

Anna Wawryszuk-Misztal

Dezinwestycje przedsiębiorstw na przykładzie Grupy Handlowej Emperia

Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska. Sectio H, Oeconomia 46/4, 861-870

2012

Artykuł został opracowany do udostępnienia w internecie przez Muzeum Historii Polski w ramach prac podejmowanych na rzecz zapewnienia otwartego, powszechnego i trwałego dostępu do polskiego dorobku naukowego i kulturalnego. Artykuł jest umieszczony w kolekcji cyfrowej bazhum.muzhp.pl, gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach dozwolonego użytku.

ANNA WAWRYSZUK-MISZTAŁ

*Dezinwestycje przedsiębiorstw
na przykładzie Grupy Handlowej Emperia*

Divestitures of enterprises on the basis of Emperia Trading Group

Słowa kluczowe: dezinwestycje, przejęcia, obrona przed wrogim przejęciem

Key words: divestitures, takeovers, defense against hostile takeovers

Wstęp

Współczesne przedsiębiorstwa, poszukując wartości dla akcjonariuszy, przestają być organiczną całością połączoną w sposób zwarty i stabilny. Coraz częściej przypominają zbiór aktywów, który menadżerowie nieustannie tną i powiększają w zależności od tego, jak rynki finansowe wyceniają nowe kombinacje¹. Podmioty gospodarcze można zatem porównać do konstrukcji złożonych z modułów, które łączy się ze sobą według potrzeb wynikających z realizowanej strategii i zmieniających się uwarunkowań. Pozyskiwanie kolejnych modułów w praktyce gospodarczej polega na podejmowaniu działalności inwestycyjnej, zaś pozbywanie się ich to procesy dezinwestycji.

Naturalnym zjawiskiem jest dążenie przedsiębiorstw do powiększania swoich rozmiarów w drodze inwestycji. Nierzadko procesom inwestycyjnym towarzyszą dezinwestycje, które są nie tyle wyrazem słabości przedsiębiorstwa, ile raczej dzia-

¹ H.-C. De Bettignies, *The Corporation as a community: an oxymoron? Can business schools reinvent themselves?*, „Concepts and Transformation” 2000, vol. 5, nr 2, s. 165–211, cyt. za: P.H. Dembiński, *Finanse po zawale*, Wydawnictwo Studio Emka, Warszawa 2011, s. 144.

laniem przypominającym odcinanie suchych gałęzi drzewa lub usuwanie zdrowych pędów, aby umożliwić rozwój pozostałym. Jak pokazują wyniki badań konsultantów McKinseya, aktywne kształtowanie majątku poprzez nabywanie i sprzedawanie pewnych firm i działów jest sposobem na dostarczenie akcjonariuszom jak największych korzyści. Często jednak dezinwestycje są postrzegane jako wyraz słabości przedsiębiorstwa, podczas gdy inwestycje świadczą o jego sile. Przekonanie takie wynika zapewne z faktu, iż decyzja o sprzedaży aktywów zazwyczaj jest reakcją na pewne przymusy, takie jak niska rentowność².

Zdarza się również tak, że podmiot gospodarczy posiada na tyle cenne aktywa, że stają się one przyczyną działań mających na celu przejęcie nad nimi kontroli przez podmioty konkurencyjne. Decyzja o sprzedaży tych aktywów staje się wówczas formą obrony przed utratą kontroli nad całym podmiotem. W tym kontekście zasadne wydaje się pytanie o kierunek dalszych działań przedsiębiorstwa. Brak aktywów, które do tej pory były wykorzystywane w realizowanej strategii, wymusza jej istotną modyfikację.

W niniejszym opracowaniu zostanie zaprezentowany przypadek Grupy Handlowej Emperia (GH Emperia), która po ponad dwudziestu latach sukcesywnego rozwoju, broniąc się przed wrogim przejęciem przez Eurocash SA (Eurocash), dokonała sprzedaży aktywów stanowiących trzon grupy kapitałowej. W szczególności zostaną omówione zastosowane formy obrony przed wrogim przejęciem, a następnie zostanie podjęta próba określenia dalszego kierunku rozwoju grupy kapitałowej.

1. Definicja i przyczyny dezinwestycji

Dezinwestycje, określane też terminem „dywestycje” (z ang. *divesment*), to „dobrowolne (planowane) lub wymuszone sytuacją kryzysową (doraźne) ograniczenie (obkurczenie) dotychczasowego zakresu (profilu) i skali działania organizacji poprzez rezygnację z części działalności (wycofanie, likwidację) lub pozbycie się jej (głównie poprzez sprzedaż)”³.

