

Dariusz Zarzecki

Uniwersytet Szczeciński

WPŁYW GWARANCJI ZATRUDNIENIA NA WARTOŚĆ UDZIAŁÓW. ZARYS PROBLEMU

Streszczenie: Artykuł jest poświęcony kluczowym konceptualnym aspektom wyceny prywatyzowanych firm. Omówiono podstawowe zagadnienia dotyczące standardów wartości. Główna konkluzja artykułu sprowadza się do stwierdzenia, że prywatyzowane firmy powinny być wyceniane bez uwzględniania wartości pakietów socjalnych – o ile odnosi się to do wyceny dokonywanej z punktu widzenia sprzedającego. Natomiast wycena przeprowadzana przez inwestora powinna ujmować zmniejszoną wartość biznesu wynikającą z dodatkowych obciążeń socjalnych po stronie kupującego.

Słowa kluczowe: wycena, gwarancje socjalne, wartość.

1. Wstęp

Celem opracowania jest próba udzielenia odpowiedzi na pytanie, czy wprowadzenie w treści memorandumów informacyjnych prywatyzowanych podmiotów zapisów o minimalnych gwarancjach zatrudnienia oraz układzie zbiorowym pracy ma wpływ na wycenę wartości spółki dokonywanej z punktu widzenia sprzedającego.

2. Gwarancje zatrudnienia i inne składniki pakietów socjalnych – przykłady z polskiej praktyki

Niektóre organizacje związkowe prywatyzowanych firm państwowych żądają od inwestorów, przyszłych pracodawców gwarancji zatrudnienia do uzyskania uprawnień emerytalnych, a nawet zapewnienia pracy dla swoich dzieci oraz wielotysięcznych premii prywatyzacyjnych.

Trwającej od 1990 r. prywatyzacji państwowych firm towarzyszy podpisywanie tzw. pakietów socjalnych. Ich zawartość w ostatnich latach ulega istotnym zmianom. Daje się zauważyć wzrost oczekiwań załóg prywatyzowanych firm co do zakresu gwarancji w tych umowach między inwestorem kupującym firmę a organizacjami związkowymi reprezentującymi pracowników.

W pakiecie socjalnym zapisywanych jest wiele świadczeń istotnych dla załóg. Pogarszająca się sytuacja na rynku pracy powoduje, że na czoło pakietowych zapi-

sów i batalii wysuwają się gwarancje zatrudnienia. Jeszcze kilka lat temu standardowa gwarancja zatrudnienia wynosiła 2, maksymalnie 3 lata. Obecnie nikogo nie dziwi żądania 5-letniej gwarancji zatrudnienia dla całej załogi. Rekordową gwarancję zatrudnienia wynegocjowali dla siebie pracownicy Elektrowni Połaniec, którzy mają zagwarantowaną pracę na 10 najbliższych lat. Czasami gwarancja zatrudnienia dla pracowników już nie wystarcza, np. podczas negocjacji warunków pakietu socjalnego warszawskiej firmy STOEN pojawił się postulat zagwarantowania pracy dzieciom pracowników. Pakiety zawierają zawsze mechanizm obliczania i wypłaty rekompensat zwalnianym pracownikom, na wypadek gdy właściciel uzna, że firma musi być jednak restrukturyzowana i zwolnienia są niezbędne. Przeważnie rekompensata taka jest iloczynem miesięcznego wynagrodzenia i liczby miesięcy pozostałych do zakończenia wynegocjowanego okresu gwarancji zatrudnienia.

Oczywiście sama gwarancja zatrudnienia nie wystarcza, kolejnym zatem punktem w pakiecie socjalnym jest ustalenie warunków wzrostu wynagrodzeń i premii. Oczywiście wszystko to w kilkuletniej perspektywie i w oderwaniu od sytuacji na rynku, inflacji itp. Często pakiety zobowiązują do corocznych podwyżek płac, bez względu na sytuację finansową firmy i wyniki pracy zatrudnionych. W dalszym ciągu inwestor musi zagwarantować załodze odpowiedniej wysokości bonus prywatyzacyjny, czyli określony procent akcji prywatyzowanego przedsiębiorstwa (waha się on zwykle w przedziale 10-15%). Poza tym pakiety zawierają wiele innych przywilejów i świadczeń, jakie mają otrzymywać po prywatyzacji pracownicy.

