

ROZDZIAŁ 17

FUZJE I PRZEJĘCIA Z PUNKTU WIDZENIA OFERENTA I PRZEDSIĘBIORSTWA PRZEJMOWANEGO

Mirosław Wcisły^{1}*

1. Wprowadzenie

Coraz szybszy rozwój gospodarczy, rozpoczęcie produkcji na masową skalę, powstawanie wielkich korporacji powiązane są z intensyfikacją procesów fuzji i przejęć, które zachodzą na coraz szerszą skalę. Pomimo, że z procesami łączeń spółek mamy do czynienia od ponad 100 lat, nazewnictwo oraz sposób klasyfikacji dotychczas nie przybrał jednolitej formy. W wielu źródłach możemy spotkać się z różnorodnym sposobem określania oraz podziału omawianego zjawiska.²

Kryzys finansowy prowadzi do szeregu negatywnych skutków w gospodarce. Do ich przejawów zaliczyć można osłabienie sytuacji finansowej wielu spółek, jak również drastyczne przeceny akcji spółek notowanych na giełdach. Prowadzi to do uaktywnienia się mechanizmów fuzji i przejęć, co możemy zaobserwować na przestrzeni ostatnich kilkunastu miesięcy. W tej sytuacji warto zastanowić się, jakie czynniki w głównej mierze skłaniają do podjęcia decyzji o przeprowadzeniu fuzji lub przejęcia, szczególnie o wrogim charakterze, jakie istnieją sposoby dokonywania integracji przedsiębiorstw oraz co się dzieje z przedsiębiorstwem przejmowanym bez wiedzy lub wbrew woli jego właścicieli. Obecna sytuacja dostarcza nam wielu informacji umożliwiających badanie tego zjawiska. Celem opracowania jest próba usystematyzowania informacji na temat fuzji i przejęć, jako wstęp do badań empirycznych nad tym zjawiskiem w warunkach polskiej gospodarki.

¹ * doktorant, Uniwersytet Łódzki

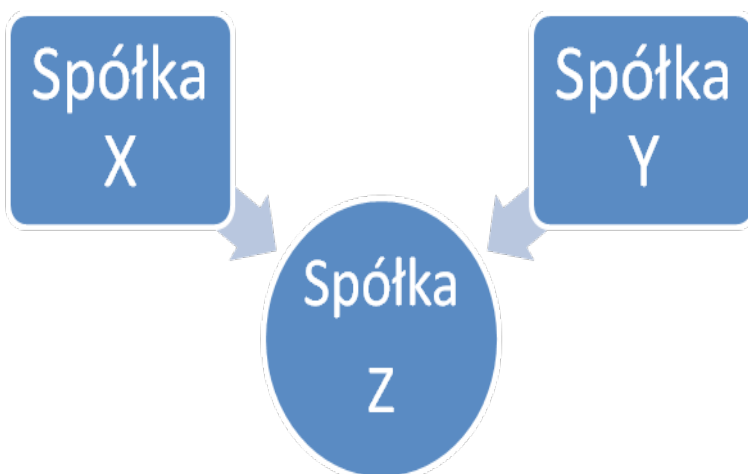
² A. Herdan, *Fuzje, przejęcia... Wybrane aspekty integracji*, Wydawnictwo Uniwersytetu Jagiellońskiego, Kraków 2008, s. 11-13.

2. Definicja Fuzji I Przejęć

Integracja spółek może zachodzić w dwojaki sposób, poprzez fuzje oraz przejęcia. W ramach fuzji wyróżniamy dwa rodzaje połączeń przedsiębiorstw. Pierwszy typ to konsolidacja. Występuje wówczas, gdy powstaje przedsiębiorstwo na skutek połączenia dwóch lub większej liczby spółek, które dla potrzeb konsolidacji utraciły osobowość prawną. Z reguły powstaje ona za zgodą oraz w interesie spółek. Drugim typem jest fuzja o charakterze inkorporacji. W tym przypadku jedno z przedsiębiorstw zachowuje swą osobowość prawną, natomiast pozostałe są w nie wcielane. Inkorporacja może zostać utworzona zarówno za zgodą właścicieli wszystkich spółek (przyjazne nabycie), jak również w przypadku sprzeciwu przedsiębiorstwa inkorporowanego (wrogie przejęcie).