Procesy dezinwestycyjne w przedsiębiorstwach są ściśle związane z inwestycyjnymi. Można zatem wskazać ich podobieństwa⁴:

- 1) celem inwestycji i dezinwestycji jest maksymalizacja wartości dla akcjonariuszy,
- 2) dezinwestycje często poprzedzają procesy inwestycyjne, bowiem pozwalają pozyskać środki niezbędne do realizacji działań inwestycyjnych,

² *Dezinwestycje jako ważny element rozwoju przedsiębiorstwa*, „Zarządzanie na Świecie” 2002, nr 8, s. 18.

³ G. Osbert-Pociecha, *Dywestycje w przedsiębiorstwie*, „Monografie i Opracowania” nr 126, „Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego”, nr 794, Wrocław 1998, s. 11, cyt za: A. Bujak, K. Puszek-Machowczyk, Z. Zamiar, *Dywestycje w portach morskich*, „Logistyka” 2010, nr 6 (listopad–grudzień), http://www.czasopismologistyka.pl/index.php?option=com_docman&task=search_result&Itemid=79.

⁴ Por. G. Osbert-Pociecha, *Dywestycje – niedoceniana opcja strategiczna (I)*, „Przegląd Organizacji” 1995, nr 12, s. 24.

3) dezinwestycje i inwestycje to dwie strony tej samej transakcji, czyli proces, który dla sprzedającego jest dezinwestycją, dla strony nabywającej stanowi inwestycję.

W praktyce działalność dezinwestycyjna może polegać na sprzedaży aktywów przedsiębiorstwa (sprzedaż spółki zależnej, oddziału lub linii produkcyjnej, części akcji spółki zależnej, części przedsiębiorstwa w transakcji gotówkowej za papiery wartościowe bądź w rozliczeniu będącym kombinacją obu rodzajów walorów) lub wyprzedzący całości aktywów przedsiębiorstwa za gotówkę wypłaconą jego akcjonariuszom⁵.

Przyczyny dezinwestycji są różnorodne. W literaturze przedmiotu wskazuje się cztery motywy działań dezinwestycyjnych⁶: finansowe, strategiczne, administracyjne, menadżerskie. W kontekście analizowanego przypadku warto wskazać na motywy strategiczne, takie jak: niedopasowanie przedmiotu dezinwestycji do realizowanej strategii, powrót do podstawowej działalności, możliwość pozyskania silniejszego partnera, który mógłby zapewnić spółce rozwój w przyszłości, a także obrona przed wrogim przejęciem.

2. Przejęcie aktywów Grupy Handlowej Emperia przez Eurocash

Grupa Handlowa Emperia to zarządcza grupa kapitałowa⁷, której działalność koncentruje się w sektorze FMCG (ang. *fast moving consumer foods*). Obecnie przedmiotem jej działalności jest handel detaliczny, zarządzanie nieruchomościami, działalność deweloperska, zaś niemal do końca 2011 r. również dystrybucja artykułów spożywczych i kosmetyczno-chemicznych. Przedmiot działalności znajduje odzwierciedlenie w strukturze grupy kapitałowej, gdzie wyróżnia się: spółkę matkę – Emperia Holding SA, która świadczy usługi holdingowe na rzecz spółek tworzących grupę, spółki tworzące Dywizję Supermarkety (placówki sieci Stokrotka, Delima, Maro Markety oraz Społem Tychy), Dywizję Nieruchomości, która zarządza nieruchomościami Grupy Handlowej Emperia, pozyskuje nowe lokalizacje i prowadzi działalność deweloperską. Dodatkowo w strukturze grupy można wyodrębnić spółki świadczące usługi informatyczne na rzecz pozostałych podmiotów grupy. Do 21 grudnia 2011 r. w skład grupy wchodziła także Dywizja Dystrybucja, gdzie największym podmiotem był Tradis sp. z o.o., a w jej skład wchodziły także podmioty tworzące sieć franczyzową: Groszek, Lewiatan, Euro Sklep, PSD, Milea⁸.

⁵ R.K.S. Rao, *Financial Management. Concepts and Applications*, South-Western College Publishing, Cincinnati, Ohio 1995, s. 808–831, cyt za: C. Suszyński, *Restrukturyzacja przedsiębiorstw*, PWE, Warszawa 1999, s. 142 i nast.

