

# Katarzyna Mikołajczyk

---

## Fuzje i przejęcia w sektorze bankowym : szanse i zagrożenia

---

Ekonomiczne Problemy Usług nr 38, 201-209

---

2009

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](http://bazhum.muzhp.pl), gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach dozwolonego użytku.

KATARZYNA MIKOŁAJCZYK

Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie

## FUZJE I PRZEJĘCIA W SEKTORZE BANKOWYM: SZANSE I ZAGROŻENIA

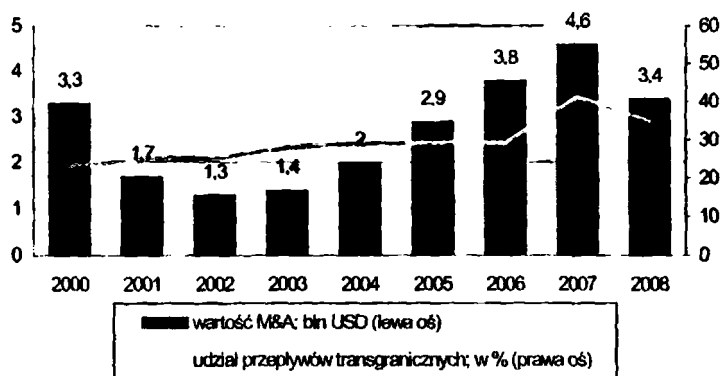
### Szósta fala na rynku fuzji i przejęć

Współczesne przedsiębiorstwa w coraz większym stopniu wykorzystują fuzje i przejęcia w celu wzmocnienia swojej pozycji rynkowej, a w konsekwencji wzrostu wartości rynkowej. Wielkie, globalnie działające megapodmioty są często rezultatem kilkudziesięciu transakcji akwizycyjnych, realizowanych po kilka lub nawet kilkanaście w ciągu roku. Przykładem może być IBM, który w ciągu 6 lat przejął 50 firm z branży informatycznej, z których niemal 20% było liderami na rynku lokalnym. Transakcje typu *mergers and acquisitions* (M&A) stopniowo objęły wszystkie sektory gospodarcze, z rynków silnie rozwiniętych ekonomicznie przeniosły się na rynki wschodzące, z Ameryki Północnej na inne kontynenty. Cechą charakterystyczną procesów M&A jest ich falowa natura. W ubiegłym stuleciu odnotowano pięć fal fuzji i przejęć, różniących się między sobą zarówno co do intensywności przebiegu zjawiska, jak i jego charakteru. Okresy nasilenia transakcji typu M&A trwały przeciętnie około 5 lat i były przedzielone mniej więcej 20-letnimi okresami wyciszenia. Ostatnia, piąta fala ubiegłego wieku, rozpoczęta w 1994 roku zakończyła się w roku 2000 w wyniku załamania na giełdach papierów wartościowych, spowodowanego pęknięciem „banki internetowej” na rynku amerykańskim.

Cechą charakterystyczną piątej fali było stopniowe wnikanie w silnie wcześniej chroniony przez krajowe regulacje sektor finansowy. Tendencja ta zaostrzyła się w trakcie obecnej, szóstej fali, która rozpoczęła się w 2004 roku, po zaledwie trzyletnim okresie spowolnienia, a w czasie której rekordową wartość transakcji, 4,6 bln USD w skali globalnej, odnotowano w roku 2007 (rys. 1). W roku 2008 wartość transakcji pozostała na wysokim poziomie, 3,4 bln USD, ale w czwartym kwartale odnotowano wyraźne spowolnienie, będące efektem wycofania się uczestników z wielu planowanych transakcji, zwłaszcza tych o dużej jednostkowej wartości. Na początku grudnia 2008 roku Thomson Reuters podał, iż wartość odwołanych transakcji, które miały być sfinalizowane w czwartym kwartale tego roku wyniosła 322 mld USD, niemal tyle samo, ile wartość transakcji zrealizowanych w tym okresie (362 mld USD)<sup>1</sup>. Z drugiej strony aktywność na rynku M&A została podtrzymana

