej metody nabycia przedsiębiorstwa wymaga spełnienia wielu warunków tak po stronie kupującego, jak i sprzedającego.

Pojawiają się również negatywne opinie dotyczące MBO. Krytycy wskazują na niekorzystny wpływ tych transakcji na działalność spółek przejmowanych, redukcję zatrudnienia, a nawet na to, że mogą być przyczyną bankructwa<sup>10</sup>. Negatywne skutki tych transakcji wynikają często z niespełnienia warunków koniecznych do ich powodzenia już na etapie podejmowania decyzji o przeprowadzeniu wykupu<sup>11</sup>. Spełnienie warunków brzegowych przez kupującego oraz przejmowanego może być więc skutecznym działaniem zaradczym wobec możliwych negatywnych skutków LBO.

Utrzymanie pewnego rozproszenia podmiotowego na rynku usług medycznych jest konieczne do utrzymania konkurencyjności na rynku tych usług. Jest to zgodne z teorią konkurencji, według której równowaga rynkowa jest możliwa na zasadzie samoregulacji wówczas, gdy rynek zbudowany jest z wielu podmiotów, a koszty wejścia są stosunkowo niskie. Rozproszenie to pozwoli utrzymywać ceny na poziomie równowagi rynkowej bez konieczności interwencji zewnętrznej. Należy również stwierdzić, że promowanie sprzedaży jednostek kadrcze menedżerskiej ograniczy

<sup>10</sup> M. Wrzesiński, wyd. cyt., s. 43.

<sup>11</sup> M. Panfil, *Wykupy menedżerskie i lewarowane*, „CEO magazyn TOP menedżerów”, luty 2006.

opór wobec procesów prywatyzacyjnych, co więcej – może procesy te zdecydowanie przyspieszyć<sup>12</sup>.

Oprócz zalet transakcji MBO można wymienić również wady transakcji tego typu. Podstawową wadą MBO jest wystąpienie pozytywnych skutków tej transakcji głównie w organizacjach stosunkowo małych. W organizacjach większych nieuchronnie nastąpi rozdział funkcji właścicielskiej od zarządzania. Powstanie zatem relacja agent-właściciel, której eliminacja jest podstawową zaletą transakcji MBO.

Kolejną wadą transakcji MBO jest wysoki stopień zadłużenia spółki powstałej z połączenia podmiotu kupującego i sprzedawanego. Powoduje to trudności w pozyskiwaniu kredytów na sfinansowanie inwestycji, co może ostatecznie zahamować procesy rozwojowe spółki.

Zestawiając cechy podmiotu powstałego w trybie MBO ze spółkami będącymi właścicielami kilku jednostek organizacyjnych, można stwierdzić m.in., że: spółka MBO ma słabszą pozycję przetargową wobec dostawców (relacja wolumen-cena); w spółce wielozakładowej możliwe są działania obniżające koszty polegające na koncentracji poszczególnych funkcji w jednym miejscu (rachunkowość, kadry, rozliczenia z NFZ); w spółce wielozakładowej możliwe jest wyspecjalizowanie jednostek, co poprawia jakość świadczeń udzielanych przez poszczególne jednostki.

**Utrudnienia transakcji MBO w obszarze ZOZ.** Do podstawowych utrudnień przejęć menedżerskich należy zaliczyć:

- negatywną stereotypową ocenę przejęć realizowanych w formule MBO,
- poziom zadłużenia przedmiotu transakcji,
- relację wartości zasobów kadry zarządzającej do majątku przejmowanego przedsiębiorstwa,
- trudności w oszacowaniu wartości rynkowej podmiotu.

Częstym poglądem potwierdzonym w zapisach umów prywatyzacyjnych jest stanowisko, że lewarowane wykupy menedżerskie są niepożądaną formą zakupu spółki. Można domniemywać, że istnieje obawa o przyszłość spółki, a zwłaszcza o to, czy zadłużenie spółki wynikające z LBO nie stanie się przeszkodą w rozwoju podmiotu zakupionego. Przejawia się to najczęściej zapisami dotyczącymi blokowania możliwości uzyskania zastawu na nieruchomościach spółki. Natomiast zakup za środki inwestora jest uważany za pożądany kierunek działań, przy czym zakłada się, że inwestor nie będzie oczekiwał zwrotu zainwestowanego kapitału. Takie rozumowanie jest z gruntu błędne, ponieważ każda ocena efektywności inwestycji odwołuje się do pojęcia kapitału zainwestowanego, a uzyskane strumienie pieniężne z inwestycji służą sfinansowaniu oczekiwań inwestora, tak co do stopy zwrotu, jak i pokrycia nakładów poniesionych na zakup. W sytuacji wykupu menedżerskiego