⁶ W. Frąckowiak (red.), *Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw*, PWE, Warszawa 1998, s. 34 i nast.

⁷ W literaturze przedmiotu wyróżnia się najczęściej trzy podstawowe rodzaje holdingów: operacyjne, zarządcze i finansowe, Szerzej na ten temat: M. Trocki, *Grupy kapitałowe. Tworzenie i funkcjonowanie*, PWN, Warszawa 2004, s. 46.

⁸ *Grupa Handlowa Emperia. Informacje prasowe*, <http://www.emperia.pl/index.php?id=62> (19.05.2012).

W 2010 r. GH Emperia uplasowała się na trzecim miejscu na rynku dystrybucji FMCG⁹. Jednak lata 2010–2011 okazały się przełomowe dla jej funkcjonowania. Jesienią 2010 r. spółka Eurocash, zajmująca pierwsze miejsce na rynku FMCG, rozpoczęła działania mające na celu przejęcie kontroli nad Emperią. Plany Eurocash zostały ujawnione w momencie złożenia propozycji zarządowi Emperii 13 września 2010 r. Eurocash planował dokonać połączenia obu spółek w drodze przeniesienia aktywów i zobowiązań Emperia na Eurocash w zamian za akcje połączeniowe wyemitowane przez Eurocash, które miały być wydane akcjonariuszom Emperii (proponowany parytet wymiany to 3,76 akcji Eurocash za 1 akcję Emperii). Ważność oferty upływała 27 września 2010 r.¹⁰ Następnego dnia po otrzymaniu oferty zarząd Emperii poinformował, że propozycja Eurocash jest niekorzystna dla akcjonariuszy spółki, w związku z czym odrzuca ją i to samo rekomenduje pozostałym akcjonariuszom¹¹. Jednocześnie podjęto działania obronne. Literatura przedmiotu prezentuje różnorodne sposoby obrony przed wrogim najeźdźcą¹². W przypadku Emperii można wskazać co najmniej pięć decyzji podjętych w związku z obroną przed utratą kontroli.

Po pierwsze, w dniu 17 września 2010 r. przystąpiono do realizacji uchwalonego trzy miesiące wcześniej programu skupu akcji własnych¹³ oraz zwołano tego samego dnia NWZA celem uchwalenia nowego (drugiego) programu skupu akcji własnych¹⁴. Działania takie powodują zwiększenie rynkowej ceny akcji i ograniczenia liczby walorów znajdujących się w obrocie oraz sprawiają, że przejęcie staje się utrudnione i mniej opłacalne.

Po drugie, w statucie wprowadzono zmiany upoważniające zarząd do emisji nowych akcji w ramach kapitału docelowego celem pozyskania kapitału na sfinansowanie nowych przejęć, co z punktu widzenia najeźdźcy oznacza wzrost wartości kapitału własnego firmy nabywanej i większe koszty jej przejęcia¹⁵.

Po trzecie, 20 września 2010 r. zaprezentowano optymistyczne prognozy finansowe, przewidujące dynamiczny wzrost sprzedaży i rentowności, a także zapowiedziano prezentację założeń nowej strategii zakładającej dokonanie podziału grupy i wyodrębnienie trzech podstawowych, jednorodnych operacyjnie dywizji biznesowych Grupy Emperia, którymi miały być: grupa specjalizująca się w działalności dystrybucyjnej (grupa dystrybucyjna Tradis); podmiot koncentrujący się wyłącznie na działalności supermarketowej (sieć Stokrotka/Delima); spółka zajmująca się zarządzaniem portfelem nieruchomości oraz inwestycjami deweloperskimi. Nowa strategia zakładała

⁹ K. Kucharczyk, *Emperia nieświadoma planów Eurocashu*, <http://www.parkiet.com/artykul/968065.html?print=tak> (14.09.2010).

¹⁰ Emperia Holding SA, RB nr 37/2010 (14.09.2010).

¹¹ *Ibidem*.

¹² Zob. np. M. Szymański, B. Nogalski, *Obrona przed wrogim przejęciem*, Oficyna Wolters Kluwer Business, Warszawa 2011.

¹³ Emperia Holding SA, RB nr 38/2010 (17.09.2010).

¹⁴ Emperia Holding SA, RB nr 40/2010 (17.09.2010).