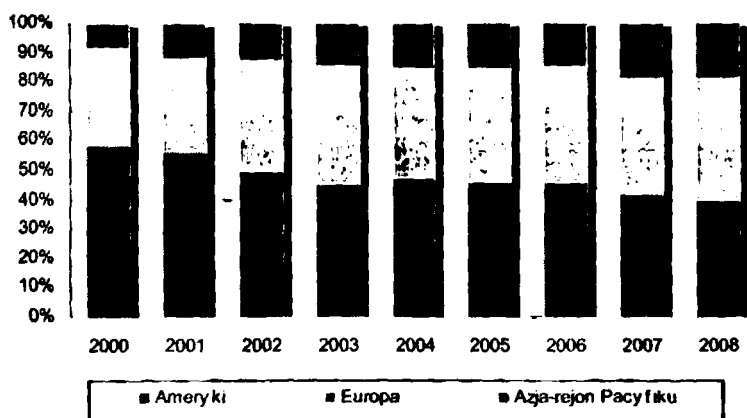
<sup>1</sup> *The urge to merge*, Economist.com, 2 grudnia 2008.

przez restrukturyzacyjne przejęcia na rynku finansowym podmiotów zagrożonych upadłością, w dużym stopniu finansowane z rządowych funduszy pomocowych.



Rys. 1. Fuzje i przejęcia na świecie

Źródło: A. Capaldo, D. Cogman, H. Suonio: *What's different about M&A in this downturn*; McKinsey & Company, McKinsey on Finance, No. 30, 2009.



Rys. 2. Geograficzny rozkład transakcji typu M&A, w %, wg podmiotu przejmowanego

Źródło: jak pod rys. 1.

W czasie ostatniej fali fuzji i przejęć wyraźnie wzrosła rola połączeń transgranicznych (w 2007 r. ich udział wzrósł do 41%) oraz megatransakcji o wartości przekraczającej

10 mld USD<sup>2</sup>. W coraz większym stopniu w transakcjach uczestniczyły kraje azjatyckie i z obszaru Pacyfiku: ich udział wzrósł z 9% w roku 2000 do 19% w latach 2007–2008 (rys. 2). Zdecydowanie wyraźniej zaznaczyły swój udział firmy private equity, których aktywność na globalnym rynku fuzji i przejęć wzrosła pięciokrotnie: z 4% w 2000 roku do 20% w pierwszej połowie 2007 roku. Ostatni cykl M&A jest oceniany jako bardziej korzystny dla akcjonariuszy łączących się przedsiębiorstw. Jeżeli jako miarę wartości wykreowanej w wyniku ogłoszenia transakcji (*Deal Value Added*) przyjąć zmianę rynkowej wartości akcji po upublicznieniu informacji o planowanym połączeniu, to dla okresu 1997–2008 wyniosła ona średnio 4%, z czego DVA dla spółki przejmowanej wyniosła średnio 9,9%, podczas gdy dla spółki przejmującej była ujemna i stanowiła –5,9%. W okresie 1997–2000 średnia łączna DVA nie przekroczyła 2% wartości transakcji, a już w latach 2003–2006 ukształtowała się na średnim poziomie 6%, w roku 2007 wyniosła 6,8%, a w 2008 roku spadła do 2,8%. Jako przyczyny większego wzrostu wartości wskazuje się niższe premie akwizycyjne (około 20% ceny sprzed ogłoszenia transakcji w porównaniu z 30% w trakcie wcześniejszej fali), mniejszy udział transakcji „przeplaconych”, w których cena transakcyjna znacznie przekraczała wartość rynkową (ok. 56% w latach 2004–2007 na tle 12-letniej średniej na poziomie 61% i rekordowej wartości 74% w 2000 r.), większy udział rozliczeń gotówkowych (ok. 50% transakcji rozliczono w tej formie w latach 2003–2006 vs. mniej niż 30% w poprzednim cyklu) oraz większy udział wrogich przejęć, które zwykle mają charakter dyscyplinujący i są odbierane przez rynek jako tworzące większą wartość dodaną<sup>3</sup>.

