

**Małgorzata Porada-Rochoń, Anna
Owidia Surmacz**

**Fuzje i przejęcia – strategia szybkiego
rozwoju przedsiębiorstwa**

Problemy Zarządzania, Finansów i Marketingu 14, 39-47

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, gromadzącej zawartość polskich czasopism humanistycznych i społecznych.

Tekst jest udostępniony do wykorzystania w ramach
dozwolonego użytku.

MAŁGORZATA PORADA-ROCHOŃ

ANNA OWIDIA SURMACZ

Uniwersytet Szczeciński

FUZJE I PRZEJĘCIA – STRATEGIA SZYBKIEGO ROZWOJU PRZEDSIĘBIORSTWA

1. Wzrost przedsiębiorstwa a zjawisko fuzji i przejęć

Każde przedsiębiorstwo od momentu rozpoczęcia działalności stara się powiększać i doskonalić swoją działalność (produkcję, usługi, handel), elastycznie dostosowywać się do zmieniającego się popytu rynkowego i zmian w otoczeniu, stosować coraz bardziej innowacyjne metody wytwarzania w celu uzyskania przewagi nad konkurencją – wiodącej pozycji na rynku¹. Zmiana zewnętrznych uwarunkowań funkcjonowania przedsiębiorstw (zmiany koniunktury, powstawanie globalnych rynków i silnej światowej konkurencji oraz zwiększanie skali i zasięgu działalności gospodarczej przedsiębiorstw) czasem uniemożliwia przedsiębiorstwom osiągnięcie tego celu. Poszukują one zatem bardziej efektywnych strategii, metod konkurowania, aby zapewnić sobie warunki do dalszego wzrostu i rozwoju.

Wzrost i rozwój przedsiębiorstw są procesami obiektywnymi, którym podlegają podmioty gospodarcze od chwili założenia. Wzrost wyraża się długookresowym powiększeniem określonej cechy mierzalnej, to znaczy takiej, którą można wyrazić ilościowo w jednostkach miary, na przykład wielkość obrotu, liczba zatrudnionych, wielkość produkcji dodanej, suma bilansowa, wielkość zysku, wielkość kapitału własnego. Korzystna sytuacja ma miejsce wtedy, gdy wielkości te wskazują na długookresową pozytywną zmianę². Podkreślić należy, że o wzroście przedsiębiorstwa świadczą nie tylko wielkości mierzalne, tak zwane

¹ *Podstawy ekonomiki i zarządzania przedsiębiorstwem*, red. J. Kortan, C.H. BECK, Warszawa 1997, s. 151.

² *Ibidem*.

obiektywne, istotne są także cechy niedające się mierzyć albo tylko bardzo trudno mierzalne (subiektywne), świadczące o wzroście siły gospodarczej przedsiębiorstwa i o jego wartości rynkowej³.

W literaturze przedmiotu podaje się, że każde przedsiębiorstwo ma do wyboru dwie podstawowe drogi wzrostu: wzrost wewnętrzny lub wzrost zewnętrzny. Wzrost wewnętrzny następuje na skutek wykorzystania własnych zasobów i umiejętności, pozwala on na rozbudowanie potencjału w ramach dotychczasowych struktur. Wzrost zewnętrzny zaś polega na skokowym powiększeniu potencjału. Może on przyjmować różne formy kooperacji w postaci aliansu strategicznego, wspólnych przedsięwzięć, licencji, franchisingu itp., a także fuzji czy akwizycji⁴.

Wybór odpowiedniej drogi wzrostu nie jest łatwy, każda z nich bowiem ma określone wady i zalety (tabela 1), a te, z kolei, wpływają na długookresową konkurencyjność przedsiębiorstwa. Osiągnięcie sukcesu warunkuje między innymi dokonanie wnikliwej oceny pod kątem możliwości zwiększenia wartości przedsiębiorstwa, tak aby wybrać optymalny wariant. Pomocne w tym może być przyjęcie następującej zasady przy wyborze najkorzystniejszego wariantu:

wzrost wartości > koszty transakcji + ryzyko.

Do kosztów transakcji zalicza się: koszty nawiązania kontraktów, koszty negocjacji, koszty adaptacji procesów i struktur zarządzania itp. Ryzyko dotyczy natomiast problemów związanych z integracją przedsiębiorstw czy konfliktami wynikającymi ze współpracy przedsiębiorstw o różnych kulturach organizacyjnych. W ten sposób można przeanalizować możliwości rozwoju zewnętrznego przez fuzję, przejęcie lub kooperację w formie aliansu. Oceny możliwych opcji strategicznych dokonuje się, porównując wartości wygenerowane przez poszczególne przedsiębiorstwa⁵.