¹⁵ Emperia Holding SA, RB nr 39/2010 (17.09.2010).

także stopniowe wprowadzenie do obrotu giełdowego grupy dystrybucyjnej Tradis (w połowie 2011 r.) i sieci supermarketów Stokrotka/Delima w połowie 2013 r.¹⁶ Działania miały na celu przekonanie akcjonariuszy o istnieniu szans na dynamiczny rozwój grupy i w rezultacie utrzymanie ich poparcia.

Po czwarte, 21 września 2011 r. zarząd Emperii zadeklarował zmiany w polityce dywidend, których istotą był wzrost wypłacanych dywidend, tj. z 15–20% skonsolidowanego zysku netto do 40%. Obietnica podniesienia dochodów otrzymywanych przez akcjonariuszy miała zwiększyć prawdopodobieństwo nieodpowiadania akcjonariuszy na propozycję najeźdźcy.

Po piąte, przekonywano akcjonariuszy¹⁷, że oferta Eurocashu jest dla nich niekorzystna, a zwłaszcza że zaproponowany parytet wymiany akcji jest zbyt niski. W okresie obowiązywania oferty Eurocash rynkowy parytet wymiany obliczony na podstawie kursów zamknięcia obydwu spółek wynosił więcej niż 3,76. Najniższa jego wartość wynosiła 3,86, zaś najwyższa 4,36¹⁸. Oznacza to, że zamiana jednej akcji Emperii na 3,76 akcji Eurocashu była dla akcjonariusza Emperii nieatrakcyjna. Sprzedając bowiem jedną akcję Emperii po aktualnej cenie rynkowej i przeznaczając uzyskaną kwotę na zakup akcji Eurocashu, mógłby nabyć więcej niż 3,76 akcji tej spółki.

Kolejne decyzje podejmowane przez Emperię wynikały z przedstawionych wyżej zapowiedzi¹⁹. Jednocześnie odpowiednie działania związane ze swoją ofertą podjął Eurocash. Już dwa dni po złożeniu oferty wystąpił do prezesa UOKiK o wydanie zgody na połączenie obu spółek²⁰, zaś 8 października 2010 r. KNF zatwierdziła prospekt emisyjny w związku z ofertą publiczną akcji Eurocash oferowanych akcjonariuszom spółki Emperia²¹. Do czasu uzyskania zgody Prezesa UOKiK oferta publiczna akcji została zawieszona²².

Szerokie spektrum zastosowanych form obrony świadczy o determinacji zarządu, aby utrzymać kontrolę nad grupą kapitałową. Warto także podkreślić, iż wszelkie działania zarządu spotykały się z aprobatą rady nadzorczej. W takiej sytuacji dużym zaskoczeniem okazała się informacja o podpisaniu umowy inwestycyjnej z Eurocash w grudniu 2010 r.

¹⁶ Aktualizacja i rozszerzenie zakresu prognozy wyników finansowych, RB nr 41/2010, 20.09.2010.

¹⁷ We wrześniu 2010 r. prezes zarządu Artur Kawa posiadał 6,62% akcji, wiceprezes – Jarosław Wawerski – 7,21%, Aviva OFE BPH CU WBK – ponad 10%, PZU Asset Management – ponad 5%, zaś pozostała część należała do drobnych akcjonariuszy, co oznaczało, iż plany Eurocash mogły zostać zrealizowane pomimo sprzeciwu największych akcjonariuszy, zob. P. Miączyński, L. Kostrzewski, *Eurocash chce kupić Emperię. Zarząd mówi – nie*, http://wyborcza.biz/biznes/1,101562,8377230,Eurocash_chce_kupic_Emerie_Zarząd_mowi_nie.html (14.09.2010).

¹⁸ Obliczenia własne na podstawie kursów zamknięcia Eurocash i Emperia w okresie 13–27 września 2010.

¹⁹ Więcej na ten temat w raportach bieżących Emperia Holding SA nr: 45/2010, 51/2010, 57/2010, 64/2010, 71/2010.

²⁰ Eurocash złożył do UOKiK wniosek o zgodę na przejęcie Emperii, <http://www.money.pl/gielda/wiadomosci/artykul/eurocash;zlozyl;do;uokik;wniosek;o;zgode;na;przejecie;emperii;240,0,677360.html> (17.09.2010).

²¹ Eurocash SA, RB nr 64/2010, 08.10.2010.

²² Eurocash SA, RB nr 70/2010, 10.11.2010.