Mimo iż zjawiska fuzji i przejęć są przedmiotem licznych analiz i opracowań, wciąż nie znamy jednoznacznych odpowiedzi w zakresie motywów ich podejmowania oraz powodów tak znacznych rozbieżności pomiędzy oczekiwaniami i uzyskanymi rezultatami<sup>4</sup>. Motywy mają złożony charakter i ze względu na dużą rolę czynników pozaekonomicznych, o charakterze psychologicznym, są także przedmiotem badań finansów behawioralnych<sup>5</sup>. Falowy charakter fuzji i przejęć jest skorelowany z cyklami aktywności na rynku papierów wartościowych. Hossa na giełdzie, wysokie ceny instrumentów finansowych, ponadprzeciętne wyniki finansowe i w konsekwencji poczucie sukcesu kadry zarządzającej i wysoki poziom zaufania do własnych umiejętności są czynnikami sprzyjającymi wzrostowi transakcji typu M&A. I chociaż właśnie bessa giełdowa, przynosząca obniżkę wartości

<sup>2</sup> W 2008 r. ogłoszono tylko jedną megatransakcję, jednak później została ona odwołana. W 2007 r. zrealizowano 9 megatransakcji, w 2006 r. – 14.

<sup>3</sup> Por. A. Capaldo, D. Cogman, H. Suonio: *What's different about M&A in this downturn*; McKinsey on Finance, No. 30, 2009 oraz R. Dobbs, H. Suonio i V. Tortorici: *Maintaining discipline in M&A. Commentary*; McKinsey Quarterly, No. 2, 2007.

<sup>4</sup> W ok. 70% transakcji nie udało się osiągnąć założonego efektu synergii, a w ciągu pierwszych 4 do 8 miesięcy produktywność spadała nawet do 50%, za: Deloitte, *Integration is key. Mergers & Acquisitions and the European Banking Landscape*, 2007.

<sup>5</sup> Fuzje bywają także podejmowane przez menedżerów z pobudek osobistych (prestż, ambicje, korzyści materialne) i nie zawsze znajdują uzasadnienie w rachunku ekonomicznym. Znaczenie pozaekonomicznych czynników jest przedmiotem analizy m.in. C. Lausberg i T. Stahl: *Motives and Non-Economic Reasons for Bank Mergers and Acquisitions*, 2006, dostępny w bazie SSRN: <http://ssrn.com/abstract=945073>.

rynkowej, mogłaby się wydawać lepszym czasem na korzystne przejęcia innych przedsiębiorstw, to jednak pogorszenie własnych przepływów pieniężnych i niepewność co do dalszego rozwoju sytuacji powoduje, że przedsiębiorstwa rzadko wtedy podejmują aktywność w zakresie M&A, dokonując raczej dezinwestycji w celu podtrzymania płynności i rentowności<sup>6</sup>. Zachowania takie są intuicyjnie zrozumiałe – wynikają z konieczności ograniczenia kosztów i zabezpieczenia się przed nieprzewidywanymi zaburzeniami rynkowymi – jednak właśnie wtedy na rynku pojawiają się wyjątkowe okazje, zarówno ze względu na korzystną cenę, jak i łatwiejsze negocjacje z potencjalnym obiektem przejęcia. Transakcje przeprowadzane w „trudnych” czasach wymagają jednakże innej strategii i muszą być realizowane szybko: okres od ogłoszenia do zamknięcia transakcji o wartości powyżej 1 mld USD, który wynosił w okresie 1995–2007 średnio 130 dni, w pierwszej połowie 2008 roku skrócił się do 70 dni, a w drugiej połowie roku do około 30 dni<sup>7</sup>.

