

AGNIESZKA PEREPECZO

Uniwersytet Szczeciński

**FALE FUZJI I PRZEJĘĆ W LATACH 1990–2009
A KRYZYS FINANSOWY**

Wprowadzenie

Fuzje i przejęcia to transakcje, które od dawna goszczą na rynkach światowych. Ich intensywność jest raz większa, a raz mniejsza. Na przestrzeni ponad stu lat liczba zawieranych transakcji przeplatała się latami niskiej, a następnie wzmożonej aktywności, co zaczęto określać schematem fal. Każda kolejna fala różniła się od poprzedniej, gdyż otoczenie, w jakim funkcjonowały przedsiębiorstwa, stale się zmieniało i stwarzało nowe możliwości. Następujące po sobie fale wносиły kolejne innowacje w zakresie procesów konsolidacji przedsiębiorstw. Inne były ich przesłanki powstania i tłumienia. Celem niniejszego artykułu jest scharakteryzowanie fal fuzji i przejęć, które się dokonały w przeszłości, w szczególności ostatnich dwóch fal zaobserwowanych w latach 1990–2009. Pierwsza z nich została wyhamowana w 2002 roku w obliczu spektakularnych bankructw na rynku amerykańskim, druga – w 2008 roku przez kryzys finansowy na świecie.

1. Rys historyczny fal fuzji i przejęć

Największymi, z racji wysoko rozwiniętych rynków kapitałowych, regionami transakcji fuzji i przejęć były w przeszłości Stany Zjednoczone, a w drugiej

kolejności Wielka Brytania. W Stanach Zjednoczonych pierwsza fala fuzji i przejęć rozpoczęła się w 1897 roku w trakcie ożywienia gospodarczego i trwała do roku 1904, kiedy odnotowano spadek koniunktury. W tym okresie przeważały fuzje poziome¹. Spokój na rynku panował do 1916 roku, kiedy zaczęła się druga fala. W tym okresie również dominowały fuzje i przejęcia poziome (około 70%), a resztę stanowiły transakcje pionowe². To ożywienie trwało do wybuchu Wielkiego Kryzysu i krachu na giełdzie w 1929 roku. Do późnych lat sześćdziesiątych odnotowywano małą liczbę dokonywanych transakcji fuzji i przejęć, z wyjątkiem niewielkiej aktywności w latach czterdziestych. Trzecią falę fuzji zaobserwowano w okresie od 1965 do 1969 roku, zwanym erą konglomeratów³. Po nim świat zmierzył się z kryzysem naftowym, który w latach siedemdziesiątych wyhamował dynamiczny rozwój krajów wysoko uprzemysłowionych oraz inwestycje. Następnym wzrost aktywności w zakresie konsolidacji odnotowano w latach osiemdziesiątych. Czwarta fala różniła się znacznie od poprzednich. Charakteryzowała się między innymi agresywnymi przejęciami, finansowaniem transakcji kredytem i obligacjami śmieciowymi⁴.

W Wielkiej Brytanii rozkład okresów wysokiej i niskiej aktywności na rynku fuzji i przejęć przedstawiał się nieco inaczej. Skala procesów łączenia była mniejsza. Pierwszy nieznaczny wzrost aktywności przypadał na okres odbudowy powojennej od 1945 roku do późnych lat pięćdziesiątych. Druga fala koncentracji kapitału rozpoczęła się w drugiej połowie lat sześćdziesiątych, z dwoma punktami kulminacyjnymi, pierwszym – w 1968, a drugim – w 1972 roku. W tym okresie dominowały fuzje i przejęcia poziome z przewagą konsolidacji konglomeratowych. Trzecia fala fuzji nałożyła się na czwartą na rynku amerykańskim,

¹ Fuzje i przejęcia **poziome** polegają na łączeniu się firm o podobnym lub identycznym profilu działania. W działalności przemysłowej łączyć się będą te przedsiębiorstwa, które produkują wyroby takie same lub podobne, stosują tę samą technologię lub przetwarzają taki sam surowiec; w działalności handlowej – sprzedające podobny zestaw artykułów; w działalności usługowej – świadczące podobną lub taką samą usługę. *Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw*, red. W. Frąckowiak, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1998, s. 85.

² **Pionowa** forma fuzji i przejęcia występuje wówczas, gdy do firmy dołącza się podmiot będący dostawcą surowców materiałów, części lub podzespołów (integracja „w tył”) lub będący odbiorcą – podmiot realizujący handel hurtowy, detaliczny ewentualnie prowadzący działalność serwisową (integracja „w przód”). *Ibidem*.