Istotnym obszarem możliwości inwestycyjnych przedsiębiorstwa są fuzje i przejęcia. Stanowią one jeden z elementów rozwoju firm prowadzący do rozszerzania zakresu działalności oraz zwiększania konkurencyjności przedsiębiorstw. Niejednokrotnie w praktyce gospodarczej jest tak, że nie wystarcza do wzrostu

³ *Ibidem*, s. 152.

⁴ *Podstawy...*, s. 153 oraz R. Drewniak, *Rozwój przedsiębiorstwa poprzez alians strategiczny. Cele i uwarunkowania w praktyce polskiej*, Dom Organizatora, Toruń 2004, s. 162.

⁵ H. Chwistecka-Dudek, W. Sroka, *Alianse strategiczne. Problemy teorii i dylematy praktyki*, PSB, Kraków 2002, s. 108.

oparcie się tylko na własnych zasobach⁶. Zarządzający globalnymi przedsiębiorstwami twierdzą: „najmniej skutecznym sposobem konkurowania jest próbowanie podbicia światowych rynków, polegając tylko na własnych siłach”⁷.

Tabela 1

Zalety i wady różnych dróg rozwoju przedsiębiorstwa

DROGA WZROSTU	WADY	ZALETY
Wzrost organiczny	<ul style="list-style-type: none"> – mniejsza dynamika rozwoju – ryzyko wrogiego przejęcia przy finansowaniu rozwoju emisją akcji – stosunkowo wysokie koszty (np. badań i rozwoju, koszty pozyskania kapitału) – problemy z pozyskaniem środków finansowych na dalszy rozwój – większy kłopot z wyjściem poza podstawową działalność 	<ul style="list-style-type: none"> – większa zdolność do tworzenia unikatowych przewag konkurencyjnych – możliwość budowania wizerunku na podstawie tradycji firmy – większa stabilność ryzyka rozwoju – mniejsze przeszkody w zarządzaniu (jednolita kultura, często mało zdywersyfikowana działalność)
Fuzje i przejęcia	<ul style="list-style-type: none"> – dość wysokie ryzyko niepowodzenia – wysokie i skoncentrowane w czasie koszty – trudności w zarządzaniu organizacją o odmiennym obszarze działania – ryzyko negatywnego wpływu na <i>image</i> firmy 	<ul style="list-style-type: none"> – wysoka dynamika rozwoju – dostęp do unikatowych zasobów – obniżka kosztów (efekty synergii i korzyści skali) – dywersyfikacja ryzyka działania – pozyskanie nowych rynków zbytu (nowe kanały dystrybucji oraz grupy klientów)
Alianse strategiczne	<ul style="list-style-type: none"> – występowanie konfliktów interesów – kłopoty z zarządzaniem (liczne centra decyzyjne) – ryzyko przejęcia przez partnera – konieczność ujawniania partnerom niektórych informacji wewnętrznych 	<ul style="list-style-type: none"> – zachowanie własnej niezależności partnerów – dostęp do pożądanych zasobów przez sojusznika – możliwość przejęcia przez partnera – stosunkowa łatwość rezygnacji z aliansu – obniżka kosztów

Źródło: opracowanie własne na podstawie A. Adamska, *Rola i zadania dyrektora finansowego*, www.finanse.info.pl.

⁶ J.C. Hook, *Fuzje i przejęcia. Jak skutecznie przeprowadzić transakcję*, LIBER, Warszawa 2002, s. V.

⁷ Wypowiedź Jacka Welcha, prezesa zarządu General Electric, cyt. za W. Sroka, *Alians strategiczny a fuzja*, EiOP 2001, nr 5.

2. Istota fuzji/przejęcia

Powszechnie uznaje się, że **fuzja** (ang. *merger*) to celowe połączenie identycznych lub porównywalnej wielkości podmiotów gospodarczych i powstanie nowego przedsiębiorstwa, przejmującego majątek łączących się firm⁸. Akcjonariusze stają się współwłaścicielami powstałej spółki, otrzymując w niej udziały lub akcje, w zamian za przejęty majątek⁹. Akcjonariusze otrzymują po 50% głosów na walnym zgromadzeniu, następuje także akceptacja planów rozwojowych nowego podmiotu przez zarządy obu połączonych firm¹⁰. W praktyce gospodarczej ma miejsce uniwersalny podział na kilka rodzajów fuzji przedsiębiorstw, wśród których należy wymienić: **fuzje horyzontalne**, **fuzje wertykalne**, **fuzje konglomeratowe** oraz **fuzje geograficzne**.