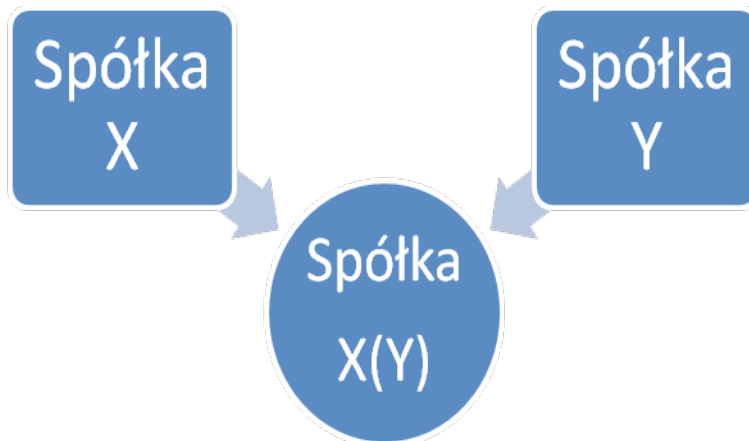
Gdy dochodzi do przejęcia kontroli nad inną firmą, która nie traci osobowości prawnej, mamy do czynienia z jej przejęciem. Przejęcie spółki nastąpić może na wiele sposobów. Między innymi poprzez zakup przedsiębiorstwa przejmowanego lub części jego majątku, zakup akcji (udziałów) przedsiębiorstwa na skutek porozumienia stron lub poprzez skierowanie oferty do akcjonariuszy przejmowanej spółki, uczestnictwo w podniesionym kapitale własnym poprzez objęcie nowych akcji lub udziałów, objęcie kontroli przez akcjonariuszy, na skutek wystąpienia ze spółki wspólnika poprzez umorzenie kapitału, zakup zobowiązań przedsiębiorstwa i ich konwersję na kapitał własny, pełnomocnictwo, prywatyzację, wspólne przedsięwzięcie oraz dzierżawę.³

Schemat 1. Konsolidacja spółki X i Y

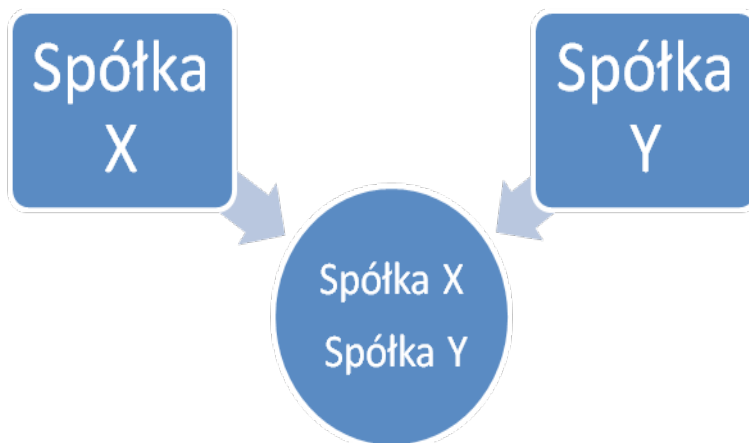


Źródło: opracowanie własne

³ W. Frąckowiak, *Fuzje i przejęcia*, PWE, Warszawa 2009, s. 26-28.