Poniżej podano przykłady niektórych rozwiązań przyjętych w pakietach socjalnych prywatyzowanych firm¹.

- International Paper Company, wykupując w 1992 r. Zakłady Celulozowo-Papiernicze Kwidzyn, gwarantował utrzymanie miejsc pracy przez 18 miesięcy. Nie było w firmie zwolnień grupowych, ale obecnie zatrudnienie wynosi około połowy stanu z 1992 r. (zatrudniano wówczas 3700 osób).
- Grupa Electrabel, wykupując w kwietniu 2000 r. Elektrownię Połaniec, zapewniła na 10 lat gwarancję utrzymania 2342 etatów. Jednak już w 2001 r. wprowadzono program dobrowolnych odejść za wysoką odprawą, co przyczyniło się do radykalnego zmniejszenia zatrudnienia (na koniec 2004 r. poniżej 500 osób).
- Konsorcjum firm EdF i EnDW, wykupując w marcu 2001 r. Elektrownię Rybnik, zapewniło gwarancje zatrudnienia na okres 72 miesięcy, wprowadzając równocześnie programy przyspieszonych odejść.
- Przy prywatyzacji Polfy Poznań przez GlaxoSmith Kline Pharmaceuticals w 1998 r. uzgodniono 4-letni okres gwarancji zatrudnienia. Zapewniono również wysoką jednorazową premię prywatyzacyjną w wysokości 10,5-krotności miesięcznych wynagrodzeń. Wcześniejsze zwolnienia (tuż przed upływem okresu

¹ Wybrano z opracowania: *Wybrane procesy prywatyzacyjne z udziałem inwestorów zagranicznych*, Ministerstwo Skarbu Państwa, Departament Integracji Europejskiej i Współpracy z Zagranicą, Warszawa 2004.

ochronnego) dotknęły 308 pracowników, ale wiązały się z wypłaceniem bardzo wysokich odpraw (od 15 do 17 pensji). Aż 100 spośród wcześniej zwolnionych znalazło pracę w innych spółkach Grupy.

Przy przeprowadzaniu prywatyzacji ważne jest, aby dokonano poprawnych, zgodnych z przepisami zapisów. Jeżeli spółka ma Zakładowy Układ Zbiorowy Pracy zawierający gwarancje socjalne, to bardzo ważne jest również ich poprawne opisanie, ponieważ brak jednoznacznych, precyzyjnych zapisów może wpłynąć na obniżenie rynkowej wartości spółki w trakcie trwającego procesu prywatyzacyjnego. Błędne postanowienia w tej kwestii mogą skutkować ograniczeniem efektywnego zarządzania przedsiębiorstwem oraz usztywnieniem kosztów pracy, bez względu na wewnętrzne i zewnętrzne warunki działania spółki, co w efekcie przekłada się na wartość rynkową. Sam brak precyzji zapisów jest samoistnym czynnikiem ryzyka, może bowiem (choć nie musi) rodzić dodatkowe zobowiązania. Jest oczywistym, że pojawienie się takich zobowiązań, a nawet świadomość ryzyka ich wystąpienia, zmniejsza wartość kapitału własnego.

Kluczową kwestią w prowadzonych tu rozważaniach jest określenie, jaki pakiet socjalny w sprzedawanej spółce można uznać za nienaruszający interesów spółki sprzedającej. Na przykład, jak wynika z kontroli prywatyzacji spółki Zespół Elektrociepłowni w Poznaniu, uregulowania Układu stworzyły pracownikom spółki nadmiernie uprzywilejowaną pozycję wobec pracodawcy i ustanowiły barierę dla ewentualnych zamierzeń restrukturyzacyjnych w spółce. Wpływało to negatywnie na oferty potencjalnych inwestorów, ograniczało bowiem swobodę decyzji w planowaniu przyszłej strategii spółki². Poza potencjałem inwestycyjnym istotne znaczenie dla zmniejszenia ofert cenowych mają zapisy w ZUZP. Na przykład redukcja pracowników, a co za tym idzie – wypłaty związane z odprawami, powodują zmniejszenie wartości spółki. W przypadku utrzymania poziomu zatrudnienia może się również pojawić sytuacja związana z koniecznością zwiększenia korekty wartości spółki, która może być większa od wartości w sytuacji zwolnień³.