### Fuzje i przejęcia w sektorze bankowym

Duży wkład w intensywność obecnej fali fuzji i przejęć wniosły transakcje zawarte przez podmioty z sektora bankowego. Deregulacja na rynku bankowym, liberalizacja przepływów kapitału i globalizacja były czynnikami sprzyjającymi aktywnemu włączeniu się sektora bankowego w procesy typu M&A. Dodatkowym czynnikiem były bardzo wysokie zyski generowane przez banki w ostatnich latach. W 2000 roku zysk po opodatkowaniu w sektorze bankowym (globalnie) wyniósł 372 mld USD, a już w 2006 roku wzrósł do poziomu 788 mld USD (z czego 328 mld USD przypadło na banki amerykańskie) i był wyższy niż w jakimkolwiek innym sektorze gospodarki. W tymże roku zysk na jednego zatrudnionego w sektorze bankowym był 26 razy wyższy niż średnia wyliczona z wszystkich pozostałych sektorów, a przychody stanowiły 6% globalnego PKB. Przychody w bankowości wykazywały przy tym duży stopień koncentracji: prawie 80% zostało wygenerowane w krajach rozwiniętych (Ameryka Pn, Europa Zachodnia, Australia, Japonia), w których dodatkowo odnotowano wyższe od pozostałych krajów tempo ich wzrostu<sup>8</sup>. Wysokiej rentowności banków towarzyszyło rozluźnienie dyscypliny kadry zarządzającej, a ich ambicje, silne zaufanie do własnych umiejętności strategicznych i pokusa budowania „imperium” stanowiły dodatkowe czynniki sprzyjające podejmowaniu przez nich decyzji o przejęciach nie zawsze zgodnych z interesami właścicieli. Najgłośniejszą (i najdroższą w historii bankowości) transakcją w europejskim sektorze bankowym w 2007 roku było przejęcie holenderskiego banku ABN AMRO, przez konsorcjum złożone z banków: Royal Bank of Scotland, Fortis i Santander, za rekordową cenę 72 mld EUR. W trakcie trwających negocjacji narastał konflikt między kadrą zarządzającą a akcjonariuszami, szczegól-

---

<sup>6</sup> M. Baghai, S. Smit, S.P. Viguerie: *M&A strategies in a down market*. McKinsey Quarterly, wrzesień, 2008.

<sup>7</sup> A. Capaldo, D. Cogman, H. Suonio: *op.cit.*

<sup>8</sup> M. Dietz, C. Walter: *What's in store for global banking*. McKinsey Quarterly, styczeń 2008.

nie banków RBS i Fortis, który w efekcie doprowadził do szybkich zmian personalnych w kierownictwie banku<sup>9</sup>. W wyniku tej transakcji RBS stał się w 2008 roku największym (pod względem aktywów) bankiem świata. Jednak nie na długo, a skutkiem tej chybionej inwestycji było wygenerowanie za 2008 rok największej w gospodarczej historii Wielkiej Brytanii straty w wysokości 24 mld £, co doprowadziło, w wyniku dwukrotnej rekaptalizacji przez rząd brytyjski, do nacjonalizacji banku (przejęcia przez rząd 70% akcji). Stephen Hester, nowo powołany prezes RBS, ogłosił z końcem lutego 2009 roku plany podziału banku na dwa mniejsze podmioty. Przejęcie ABN AMRO było także fatalne w skutkach dla drugiego uczestnika konsorcjum, banku Fortis. Konieczność zasilenia kapitałowego banku w październiku 2008 roku przez rządy Holandii, Belgii i Luksemburga doprowadziła do nacjonalizacji jego holenderskiej części i zawarcia transakcji sprzedaży pozostałych części francuskiemu BNP Paribas<sup>10</sup>.

Konsolidacja sektora bankowego w dużym stopniu przyczynia się do zmiany jego struktury. W Unii Europejskiej liczba instytucji kredytowych stale maleje, z 9054 w 2003 roku do 8348 w 2007 roku, co oznacza coroczny ubytek około 2% podmiotów<sup>11</sup>. Równocześnie wartość aktywów sektora bankowego UE wzrastała w tempie szybszym niż PKB, przekraczając na koniec 2007 roku wartość 41 bln EUR (rys. 3). Tempo wzrostu aktywów wykazywało jednak duże zróżnicowanie: w 2007 w całej UE wyniosło średnio 10,7%, podczas gdy w 12 krajach, które dołączyły do UE po 2003 roku było wyraźnie szybsze (25%).