Przejęcie (ang. *takeover*) to uzyskanie kontroli nad spółką przez przejmującego w wyniku nabycia jej akcji¹¹ na giełdzie lub aktywów poza nią. Transfer kontroli nad działalnością gospodarczą z jednej grupy interesów do innej nastąpić może również przez¹²:

- prywatyzację polegającą na wykupie akcji przez małą grupę inwestorów w wyniku złożenia publicznej oferty, a potem wycofania danej spółki z giełdy,
- uzyskanie pełnomocnictwa, to znaczy większościowego prawa głosu na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy (WZA) przez grupę akcjonariuszy,
- dzierżawę z uprawnieniem do wykonywania prawa głosu na WZA w sprawach strategicznych dla firmy,
- wspólne przedsięwzięcia (tworzenie nowego przedsiębiorstwa z aktywów partnerów, jednakże jeden z nich zajmuje pozycję akcjonariusza większościowego co do prawa głosu).

Przedsiębiorstwo przejęte nie traci osobowości prawnej, lecz staje się podporządkowane podmiotowi przejmującemu, a jego akcjonariusze najczęściej przestają być jego właścicielami¹³. W wyniku przejęcia może także nastąpić likwidacja podmiotu przejmowanego, jego włączenie do grupy kapitałowej lub inkorporacja (włączenie w struktury podmiotu przejmującego).

⁸ A. Zelek, *Zarządzanie strategiczne*, Wydawnictwo Zachodniopomorskiej Szkoły Biznesu, Szczecin 2000, s. 18.

⁹ M. Szałaj, *Rynek fuzji i przejęć w Polsce*, „Nasz Rynek Kapitałowy” 2004, nr 3.

¹⁰ J. Grzywacz, *Podstawy bankowości*, Difin, Warszawa 2002, s. 37.

¹¹ M. Szałaj, *op.cit.*

¹² A. Zelek, *op.cit.*, s. 19.

¹³ M. Szałaj, *op.cit.*

Przejęcia mogą mieć formę przyjazną lub wrogą. **Przejęcie przyjazne** (ang. *friendly takeover*) wymaga akceptacji kierownictwa spółki przejmowanej dla przejmującego. Akceptacja przyjmuje postać rekomendacji zarządu spółki przejmowanej przyjęcia oferty przez akcjonariuszy (na przykład tak było przy połączeniu Polifarbu Cieszyn SA i Polifarbu Wrocław SA). **Przejęcie wrogie** (ang. *hostile takeover*) ma miejsce w wypadku braku poparcia przez kierownictwo spółki przejmowanej przejęcia nad nią kontroli i przeniesienia własności¹⁴. Najczęściej z inicjatywą połączenia drogą wymuszenia ekonomicznego wychodzą silniejsze przedsiębiorstwa, a nierzadko też i mniejsze¹⁵.

Ze względu na proces koncentracji produkcji możemy wyróżnić przejęcia: **tworzące specjalizację przedmiotową** oraz **tworzące specjalizację technologiczną**. Pierwsze z nich polegają na nabywaniu innych przedsiębiorstw w celu zawężenia asortymentu wspólnie wytwarzanych produktów tak, aby osiągnąć przewagę na rynku, a poprzez to ograniczyć konkurencję. Przejęcia tworzące specjalizację technologiczną polegają zaś na nabywaniu innych przedsiębiorstw w celu podziału etapów produkcji na kilka przedsiębiorstw.

Przejęcie przedsiębiorstwa może nastąpić przez nabycie kontroli przez inny podmiot, którym może być¹⁶: przedsiębiorstwo, instytucja finansowa, kadra menedżerska lub pracownicy.

3. Johnson & Johnson¹⁷ – przykład wzrostu firmy przez przejęcia

Firma Johnson & Johnson jest producentem i sprzedawcą szerokiej gamy produktów branży medycznej i kosmetycznej. W latach 1995–2005 przedsiębiorstwo przeprowadziło ponad 50 transakcji przejęć – jako część swojej strategii wzrostu. Była to strategia podobna do tej prowadzonej przez inne przedsiębiorstwa w szybko zmieniającym się otoczeniu, nacechowanym innowacjami, na przykład w branżach takich jak IT.

Johnson & Johnson zamiast kreować innowacyjne produkty wewnątrz przedsiębiorstwa przejął firmy, które miały opracowane, intratne rynkowo pro-

¹⁴ *Ibidem*.

¹⁵ *Grupy kapitałowe w Polsce*, red. M. Romanowska, M. Trocki, B. Wawrzyniak, Difin, Warszawa 1998, s. 85.