3. Standard wartości

Ważne dla rozpatrywanej kwestii jest określenie momentu sporządzenia wyceny oraz zastosowanych w takiej wycenie założeń. Konieczne jest również ustalenie, o jakiej wycenie mówimy, tzn. z czyjego punktu widzenia dokonujemy wyceny. Trzeba więc w tym miejscu wspomnieć o tzw. standardzie wartości.

Standard wartości (*standard of value*) można określić jako definicję rodzaju poszukiwanej wartości. Standard wartości definiuje strony rzeczywistej lub hipotetycznej transakcji dotyczącej wycenianych aktywów, wydzielonych zakładów czy

² *Informacja o wynikach kontroli: Procesy prywatyzacyjne w energetyce ciepłej*, Najwyższa Izba Kontroli, Departament Gospodarki, Skarbu Państwa i Prywatyzacji, Warszawa 2005, s. 57.

³ Tamże, s. 38.

całych przedsiębiorstw. Przez określenie standardu wartości udziela się odpowiedzi na pytanie: wartość dla kogo? Standard wartości w wielu wypadkach determinuje także dobór metod wyceny oraz wskazuje na czynniki, które należy w wycenie uwzględnić⁴. W praktyce wyceny najczęściej stosowane są następujące standardy wartości⁵:

- 1) sprawiedliwa (godziwa) wartość rynkowa (*fair market value*),
- 2) wartość inwestycji (*investment value*),
- 3) wartość nieodłączna (fundamentalna) (*intrinsic value*),
- 4) wartość sprawiedliwa (*fair value*).

W Polsce zagadnienie standardu wartości było przez cały okres od 1990 r. praktycznie nieobecne w literaturze przedmiotu, a więc również w praktyce wyceny przedsiębiorstw (z wyjątkiem wycen realizowanych przez renomowane firmy konsultingowe – przede wszystkim zagraniczne). Brak definicji standardu wartości stwarza ryzyko popełnienia poważnych błędów w zakresie zarówno przyjmowanych założeń i dobieranych metod wyceny, jak i interpretacji jej wyników⁶. Jest to jedno z kardynalnych uchybień w praktyce wyceny przedsiębiorstw w Polsce, widoczne szczególnie wyraźnie w przypadku wycen prowadzonych na potrzeby prywatyzacji.

4. Metody wyceny a wartość spółki

Nie ulega wątpliwości, że różne elementy pakietu gwarancji pracowniczych związane z większym uspołecznieniem procesów prywatyzacyjnych mają wpływ na postrzeganą przez potencjalnych inwestorów wartość wycenianych spółek. Stosowane najczęściej metody wyceny, tj. metoda zdyskontowanych przyszłych strumieni pieniężnych, metoda wartości odtworzeniowej (zamiennie jest stosowana metoda wartości likwidacyjnej), metoda wartości skorygowanej aktywów netto, należą do podejścia dochodowego oraz podejścia majątkowego. W przypadku podejścia do-

⁴ Zob. S.P. Pratt, R.F. Reilly, R.P. Schweih, *Valuing a Business. The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies*, Irwin Professional Publishing, Chicago 1996, s. 23.

⁵ Por. J.E. Fishman, S.P. Pratt, J.C. Griffith, D.K. Wilson, S.L. Meltzer, R.W. Hampton, *Guide to Business Valuations*, vol. 1, Practitioners Publishing Company, Fort Worth 1992, s. 805.13-805.14; S.P. Pratt, R.F. Reilly, R.P. Schweih, wyd. cyt., s. 23-28.