³ Fuzje i przejęcia **konglomeratowe** polegają na łączeniu się firm niezwiązanych ze sobą, działających w zupełnie różnych branżach, co skutkuje dywersyfikacją działalności i ograniczeniem ryzyka. *Ibidem*.

⁴ P.A. Gaughan, *Introduction: The Fourth Merger Wave and Beyond*, w: *Readings in Mergers and Acquisition*, red. P.A. Gaughan, Blackwell 1994, s. 1–3.

obejmując okres hossy na rynku kapitałowym od 1980 roku do krachu w 1987 roku. Boom na rynku brytyjskim przypadł na 1989 rok. Okres tej aktywności na rynku fuzji i przejęć charakteryzował się masowymi procesami restrukturyzacji przemysłu oraz intensywnym rozwojem sektora usług finansowych⁵.

Wzrosty i spadki aktywności na rynkach fuzji i przejęć zaobserwowane do końca lat osiemdziesiątych dotyczyły głównie Stanów Zjednoczonych Ameryki i Wielkiej Brytanii. W przypadku pozostałych rynków kapitałowych na świecie, w tym również rynku europejskiego, wzrost zainteresowania fuzjami i przejęciami został odnotowany dopiero w latach dziewięćdziesiątych. Przyniosły one kolejną falę jednocześnie w Stanach Zjednoczonych, w Wielkiej Brytanii i na pozostałych rynkach. Rozszerzenie obszarów geograficznych konsolidacji przedsiębiorstw stało się możliwe dzięki postępującym na świecie procesom globalizacji rynków.

2. Uwarunkowania fuzji i przejęć w latach 1990–2009

Zaobserwowany na początku lat dziewięćdziesiątych wzrost ilości i wartości transakcji fuzji i przejęć na świecie w literaturze przedmiotu określa się jako piątą w kolejności falę na rynku amerykańskim, czwartą na rynku brytyjskim i pierwszą w Unii Europejskiej. Eksplozji kolejnej fali fuzji i przejęć sprzyjały procesy globalizacji produktów, usług i rynków kapitałowych oraz rozwój nowych technologii, takich jak Internet, telewizja kablowa, komunikacja satelitarna. Dodatkową przyczyną wzrostu aktywności na rynku europejskim był niewątpliwie kolejny etap integracji europejskiej, jakim było wprowadzenie wspólnej waluty euro i powstanie Europejskiej Unii Monetarnej.

Po kilku latach dużej aktywności, z początkiem nowego wieku – od 2001 roku – zaobserwowano spadek zainteresowania transakcjami fuzji i przejęć na świecie, jednak na krótko. Już od 2003 roku ponownie ich liczba i wartość zaczęły wzrastać z roku na rok. Nierzadko uznaje się wzrost aktywności w tym okresie za kontynuację fali rozpoczętej w latach dziewięćdziesiątych. Wiele jednak wskazuje, że są to dwie różne fale. Pierwsza z nich, zapoczątkowana w latach dziewięćdziesiątych, obejmuje okres „bańki telekomunikacyjnej” (*telecoms bubble*),

⁵ S. Sudarsanam, *Value from Mergers and Acquisitions. The Challenges*, Prentice Hall 2003, s. 24–25.

inaczej ery *dot.com*, przypadającej na lata 1999–2000. Drugi okres obejmuje „bańkę kredytową” (*leverage bubble*) w latach 2005–2009⁶.

Początki ery „bańki telekomunikacyjnej” sięgają roku 1995, kiedy to fundusze *venture capital* zainwestowały w wiele spółek technologicznych, nadając bieg bardzo dynamicznemu rozwojowi usług internetowych, telekomunikacyjnych, telewizji kablowej i satelitarnej. Tutaj zadziałał mechanizm zwrotny, gdyż wysokorentowne inwestycje w nowe technologie posłużą do dynamicznego wzrostu rynku funduszy podwyższonego ryzyka. Inwestorzy chcieli i płacili za akcje spółek nowych technologii nierealistyczne wartości, bazując na wątpliwych prognozach finansowych. Ponadto w tym czasie znaczącą rolę na rynku fuzji i przejęć odegrali inwestorzy spekulacyjni, którzy windowali ceny spółek nowoczesnych technologii w górę, aż stały się one wirtualne, tak jak wirtualne były spółki internetowe. To jednocześnie przekładało się na kolejne rekordowe wartości realizowanych transakcji.