¹⁶ S. Hucik-Gaicka, *Walka konkurencyjna przedsiębiorstw poprzez alianse strategiczne, fuzje i przejęcia*, www.inwestycje.pl (15.03.2007).

¹⁷ *Mergers, acquisitions, and corporate restructuring*, red. P.A. Gaughan, John Wiley & Sons, New Jersey 2007, s. 118–119.

dukty. W ten sposób przedsiębiorstwo nie traciło czasu na nieudane próby rozwoju wewnętrznego i budowało sukces na stworzonych produktach innych firm. Musiało jednak zapłacić premię za dokonane transakcje. Wybrane przykłady transakcje przejęć zaprezentowano w tabeli 2.

Tabela 2

Wybrane transakcje przejęć dokonywane przez firmę Johnson & Johnson w latach 1994–2005

Firma przejmowana	Dziedzina	Rok	Wartość [mld USD]
Guidant	implanty	2005	25,4
Alza	specyfiki medyczne	2001	12,3
Centocor	leki stosowane w chorobach układu immunologicznego	1999	6,3
Depuy	urządzenia ortopedyczne	1998	3,6
Scios	leki stosowane w chorobach kardiologicznych	2003	2,4
Cordis	leki stosowane w chorobach naczyniowych	1996	1,4
Neutrogena	produkty do pielęgnacji skóry i włosów	1994	0,9
Biopsys Medical	leki stosowane w nowotworach piersi	1997	0,3

Źródło: *Mergers, acquisitions...*, s. 118.

Przykładowo, w 1996 roku Johnson & Johnson przejęła „Cordis” – producenta leków stosowanych w chorobach naczyniowych – za 1,8 mld USD. Pomimo to Johnson & Johnson nie znalazła się w czołówce tego segmentu rynku, dlatego dokonała przejęcia za 25,4 mld USD (początkowa cena ofertowa) lidera rynku – Guidant. Ta transakcja nabycia była największa w historii Johnson & Johnson.

4. Zasadnicze przesłanki podejmowania transakcji połączeniowych przez podmioty gospodarcze

Fuzje i przejęcia coraz częściej traktowane są jako najskuteczniejsza metoda osiągnięcia dynamicznego tempa wzrostu, a łączące się przedsiębiorstwa spodziewają się uzyskać różnego rodzaju korzyści. Przesłanek jest wiele (marketingowe, operacyjne, finansowe, inwestycyjne itp.), przy czym są one coraz bardziej skom-

plikowane oraz zmienne, zależą bowiem od obszaru działania przedsiębiorstw oraz zakresu, w którym są przeprowadzane.

Warto podkreślić, iż większość firm planujących rozwój nie zaczyna od pomysłu przejęcia innych. Decyzja o nabyciu innego podmiotu zostaje podjęta po tym, jak zwykła działalność firmy nie daje szans na szybki rozwój czy też odpowiedni zwrot z inwestycji¹⁸. Rozwój przedsiębiorstwa poprzez fuzję lub akwizycję jest także konieczny, gdy cele strategiczne przedsiębiorstwa nie mogą być skutecznie osiągnięte w ramach obecnych struktur organizacyjnych. Podobnie, jeśli okaże się, że w obecnej strukturze trudne będzie utrzymanie na niskim poziomie kosztów wraz ze wzrostem obrotów, rozsądne okazać się może ograniczenie wspólnych kosztów administracyjnych przy utrzymaniu niezmiennego poziomu jakości produkcji i/lub usług i wartości obrotów¹⁹. Niewątpliwie na podjęcie decyzji o fuzji/przejęciu wpływa wiele czynników, takich jak²⁰:

1. Cechy sektorowe:

- stopień dojrzałości danej dziedziny,
- siła barier na wejściu.

2. Skłonność przedsiębiorstw do wzrostu zewnętrznego.

Z powodu na przykład niedoboru zasobów osobowych lub istnienia luki technologicznej podmioty gospodarcze mogą być zmuszone do rozwijania się na zewnątrz.

3. Względy taktyczne:

- gra z czasem (wzrost zewnętrzny umożliwia szybszy zwrot nakładów inwestycyjnych niż wzrost wewnętrzny),
- neutralizacja konkurenta,
- dostępność celów,
- rynkowa dostępność aktywów.

Uczestnikami fuzji mogą być przedsiębiorstwa produkujące podobne produkty w tej samej branży lub też zajmujące się różnymi etapami tego samego produktu, jak też przedsiębiorstwa działające w innych branżach. Często przedsiębiorcom opłaca się przejąć inną firmę lub połączyć z podobnym przedsiębiorstwem bardziej, niż przeprowadzać inwestycję polegającą na rozbudowie własnej

¹⁸ J.C. Hook, *op.cit.*, s. 8–9.