⁶ W polskim piśmiennictwie pojawiło się wiele wartościowych prac traktujących o wycenie przedsiębiorstw, zawierających również definicje różnych kategorii wartości. Nie mówi się tam jednak o standardzie wartości. Zobacz np. B. Nogalski, H. Zalewski, *Kapitały i wartość w procesie zarządzania przedsiębiorstwem*, Wyższa Szkoła Administracji i Biznesu w Gdyni, Gdynia 1998, s. 76-82; M. Groszek, S. Kasiewicz, *Wycena przedsiębiorstw*, TNOiK, Warszawa 1991, s. 5 i dalsze; A. Jaki, *Wycena przedsiębiorstwa. Pomiar i ocena wartości*, Zakamycze, Kraków 2000, s. 23-67; *Wycena przedsiębiorstw. Metody – procedury – przykłady*, red. R. Borowiecki, Akademia Ekonomiczna w Krakowie, TNOiK, Warszawa–Kraków 1993, s. 17 i dalsze. Zobacz także U. Malinowska, *Wycena przedsiębiorstwa w warunkach polskich*, Difin, Warszawa 2001 oraz R. Borowiecki, A. Jaki, J. Kaczmarek, *Metody i procedury wyceny przedsiębiorstw i ich majątku*, Wydawnictwo Profesjonalnej Szkoły Biznesu, Kraków 1998.

chodowego dodatkowe wypływy pieniężne (*cash outflows*) będące wynikiem podpisanego pakietu socjalnego zmniejszają przepływy pieniężne netto pozostające do dyspozycji właścicieli. Przy założeniu stałości pozostałych czynników oznaczałoby to obniżenie wartości kapitału własnego.

W przypadku podejścia majątkowego (niezależnie od przyjętej metody) dodatkowe zobowiązania z tytułu pakietu socjalnego⁷ zmniejszają wartość odtworzeniową, likwidacyjną bądź skorygowaną aktywów, a więc również obniżają wartość kapitału własnego.

Warto nadmienić, że również w przypadku zastosowania metody mnożnika zysku, zysk wycenianej spółki powinien być skorygowany o uśrednione roczne dodatkowe koszty z tytułu podpisanego pakietu socjalnego. Implikowana takim zabiegiem wartość kapitału własnego uległaby więc również zmniejszeniu. Należące do podejścia rynkowego różne metody mnożnikowe, w tym również tzw. metoda mnożnika zysku (bardziej znana jako metoda wskaźnika cena/zysk), nie mogą być wykorzystane do wyceny wielu prywatyzowanych spółek, brakuje bowiem ich odpowiedników notowanych na Gieldzie Papierów Wartościowych w Warszawie (*market comparables*). Nieuwzględnienie metod tej grupy wśród preferowanych metod wyceny jest więc na obecnym etapie rozwoju polskiego rynku kapitałowego w pełni uzasadnione.

Dokonując prywatyzacji, sprzedający będzie dysponował wyceną, która zakłada kontynuację działania podmiotu w dotychczasowej formule. Odpowiednim standardem wartości jest wówczas wartość sprawiedliwa (godziwa) lub godziwa wartość rynkowa. Kupujący będzie miał zwykle również swoją wycenę, będącą bez wątpienia innym standardem wartości, tj. wartością inwestycji. W swoich szacunkach inwestor bowiem będzie przyjmował założenia odpowiadające jego strategii, uwzględni wszelkie synergie, korzyści i koszty wynikające z nabycia firmy. W trakcie negocjacji wycena ta w zasadzie nigdy nie jest ujawniana, w przeciwieństwie do wartości sprawiedliwej i godziwej wartości rynkowej, które często są jawne albo wyznaczają bardziej lub mniej łatwy do rozpoznania przedział wartości, w którym z punktu widzenia sprzedającego musi się zmieścić ostateczna cena transakcji.

Nie ma więc jednej prawdziwej, obiektywnej wyceny – może być wiele wycen, różniących się zastosowanym standardem wartości, metodą wyceny, przyjętymi założeniami. Pojawia się zatem pytanie: na podstawie której wartości sprzedający powinien podejmować decyzję o sprzedaży? Oczywiście powinna to być wycena dokonana przed rozpoczęciem negocjacji, oparta na standardzie wartości sprawiedliwej bądź godziwej wartości rynkowej, uwzględniająca przeciętne (uśrednione – czyli ani nazbyt optymistyczne, ani nazbyt pesymistyczne) warunki działania wycenionego

⁷ Oddzielną kwestią jest oszacowanie rzeczywistej wielkości tych zobowiązań. Konkretny inwestor, mając jasny plan i działając z pełną determinacją i konsekwencją, jest w stanie wyliczyć wspomniane zobowiązania z daleko posuniętą precyzją. W przypadku braku takiego planu zobowiązania mogą przybierać istotnie różniące się wartości.