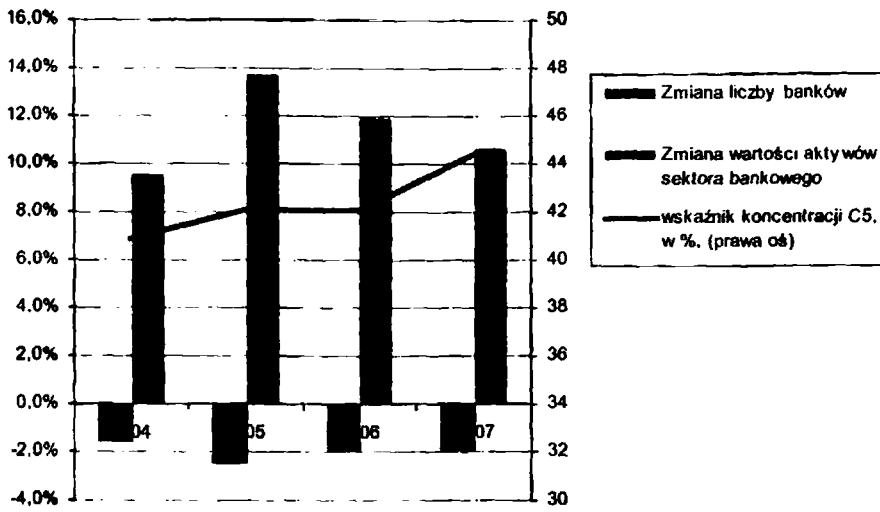
Liczba sfinalizowanych transakcji typu M&A z udziałem banków europejskich od 2000 roku do pierwszej połowy 2008 roku wyniosła 1013 i była względnie stała w tym okresie, wahając się między 100 a 140 transakcjami w roku (rys. 4). W transakcjach tych stopniowo zwiększał się udział połączeń transgranicznych, które stanowiły w latach 2001–2004 mniej niż połowę wszystkich transakcji, natomiast w okresie 2005–2007 już ponad 65%. Od roku 2005 wyraźnie wzrastał udział transakcji, w których banki z UE przejmowały banki z krajów spoza UE. W ankiecie przeprowadzonej przez ECB jako główny powód poszukiwania celu przejęcia poza granicami własnego kraju banki wskazały ograniczone możliwości wzrostu na krajowym rynku oraz większy potencjał wzrostu i wyższą rentowność z działalności bankowej w krajach goszczących, a także podążanie za klientami realizującymi międzynarodowe strategie<sup>12</sup>.

<sup>9</sup> *Three Amigos, only one conquistador*. The Economist, 19 lipca 2008 oraz *When will we see your like again?* The Economist, 28 lutego 2009.

<sup>10</sup> Transakcja wciąż jednak (II 2009 r.) nie została sfinalizowana wobec braku zgody dotychczasowych akcjonariuszy Fortisa (belgijski sąd apelacyjny wstrzymał realizację umowy, stwierdzając naruszenie ich praw, co wymusiło konieczność renegowacji umowy).

<sup>11</sup> W 2007 r. zmniejszenie się liczby instytucji kredytowych było głównie efektem konsolidacji bankowości spółdzielczej na Cyprze, która skutkowałą zmniejszeniem się liczby banków o 121 podmiotów (o 166 zmalała w tym roku ogólna liczba banków w całej UE).

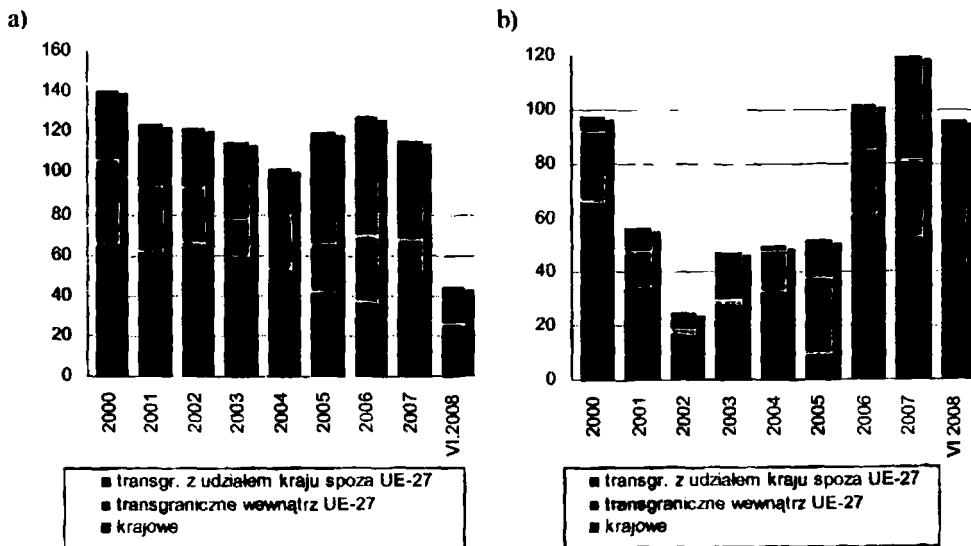
<sup>12</sup> *European Banking Structures*, ECB, październik 2008, s. 8–12. Średnie roczne tempo wzrostu w sektorze bankowym w okresie 2000–2006 w różnych regionach wahało się od 44% w Ameryce Łacińskiej i 32% w Europie Wschodniej do 8% w Afryce i 7% w Japonii, za: M. Dietz i C. Walter: *op.cit.*



