

SZANSE I ZAGROŻENIA DLA MENEDŻERÓW NA POSZCZEGÓLNYCH ETAPACH PROCESU MBO

Anna Topolska*, Karina Tomczyk**

Abstrakt Artykuł opisuje proces wykupów menedżerskich oraz rolę samych menedżerów w transakcjach MBO. Artykuł wskazuje główne cechy, którymi powinni odznaczać się menedżerowie, aby odnieść sukces. Esencją artykułu jest wskazanie potencjalnych szans i zagrożeń, przed którymi stoją menedżerowie na co dzień.

Słowa kluczowe wykupy menedżerskie, MBO, efektywność.

ACCEPTED: 25th October 2015

PUBLISHED: 20th November 2015

WPROWADZENIE

We współczesnym świecie, gdzie funkcjonowanie na rynku krajowym nie jest wystarczające, ekspansja międzynarodowa stała się podstawowym elementem rozwoju przedsiębiorstw. Z prowadzeniem lub przenoszeniem działalności zagranicą często wiążą się takie procesy jak fuzje i przejęcia. Fuzje i przejęcia nie dotyczą wyłącznie działań związanych z internacjonalizacją przedsiębiorstwa, lecz stanowią jego większą część. Przedsiębiorstwa, aby przeciwdziałać wyeliminowaniu z rynku bądź spadku ich konkurencji muszą dokonywać różnych rodzajów fuzji i przejęć w większości przypadków z zagranicznymi firmami. Konkurentami stają się przedsiębiorstwa funkcjonujące w innych częściach świata mające zdolności i predyspozycje do tworzenia czegoś czego nie ma konkurencja bądź tworzenia tej samej rzeczy, ale o wyższych standardach [Rue i Holland 1986: 432]. Fuzje i przejęcia są najczęstszymi sposobami wejścia na ościenne rynki przez rozwijające się przedsiębiorstwa [Dominiak i in.

* Magister kierunku Finanse i Rachunkowość, absolwentka Uniwersytetu Łódzkiego.

** Magister kierunku Finanse i Rachunkowość, absolwentka Uniwersytetu Łódzkiego.

2005: 7]. Najczęściej podjęcie decyzji o przejęciu lub fuzji jako formie dążącej do rozwoju przedsiębiorstwa jest podyktowane wieloma argumentami, jednakże zysk i wzrost stanowią fundament tych argumentów. Pierwzoplanowym motywem inwestycyjnym przy połączeniu przedsiębiorstw staje się osiągnięcie wyższego zysku, ale wówczas tylko wtedy, gdy nawiązuje on do spodziewanego zysku z porównywalnych inwestycji wzrostu zewnętrznego oraz gdy z konkretnego projektu inwestycyjnego oczekiwany zysk strategiczny jest co najmniej równy sumie zysków przez łączące się przedsiębiorstwa konkurencyjne [Szczepankowski 2000: 113]. Dążenie do zrealizowania dodatkowych zysków jest podyktowane chęcią zrekomensowania sobie relatywnie długiego czasu oczekiwania na efekt synergiczny z konsolidacji przedsiębiorstw. Jeśli występuje brak perspektyw na poprawę rentowności przedsiębiorstwa na rynku, to podstawą egzystencji firmy jest motyw wzrostu. Zgodnie z kodeksem handlowym istnieją dwie możliwości łączenia się przedsiębiorstw, tj. przez zjednoczenie czyli „przez zawiązanie spółki kapitałowej, na którą przechodzi majątek wszystkich łączących się spółek za udziały lub akcje nowej spółki (łączenie się przez zawiązanie nowej spółki)” [Ustawa z dnia 15 września 2000 r...] oraz przez inkorporację czyli „przez przeniesienie całego majątku spółki (przejmowanej) na inną spółkę (przejmującą) za udziały lub akcje, które spółka przejmująca wydaje wspólnikom spółki przejmowanej (łączenie się przez przejęcie)” [Ustawa z dnia 15 września 2000 r...]. Oprócz klasycznych fuzji i przejęć istnieją transakcje MBO. Są to transakcje, które charakteryzują się tym, że sprzedający przedmiot transakcji posiada o nim mniejszą wiedzę, niż kupujący ten przedmiot. Dalsza część artykułu zostanie poświęcona na omówienie problematyki zagadnienia jakim są wykupy menedżerskie.