Schemat 2. Inkorporacja spółki Y przez spółkę X

Źródło: opracowanie własne

Schemat 3. Przejęcie spółki Y przez spółkę X

Źródło: opracowanie własne

3. Klasyfikacja Mechanizmów Łączenia Przedsiębiorstw

W zależności od przyjętego kryterium, wyróżniamy różnego rodzaju procesy łączenia się przedsiębiorstw. Biorąc pod uwagę rodzaj prowadzonej działalności, mamy do czynienia z połączeniami poziomymi, gdy w transakcji biorą udział przedsiębiorstwa prowadzące działalność w tej samej branży lub na tym samym rynku, pionowymi, gdy w transakcji biorą udział przedsiębiorstwa prowadzące działalność powiązaną ze sobą, lecz znajdujących się na różnych fazach cyklu produkcji, konglomeratowymi, gdy w transakcji biorą udział przedsiębiorstwa

działające na różnych rynkach, w innych branżach (ich występowanie jest na ogół związane z motywem zdywersyfikowania ryzyka działalności) oraz koncentrycznymi, kiedy prowadzą działalność powiązaną ze sobą w zakresie geograficznym, technicznym, rynkowym, osiągając między innymi korzyści wytwarzania dóbr komplementarnych⁴. Przyjmując jako kryterium stanowisko uczestników transakcji wyróżniamy fuzje i przejęcia przyjazne, gdy przeniesienie własności i kontroli nad przedsiębiorstwem przeprowadzone zostaje za zgodą właścicieli wszystkich spółek oraz wrogie, gdy fuzja lub przejęcie odbywa się na skutek nabycia akcji wprost od jej akcjonariuszy bez wiedzy, a najczęściej wbrew woli właścicieli przejmowanej spółki.⁵ Rozpatrując połączenia spółek pod względem obszaru działania, mamy nabycia krajowe i zagraniczne. Mechanizmy fuzji i przejęć możemy również klasyfikować według źródeł ich finansowania. W przypadku konsolidacji mamy do czynienia z wymianą akcji, w związku z czym nie ma potrzeby zdobywania dodatkowych funduszy na ten cel. Przy dokonaniu inkorporacji i fuzji wymagane są odpowiednie fundusze, ze środków własnych lub obcych. Z uwagi na cel, połączenia dzielimy na strategiczne, gdy stanowią składową długookresowej strategii oraz okazjonalne, gdy są wynikiem nieplanowanej transakcji na skutek nadarzającej się okazji. Uwzględniając cele strategiczne, wyróżniamy połączenia obronne, gdy ich motywem jest obrona przed spółką, która zamierza dokonać przejęcia, lub utrzymanie się na rynku i agresywne, gdy jego celem jest osiągnięcie celów strategicznych, na przykład poprawa pozycji rynkowej. Kiedy za kryterium podziału przyjmiemy osobę, która dokonuje połączenia, mamy do czynienia z wykupem menedżerskim, gdy połączenie zostaje wykonane przez zarząd lub pracowniczym, gdy dokonany jest przez osoby zatrudnione.⁶ Wyróżniamy również połączenia o charakterze „many at once” (wszyscy na jednego), gdy następuje atak kilku firm na jedną, „one at time” (jedna na raz), gdy w sytuacji zagrożenia dochodzi do połączenia przedsiębiorstw, lub gdy duże przedsiębiorstwo wchłonie mniejsze oraz „one by one” (jeden na jednego), gdy dochodzi do połączenia się spółek o podobnej strukturze oraz wielkości.⁷

⁴ G. Aniszewska, *Strategie integracji firm w fuzjach i przejęciach*, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie – Oficyna Wydawnicza, Warszawa 2004, s.73-77

⁵ R. Sasiak, *Fuzje i przejęcia spółek publicznych*, Kantor Wydawniczy, Zakamycze 2000, s. 21-29.

⁶ A. Herdan, L. Antolak, *Połączenia przedsiębiorstw. Teoria i praktyka*, Księgarnia Akademicka, Kraków 2005, s. 18-21.

⁷ P. J. Szczepankowski, *Fuzje i przejęcia*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2000, s. 61-62.