---

<sup>12</sup> Można powiedzieć, że możliwość uczestniczenia kadry zarządzającej w procesie prywatyzacji jest rozwiązaniem zapewniającym integrację celu makroekonomicznego, polegającego na rozproszeniu podmiotów (im większe rozproszenie, tym silniejsza konkurencja) dla zachowania mechanizmu rynkowego ustalania cen, z oczekiwaniami kadry zarządzającej.

oczekiwania co do oczekiwanej stopy zwrotu w dużej części opierają się na kosztach długu, co w konsekwencji prowadzi do obniżenia przeciętnego kosztu dla kapitałów (średniego ważonego kosztu kapitału).

Przyjmując powszechnie akceptowaną tezę, że koszt kapitału własnego jest wyższy od kosztu długu, można jednoznacznie stwierdzić, że wymagania co do zwrotu będą wyższe w odniesieniu do spółki, która została zakupiona za środki własne inwestora. Gdy inwestor kupuje spółkę z własnych zasobów finansowych, oczekuje odpowiedniego zwrotu, a swoją decyzję inwestycyjną opiera często na ocenie efektywności inwestycji, np. NPV, która daje pozytywne wskazanie wówczas, gdy zrównają się zdyskontowane nadwyżki pieniężne z nakładami inwestycyjnymi; co więcej, oczekiwania co do zwrotu są wyższe przy kapitale własnym niż przy kapitale obcym, co w praktyce oznacza, że firma zakupiona w trybie zakupu z kapitałów własnych będzie musiała wypracować wyższe nadwyżki pieniężne niż spółka, której zakup został sfinansowany długiem. Dodatkowo logiką taką wzmacnia efekt tarczy podatkowej. Paradoksalnie może się okazać, że w spółkach przejętych w trybie MBO będzie silna determinacja do inwestycji i rozwoju poparta również odpowiednimi zdolnościami kredytowymi. Z punktu widzenia sprzedającego, którego nadrzędnym celem jest uzyskanie jak najwyższej ceny za zbywany majątek, godne zainteresowania są więc takie rozwiązania, które zapewnią wysoką cenę sprzedaży przy jednoczesnym wysokim stopniu pewności dalszego rozwoju podmiotu. W tym świetle wydaje się, że odpowiednie skonstruowana metodologia MBO może być rozwiązaniem bardzo atrakcyjnym dla świadczeniodawców medycznych, spajającym cele sprzedającego i kupującego.

Kolejnym czynnikiem utrudniającym realizację transakcji w trybie MBO jest wysoki stopień zadłużenia jednostek podlegających zakupowi. Operacje oparte na finansowaniu długiem są obciążone dużym ryzykiem. Jeśli struktura kapitału przedsiębiorstwa jest silnie obciążona długiem, to automatycznie wzrasta ryzyko finansowe wyrażające się w tym, że w razie spadku poziomu sprzedaży lub marż zysku, co może nastąpić zwłaszcza w warunkach nieoczekiwanej recesji, wytwarzane przez przedsiębiorstwo przepływy pieniężne mogą nie pokryć wymaganych płatności z tytułu kredytów długoterminowych. Jeżeli taki stan będzie utrzymywał się przez dłuższy czas, to dług może okazać się powodem bankructwa przedsiębiorstwa. Wysokie zadłużenie firmy w znacznym stopniu ogranicza możliwości inwestycyjne, które mogą okazać się głównym czynnikiem decydującym o ewentualnym sukcesie, wpływającym na zdolność przedsiębiorstwa do konkutowania w zmiennych warunkach rynkowych. W jednostkach służby zdrowia, których dochody oparte są głównie na kontraktach z NFZ, mających bardzo stabilny charakter, wymagania co do niskiego poziomu zadłużenia podmiotu przejmowanego mogą być złagodzone. Stabilny przychód przy jednoczesnej wystarczalności pieniężnej obsługi zadłużenia powoduje, że ryzyko problemów z obsługą zadłużenia jest niewielkie. Z drugiej strony zadłużenie ZOZ redukuje cenę sprzedaży jednostki, co bezpośrednio wpływa na obni-

żenie zapotrzebowania na kapitał zewnętrzny w transakcji MBO. Ujmując zatem łącznie zadłużenie podmiotu przejmowanego i przejmującego, niezależnie od stopnia zadłużenia podmiotu będącego przedmiotem transakcji przed transakcją (chyba że wartość zadłużenia przewyższa wartość przedsiębiorstwa kalkulowaną metodami dochodowymi), będzie ono takie samo po transakcji (ponieważ stopień zadłużenia przekłada się na wartość kapitału własnego). Wydaje się zatem, że problem jest raczej pozorny. W celu zwiększenia płynności finansowej przedsiębiorstwa w procesie MBO możliwe jest przeprowadzenie optymalizacji zadłużenia tak w zakresie stopy procentowej, jak i okresu, na jaki zostały udzielone wcześniejsze zobowiązania.