1. CELE I HIPOTEZY

Celem artykułu jest uwypuklenie roli menedżera w transakcji MBO, gdyż to on jest stroną transakcji, która charakteryzuje się większą i wyspecjalizowaną wiedzą na temat przedmiotu transakcji niż sam sprzedający. Dodatkowo menedżer uczestniczący w wykupie menedżerskim jest odpowiedzialny za jego przebieg oraz skutki jakie wynikną po dokonaniu transakcji. Postawiona hipoteza brzmi następująco: błędy menedżerów w procesie MBO skutkują zmniejszoną efektywnością transakcji.

2. SPECYFIKACJA WYKUPÓW MENEDŻERSKICH MBO

Management Buy Out inaczej wykup menedżerski (skrót MBO) jest transakcją nabycia udziałów, akcji lub określonej części przedsiębiorstwa od dotych-

czasowych właścicieli. W wyniku tej transakcji menadżerowie w sposób indywidualny, bądź z wybranym partnerem kapitałowym, przejmują kontrolę nad nabywanym przedsiębiorstwem. Transakcje tego typu, ze względu na swoją istotę charakteryzująca się zmianą dotychczasowego właściciela spółki, kwalifikowane są do zakresu działalności finansowej określanego mianem fuzji i przejęć. Wykupy menedżerskie wyraźnie odróżniają się od standardowych transakcji sprzedaży spółek charakterystycznymi elementami. Po nabyciu udziałów/akcji spółki w wielu przypadkach następuje połączenie nabywanej spółki z wehikułem inwestycyjnym (na potrzeby nabycia tworzony jest nowy podmiot – następuje fuzja). Pomysłodawcy nabycia spółki są poniekąd zmuszeni z powodu braku posiadania wystarczającej ilości środków własnych do korzystania ze środków zewnętrznych (tj. fundusze inwestycyjne, bank, współnik kapitałowy). Menedżerowie uczestniczący w wykupie posiadają znacznie lepszą wiedzę na temat spółki i są pośrednio zatrudniani przez sprzedającego. Menadżerowie w procesie nabycia spółki stanowią zespół osób z dobrze widocznym liderem na czele oraz poprawnym rozkładem umiejętności. Zespół ten powinien posiadać plan całego przedsięwzięcia i być przygotowany na ewentualne zainwestowanie środków własnych [www1, dostęp: 16.05.2014]. Fundusze typu private equity wykorzystują środki inwestycyjne do wprowadzenia zmian w ładzie korporacyjnym poprzez wykup firmy. W lewarowanych wykupach prywatni inwestorzy i często zespół zarządzający firmą proponują udziałowcom, aby udziały spółki przejmowanej wraz z długiem finansowym mogły zostać wykupione od nich przez nich. Menedżerowie po pewnym czasie odsprzedaliby z powrotem te udziały spółce, aby dystrybuować zyski dezinvestycji dla inwestorów. Wykup menedżerski może obejmować obecny zespół zarządzania lub zewnętrzny zespół zarządzania [Bacon i in. 2012: 606]. Fundusze inwestycyjne typu private equity często inicjują i realizują większe transakcje. W takim przypadku, aby móc zakwalifikować transakcje do wykupów menedżerskich muszą zostać spełnione pewne kryteria. Menedżerowie muszą uczestniczyć w pełnym procesie nabycia spółki, tj. powinni być obecni w czasie inicjowania transakcji, przygotowywania planu działalności spółki po nabyciu, ustalania strategii i projekcji. Uczestnictwo menedżerów w nabyciu spółki również musi mieć charakter kapitałowy. Powinno zaistnieć porozumienie w zakresie relacji właścicielskich pomiędzy funduszem inwestycyjnym a menedżerami obejmujące programy motywacyjne pod postacią objęcia dodatkowych pakietów udziałów i akcji [www1, dostęp: 16.05.2014]. Przedsiębiorstwa biorące udział w wykupach menedżerskich charakteryzowały stabilniejsze wolne przepływy pieniężne oraz znacznie niższy wskaźnik P/BV. Fakt ten sugeruje, że motyw niedowartościowania spółki stanowi kluczowy element dla przeprowadzenia transakcji. Menedżerowie poprzez możliwość wykupienia spółki na własność mają okazję zaspokoić swoje ambicje oraz w aktywny sposób wpłynąć na rozwój przejętej spółki poprzez wprowadzenie nowocze-