W dniu 21 grudnia 2010 r. została zawarta umowa inwestycyjna zakładająca sprzedaż na rzecz Eurocash udziałów oraz akcji tzw. spółek dystrybucyjnych (17 spółek) za kwotę bliską 926 mln zł. W przypadkach określonych w umowie kwota ta mogła ulec zmianie. Umowa przewidywała dwa warianty płatności. Pierwszy to zapłata nowo wyemitowanymi akcjami Eurocash, które miały być objęte przez Emperia po cenie emisyjnej wynoszącej 22,21 zł (akcje te mogły reprezentować do 14% kapitału zakładowego Eurocash) i zapłata gotówką za pozostałą część akcji i udziałów spółek dystrybucyjnych. Drugi wariant, możliwy w określonych w umowie przypadkach, to zapłata gotówką za wszystkie akcje/udziały nabywane od Emperii. Transakcja miała zostać przeprowadzona do czerwca 2011 r., pod warunkiem uzyskania zgody UOKiK (oczekiwano, że nastąpi to w ciągu trzech miesięcy od podpisania umowy). Umowa przewidywała także kary umowne w kwocie 200 mln zł w określonych sytuacjach²³.

Wobec braku odpowiedzi ze strony prezesa UOKiK oraz braku zapłaty za akcje i udziały do 15 lipca 2011 r. Emperia odstąpiła 9 sierpnia 2011 r. od umowy inwestycyjnej i domagała się wypłaty odszkodowania w kwocie 200 mln zł²⁴. Tymczasem Eurocash wydał oświadczenie, w którym stwierdził, iż umowa inwestycyjna nadal obowiązuje, a roszczenie wypłaty odszkodowania jest bezpodstawne²⁵.

Spór miał zostać rozstrzygnięty w ramach postępowania arbitrażowego²⁶, ale ostatecznie został zakończony przed wydaniem postanowienia przez trybunał arbitrażowy. Nastąpiło to dzięki wydaniu warunkowej zgody na przejęcie spółek dystrybucyjnych przez prezesa UOKiK 27 października 2011 r.²⁷, a następnie w wyniku podpisaniu ugody 21 grudnia 2012, na mocy której Eurocash kupił udziały w spółkach dystrybucyjnych za kwotę 1,096 mld zł (zapłata gotówką)²⁸.

3. Modyfikacja strategii Grupy Handlowej Emperia

Okoliczności zawarcia umowy inwestycyjnej w 2010 r., a następnie wydarzenia, jakie miały miejsce w trakcie kolejnych dwunastu miesięcy, pozwalają stwierdzić, iż sprzedaż spółek dystrybucyjnych była decyzją wymuszoną działaniami podejmowanymi przez Eurocash, chociaż w opinii zarządu Emperii uchroniła spółkę przed wrogim przejęciem²⁹.

Dezinwestycja ta w istotny sposób zmodyfikowała strategię grupy kapitałowej. Początkowo, po podpisaniu umowy inwestycyjnej w 2010 r., zakładano, że środki uzyskane

²³ Emperia Holding SA, RB nr 1/2011, 03.01.2011.

²⁴ Emperia Holding SA, RB nr 47/2011, 09.08.2011.

²⁵ Eurocash SA, RB Nr 41/2011, 09.08.2011.

²⁶ Emperia Holding SA, RB nr 60/2011, 12.09.2011.

²⁷ Eurocash SA, RB nr 48/2011, 27.10.2011.

²⁸ Emperia Holding SA, RB nr 95/2011, 21.12.2011.

²⁹ *Tradis dołączy do Grupy Eurocash*, Informacje prasowe, <http://www.emperia.pl/index.php?id=643> (4.01.2011).

ze sprzedaży będą wykorzystane do sfinansowania rozwoju segmentu supermarketów, postrzeganego jako wysoce perspektywiczny. Rozszerzanie działalności w tym segmencie miało nastąpić w drodze fuzji i przejęć oraz inwestycji organicznych, a w rezultacie doprowadzić do zdobycia przez grupę pozycji lidera w segmencie supermarketów³⁰.

Jednakże już pół roku później, bo 20 czerwca 2011 r., podjęto uchwałę dotyczącą rozpoczęcia aukcyjnego procesu sprzedaży tzw. spółek detalicznych (łącznie 233 placówek), wycenianego na co najmniej 900 mln złotych (bez nieruchomości)³¹. Zakończenie procesu sprzedaży początkowo planowano na koniec marca 2012 r., lecz później termin ten przesunięto na koniec drugiego kwartału 2012 r.³² Warto też dodać, iż brane są pod uwagę inne sposoby dezinvestycji niż sprzedaż za gotówkę 100% udziałów w spółkach zależnych³³.