Okres „bańki kredytowej”, którego początek datuje się na rok 2005, był ściśle związany z pojawieniem się i rozwojem funduszy inwestycyjnych *private equity*, wysokim udziałem kredytów w finansowaniu transakcji, jako rezultat łatwego dostępu do tanich w owym czasie kredytów. Przede wszystkim jednak pokrywa się on z boomem na rynkach nieruchomości zaobserwowanym na całym świecie. W 2007 roku odnotowano rekordowe ceny – przewartościowane, ze znacznym wzrostem powyżej wskaźników inflacji. Ponadto w tym okresie inwestorzy spekulacyjni po raz kolejny zintensyfikowali swoje działania, tym razem nie bezpośrednio na rynku fuzji i przejęć, ale na rynkach nieruchomości oraz towarów, widując ceny w górę. Należy jednak dodać, że zaobserwowany wzrost cen towarów na świecie był również efektem sytuacji na rynkach azjatyckich oraz na rynkach towarowych, w szczególności ropy i stali.

Na początku nowego wieku, pomiędzy okresem „bańki telekomunikacyjnej” a okresem „bańki kredytowej”, byliśmy świadkami spektakularnych bankructw spółek, najpierw Enronu, następnie Worldcomu i wielu innych spółek publicznych na rynku amerykańskim⁷. Świat dowiedział się o kreatywnej rachunkowości praktykowanej przez zarządy spółek. Wiarygodność ocen agencji ratingowych została poważnie podważona, a niezależność firm audytorskich

⁶ J.P. Morgans, *The era of globalized M&A. Winds of change*, Thomson Reuters June 2009, s. 2, <http://online.thomsonreuters.com/DealsIntelligence/ReviewsAndAnalysis/ResearchReports>.

⁷ C.W. Jackson, *Bajki w świecie biznesu. Mroczna prawda o fałszowaniu sprawozdań finansowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2008.

okazała się fikcją. „Cała mroczna prawda o fałszowaniu sprawozdań finansowych i wykreowanych bajkach w świecie biznesu⁸” również ochłodziła inwestorów na rynku fuzji i przejęć. Kryzys wiarygodności informacji finansowej spotkał się z szybką reakcją na rynku amerykańskim. W 2002 roku Kongres Stanów Zjednoczonych uchwalił między innymi Ustawę Sarbanesa-Oxleya (SOX), dokonując wiele reform nadzoru właścicielskiego, w tym zasad dotyczących rachunkowości i niezależności audytorów.

3. Skala fuzji i przejęć w latach 1990–2009

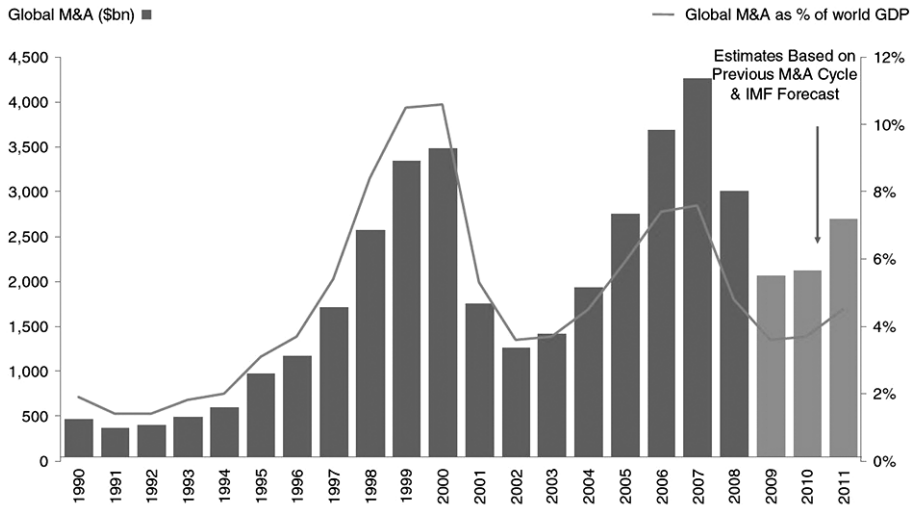
Zapoczątkowany w latach dziewięćdziesiątych kolejny okres wzrostu konsolidacji przedsiębiorstw przedstawiono na wykresie 1. Można tutaj wyraźnie zaobserwować dwie fale aktywności w okresie od 1990 do 2008 roku, z najniższym spadkiem wartości i ilości transakcji w roku 2002. Pierwsza z analizowanych fal osiągnęła punkt kulminacyjny w 2000 roku, druga – w 2007. Przedstawione na wykresie 1 wartości w latach 2009–2011 są szacunkowe, prognozowane na podstawie poprzednich fal i analiz Międzynarodowego Funduszu Walutowego. Zgodnie z tymi prognozami wartość fuzji i przejęć miała spaść w analizowanym okresie do poziomu około 2 mld USD w 2009 roku i ponownie zacząć rosnąć, by osiągnąć wartość około 2,6 mld USD w 2011 roku. Przedstawione w tabeli 2 rzeczywiste wartości fuzji i przejęć w 2009 roku potwierdzają prognozowaną tendencję spadkową. Jednakże odnotowana wartość łączna fuzji i przejęć była znacznie niższa niż prognozowana na poziomie około 1,7 mld USD. W erze „bańki telekomunikacyjnej” na rynku amerykańskim najwyższą do tego czasu wartość transakcji w wysokości 1,786 mld USD odnotowano w 2000 roku. Najwięcej fuzji i przejęć zostało zrealizowanych dwa lata wcześniej w 1998 roku – 10 638 transakcji⁹. Ten okres aktywności różnił się od poprzednich tym, że równie ogromny wzrost liczby i wartości transakcji zaobserwowano w Unii Europejskiej. Tutaj okres kulminacyjnej wartości przypadał na 1999 rok z wynikiem 1,129 mld USD. Najwięcej fuzji i przejęć – 10 405 – zostało zrealizowanych w 2000 roku¹⁰. Powstanie Unii Europejskiej i odnotowanie jej w statystykach jako zagregowanego rynku zepchnęły Wielką Brytanię na trzecią pozycję. Punkt