nych procesów zarządzania. Ponadto menedżerowie nie muszą angażować w nabycie spółki dużych środków finansowych. Wyniki transakcji MBO można oceniać w krótkim i długim okresie. Wright i Coyne na podstawie badań ze 111 transakcji MBO stwierdzili, że nastąpiła poprawa rentowności, relacji handlowych, systemu kontroli i gotówki oraz rozwoju nowych produktów. Naukowiec Thomson, analizując 182 inne transakcje MBO potwierdził wnioski Wrighta i Coyne. Ponadto, większość respondentów, czyli menedżerów, którzy dokonali MBO, zadeklarowała że ich zyski i obrót przekroczyły wartości planowane [Sudarsanam 1995: 261]. Jeżeli chodzi o długo okres, wyniki badań nad efektywnością transakcji MBO są mniej jednoznaczne. Badanie przeprowadzone przez Houldena wskazało, że jeżeli chodzi o rentowność kapitału i rentowność sprzedaży w pierwszych trzech latach po MBO, wskaźniki te poprawiły się, ale już w kolejnych trzech latach pogorszyły się. Firma typu venture capital, zaprzeczyła tym результатам i podała, że jej portfel transakcji MBO osiągnął lepsze wyniki niż inne firmy w jej portfelu inwestycyjnym [Sudarsanam 1995: 262].

3. MOTYWACJE STOJĄCE ZA TRANSAKCYJAMI WYKUPU MENEDŻERSKIEGO

Badania na MBO wykazują duże premie pochodzące z wykupów menedżerskich, ponad cenę rynkową. Literatura analizuje cztery potencjalne źródła tych dochodów:

- wzrost wydajności poprzez poprawę działania i redukcję kosztów agencyjnych [Denis 1992: 80–94],
- oszczędności z obniżenia zobowiązań z tytułu podatku dochodowego od osób prawnych [Kaplan 1989: 611–632],
- transfer bogactwa z wcześniejszych odkupów od obligatariuszy [Asquith i Wizman 1990: 195–213],
- transfer bogactwa od pracowników wynikający z wartości, jaką pracownicy kreują dla firmy swoimi umiejętnościami i pracą [Shleifer i Summers 1988].

Na konkurencyjnym rynku, w celu kontroli, wszystkie zyski z wykupu zostaną przechwycone przez docelowych akcjonariuszy. Jednak w związku z asymetrią informacji, menedżerowie mogą wykorzystać swoją przewagę informacyjną na szkodę obecnych akcjonariuszy. Ponadto, menedżerowie z racji swojej pozycji i wpływów w firmie, mogą utrudniać przeprowadzanie przetargów, co zniekształca podział zysków na ich korzyść. Obecnie, rzeczywisty podział zysków z MBO to wciąż nieokreślona kwestia. Kaplan [1989] twierdzi, że konkurencja w celu kontroli prowadzi do wstępnego wykupu akcjonariuszy poprzez przechwytywanie większości zysków z wykupu. Z drugiej strony, Lowenstein [1985] stwierdza, że menedżerowie wykorzystują swoją pozycję lub przewagę informacyjną. Pozostała część niniejszej pracy rozwiązuje ten problem [Shleifer

i Summers 1988]. Hipoteza rynku efektywnego wskazuje, że na efektywnych rynkach wszystkie istotne informacje są odzwierciedlone w cenach rynkowych. Jeśli tak jest, samo przeniesienie własności nie powinno prowadzić do zmiany wartości rynkowej firmy. Liczba naukowców jednak udokumentowała istnienie nadwyżki zysków realizowanych przez wychodzących z inwestycji akcjonariuszy w przypadku ogłoszeń zbycia [Alexander i in. 1984: 503–518]. Aby wyjaśnić istnienie hipotezy transferu bogactwa i tworzenia bogactwa, hipoteza została rozbudowana. Podstawowe twierdzenie o przeniesieniu majątku zakłada, że transakcje przeniesienia kontroli jedynie stwarza możliwości dla jednej grupy inwestorów do zysku kosztem innych. Tak więc, niepożądany cel gospodarczy jest obsługiwane przez te transakcje i powinny być wprowadzane ograniczenia. Transfer bogactwa zaproponowano w następujących sytuacjach:

