

Aleksandra Gąsior

Fuzje i przejęcia : kontrowersje na temat opłacalności tych procesów

Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania 17, 107-118

2010

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.

Aleksandra Gąsior

FUZJE I PRZEJĘCIA – KONTROWERSJE NA TEMAT OPŁACALNOŚCI TYCH PROCESÓW

Wstęp

Wzrost wartości fuzji i przejęć w Polsce w ostatnich latach może świadczyć o dość dużej popularności tych procesów, ale również o coraz większym doświadczeniu w ich przeprowadzaniu i pozytywnych efektach końcowych. Czy efekty procesów fuzji i przejęć faktycznie można ocenić jednoznacznie pozytywnie? Czy oprócz wzrostu wartości fuzji i przejęć nastąpił również wzrost osiągnięć, który założyły firmy, decydując się na fuzje bądź przejęcia? Czy firmy równie skrupulatnie dokonywały oceny swoich działań w czasie integracji, jak przed decyzją o jej przeprowadzeniu? Wszystkie te pytania są dość interesujące szczególnie w dobie kryzysu, który niejednokrotnie jest testem na przetrwanie przedsiębiorstw w niesprzyjających warunkach gospodarczych.

1. Motywy procesów fuzji i przejęć

W kontekście postawionych pytań nasuwa się kolejne pytanie: czy nie lepiej egzystować jako pojedynczy, niezależny podmiot? Odpowiedzi należałoby szukać w trendach panujących w światowym zarządzaniu, a mianowicie we wzroście wartości przedsiębiorstwa. Jednostki organizacyjne podejmują trud i ryzyko fuzji bądź przejęcia, ponieważ w wyniku połączenia można uzyskać efekt synergii, spadek kosz-

tów funkcjonowania, różnego typu oszczędności, a jednocześnie zwiększyć moce produkcyjne lub udział w rynku, co w efekcie prowadzi do zwiększenia dodatnich przepływów pieniężnych, a tym samym do zwiększenia wartości przedsiębiorstwa. Innym rodzajem korzyści jest zmniejszenie obciążeń podatkowych. Poza tym przesłanką fuzji bądź przejęcia może być dostrzeżenie przez uczestników rynkowych, że spółka jest niedoszacowana bądź źle zarządzana, co ma przełożenie na degradację wartości jej akcji – są to firmy mające duże szanse rozwoju. Tego typu przedsiębiorstwa są w kontekście fuzji bądź przejęcia niejednokrotnie bardziej atrakcyjne dla graczy rynkowych lub konkurencji¹. W procesach fuzji i przejęć wyróżnia się dwie podstawowe grupy motywów łączenia: ze względu na nabywcę i sprzedawcę².

Motywy, którymi kierują się nabywcy lub sprzedawcy przy podejmowaniu decyzji o fuzji bądź przejęciu, powinny doprowadzić do zwiększenia wartości walorów posiadanych przez ich akcjonariuszy, czyli do wzrostu wartości akcji. W tabeli 1 zaprezentowano motywy, którymi kierują się przedsiębiorstwa przy nabywaniu kontrolnych pakietów akcji w ramach fuzji i przejęć. Należy jednak podkreślić, że najczęściej sukces osiągają te jednostki, które realizują w trakcie łączenia się i współpracy przedsiębiorstw koncepcję 4F, co oznacza³:

1. **Focus** – skoncentrowanie wspólnego działania firm na jednym lub w kilku sektorach.
2. **First** – bycie pierwszym w zmianach i odpowiedziach na wyzwania otoczenia, na przykład w wyniku realizacji fuzji.
3. **Fast** – szybkie dostosowanie struktur, procedur, ludzi i relacji z otoczeniem do współdziałania między jednostkami.
4. **Flexibility** – duża elastyczność działania połączonych przedsiębiorstw.

¹ Por. M. Kadryś, *Fuzje, konsolidacje, przejęcia*, „Manager” 2002, nr 7, s. 26.