Tabela 1. Klasyfikacja mechanizmów fuzji i przejęć

Rodzaj działalności	<ul style="list-style-type: none">• pozioma• pionowa• konglomeratowa• koncentryczna
Stanowisko uczestników transakcji	<ul style="list-style-type: none">• fuzje i przejęcia przyjazne• przejęcia wrogie
Obszar	<ul style="list-style-type: none">• krajowe• zagraniczne
Źródła finansowania	<ul style="list-style-type: none">• z środków własnych• z środków obcych
Cel	<ul style="list-style-type: none">• strategiczne• okazjonalne
Cel strategiczny	<ul style="list-style-type: none">• obronne• agresywne
Osoba dokonująca połączenia	<ul style="list-style-type: none">• wykup menedżerski• wykup pracowniczy
Przebieg połączenia	<ul style="list-style-type: none">• many at once• one at time• one by one

Źródło: opracowanie własne

4. Główne motywy fuzji i przejęć

Choć fuzje i przejęcia nierzadko wywołują negatywne skutki dla przejmującego, istnieje wiele przesłanek motywujących do działań mających na celu łączenie przedsiębiorstw. Jeffrey C. Hooke podaje cztery podstawowe powody, skłaniające do nabycia przedsiębiorstwa, które ukształtowało już swoją pozycję na rynku, w celu rozwoju firmy:⁸

- Zakup spółki umożliwia poszerzenie zakresu działalności przedsiębiorstwa, unikając jednocześnie ryzyka, z jakim miałyby do czynienia wprowadzając na rynek nowy produkt. Jeżeli przejmowana spółka posiada już ugruntowaną pozycję, a produkt jest dobrze rozpoznawalny, jej działalność nie niesie za sobą zagrożeń, jakie występowałyby w początkowych etapach inwestycji.
- Połączenie ze spółką o dobrze rozwiniętej infrastrukturze, dostosowanej do warunków technologii, bazy pracowniczej oraz konsumenckiej, dostarczyć może infrastrukturę, która, przy odpowiednim wykorzystaniu, może pozytywnie wpłynąć na rozwój przedsiębiorstwa.
- Wprowadzenie nowych lub ulepszenie istniejących już linii produkcyjnych wiąże się na ogół z wysokimi nakładami finansowymi, dość często przekraczającymi wartość nowej inwestycji. Połączony podmiot jest z kolei w stanie generować przychody i dodatnie saldo znacznie szybciej. Co więcej, wspomniane nabycie może okazać się łatwiejsze do sfinansowania, ponieważ z punktu widzenia kredytodawcy, stanowi lepsze zabezpieczenie długu.
- Połączenie spółek prowadzi do zwiększenia zakresu kontroli oraz umożliwia wykorzystanie szerszego wachlarza metod zarządzania przedsiębiorstwem i rozwiązywania pojawiających się problemów.

Należy w tym miejscu podkreślić, że nie każde przejęcie lub fuzja z przedsiębiorstwem o dobrej, ukształtowanej pozycji na rynku prowadzi będzie do korzyści opisanych powyżej. Rezultat działania zależeć będzie przede wszystkim od sposobu przeprowadzenia połączenia spółek, od realizowanej strategii, z uwzględnieniem ceny oraz momentu transakcji.

Waldemar Frąckowiak wyróżnia 4 podstawowe grupy motywów prowadzących do przeprowadzenia transakcji połączeniowych: motywy techniczne i operacyjne, rynkowe i marketingowe, finansowe oraz menedżerskie. Pierwszą grupę stanowią motywy techniczne i operacyjne. Chęć zwiększenia

⁸ J. C. Hooke, *Fuzje i przejęcia. Jak skutecznie przeprowadzić transakcję*, K.E. Liber, Warszawa 1998, s. 7-9.