W listopadzie 2011 r. zapowiedziano, iż po finalizacji sprzedaży segmentu detalicznego w dalszej kolejności, tj. na przełomie 2012 i 2013 r., spółka będzie chciała dokonać sprzedaży nieruchomości (lokale sklepowe lub minicentra handlowe, centra dystrybucji i hale *cash & carry*) wycenianych na około 600 mln zł netto (bez długu)³⁴.

O zmianie strategii grupy kapitałowej mogą świadczyć również decyzje dotyczące polityki dywidend (tabela 1).

Tabela 1. Wypłata dywidend przez Emperia Holding SA

| | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 |
|---|-----------|-----------|-----------|------------|
| Zysk netto (w tys. zł) | 1 422,34 | 43 970,64 | 62 349,30 | 817 805,19 |
| Zysk z lat ubiegłych przeznaczony do podziału w roku bieżącym (w tys. zł) | 7 495,60 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Wartość dywidend wypłaconych za dany okres (w zł) | 8 917,94 | 13 905,95 | 39 243,36 | 817 671,19 |
| Dywidenda na 1 akcję (w zł) | 0,59 | 0,92 | 2,63 | 56,41 |
| Wskaźnik stopy wypłat dywidend (dla zysku jednostkowego) | 100,00% | 31,63% | 62,94% | 99,98% |
| Zysk netto skonsolidowany (w tys. zł) | 58 969,00 | 69 862,00 | 98 474,00 | 702 372,00 |
| Wskaźnik stopy wypłat dywidend (dla zysku skonsolidowanego) | 15,12% | 19,90% | 39,85% | 116,42% |

Źródło: opracowanie własne na podstawie sprawozdań finansowych oraz raportów bieżących Emperia Holding SA (RB nr: 24/2009, 28/2010, 34/2011, 19/2012)

³⁰ *Ibidem*.

³¹ Emperia Holding SA, RB nr 32/2011, 20.06.2011.

³² *Emperia chce sprzedać większość nieruchomości*, <http://www.money.pl/gielda/wiadomosci/arttykul/emperia;chce;sprzedac;wiekszosc;nieruchomosci,84,0,1086804.html> (16.05.2012).

³³ Emperia Holding SA, RB nr 4/2012, 26.01.2012.

³⁴ A. Pełka, *Emperia chce na przełomie 12/13 sprzedać nieruchomości warte co najmniej 600 mln zł (wywiad)*, „Serwis Ekonomiczny PAP”, <http://www.bdm.pkobp.pl/index.php?id=papframe/infoid=362252> (10.11.2011).

W 2011 r. spółka na wypłatę dywidend dla akcjonariuszy przeznaczyła prawie 40% zysku skonsolidowanego, czyli tyle, ile zapowiadała jesienią 2010 r. W 2012 r. dywidenda była rekordowo wysoka dzięki zyskowi osiągniętemu ze sprzedaży spółek dystrybucyjnych i ma charakter jednorazowy. Na dywidendę przeznaczono prawie 100% zysku jednostkowego. Warto zwrócić uwagę na fakt, iż o ile jeszcze w połowie 2011 r. spółka zapowiadała, że część wypracowanego zysku będzie inwestować w działalność grupy³⁵, o tyle w wywiadzie z listopada 2011 r. prezes Emperii stwierdził, iż „do akcjonariuszy Emperii trafi cała maksymalna dywidenda z zysku za rok 2011 i 2012 oraz kwota uzyskana ze sprzedaży spółek detalicznych”³⁶, natomiast informacje o inwestycjach nie pojawiały się.

W literaturze przedmiotu zauważa się, iż strategia maksymalnych wypłat z zysku dla akcjonariuszy jest charakterystyczna m.in. dla tych podmiotów, które nie mają atrakcyjnych projektów inwestycyjnych możliwych do sfinansowania³⁷. Jeśli dodatkowo zysk ten powstaje w znacznej mierze dzięki sprzedaży aktywów, to świadczy to najprawdopodobniej o stopniowym ograniczaniu zakresu prowadzonej działalności.