1. Majątkowe pomiędzy obligatariuszami i akcjonariuszami: Przez zbycie aktywów niezwiązanych, akcjonariusze zwiększają wariację przepływów pieniężnych w firmie [Galai i Masulis 1976: 53–81].

2. Transfery bogactwa od nieświadomych akcjonariuszy do tych lepiej poinformowanych. Lepsze zarządzanie wykorzystuje informacje w celu niesprawiedliwej wyceny aktywów. Sugerowano również, że zarząd może rozpowszechniać nieprawdziwe informacje, aby zaniżyć ceny akcji i odkupić je po korzystnej cenie [Burdney 1983: 1072–1092].

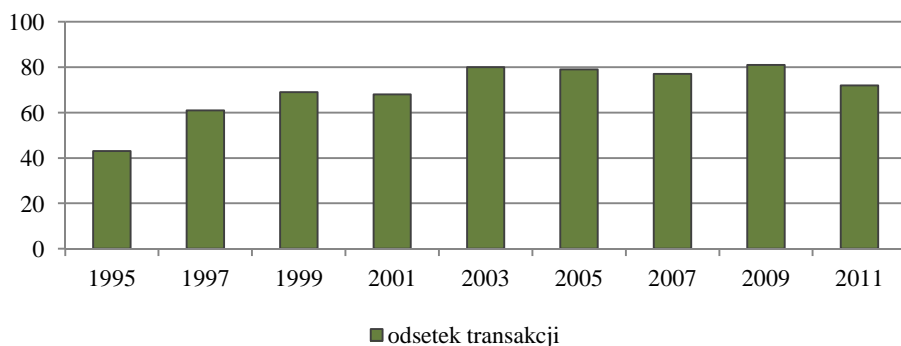
Hipoteza kreacji bogactwa wskazuje dwa obszary tworzenia wartości jako efekt MBO:

1. Koncentracja na własności wyeliminuje lub zredukuje koszty obsługi akcjonariusza (np. koszty aukcji, rejestracji, mailing informacji oraz organizowania spotkań akcjonariusz publiczny) [DeAngelo i Rice 1984: 367–401].

2. Przeniesienie kontroli do zarządzania operacyjnego: poprzez przeniesienie kontroli nad przedsiębiorstwem do zarządu, koszty negocjacji, monitorowania i/lub egzekwowania umów mających na celu zapewnienie, że menedżerowie wykonają zadanie jak najlepiej są ograniczone lub wyeliminowane [Stiglitz 1985: 133–152].

4. ZESTAWIENIE DANYCH I BADAŃ O MBO

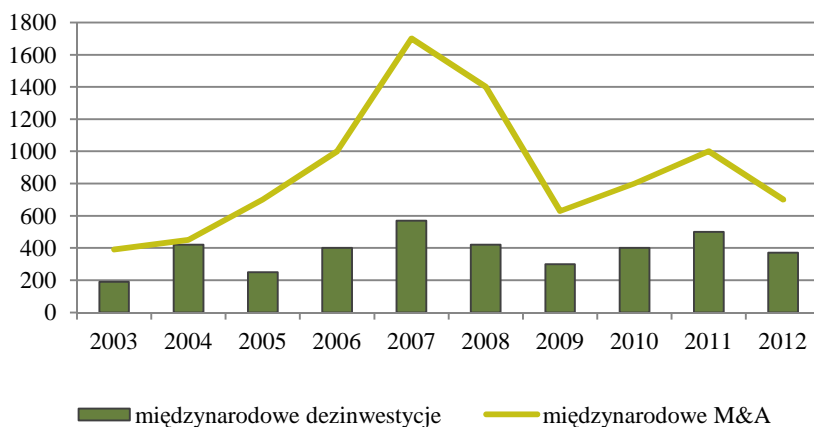
Coraz ważniejsza jest funkcja międzynarodowych fuzji i przejęć w ekonomii i gospodarce. Lokalne fuzje i przejęcia są już mniejszością. Z roku na rok wzrasta udział międzynarodowych transakcji typu M&A.