Uwaga: Liczba banków i wartość aktywów: zmiana w stosunku do roku poprzedniego; wskaźnik C5 udziału 5 największych banków w sumie aktywów krajowego sektora bankowego podany dla danego roku.

Rys. 3. Zmiana struktury sektora bankowego w Unii Europejskiej w latach 2003-2007

Źródło: obliczenia własne na podstawie: *EU Banking Structures*, ECB, październik 2008, aneks, tab. 1, 2 i 3.



Uwaga: przejęcie Banku ABN Amro zaliczono do roku 2008.

Rys. 4. Bankowe fuzje i przejęcia w UE: liczba transakcji (a) oraz wartość w mld EUR (b)

Źródło: *EU Banking Structures*, ECB, Październik 2008, s. 9.

### Konsolidacja na rynku bankowym w czasach kryzysu

Kryzys na rynku finansowym i wysoki poziom niepewności w obliczu coraz wyższych, często nieoczekiwanych strat wykazywanych przez kolejne banki przełożył się na silne obniżenie ich wartości rynkowej. Otworzyły się zatem wyjątkowe możliwości w obszarze M&A, szanse na strategiczne przejęcia po bardzo korzystnych cenach. Jednak z pojawiającej się okazji mogły skorzystać tylko te banki, które w okresie wzrostu ostrożnie prowadziły swoją działalność i uniknęły zaangażowania się w ryzykowne operacje, a także posiadały dostęp do funduszy potrzebnych na sfinalizowanie transakcji i dalsze działania integracyjne. Ważnym graczem na globalnych rynkach okazały się zrestrukturyzowane i zasobne w kapitał banki japońskie. Największy z nich, Mitsubishi UFJ Financial Group, w sierpniu 2008 roku przejął 35% akcji UnionBankal z SanFrancisco, a w miesiąc później 20% akcji amerykańskiego banku inwestycyjnego Morgan Stanley. Inne banki także przystąpiły do akwizycji: Sumitomo Mitsui FG zainwestował w brytyjski Barclays, Mizuho w amerykański Merrill Lynch, a Nomura zakupił część aktywów po upadłym banku Lehman Brothers<sup>13</sup>.

W okresie kryzysu nasiliły się połączenia krajowe między największymi bankami, które nie byłyby możliwe w spokojnych czasach ze względu na groźbę zaburzenia konkurencji w wyniku zdobycia/umocnienia pozycji dominującej na rynku. I tak np. brytyjski Lloyds TSB, któremu zablokowano w 2001 roku planowane połączenie z Abbey National, przejął w 2007 roku znacznie od niego większy HBOS, uzyskując dominującą pozycję na rynku depozytowym, ubezpieczeniowym i kredytów hipotecznych. Transakcja ta – silnie wspierana przez rząd ze względu na duże zagrożenie banku HBOS – okazała się jednak dla Lloydsa niestrawna ze względu na zbyt duże straty wygenerowane przez przejęty podmiot. W ich efekcie Lloyds Banking Group (powstała w wyniku tego połączenia) straciła prestiżowy ranking AAA i musiała zostać dokapitalizowana jesienią 2008 roku przez rząd, który przejął 43% akcji<sup>14</sup>.

W podobnej sytuacji znalazły się też inne banki, które będąc w relatywnie dobrej kondycji przejęły upadające banki, ale później ugięły się pod ich ciężarem i musiały zostać dokapitalizowane przez państwo i częściowo znacjonalizowane (np. niemiecki Commerzbank w wyniku przejęcia Dresdner czy Bank of America po przejęciu Countrywide i Merrill Lynch). Są jednak także banki, które będąc aktywne na rynku M&A starannie dobierały obiekty przejąć, wzmacniając nie tylko swoje udziały rynkowe, ale i kondycję finansową. Należy do nich hiszpański Santander, który od wielu lat prowadzi strategię szybkiego rozwoju w wyniku przejęć kolejnych banków. W 2004 roku przejął brytyjski Abbey National, w 2007 roku uczestniczył w przejęciu ABN AMRO (choć bardzo szybko odsprzedał część przejętych aktywów), później przejmował kolejne brytyjskie banki hipoteczne Alliance & Leicester i część Bradford & Bingley oraz amerykański Sovereign Bancorp. Korzystne

<sup>13</sup> *The big boys are back*. The Economist, 27 września 2008.