O skali dezinwestycji mogą świadczyć zaprezentowane w tabeli 2 wybrane pozycje z rachunku przepływów pieniężnych grupy kapitałowej, ze szczególnym uwzględnieniem wpływów i wydatków związanych z działalnością inwestycyjną.

Tabela 2. Wybrane pozycje skonsolidowanego rachunku przepływów pieniężnych GH Emperia (w tys. zł)

| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | I kw. 2012 |
|--|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|----------------|---------------|
| Środki pieniężne netto z działalności operacyjnej | 98 903 | 30 101 | 101 346 | 275 891 | 125 208 | 12 954 |
| Wpływy z działalności inwestycyjnej, w tym: | 80 954 | 26 507 | 81 923 | 19 974 | 1 116 257 | 41 253 |
| • sprzedaż podmiotów zależnych | – | – | 18 034 | – | 1 095 576 | – |
| Wydatki związane z działalnością inwestycyjną, w tym: | –218 994 | –203 072 | –209 697 | –121 372 | –144 279 | –8 605 |
| • nabycie podmiotów zależnych i stowarzyszonych | –81 205 | –12 474 | –27 460 | –3 491 | –836 | – |
| Środki pieniężne netto z działalności inwestycyjnej | –138 040 | –176 565 | –127 774 | –101 398 | 971 978 | 32 648 |

³⁵ *Emperia – rekordowa dywidenda za 2010 rok*, Informacje prasowe, <http://www.emperia.pl/index.php?id=740> (1.07.2011).

³⁶ A. Pełka, *op. cit.*

³⁷ Zob.: A. Szablewski, *Dywidenda i wykup akcji*, „Kwartalnik Nauk o Przedsiębiorstwie” 2007, nr 2, s. 59–67.

| | | | | | | |
|---|----------------|----------------|---------------|-----------------|----------------|-----------------|
| Środki pieniężne netto z działalności finansowej | 118 891 | 103 937 | 16 460 | -165 275 | -68 306 | -137 237 |
| Zmiana stanu środków pieniężnych | 79 754 | 42 527 | -9 968 | 9 218 | 1 028 880 | -91 635 |

Źródło: opracowanie własne na podstawie skonsolidowanych sprawozdań finansowych Emperia Holding za lata 2007–2011 oraz za I kwartał 2012 r.

Analizując przepływy z działalności inwestycyjnej grupy, można dostrzec zmianę ich kierunku. O ile do roku 2010 r. wydatki związane z działalnością inwestycyjną dominowały, o tyle w roku 2011 i w I kwartale 2012 wpływy z tego tytułu przewyższyły wydatki. Co więcej, przepływy netto z działalności inwestycyjnej w tych okresach wielokrotnie przewyższyły przepływy netto z działalności operacyjnej.

Zakończenie

Dążąc do maksymalizacji wartości dla akcjonariuszy, zarządzający poszukują jak najlepszego zastosowania dla środków finansowych uzyskanych dzięki sprzedaży aktywów. W analizowanym przypadku można zidentyfikować dwa alternatywne warianty. Jednym z nich jest wykorzystanie środków w działalności inwestycyjnej mającej na celu odbudowę pozycji konkurencyjnej podmiotu gospodarczego w danej branży lub inwestycje w nowe aktywa związane z nowymi rodzajami działalności. Drugie rozwiązanie to zwrot gotówki właścicielom w postaci dywidend, aczkolwiek w tym przypadku pojawia się pytanie o sposób wykorzystywania pozostałych aktywów. W wyniku dezinwestycji nie są już one w stanie generować tak dużych efektów synergicznych, dlatego też wydaje się, że dalsze dezinwestycje mogą być rozwiązaniem najkorzystniejszym z punktu widzenia akcjonariuszy.

Sprzedaż spółek dystrybucyjnych przez Emperię była wymuszona działaniami Eurocash zmierzającymi do przejęcia kontroli nad całą grupą kapitałową. U podstaw dezinwestycji znalazły się zatem raczej motywy strategiczne (chęć utrzymania kontroli nad Emperią), a nie finansowe, chociaż niewątpliwie akcjonariusze osiągnęli wymierne korzyści w postaci wysokiej dywidendy. Warto zauważyć, iż sprzedane spółki stanowiły trzon grupy kapitałowej (w 2011 r. wartość ich aktywów stanowiła około 60% aktywów wykazywanych w sprawozdaniu skonsolidowanym, zaś wielkość przychodów ogółem – około 80%³⁸). Grupa kapitałowa, pozbawiona tak istotnych aktywów, musiała dokonać reorientacji swojej strategii. Jak wynika z zapowiedzi, będą to dalsze dezinwestycje, a pozyskane środki finansowe będą zwracane właścicielom.