² Szerzej zob. A. Gąsior-Żarska, *Przesłanki przeprowadzania fuzji i przejęć w przedsiębiorstwach*, w: *Zarządzanie restrukturyzacją przedsiębiorstw w procesie globalizacji gospodarki*, red. R. Borowiecki, A. Jaki, Katedra Ekonomiki i Organizacji Przedsiębiorstw Akademii Ekonomicznej w Krakowie, Warszawa–Kraków 2005, s. 240–244.

³ P.J. Szczepankowski, *Fuzje i przejęcia. Techniki oceny opłacalności i sposoby finansowania*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2000, s. 60–61.

Tabela 1. Motywy nabywania kontrolnych pakietów akcji w ramach fuzji i przejęcia

Motywy	Formy	Przewidywane korzyści
Minimalizacja kosztów	<ul style="list-style-type: none"> – nabycie w ramach integracji poziomej – inwestycje zagraniczne 	<ul style="list-style-type: none"> – korzyści skali wytwarzania – wspólne zarządzanie – obniżka kosztów stałych – racjonalizacja B + R – wzrost atrakcyjności na rynkach finansowo-kredytowych
Maksymalizacja sprzedaży	<ul style="list-style-type: none"> – nabycie w ramach integracji poziomej – inwestycje zagraniczne 	<ul style="list-style-type: none"> – rozszerzenie rynków zbytu – zróżnicowanie kanałów dystrybucji – wzrost udziału w rynku – przejęcie wartości dodanej – wzrost atrakcyjności na rynkach finansowo-kredytowych
Redukcja ryzyka	<ul style="list-style-type: none"> – konglomeraty – inwestycje zagraniczne 	<ul style="list-style-type: none"> – zróżnicowanie linii produktowej – wspólne zarządzanie – zróżnicowanie kanałów dystrybucji – wzrost atrakcyjności na rynkach finansowo-kredytowych
Nabycie strategiczne	<ul style="list-style-type: none"> – integracja pozioma – integracja pionowa – konglomeraty – inwestycje zagraniczne 	<ul style="list-style-type: none"> – obrona przed wykupieniem – wyjście z sektora – obniżenie kosztów – pozyskanie nowych rynków zbytu
Kontrola przepływów pieniężnych	<ul style="list-style-type: none"> – integracja pozioma – integracja pionowa – konglomeraty – inwestycje zagraniczne 	<ul style="list-style-type: none"> – maksymalizacja wykorzystania osłony podatkowej (efekty podatkowe wzrostu amortyzacji i LBO) – stymulowanie zarządu do maksymalizacji przepływów pieniężnych – realokacja gotówki zgodnie z cyklem rynkowym życia produktu

Źródło: W. Frąckowiak, M. Lewandowski, *Transakcje kupna i sprzedaży przedsiębiorstw. Rynek kontroli*, w: *Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw*, red. W. Frąckowiak, PWE, Warszawa 2009, s. 43–44.

Niestety, nie można pominąć faktu, że transakcje fuzji i przejęć wiążą się ze znacznym ryzykiem oraz dodatkowymi kosztami, związanymi ze zmianą kultury organizacji lub organizacyjnej, zmianą zarządzania czy zwolnieniem części pracow-

ników⁴. Ryzyko to nabywający i sprzedający zawsze mogą zminimalizować w momencie przeprowadzenia analizy *due diligence*⁵.

W kontekście motywów, którymi kierują się nabywcy i sprzedawcy, i możliwości ograniczenia ryzyka związanego z procesem fuzji bądź przejęcia znanych z teorii w artykule zaprezentowano wyniki badań trzech firm, które przedstawiają, jak faktycznie przedsiębiorstwa podchodzą do realizacji procesów fuzji i przejęć.