efektywności zarządzania spółką należy do jednych z najczęściej podawanych motywów nabywania przedsiębiorstw. W łączących się spółkach najczęściej dochodzi do eliminacji dublujących się obszarów, w rezultacie czego nabywca pozbywa się słabo wykorzystywanych aktywów. Przeprowadzane są również działania naprawcze lub restrukturyzacyjne, w ramach których eliminowane jest nieefektywne kierownictwo. Istotną przesłankę dokonywania fuzji i przejęć stanowi również efekt synergii, polegający na uzyskiwaniu większych korzyści z prowadzenia jednego, połączonego przedsiębiorstwa niż obu spółek zarządzanych przez różnych właścicieli. W przypadku połączeń o charakterze poziomym, możemy mieć do czynienia z korzyściami skali wynikającymi ze zwiększenia produkcji przy jednoczesnym obniżeniu jednostkowego kosztu produkcji, oszczędnościami w sferze zarządzania, dystrybucji oraz badań. Ponadto, działalność na większą skalę umożliwia negocjowanie lepszych cen u dostawców w związku ze zwiększonymi zakupami. Ekspansja pionowa umożliwia natomiast dopasowanie parametrów dostarczanych surowców do potrzeb technologicznych tak, aby ograniczyć koszty dalszych etapów produkcji lub przy niezmiennym koszcie uzyskać wyższą jakość produktów. Możliwa jest również sytuacja, w której dochodzi do połączenia przedsiębiorstw charakteryzujących się komplementarnością zasobów lub umiejętności względem siebie, np. małej spółki posiadającej patent na atrakcyjny produkt, lecz niewystarczającą infrastrukturę i spółki o bardzo dobrym zapleczu technologicznym.⁹

Kolejną grupę przesłanek stanowią motywy rynkowe i marketingowe. Połączenie przedsiębiorstw o tym samym rodzaju działalności prowadzi do zwiększenia udziału w rynku. Taka sytuacja umożliwia negocjowanie lepszych warunków z kontrahentami, tym samym obniżenie kosztów działalności oraz możliwość podejmowania agresywnej polityki cenowej. Nabycie natomiast własnego dostawcy umożliwia przejęcie wartości dodanej wytwarzanej w ramach jego działalności. Mechanizmy fuzji i przejęć można również wykorzystać w celu wyeliminowania konkurencji. Przejęcie spółki wytwarzających produkty komplementarne prowadzi to uzyskania tzw. korzyści zakresu. Dzięki zwiększonemu asortymentowi produktów istnieje możliwość poszerzenia zakresu usług oraz połączenia ofert rynkowych. W przypadku nabycia spółki działającej w zupełnie innej branży pojawia się możliwość wejścia w nowe obszary działalności w sposób niewymagający czasochłonnego uzyskiwania odpowiednich kompetencji, jak również prowadzi do zmniejszenia ryzyka działalności poprzez zróżnicowanie źródeł przychodów.

Dość często czynnikiem skłaniającym do połączeń przedsiębiorstw stanowią motywy finansowe. Transakcje nabycia innych spółek umożliwiają wykorzystanie nadmiernych funduszy. Wykonywane są one również w sytuacjach odwrotnych, tzn. w przypadku zapotrzebowania na gotówkę, poprzez nabycie

⁹ W. Frąckowiak, *Fuzje i przejęcia... op. cit.*, s. 32-44.

spółki o wysokiej płynności lub spółki, która umożliwi zwiększenie zdolności kredytowej przedsiębiorstwa po połączeniu lub grupy kapitałowej. Korzyści finansowe mogą również mieć charakter podatkowy. Taka sytuacja ma miejsce, gdy straty przejmowanej spółki wykorzystane są do zmniejszenia rozmiarów opodatkowania po nabyciu. Doskonały motyw do przejęcia spółki stanowi również niedoszacowanie wartości nabywanego przedsiębiorstwa, tzn. sytuacja w której jego cena jest niższa od rzeczywistej wartości.