Wykres 1. Udział międzynarodowych transakcji M&A w transakcjach M&A ogółem

Źródło: baza danych OECD.

Fuzje i przejęcia stały się też sposobem na inwestycje. Jak wskazują badania OECD, znacznie lepszą metodą inwestycyjną są międzynarodowe fuzje i przejęcia, aniżeli wyjście z dotychczasowych inwestycji poprzez tak zwaną dezinwestycję.



Wykres 2. Międzynarodowe inwestycje poprzez transakcje M&A lub dezinwestycje poprzednich przedsięwzięć

Źródło: baza danych OECD.

Warto zauważyć, że w znakomitej większości fuzji i przejęć dokonują globalne korporacje i prywatne przedsiębiorstwa. Udział spółek państwowych w procesie fuzji i przejęć jest bardzo znikomy na świecie. „MBO to forma zaku-

pu przedsiębiorstwa, w ramach której dotychczas zatrudnieni w nim menedżerowie przejmują większość bądź istotną część udziałów i w ten sposób stają się jego współwłaścicielami. Taka zmiana relacji właścicielskich to zarazem większa samodzielność i odpowiedzialność, ale też szansa na większe dochody, prestiż i wpływ na przyszłość firmy. Motywami wejścia na nową ścieżkę może być zarówno bardzo duża wiara w biznes, jak i próba ochrony własnych miejsc pracy” [*Harvard Business Review...*, 2001]. Tajemnicą wykupów menedżerskich jest ogromna motywacja zarządów uczestniczących w MBO. Prawie 66% menedżerów uczestniczących w MBO ocenia je zdecydowanie pozytywnie. Ważnym motywem dla podejścia menedżerów jest oczekiwany przez nich wysoki zwrot z inwestycji, nawet do 90% w skali roku [Wilkus 1990: 3]. Wykup menedżerski to transakcja zbliżona w swej konstrukcji i procesie realizacji do wykupu lewarowanego. Podstawowa różnica polega na tym, że wiodącą rolę przy MBO odgrywają menedżerowie, w konsekwencji ich udział w kapitale firmy jest wyższy niż w transakcjach LBO i wynosi co najmniej 10–15% [Capeland i Weston 1992: 754]. W przypadku wykupu menedżerskiego uzależnienie korzyści finansowych uzyskiwanych przez menedżerów od wyników osiągniętych przez przejmowane przedsiębiorstwo było osiągnięte przez udostępnienie znacznego udziału w kapitale spółki grupy menedżerskiej. Oprócz potencjalnych zysków związanych z akcjami, zakupionymi w ramach MBO, menedżerowie mieli możliwość uzyskania dodatkowych korzyści w postaci: opcji menedżerskich oraz innych instrumentów premiujących ich za maksymalizację wartości akcji firmy. W efekcie grupa menedżerska była jednym z najważniejszych beneficjentów transakcji. Menedżerowie inwestując średnio zaledwie 3% środków koniecznych do sfinansowania wykupu, uzyskiwali średnio 30% kapitałów przejmowanej spółki. Z drugiej jednak strony, menedżerowie uczestniczący w MBO ryzykowali swoje oszczędności, średnio około 25% majątku [Kitching 1989: 1–10]. W niektórych transakcjach MBO kapitał własny był również pozyskiwany od pracowników przez utworzenie programu ESOP. Wydatki ponoszone przez przedsiębiorstwo w celu umożliwienia zakupu jego akcji przez ESOP są wolne od podatku. Co więcej, program ESOP może pożyczyć pieniądze na zakup akcji, a następnie wykorzystać wpłaty z firmy w celu spłaty rat odsetkowych i kapitałowych pożyczki. Dlatego program ESOP, z punktu widzenia podatkowego jest efektywną metodą pozyskiwania funduszy w celu sfinansowania kapitału własnego. Dług wyższego poziomu jest uprzywilejowany, jeżeli chodzi o spłatę rat kapitałowych i odsetek. Jest zabezpieczony, i jeżeli jest to pożyczka długoterminowa, ma określony charakter spłat. Stopa procentowa jest zazwyczaj zmienna i wynosi od 2 do 3 punktów procentowych ponad LIBOR. Pewna część długu wyższego poziomu może mieć charakter krótkoterminowy. Dług średniego poziomu, jak sama nazwa wskazuje, jest podporządkowany długowi wyższego poziomu jeżeli chodzi o spłatę odsetek i rat kapitałowych. Nie jest zabezpieczo-