2. Wyniki badań prezentujące najczęściej popełniane błędy w transakcjach fuzji i przejęć

Z badań przeprowadzonych przez Bank WBK⁶ wynika, że większość spośród przeprowadzonych fuzji kończy się porażką. W badaniu podjęto próbę odpowiedzi na pytanie o główne przyczyny tych niepowodzeń. Aby odpowiedzieć na to pytanie, trzeba pamiętać o powodach, jakimi kierowali się nabywcy lub sprzedający, podejmując decyzję o fuzji czy przejęciu. W dużym uproszczeniu taka decyzja rozważana jest jako alternatywa albo jako uzupełnienie rozwoju organicznego. Rozwój organiczny oznacza tu rozbudowę istniejących zdolności do generowania przychodów, na przykład sieć sprzedaży, zdolności produkcyjne itp. Proces fuzji lub przejęcia przedsiębiorstwa często wykorzystują do osiągnięcia szybkiego dostępu do zasobów i szybkiej możliwości powiększenia biznesu. Szybkość ta często prowadzi jednak do

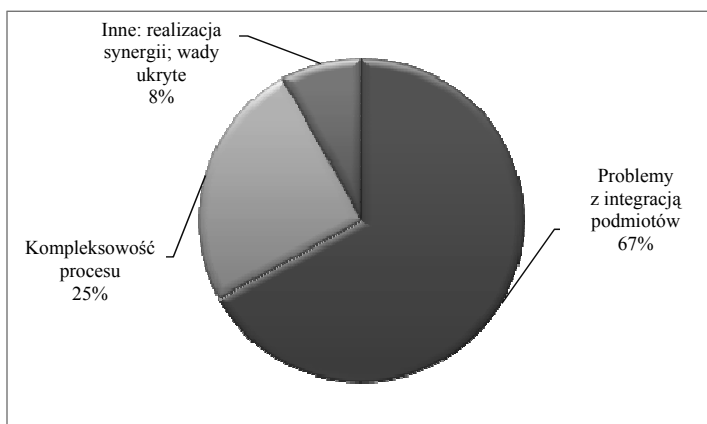
⁴ A. Herdan, *Charakterystyka procesów łączenia się przedsiębiorstw*, w: *Fuzje i przejęcia... Wybrane aspekty*, red. A. Herdan, Wydawnictwo Uniwersytetu Jagiellońskiego, Kraków 2008, s. 23.

⁵ Szerzej zob. A. Gąsior-Żarska, *Due diligence funkcji kadrowej*, w: *Analiza finansowa jako narzędzie zarządzania przedsiębiorstwem*, red. M. Hamrol, Katedra Analizy Finansowej i Strategicznej Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań 2005, s. 351–369; A. Gąsior, *Due diligence jako istotna analiza przy wyborze kandydata do nabycia*, w: *Innowacje, ryzyko, zarządzanie wiedzą, strategie przedsiębiorstw*, red. W. Janasz, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2005, s. 177–187.

⁶ [[:]] www.ork.bzwbk.pl. Badanie przeprowadzone przez Obszar Rynków Kapitałowych Banku Zachodniego WBK objęło 38 średnich i dużych firm, które dokonały 102 akwizycji. Przychody firm biorących udział w badaniu to minimum 200 mln zł, a ponad połowa firm miała przychody większe niż miliard złotych. Wśród badanych znajdowały się firmy zarówno z polskim (63%), jak i zagranicznym kapitałem (37%). Były to firmy publiczne (45%) i niepubliczne (55%). Najwięcej akwizycji wśród badanych podmiotów przeprowadzono w branży produkcji przemysłowej (34 firmy) i budowlanej (30 spółek). R. Skowroński, *Przyczyny niepowodzeń w transakcjach fuzji i przejęć*, 23.04.2009, http://www.inwestycje.pl/fuzje_przejecia/przyczyny_niepowodzen_w_transakcjach_fuzji_i_przejec;56282;0.html.

niepowodzeń transakcji fuzji i przejęć. Najczęściej popełnianymi błędami jest słaba analiza takich ważnych aspektów, jak ryzyko, cena i integracja.