Inną przyczyną niepowodzenia transakcji MBO może być zbyt szybka restrukturyzacja i brak poprawnego zarządzania firmą. Zagrożenie takie jest istotne przede wszystkim wtedy, gdy przedsiębiorstwo prowadzi działalność na dużą skalę oraz w różnych dziedzinach. Ryzyko to może zostać ograniczone przez fakt, że nowymi właścicielami przedsiębiorstwa zostaje kadra kierownicza, posiadająca wiedzę o przedsiębiorstwie oraz osobiste zaangażowanie kapitałowe i majątkowe.

Kolejnym problemem w procesie wykupów menedżerskich jest konieczność zabezpieczenia zobowiązania dotyczącego zakupu praw własności akcji w okresie od jego powstania do przeniesienia na majątek przejmowanego podmiotu. Najczęstszym problemem występującym w procesie wykupu menedżerskiego jest brak odpowiednich zabezpieczeń, jakie mogą przedstawić menedżerowie w chwili, gdy bank wyłożył pieniądze na zakup akcji, a nie jest jeszcze ich właścicielem.

Ostatnią przyczyną utrudnień w przejściach MBO są trudności z ustaleniem wartości przedmiotu transakcji. Problem wyceny wartości spółek udzielających świadczeń medycznych wynika z niepewności co do ostatecznego kształtu rynku proponowanego przez regulatora, sposobu kontraktacji, mechanizmu ustalania cen itp.

Promowanie formy prywatyzacji opartej na koncepcji MBO wymaga głównie wsparcia mechanizmów zabezpieczających, takich jak np. fundusze gwarancyjne i inne, wzmacniające zdolności kredytowe kadry menedżerskiej w procesie zakupu.

## Literatura

- Gorynia M., *Przedsiębiorstwo w nowej ekonomii instytucjonalnej*, „*Ekonomista*” 1999, nr 9.
- Gorynia M., *Przedsiębiorstwo w różnych ujęciach teoretycznych*, „*Ekonomista*” 1999, nr 4.
- Haus B., *Finansowanie przejęć menedżerskich*, [w:] *Zarządzanie finansami firm – teoria i praktyka*, red. T. Jajuga, W. Pluta, Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej nr 965, AE, Wrocław 2002, s. 379-387.
- Krasoń M., *A karty i tak rozdają private equity*, „*Forbes*” 2007 nr 5, s.160-166.
- Krupa K., *Menedżer właścicielem*, „*Forbes*” 2006 nr 5, s. 84-88.
- Noga P., *Teorie przedsiębiorstw*, PWE, Warszawa 2009.
- Panfil M., *Wykupy menedżerskie i lewarowane*, „*CEO magazyn TOP menedżerów*”, luty 2006.
- Polańska M., *Nikt nie zna lepiej finansów firmy niż zarząd*, „*Puls Biznesu*” 2005 (z 9 czerwca), s. 3.
- Stamirowski T., Zawisza M., *Wykupy menedżerskie (MBO, LBO...)*, „*Nasz Rynek Kapitałowy*” 2004, nr 2 (luty) (158), s. 4-11.



Wrzesiński M., *Fuzje i przejęcia. Wykup lewarowany (LBO) i menedżerski*, K.E. Liber, Warszawa 2000.

Zawisza M., *Ten, kto tu rządzi, niech rządzi swoim*, „Puls Biznesu” 2005 (z 10 lutego), s. 3.

Zawisza M., *Czym sfinansować wykup menedżerski*, „Puls Biznesu” 2005 (z 30 marca), s. 3.

## **PROSPECTS FOR MANAGEMENT BUYOUTS IN THE HEALTH SECTOR IN POLAND**

**Summary:** Leveraged management buyouts (MBO) as a form of transfer of an undertaking by the management is an increasingly observed practice. The advantages of this method consist essentially in reducing agency costs, improving the rationality of decision making, strengthening the motivation of owner-managers to success, which ultimately leads to increase in value of the unit. The use of MBO is also connected with an opportunity to design a model market based on a number of entities on the supply side, which determines the efficiency of the market price mechanism.

**Keywords:** acquisitions, mergers, leveraged buyouts, management buyout.