ny i dlatego wiąże się z większym ryzykiem. Oba rodzaje długu znajdują się wyżej w hierarchii od kapitału własnego. Dług średniego poziomu ma często formę akcji uprzywilejowanych, obligacji zamiennych albo zamiennych akcji uprzywilejowanych. W Wielkiej Brytanii niektóre firmy wyspecjalizowały się w oferowaniu finansowania średniego poziomu. Oprocentowanie wynosi wówczas 4–5 punktów procentowych ponad LIBOR. W przypadku obu typów zadłużenia marża odsetkowa zależy od ogólnego poziomu stóp procentowych, zapotrzebowania na pożyczki i konkurencji pomiędzy bankami. Instytucjonalni dostarczyciele kapitału własnego zarabiają na dochodach realizowanych w momencie wycofania się z transakcji MBO. Wycofanie się z inwestycji jest procesem realizacji zysków osiągniętych w transakcji MBO. Inwestorzy dostarczający kapitału własnego mogą oczekiwać osiągnięcia IRR na poziomie 25–30%. Wielkość tej stopy zależy od stopnia ryzyka związanego z transakcją MBO, popytu na fundusze i konkurencji między instytucjami gotowymi dostarczyć kapitał własny, a także od czasu zaangażowania funduszy [Schifirin 1998: 129]. Pożyczkodawcy oferujący dług średniego poziomu często żądają instrumentów nazywanych żargonowo *equity kicker* lub *sweetener*, w celu skompensowania sobie wysokiego ryzyka, jakie ponoszą. *Equity kicker* jest warrantem na kapitał własny, który umożliwia posiadaczowi długu średniego poziomu uczestniczenie w potencjalnych zyskach z transakcji MBO poprzez skorzystanie z prawa, jakie daje warrant, i otrzymanie akcji spółki [Wrześniński 2000: 103]. Spółka Avallon, specjalistyczny podmiot działający w obszarze wykupów menedżerskich, pokuśiła się o sprecyzowanie, jaki jest typowy menedżera dokonującego wykupu. Podstawą badania były obserwacje i analizy wykupów menedżerskich w Polsce i Europie Zachodniej.

Szacuje się, że wiek, w którym menedżer podejmuje się wykupu menedżerskiego, to około 45–55 lat. Wynika to z prostego faktu – w tym wieku menedżer jest w stanie zgromadzić odpowiednie doświadczenie i chociaż niewielkie pieniądze potrzebne do wsparcia realizacji transakcji. Jeżeli chodzi o dorobek zawodowy, są to zazwyczaj osoby będące już od kilkunastu lat na stanowiskach kierowniczych. Kluczowymi kompetencjami przejmujących są finanse i zarządzanie. Potencjalni nabywcy mają też już kontakty w branży, a jest to niezbędne dla sukcesu firmy. Panuje przekonanie, że w dzisiejszych czasach interesy napędzają relacje [www1, dostęp: 26.05.2014].

PODSUMOWANIE

Wykupy menedżerskie MBO są efektywną formą przejęcia spółki i stanowią jeden z najciekawszych obszarów rynku kapitałowego. Ich niewątpliwą zaletą jest to, że kadra menedżerska przejmuje spółkę bez zaangażowania znacz-

nych środków finansowych. Podstawowym celem dla grupy nabywającej spółkę jest uzyskanie ponadprzeciętnej stopy zwrotu. Czynnikiem nakłaniającym kadrę menedżerską do zainwestowania własnych środków finansowych i podjęcia ryzyka związanego z nabyciem spółki poprzez MBO jest przekonanie, że rzeczywista wartość spółki została ukryta poprzez niedoszacowanie przez rynek. Transakcje typu MBO cieszą się dużym powodzeniem na całym świecie i wiedza o nich oraz o sposobie ich wykorzystywania rozwija się systematycznie, co wpłynie pozytywnie na dalszy ich rozwój.