Wykres 1. Obawy związane z realizacją transakcji (%)



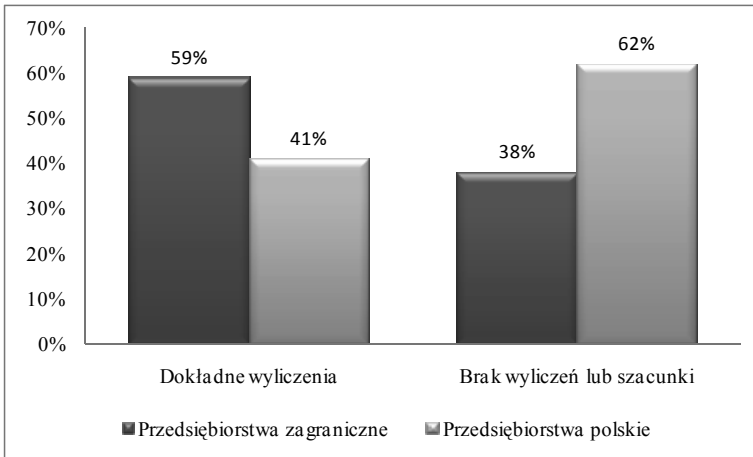
Źródło: Badanie czynników sukcesu przy transakcji fuzji i przejęć. Rynki kapitałowe, BZ, WBK, Warszawa 2008.

Z badań wynika (wykres 1), że problemy z integracją podmiotów za najważniejsze uznało (67%) ankietowanych. Jest to również najpoważniejszy problem wymieniany w literaturze przedmiotu. Oprócz typowych zagrożeń wskazanych przez respondentów, zwiększone ryzyko realizacji fuzji i przejęć jest związane z koniecznością przeprowadzenia dogłębnej analizy przejmowanego podmiotu, czyli analizy *due diligence*. Należy bowiem zwrócić uwagę nie tylko na aspekty finansowo-księgowo, prawne czy podatkowe, ale również na strategiczne podstawy rozwoju przejmowanego przedsiębiorstwa. Częste zaniedbania wynikające z pobieżnej analizy bądź brak profesjonalnych doradców naraża nabywcę na większe ryzyko.

W Polsce w procesie fuzji i przejęć ponad połowa podmiotów korzysta jedynie z własnej wiedzy, nie wspierając się doświadczonymi w tej materii profesjonalistami. Zdaniem ekspertów, którzy przeprowadzili badania, polskie przedsiębiorstwa mniej starannie przygotowują się do fuzji i przejęć niż firmy z kapitałem zachodnim. Wynika to również z braku tradycji i kultury w korzystaniu ze specjalistycznych spółek w tego rodzaju sytuacjach. Zdaniem ekspertów, najczęściej popełnianym

(i wychwytywanym) błędem przez polskie organizacje jest brak dokładnego wyliczenia korzyści z podjęcia procesu fuzji bądź przejęcia.

Wykres 2. Wyliczenia efektów ekonomicznych poprzedzających transakcje (%)

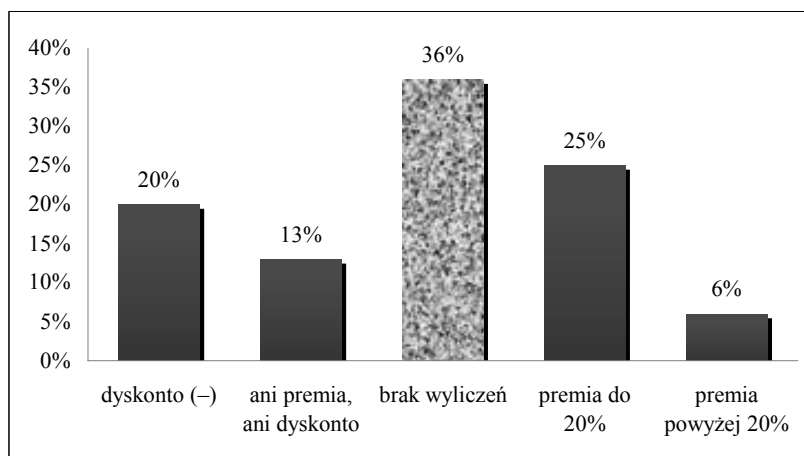


Źródło: Badanie czynników sukcesu...

Z badań przeprowadzonych przez Bank WBK wynika, że dokładne wyliczenia przeprowadza aż 59% przedsiębiorstw zagranicznych i jedynie 41% polskich. Niestety, przeważająca większość polskich firm (62%) nie wylicza ani szacunkowo nie określa wartości, a wśród firm zagranicznych nie robi tego zaledwie 38% podmiotów. Zadziwiający jest również fakt, że aż 36% firm nie wylicza godziwej wartości kupowanych aktywów (wykres 3). Zaledwie 25% przedsiębiorstw godzi się na zapłatę premii (najczęściej do 20% wartości), niestety aż 36% w ogóle nie prowadzi takich kalkulacji.