podmiotu. Jeżeli w przypadku niedojścia prywatyzacji do skutku pracownicy nie otrzymają żadnego pakietu socjalnego, to – zdaniem autora artykułu – wynikające z ewentualnego pakietu socjalnego dodatkowe wpływy pieniężne/zobowiązania nie powinny być uwzględnione w wycenie dokonywanej z punktu widzenia sprzedającego. Uwzględnienie tych elementów oznaczałoby, że powinniśmy wziąć również pod uwagę inne korekty wynikające z realizacji programu przez nowego właściciela, np. synergie z tytułu wejścia do grupy kapitałowej (w tym wypadku oczywiście zwiększające wartość). Nie wiemy poza tym, na ile uzgodnione zapisy pakietu socjalnego będą rzeczywistym wpływem/zobowiązaniem. Może się bowiem okazać, że gwarancje zatrudnienia nie mają praktycznie żadnej wartości w sytuacji planowanej przez nowego właściciela znaczącej ekspansji lub co najmniej pozostawienia zakresu działania na obecnym poziomie. Z kolei podwyżki wynagrodzeń, nagrody roczne, dodatkowe odpisy na fundusz socjalny, a nawet tzw. premię prywatyzacyjną można postrzegać jako ważne czynniki pobudzania wydajności pracy, a w wielu przypadkach jako konieczność wynikającą z nierównowagi na rynku pracy (czego wiele polskich firm doświadczało w ostatnim okresie, m.in. w sektorze budowlanym czy stoczniowym).

Jeżeli wyznaczony w ten sposób, tzn. bez uwzględnienia dodatkowych wpływów pieniężnych/zobowiązań, przedział wartości będzie wyraźnie niższy od przedziału wyznaczonego wyceną inwestora (wartość inwestycji), to nabywca będzie prawdopodobnie skłonny rozważyć redukcję swoich korzyści (czyli wartości) o kwoty wynikające z wynegocjowanego pakietu socjalnego. Warto podkreślić, że jest to sytuacja typowa w wielu prywatyzacjach. Wartość inwestycji jest zwykle wyższa od wartości oszacowanej przez sprzedającego (prywatyzującego), ten drugi bowiem zakłada kontynuację dotychczasowych procesów gospodarczych, które wiążą się często z przerostami zatrudnienia, niską efektywnością, pasywnym zarządzaniem itp.

Nie ma oczywiście przeciwwskazań, aby sprzedający sporządził własne symulacje wartości inwestycji – niezależnie od oszacowanej (najczęściej przez podmiot zewnętrzny) wartości godziwej lub godziwej wartości rynkowej jako formalnej podstawy dla dokonania transakcji. Możliwe jest w ten sposób przynajmniej zgrubne zarysowanie ram negocjacji cenowych i lepsze przygotowanie się do rozmów.

Nie ulega wątpliwości, że w przypadku sprzedaży podmiotu osiągającego już obecnie wysoką efektywność działania i mającego bardzo dobre perspektywy rozwoju wycena będąca podstawą do wyznaczenia ceny może być na tyle wysoka, że potencjalni inwestorzy nie będą mieli wielkiego pola manewru w zakresie dodatkowych świadczeń dla pracowników. Każdy ruch w tym kierunku spowodowałby zmniejszenie wartości ich inwestycji. W sytuacji braku zainteresowania ze strony inwestorów konieczne może być przeprowadzenie powtórnej wyceny na podstawie zaktualizowanych założeń i/lub zweryfikowanie oczekiwań odnośnie do zgłaszane- go wcześniej pakietu socjalnego (o ile procedura dopuszcza taką możliwość). Istnieje tu jednak ryzyko kolejnego niepowodzenia, a jego powodem może być oczywiście

oczekiwanie nadmiernych gwarancji socjalnych. Akceptacja przez zarząd podmiotu sprzedającego spółkę zależną nadmiernych gwarancji socjalnych przy danej wycenie wyjściowej może być więc przyczyną niepowodzenia całego procesu prywatyzacji i potencjalnie być podstawą zgłoszenia zarzutów o działanie na szkodę spółki.