Ostatnią grupę stanowią przesłanki menedżerskie. Na motyw ten również zwraca uwagę S. Sudarsanam¹⁰. Kadra kierownicza koncentrując często uwagę na własnym interesie, posiada szereg powodów, aby zaangażować się w procesy połączeniowe, w tym związane z osobistymi korzyściami. Wynagrodzenia menedżerów na ogół skorelowane są z poziomem przychodów lub zysków spółki. Fakt ten może stanowić bodziec motywacyjny do zwiększenia działalności przedsiębiorstwa w celu osiągnięcia wyższych korzyści, zwany syndromem budowania imperium. Ponadto, dywersyfikując działalność firmy, kierownictwo ogranicza ryzyko związane z jej bieżącym prowadzeniem, tym samym zapewniając sobie stabilność zarobków i zatrudnienia (motyw utrzymania pracy). Powiększenie prowadzonego przedsiębiorstwa umożliwia również podniesienie osobistego prestiżu (motyw samorealizacji) i zakresu władzy, a możliwe powiększenie zasobów wolnych środków otwiera możliwości prowadzenia dalszych fuzji w celu zdobycia pozycji dominującej na rynku.¹¹

P. J. Szczepankowski¹² również wyróżnia cztery główne grupy motywów procesów fuzji i przejęć. Choć sposób ich klasyfikacji jest inny, w dużym stopniu pokrywają one podobne aspekty związane z procesami łączenia spółek. Wyróżnia on motywy inwestycyjne, rynkowe, oparte na łańcuchu wartości dodanej oraz oparte na chęci wykorzystania potencjału wytwórczego. Pierwsza grupa związana jest z chęcią zwiększenia działalności spółki oraz generowanego zysku. W ramach drugiej grupy wyróżniamy przesłanki o charakterze defensywnym (np. przejęcia spółek zagranicznych w celu ominięcia ograniczeń importowych) oraz ofensywnym (np. fuzje ze spółkami dostarczającymi zaopatrzenie w celu ograniczenia kosztów zakupu surowców). Motywy oparte na wartości dodanej polegają między innymi na ograniczeniu kosztów z wykorzystaniem ekonomiki skali, umocnieniu pozycji na rynku czy łączeniu przewag konkurencyjnych łączących się firm. Ostatni motyw oparty jest na chęci wykorzystania potencjału wytwórczego, na przykład poprzez realizację strategii globalnych.

Warto w tym miejscu zaznaczyć, że choć wątek ten nie jest szerzej poruszany w niniejszym opracowaniu, fuzje i przejęcia niosą ze sobą pewne ryzyko. Zatem przy podejmowaniu decyzji rozpatrywane są zarówno korzyści wynikające z połączeń,

¹⁰ S. Sudarsanam, *Fuzje i przejęcia*, WIG-Press, Warszawa 1998, s. 16-19.

¹¹ W. Frąckowiak, *Fuzje i przejęcia... op. cit.*, s. 32-44.

¹² P. J. Szczepankowski, *Fuzje i przejęcia... op. cit.*, s. 111-125, 132.

jak również koszty z nimi związane¹³. Przedsiębiorstwa-cele podlegają dokładnej analizie, między innymi pod względem ich wielkości obrotu, zatrudnienia, lokalizacji, obsługiwanych rynków, kluczowych kontrahentów, relacji i wielu innych.¹⁴ Istotną rolę odgrywa również aspekt społeczno - kulturowy łączących się przedsiębiorstw.¹⁵ J. C. Hooke wyróżnia trzy podstawowe ryzyka związane z fuzjami i przejęciami, tzn. operacyjne, przepłaceniami i finansowe. Pierwsze związane jest z trudnościami integracyjnymi. Przejęta firma, może bowiem zachowywać się inaczej niż zakładano, co jednocześnie może istotnie ograniczać realizację zamierzonych działań. Drugie dotyczy sytuacji, w której okazuje się, że cena jaką oferent poniósł jest nieadekwatna do uzyskiwanych z przejętej spółki korzyści. Natomiast z ostatnim rodzajem ryzyka możemy mieć do czynienia, gdy finansowanie przejęcia wiązało się z zaciągnięciem kredytu.