Zdaniem jednego z ekspertów podsumowujących badania Banku WBK, decyzje o zakupie przedsiębiorstw podejmowane są na podstawie fragmentarycznych analiz lub szacunków. Jeżeli w przedsiębiorstwie nie wiadomo, jakie profity można uzyskać z transakcji fuzji bądź przejęcia, to trudno płacić premię za przejmowane firmy.

Wykres 3. Cena a wartość godziwa (%)



Źródło: Badanie czynników sukcesu...

Badania wykazały, że spółki giełdowe lepiej przygotowują się do fuzji i przejęć – robią to staranniej i częściej korzystają z wyspecjalizowanych podmiotów. Niestety, tylko 39% przedsiębiorstw nienotowanych na GPW korzysta z usług doradców (wykres 4). Zdecydowanie lepsze wyniki uzyskano dla spółek giełdowych, ponieważ 61% z nich potwierdziło, że przy fuzjach i przejęciach korzysta z profesjonalnych firm doradczych i banków inwestycyjnych. Jedyną optymistyczną informacją jest tu fakt, że badane firmy chcą w przyszłości poprawić takie elementy, jak dokładność analizy *due diligence*, przygotowanie procesu transakcyjnego i dokładnego planu integracji podmiotów oraz kalkulacja efektów ekonomicznych.

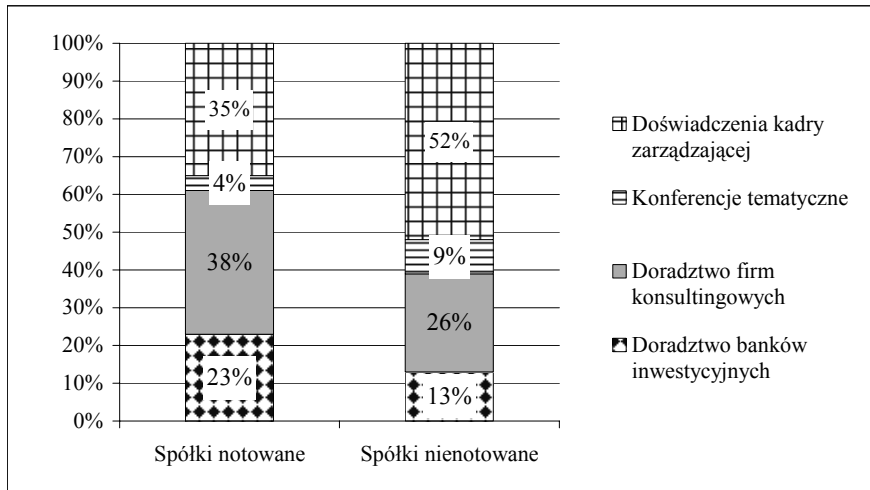
Kolejną firmą, która podjęła badania⁷ najczęściej popełnianych błędów w procesach fuzji i przejęć, była Hay Group⁸. W obecnych warunkach gospodarczych (rok 2009 okrzyknięto rokiem okropieństw) fuzje i przejęcia są jedną z najbardziej ryzykownych metod inwestycji środków pieniężnych – pomyłka inwestycyjna może być teraz bardzo kosztowna dla uczestników tych procesów. Zdaniem badających, dość

⁷ Hay Group przeprowadziło badanie wśród ponad 560 światowej klasy specjalistów, zajmujących się fuzjami i przejęciami.

⁸ R. Anam, *Rynek fuzji i przejęć – gwałtowne zmiany*, 15.04.2009, [[:]] eGospodarka.pl, <http://www.egospodarka.pl/39680,Rynek-fuzji-i-przejec-gwaltowne-zmiany,1,39,1.html>.

mocno zmienił się „krajobraz” fuzji i przejęć, w zapomnienie odchodzą dotychczasowe reguły, a pojawiają się nowe zasady, natomiast stawki są coraz wyższe.