5. Konkluzja

Reasumując, autor artykułu nie uważa za zasadne wprowadzenie do wyceny dokonywanej z punktu widzenia sprzedającego wpływów (podejście dochodowe) lub zobowiązań (podejście majątkowe) wynikających z tzw. pakietów socjalnych. Ich oczywisty wpływ na zmniejszenie wartości powinien znaleźć odzwierciedlenie w wycenie dokonywanej przez inwestora. Przy takim założeniu trzeba mieć świadomość możliwości zawężenia pola negocjacji cenowych – odnosi się to szczególnie do firm dobrze zorganizowanych, efektywnych i mających już przed prywatyzacją ponadstandardowe wynagrodzenia. Dodatkowy pakiet socjalny byłby w takim przypadku nieuzasadniony, przynajmniej w pełnym zakresie. Brak elastyczności może spowodować trudności w prywatyzacji takich firm.

Kwestia odpowiedzialności Zarządu za przeprowadzenie procedury prywatyzacyjnej (potencjalny zarzut działania na szkodę spółki) jest bardziej złożona. Zarząd powinien dochować należytej staranności w całym procesie prywatyzacji. Jeżeli w wycenie przeprowadzanej z punktu widzenia sprzedającego nie zostaną uwzględnione dodatkowe wpływy/zobowiązania z tytułu pakietu socjalnego, to z tego tytułu nie powinien pojawić się zarzut o zaniżenie wartości sprzedawanych spółek. Inny zarzut może dotyczyć braku prywatyzacji (z czego w konsekwencji mogło wynikać utrwalenie trudnej sytuacji, a nawet upadłość) spowodowanej zbyt wysoką wyceną i/lub nadmiernym zakresem pakietu socjalnego. Dlatego ważne jest weryfikowanie założeń wycen dokonywanych z punktu widzenia sprzedającego oraz przyjmowanie rozsądnych, akceptowanych na rynku pakietów socjalnych, tj. takich, które będzie w stanie zaakceptować nowy nabywca spółki, godząc się na zapłatę ceny wyznaczonej przez sprzedającego (według wartości godziwej bądź godziwej wartości rynkowej).

Literatura

- Borowiecki R., Jaki A., Kaczmarek J., *Metody i procedury wyceny przedsiębiorstw i ich majątku*, Wydawnictwo Profesjonalnej Szkoły Biznesu, Kraków 1998.
- Fishman J.E., Pratt S.P., Griffith J.C., Wilson D.K., Meltzer S.L., Hampton R.W., *Guide to Business Valuations*, vol. 1, Practitioners Publishing Company, Fort Worth 1992.
- Groszek M., Kasiewicz S., *Wycena przedsiębiorstw*, TNOiK, Warszawa 1991.
- Informacja o wynikach kontroli: Procesy prywatyzacyjne w energetyce cieplnej*, Najwyższa Izba Kontroli, Departament Gospodarki, Skarbu Państwa i Prywatyzacji, Warszawa 2005.
- Jaki A., *Wycena przedsiębiorstwa. Pomiar i ocena wartości*, Zakamycze, Kraków 2000.
- Malinowska U., *Wycena przedsiębiorstwa w warunkach polskich*, Difin, Warszawa 2001.

Nogalski B., Zalewski H., *Kapitały i wartość w procesie zarządzania przedsiębiorstwem*, Wyższa Szkoła Administracji i Biznesu w Gdyni, Gdynia 1998.

Pratt S.P., Reilly R.F., Schweihs R.P., *Valuing a Business. The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies*, Irwin Professional Publishing, Chicago 1996.

Wybrane procesy prywatyzacyjne z udziałem inwestorów zagranicznych, Ministerstwo Skarbu Państwa, Departament Integracji Europejskiej i Współpracy z Zagranicą, Warszawa 2004.

Wycena przedsiębiorstw. Metody – procedury – przykłady, red. R. Borowiecki, Akademia Ekonomiczna w Krakowie, TNOiK, Warszawa-Kraków 1993.

EMPLOYMENT GUARANTEES VERSUS THE VALUATION OF BUSINESS INTEREST. AN OUTLINE OF THE PROBLEM

Summary: The paper deals with the key conceptual aspects of valuing privatized firms. Basics of standards of value have been discussed. The main conclusion of the paper is that privatized companies should be valued without taking into account a value of social packages when it refers to the valuation performed from a seller's viewpoint. The valuation carried out by an investor, however, should reflect a decreased value of a business due to an extra social burden to the buyer.