BIBLIOGRAFIA

- Asquith P., Wizman T., 1990, *Event Risk, Covenants, and Bondholder Returns in Leveraged Buy-outs*, „Journal of Financial Economics”, vol. 3.
- Bacon N., Wright M., Meuleman M., Scholes L., 2012, *The Impact of Private Equity on Management Practices in European Buy-outs: Short-termism, Anglo-Saxon, or Host Country Effects?*, „Industrial Relations: A Journal of Economy and Society”, vol. 51.
- Alexander G. J., Benson P. G., Kampmeyer J. M., 1984, *Investigating the Valuation Effects of Announcements of Voluntary Corporate Sell-offs*, „Journal of Finance”, vol. 37, no. 2.
- Brudney V., 1983, *Equal Treatment of Shareholders in Corporate Distributions and Reorganizations*, „California Law Review”, vol. 11.
- Capeland T., Weston F., 1992, *Financial theory and corporate policy*, Wydawnictwo McGraw Hill, New York.
- DeAngelo H., DeAngelo L., Rice E. M., 1984, *Going Private; Minority Freezeouts and Stockholder Wealth*, „Journal of Law and Economics”, vol. 5.
- Denis D., 1992, *Corporate Investment Decisions and Corporate Control: Evidence from Going Private Transactions*, „Financial Management”, vol. 2.
- Dominiak P., Wasilczuk J., Daszkiewicz N., 2005, *Małe i średnie przedsiębiorstwa w obliczu internacjonalizacji i integracji gospodarek europejskich*, Scientific Publishing Group, Gdańsk.
- Galai D., Masulis R., 1976, *The Option Pricing Model and the Risk Factor of Stock*, „Journal of Financial Economics”, vol. 3.
- Harvard Business Review on Mergers and Acquisitions, 2000.
- Kaplan S., 1989, *Management Buyouts: Evidence on Taxes as a Source of Value*, „Journal of Finance”, vol. 64.
- Kitching J., 1989, *Early returns on MBOs*, „Harvard Business Review”, November–December.
- Rue L.W., Holland Ph. G., 1986, *Strategic Management: Concepts and Experiences*, McGraw-Hill Book Company, New York.
- Schifirin M., 1998, *LBO Madness*, „Forbes”, New York, 9.03.1998.
- Shleifer A., Summers L., 1988, *Breach of Trust in Hostile Takeovers*, [in:] Alan J. Auerbach (red.), *Corporate Takeovers: Causes and Consequences*, University of Chicago Press, Chicago.
- Stiglitz J., 1985, *Credit Markets and the Control of Capital*, „Journal of Money, Credit and Banking”, vol. 17, no. 2, May.
- Sudarsanam S., 1995, *The Essence of Mergers and Acquisitions*, Prentice Hall Europe.
- Szczepankowski P. J., 2000, *Fuzje i przejęcia*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Takeovers: Causes and Consequences*, University of Chicago Press, Chicago.
- Ustawa z dnia 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych*, DzU 2000, nr 94, poz. 1037.
- Wilkus M., 1990, *Employee buyout of corporations, subsidiaries*, Quorum Books, New York.

Wrzeński M., 2000, *Fuzje i przejęcia. Wykupy lewarowane i MBO. Uwarunkowania w Polsce*, Wydawnictwo K.E Liber, Warszawa.
[www1] http://www.mbo.pl/wymienne/menedzerowie__kto_realizuje_projekty_typowy_profil_menedzera.pdf.

OPPORTUNITIES AND THREATS FOR MANAGERS AT DIFFERENT STAGES OF THE MBO TRANSACTIONS

Abstract Article describes the role of managers in MBO transactions and MBO process in general. Additionally, article points out the main features, which managers should have to become successful. The essence of this article is describing potential threats and opportunities, which managers are facing on daily basis.

Key words: MBO, Management buy-out, effectiveness.