³⁸ Zob. Skonsolidowane sprawozdanie finansowe za 2011 rok Emperia Holding SA, s. 127.

Bibliografia

1. Bujak A., Puszek-Machowczyk K., Zamiar Z., *Dywestycje w portach morskich*, „Logistyka” 2010, nr 6 (listopad–grudzień), http://www.czasopismologistyka.pl/index.php?option=com_docman&task=search_result&Itemid=79.
2. Dembinski P.H., *Finanse po zawale*, Wydawnictwo Studio Emka, Warszawa 2011.
3. *Dezynwestycje jako ważny element rozwoju przedsiębiorstwa*, „Zarządzanie na Świecie” 2002, nr 8.
4. *Emperia – rekordowa dywidenda za 2010 rok*, Informacje prasowe, <http://www.emperia.pl/index.php?id=740> (01.07.2011).
5. *Emperia chce sprzedać większość nieruchomości*, <http://www.money.pl/gielda/wiadomosci/artykul/emperia;chce;sprzedac;wiekszosc;nieruchomosci,84,0,1086804.html> (16.05.2012).
6. *Eurocash złożył do UOKiK wniosek o zgodę na przejęcie Emperii*, <http://www.money.pl/gielda/wiadomosci/artykul/eurocash;zlozyl;do;uokik;wniosek;o;zgode;na;przejecie;emperii,240,0,677360.html> (17.09.2010).
7. Frąckowiak W. (red.), *Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw*, PWE, Warszawa 1998.
8. Grupa Handlowa Emperia. Informacje prasowe, <http://www.emperia.pl/index.php?id=62> (19.05.2012).
9. Kucharczyk K., *Emperia nieświadoma planów Eurocashu*, <http://www.parkiet.com/artykul/968065.html?print=tak> (14.09.2010).
10. Miączyński P., Kostrzewski L., *Eurocash chce kupić Emperię. Zarząd mówi – nie*, http://wyborcza.biz/biznes/1,101562,8377230,Eurocash_chce_kupic_Emperie_Zarzad_mowi_nie.html (14.09.2010).
11. Osbert-Pociecha G., *Dywestycje – niedoceniana opcja strategiczna (I)*, „Przegląd Organizacji” 1995, nr 12.
12. Pelka A., *Emperia chce na przełomie 12/13 sprzedać nieruchomości wartę co najmniej 600 mln zł (wywiad)*, „Serwis Ekonomiczny PAP”, <http://www.bdm.pkobp.pl/index.php?id=papframe/infoid=362252> (10.11.2011).
13. Raporty bieżące Emperia Holding SA nr: 24/2009, 28/2010, 37/2010, 38/2010, 39/2010, 40/2010, 41/2010, 45/2010, 51/2010, 57/2010, 64/2010, 71/2010, 1/2011, 32/2011, 34/2011, 47/2011, 60/2011, 4/2012, 19/2012.
14. Raporty bieżące Eurocash SA nr: 64/2010, 70/2010, 41/2011, 48/2011, 95/2011.
15. Skonsolidowane sprawozdania finansowe Emperia Holding SA za lata 2008–2011 oraz za I kw. 2012.
16. Suszyński C., *Restrukturyzacja przedsiębiorstw*, PWE, Warszawa 1999.
17. Szablewski A., *Dywidenda i wykup akcji*, „Kwartalnik Nauk o Przedsiębiorstwie” 2007, nr 2.
18. Szymański M., Nogalski B., *Obrona przed wrogim przejęciem*, Oficyna Wolters Kluwer Business, Warszawa 2011.
19. *Tradis dołączy do Grupy Eurocash*, Informacje prasowe, <http://www.emperia.pl/index.php?id=643> (4.01.2011).
20. Trocki M., *Grupy kapitałowe. Tworzenie i funkcjonowanie*, PWN, Warszawa 2004.

Divestitures of enterprises on the basis of Emperia Trading Group

The article shows that divestitures may be one of the ways to maximize wealth for shareholders. Nevertheless, sometimes the decision to divest may be enforced by the activities of other enterprises. This article presents a calendar of events related to an attempt at a hostile takeover of Emperia Trade Group, used defenses and ultimately the consequences arising from the sale of important assets of the group.