<sup>14</sup> *Thanks Gordon*. The Economist, 21 lutego 2009.



przejęcia pozwoliły mu uzyskać za 2008 rok wysoki wynik finansowy netto 8,9 mld EUR, z czego ponad połowę planuje wypłacić akcjonariuszom<sup>15</sup>. Natomiast symbolem kolosa na glinianych nogach, banku, który w wyniku licznych, źle zintegrowanych przejęć utracił zdolność efektywnego funkcjonowania i stał się nie tylko „too big to fail”, ale także „too big to manage” jest Citigroup, w którym 40% akcji już zostało przejęte przez państwo i który już zaczął przygotowania do dezinwestycji i prawdopodobnie zostanie podzielony na dwie części<sup>16</sup>. W tabeli 1 zestawiono potencjalne szanse i zagrożenia z przejęć realizowanych w czasach kryzysu.

Tabela 1

## Przejęcia w czasach kryzysu: szanse i zagrożenia

Typ przejęcia	Szanse i zagrożenia
Przejęcie banku finansowane z własnych środków	S: okazje akwizycyjne, niska wartość rynkowa, łatwiejsze negocjacje z akcjonariuszami przejmowanego banku (poczucie niepewności); Z: trudności w pozyskaniu kapitału, opór własnych akcjonariuszy w sytuacji finansowania przejęcia pieniędzmi uzyskanymi z nowej emisji akcji (rozwodnienie kapitału), niedocenywanie skali ryzyka obciążającego przejmowanego, dalszy spadek jego wartości rynkowej.
Wsparte przez państwo przejęcie upadającego banku (lub jego części) przez inny bank	S: nowe okazje akwizycyjne, niska cena, możliwość uzyskania/wzmocnienia pozycji dominującej na rynku, wsparcie kapitałowe z państwowych funduszy pomocowych; Z: niedocenywanie stopnia potencjalnych strat, których wysokość może przekroczyć możliwości finansowe nabywcy, czyniąc z niego samego cel przejęcia restrukturyzacyjnego, brak środków na działania integracyjne.
Przejęcie (częściowe) przez państwo banku zagrożonego bankructwem	S: uniknięcie efektu zarażenia innych podmiotów upadłością banku, większa kontrola procesu restrukturyzacji, późniejsza odsprzedaż prywatnemu inwestorowi; Z: konieczność wniesienia kapitału często znacznie przekraczającego wartość rynkową banku, konieczność aktywnego zaangażowania się państwa w proces restrukturyzacji, wycofanie się inwestorów prywatnych.

Źródło: opracowanie własne.

<sup>15</sup> *The Spanish derby*. The Economist, 14 lutego 2009.

<sup>16</sup> *A house built on Sandy*. The Economist, 17 stycznia 2009.

**MERGERS AND ACQUISITIONS IN BANKING: OPPORTUNITIES AND THREATS****Summary**

This paper provides an overview of the sixth wave of mergers and acquisitions in banking industry. For many corporations mergers and acquisitions have become an important strategy of development and strengthening their market power. In 2004 began the sixth wave of M&A, which reached the highest level in 2007 and started to decrease in the last quarter of 2008. In the current wave we have witnessed the strong consolidation in the banking sector, not only during the first period, due to conducive business conditions and exceptionally high profits generated by banks, but also later, when the efforts taken to avoid their bankruptcy made many of them enter into unexpected relations, often government-backed, and be recapitalised by the state, which brought their partial nationalisation. The financial crisis means the time of high uncertainty and unexpected threats but, on the other side, creates the unique opportunities for acquisitions, which would be impossible in ordinary situation. The transactions made recently in banking sector resulted for some banks in strengthening market position and financial profits, for others however became the source of big losses, leading even to their nationalisation.