Wykres 4. Źródła wiedzy o finansowych i technicznych aspektach przejęć (%)



Źródło: Badanie czynników sukcesu...

Badania Hay Group pozwoliły stwierdzić, że przywódcy biznesowi uniknęliby wielu kosztownych dla nich błędów, gdyby więcej uwagi poświęcili ocenie i zarządzaniu kapitałem organizacyjnym, relacyjnym i pracowniczym, czyli aktywom niematerialnym i prawnym. Ich badania wykazały, że:

- „organizacje przesadnie nisko wyceniają swoją własną wartość pod względem kapitału organizacyjnego, relacyjnego i pracowniczego. Typowa wycena wartości wymienionego kapitału oscyluje w granicach 30% – natomiast realna wartość jest ponad dwa razy większa: stanowi 75% wartości rynkowej (w stabilnych warunkach gospodarczych);
- blisko jedna trzecia nabywców (31%) nie przeprowadziła formalnej analizy wartości niematerialnych przejmowanej firmy;
- 70% nabywców, którzy przeprowadzili analizę kapitału niematerialnego przejmowanych przedsiębiorstw, uznało transakcję za sukces. Do podob-

nych wniosków doszło jedynie 30% nabywców, którzy analizy wartości niematerialnych nie przeprowadzili;

- d) z perspektywy czasu dwie trzecie (66%) osób zarządzających przebadanymi organizacjami jest przekonanych, że zwiększenie koncentracji na wartościach niematerialnych – już od początku procesu fuzji lub przejęcia – przyniosłoby znacznie lepsze efekty przeprowadzanej transakcji;
- e) 61% osób zarządzających firmami przyznaje, że w przyszłych fuzjach i przejęciach zamierza bardziej skupić się na wartościach niematerialnych⁹.

Podobne wyniki badań uzyskał Hewitt Associates¹⁰, który wykazał, że 83% europejskich przedsiębiorstw nie zdołało osiągnąć celów stawianych procesom fuzji i przejęć; 92% wszystkich badanych firm wskazuje na kwestie związane z kapitałem ludzkim jako główne źródło swoich niepowodzeń, a jest to brak dopasowania kultury organizacyjnej, utrata kluczowych pracowników lub przywództwa.

Podobnie jak polskie przedsiębiorstwa, europejskie organizacje również nie korzystają zbyt często ze wsparcia działów HR. Zupełnie odwrotne zachowanie światowych organizacji podczas procesów *due diligence* i integracji wykazały badania przeprowadzone przez Hewitt Associates. Najważniejsze wyniki tego badania są następujące:

- a) „Jedynie 7% europejskich firm regularnie angażuje dział HR w negocjowanie warunków transakcji, w porównaniu do średniej światowej na poziomie 36%.
- b) Tylko 24% europejskich firm angażuje dział HR do projektowania sekcji dotyczących pracowników przy transakcjach, w porównaniu do średniej światowej na poziomie 43%.
- c) Jedynie 45% europejskich firm angażuje dział HR w fazę planowania integracji, w porównaniu ze średnią światową na poziomie 73%¹¹”.

⁹ *Ibidem*.

¹⁰ W badaniu udział wzięło 96 międzynarodowych organizacji, w tym 40 europejskich. Łączna wartość wszystkich przeprowadzonych transakcji w przebadanej grupie wyniosła ponad 568 mld USD, z czego europejskich – 296 mld USD w dwóch ostatnich lat. Badane firmy zapytano o ich skuteczność na etapie realizacji transakcji oraz późniejszego procesu integracji. *Europejskie organizacje tracą miliardy źle zarządzając procesami fuzji i przejęć*, 5.06.2009 [@:], http://www.inwestycje.pl/fuzje_przejecia/europejskie_organizacje_traca_miliardy_zle_zarządzajac_procesami_fuzji_i_przejec;60072;0.html.

¹¹ *Ibidem*.

Wyniki te sugerują, że ryzyko związane z fluktuacją kadr może w największym stopniu obniżyć wartość oczekiwanych efektów z transakcji.