5. Podsumowanie

W opracowaniu została podjęta próba usystematyzowania zagadnień związanych z fuzjami i przejęciami spółek. Przedstawiono najczęstsze przyczyny oraz sposoby łączenia się spółek. Należy w tym miejscu podkreślić, że każda fuzja i każde przejęcie ma swój własny, niepowtarzalny charakter, wynikający zarówno wewnętrznych jak i zewnętrznych uwarunkowań. W związku z tym, każde tego rodzaju zdarzenie powinno być rozpatrywane indywidualnie. Analizując poszczególne procesy łączenia przedsiębiorstw, można dopatrzeć się również innych, mniej popularnych powodów wpływających na podjęcie decyzji, a waga czynników będzie różna w poszczególnych sytuacjach. Informacje zawarte w niniejszym artykule powinny ułatwić rozpoznanie ich charakteru.

Literatura

1. Aniszewska G., *Strategie integracji firm w fuzjach i przejęciach*, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie – Oficyna Wydawnicza, Warszawa 2004
2. Cartwright S., C. L. Cooper, *Kiedy firmy łączą się lub są przejmowane*, Petit, Warszawa 2001
3. Chiu P., *Mergers and Acquisitions Considerations*, w: *Journal of Corporate Accounting and Finance / Autumn 1990*
4. Frąckowiak W., *Fuzje i przejęcia*, PWE, Warszawa 2009
5. Haspelslagh P.H., D.B. Jemison, *Managing Acquisitions. Creating Value through Corporate Renewal*, The Free Press, New York 1991
6. Herdan A., *Fuzje, przejęcia... Wybrane aspekty integracji*, Wydawnictwo Uniwersytetu Jagiellońskiego, Kraków 2008
7. Herdan A., L. Antolak, *Połączenia przedsiębiorstw. Teoria i praktyka*,

¹³ P. Chiu, *Mergers and Acquisitions Considerations*, "Journal of Corporate Accounting and Finance", Autumn 1990, s. 101-107.

¹⁴ D. Rankine, P. Howson, *Przejęcia. Strategie i procedury*, PWE, Warszawa 2008, s. 31-33.

¹⁵ S. Cartwright, C. L. Cooper, *Kiedy firmy łączą się lub są przejmowane*, Petit, Warszawa 2001, s. 106-125.

-
- Księgarnia Akademicka, Kraków 2005
8. Hooke J.C., *Fuzje i przejęcia. Jak skutecznie przeprowadzić transakcję*, K.E. Liber, Warszawa 1998
 9. Rankine D., Howson P., *Przejęcia. Strategie i procedury*, PWE, Warszawa 2008
 10. Sasiak R., *Fuzje i przejęcia spółek publicznych*, Kantor Wydawniczy, Zakamycze 2000
 11. Sudarsanam S., *Fuzje i przejęcia*, WIG-Press, Warszawa 1998
 12. Szczepankowski P.J., *Fuzje i przejęcia*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2000
 13. Rudolf St. (red.), *Tendencje zmian w nadzorze korporacyjnym*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2006

Streszczenie

Do przejawów kryzysu na rynkach finansowych należy między innymi pogorszenie się kondycji przedsiębiorstw, jak również drastyczna przecena akcji spółek giełdowych. Prowadzi to do uaktywnienia się mechanizmów fuzji i przejęć, co staje się coraz bardziej widoczne na przestrzeni ostatnich kilkunastu miesięcy. Celem opracowania jest przedstawienie przesłanek oraz sposobu przeprowadzania działań mających na celu łączenie się spółek.

Summary

One of the indicators of the international financial markets crisis is significant decrease in the condition of businesses, as well as drastic reduction in the share prices of listed companies. This leads to activation of merger and acquisition mechanisms that became more visible in the last few months. The aim of this paper is to present the principles and the processes involved in implementing the strategies of merging public companies.