¹⁹ H. Johnson, *Fuzje i przejęcia. Narzędzie podejmowania decyzji strategicznych*, LIBER, Warszawa 2000, s. 19.

²⁰ *Strategor, zarządzanie firmą. Strategie, struktury, decyzje, tożsamość*, PWE, Warszawa 1997, s. 220–222.

firmy i zakupie nowych maszyn, urządzeń czy technologii²¹. Poza tym uczestnikami fuzji i przejęć mogą być przedsiębiorstwa zupełnie odmienne pod względem stylu zarządzania, kultury organizacyjnej czy systemów wartości, stąd sukces takiej operacji jest uzależniony od tego, jak skutecznie potrafią się one ze sobą zintegrować.

5. Rynek fuzji i przejęć w Polsce – bariery rozwoju

Fuzje i przejęcia są stałym elementem gospodarki każdego kraju, w tym Polski. W roku 2007 polski rynek fuzji i przejęć wart był około 47 mld PLN. Dotychczas głównym problemem w rozwoju firm poprzez fuzje i przejęcia były bariery finansowe wiążące się z utrudnionym dostępem do kapitału i źródeł finansowania. **Niewielu przedsiębiorców zdaje sobie sprawę, że w rozwiązaniu tych problemów pomocne są fundusze europejskie.** Dzięki pomocy unijnej możliwe jest sfinansowanie transakcji fuzji/przejęcia, nawet przy braku zdolności kredytowej czy zabezpieczeń na aktywach przedsiębiorstw. Według niektórych specjalistów jest to najtańsza forma finansowania rynku, tańsza niż emisja akcji na giełdzie lub wykorzystanie długoterminowych funduszy²².

Rynek fuzji i przejęć w kraju rozwija się szybciej dzięki większej aktywności spółek giełdowych. Branża firm, które dokonały przejęć, jest bardzo szeroka, począwszy od sektora spożywczego przez branżę budowlaną, kończąc na wydawniczej. Polskie spółki coraz częściej szukają partnerów poza granicami kraju. W akwizycjach zagranicznych w ostatnich latach uczestniczyły spółki, takie jak: Euromark, Netmedia, Prokom (w sektorze informatycznym), Kamax (w branży kolejowej), Mokate (w sektorze spożywczym)²³. Szacuje się, że rynek fuzji i przejęć będzie atrakcyjny dla inwestorów do 2009 roku. Przeszkodą w dokonywaniu połączeń dla podmiotów gospodarczych może być premia za pakiet kontrolny. Zachętą natomiast możliwość zapłaty za akcje w wezwaniu przez zamianę na nowo utworzone akcje spółki przejmującej²⁴, co mogłoby uprościć schemat niektórych transakcji.

Podsumowując, dobrze zaplanowana i przemyślana transakcja M&A jest atrakcyjnym narzędziem rozwoju biznesu, mogącym przynieść szybko długo-

²¹ Dotacje na fuzje i przejęcia, www.bierzdotacje.pl (6.06.2008).

²² *Ibidem*.

²³ K. Nałęcz doradca finansowy Money Expert SA, *Przejęcia i fuzje wspomagają rozwój firm*, www.egospodarka.pl (13.11.2006).

²⁴ *Boom na rynku fuzji i przejęć*, „Gazeta Parkiet”, 18.01.2007.

trwale korzyści. Urealnienie wycen, relatywna trudność w dostępie do finansowania poprzez IPO czy tradycyjny kredyt²⁵ będą wzmacniać rynek M&A w Polsce. W warunkach krajowych dodatkowym bodźcem może być także prywatyzacja, która, po kilku latach przestoju, może ponownie stać się źródłem transakcji fuzji i przejęć.

MERGERS AND ACQUISITIONS – A STRATEGY FOR RAPID DEVELOPMENT

Summary

This article focuses on various strategic ways for the company's growth. It analyzes advantages and disadvantages of these ways, especially of Merger and Acquisitions.

One of the most fundamental motives for M&As is growth. Companies seeking to expand are faced with a choice between internal growth and growth through M&As. Internal growth may be a slow and uncertain process. Growth through Merger and Acquisitions may be a much more rapid process, although it brings with it its own uncertainties.

Article also presents history of acquisitions, on example Johnson & Johnson company.

Translated by Małgorzata Porada-Rochoń

²⁵ Zespół Fuzji i Przejęć KPMG, *Czy fuzje i przejęcia to nadal dobry sposób na rozwój?*, „Gazeta Giełdy Parkiet”, 28.04.2008.