Zaprezentowane najczęściej popełniane błędy nabierają szczególnego znaczenia w obecnej sytuacji finansowej na świecie i w kraju. W Polsce twierdzi się, że nie są to warunki sprzyjające popełnianiu błędów. Coraz bardziej zagorzała walka konkurencyjna sprawia, że można spodziewać się fali likwidacji i upadłości. Nastąpił czas dużej wstrzemięźliwości w ryzykownych ruchach na rynku. Banki usztywniły swoją politykę kredytową, a giełda przestała być miejscem łatwego pozyskania kapitału. W najgorszym scenariuszu można się spodziewać upadłości firm z powodu kłopotów z płynnością finansową, ich wycofania się z inwestycji, a w ostateczności sprzedaży części majątku. Jest jednak druga strona tych przypuszczeń, są bowiem organizacje, które nagromadziły nadwyżki, mają zasoby kapitałowe, zoptymalizowały swą działalność i skorzystają z tego, by przejąć słabszą konkurencję za jak najniższą cenę¹².

Sytuacje na świecie dość jednoznacznie prezentuje Hay Group, podając, „że w Stanach Zjednoczonych i Europie gospodarcza zawierucha poważnie zmieniła krajobraz fuzji i przejęć. Pewne czynniki są w stanie z jednej strony powstrzymać fuzje i przejęcia, a z drugiej strony – kształtować strategiczne możliwości przejęć: nacjonalizacja banków, zastrzyki rządowej gotówki dla poratowania upadających organizacji, czy też rynki osłabione brakiem możliwości finansowania działalności przedsiębiorstw. Na rynkach zachodnich rządy ostro przystępują do dzieła i angażują się w fuzje i przejęcia, by w czasach spowolnienia gospodarczego powstrzymać upadek wielu organizacji i tym samym przywrócić zaufanie ich klientów. Tego typu fuzje i przejęcia pojawiają się coraz częściej, zastępując swą wcześniejszą, bardziej ortodoksyjną formułę¹³”.

Panujący na świecie kryzys finansowy w dużym stopniu utrudnia fuzje i przejęcia, a szczególnie nie jest zbyt pobłażliwy i tolerancyjny dla błędów, które niejednokrotnie wynikają z zaniedbania.

¹² *Fuzje i przejęcia w czasach kryzysu*, 21.04.2009 [@:], http://www.inwestycje.pl/fuzje_przejecia/fuzje_i_przejecia_w_czasach_kryzysu;55982;0.html.

¹³ R. Anam, *op.cit.*

Podsumowanie

Organizacje podejmujące tak ryzykowne wyzwanie, jakimi są fuzje i przejęcia w obecnie panujących warunkach rynkowych, absolutnie nie mogą pozwolić sobie na pomyłki przedstawione w artykule. Z badań prowadzonych w Polsce i na świecie wynika, że do tej pory nie można jednoznacznie ocenić efektów fuzji i przejęć jako pozytywnych. Badania wykazały również, że, niestety, większość tych procesów kończy się porażką z powodu (szczególnie w polskich przedsiębiorstwach) braku solidności i skrupulatności w określeniu korzyści, jakie mogą one przynieść. Z badań przeprowadzonych przez Hay Group wynika, że udane fuzje lub przejęcia odnotowano w jednostkach, które poddały aktywa niematerialne i prawne dokładnej analizie. Prawdopodobieństwo, że przeprowadzane transakcje przyniosą wzrost wartości udziałów, wzrastało trzykrotnie. Nie bez znaczenia jest zatem stwierdzenie, że przed niebezpiecznymi błędami może i powinna przedsiębiorstwa ustrzec analiza *due diligence*.

MERGERS AND ACQUISITIONS – CONTROVERSY IN PATTERN OF PROCESSES' PROFITABLE

Summary

The article presents what are kind of motives of buyers and sellers decisions when they want to make a process of mergers and acquisitions. Usually they assume that every time M&A are profitable. They don't mind about efficiency calculation afterwards. That's why in article Author asked: Is it really true that effects after process M&A are positive? Have enterprises calculated and judged their work during the process and after? That questions are very important especially during financial crises which can be call: "Big test for economy in globalisation time".

Translated by Aleksandra Gąsior