⁸ *Ibidem*.

⁹ S. Sudarsanam, *op.cit.*, s. 17.

¹⁰ *Ibidem*, s. 20.

kulminacyjny w Wielkiej Brytanii przypadł na rok 2000, kiedy to łączna wartość transakcji wyniosła 226 mld GBP, przy największej liczbie – 2675 zawartych transakcji¹¹.



Global M&A (\$bn) – wartość łączna fuzji i przejęć w mld USD.

Global M&A as% of world GDP (Gross Domestic Product) – wartość fuzji i przejęć jako procent światowego produktu narodowego brutto.

Estimates Based on Previous M&A Cycle & IMF Forecast (2009–2011) – wartości prognozowane na podstawie poprzednich fal i prognozy IMF (dotyczy lat 2009–2011).

Wykres 1. Wartość fuzji i przejęć w mld USD a udział w produkcie krajowym brutto na świecie

Źródło: *The era of globalized...*, s. 8.

W tabelach 1 i 2 szczegółowo przedstawiono statystykę fuzji i przejęć na wybranych rynkach światowych w latach 2004–2009. W latach 2004–2007 liczba i wartość fuzji i przejęć zwiększała się z roku na rok. Przyrost wartości transakcji był znacznie wyższy niż przyrost liczby transakcji. W roku 2005 wartość wzrosła o 34,15% w stosunku do roku poprzedniego, a przyrost liczby transakcji był na poziomie 19% w stosunku do 2004 roku. W kolejnym roku przyrost wartości stanowił 41,23% w stosunku do 2005, a przyrost liczby o 21,09%. Wartości te

¹¹ *Ibidem*, s. 26.

świadczą o wzroście średniej wartości pojedynczej transakcji, a to z kolei wskazuje, że łączyły się duże spółki, najprawdopodobniej przewartościowane. Ponadto na podstawie prezentowanych danych można zaobserwować, że w Europie rynek fuzji i przejęć dorównał Stanom Zjednoczonym Ameryki pod względem wartości transakcji, a od 2005 roku zaczął przebijać względem liczby rynek amerykański. Punkt kulminacyjny przypadał na rok 2007 z najwyższą w historii łączną wartością transakcji na poziomie 3 784 051,3 mln USD. Blisko połowę tej wartości stanowiły fuzje i przejęcia w USA, ale Europa nie pozostawała zbyt daleko w tyle, z rekordową wartością transakcji 1 298 733,0 mln USD.

Tabela 1

Liczba transakcji fuzji i przejęć zrealizowanych w latach 2004–2009 na świecie

Region	2004 ¹	2005 ¹	2006 ²	2007 ²	2008 ³	2009 ³
Świat	22 461	22 503	27 250	28 729	31 512	27 725
Ameryka, w tym	8701	8697	10 492	11 567	10 842	8 588
USA	7133	7332	8503	9 011	8 054	6 099
Afryka i Środkowy Wschód	276	285	441	443	632	510
Europa, w tym:	7207	7393	9525	9 915	11 263	10 660
Wielka Brytania	2131	2001	2455	2626	2325	1730
Niemcy	946	911	1214	1188	1076	928
Francja	819	873	1123	1046	n/a	n/a
Azja i kraje Pacyfiku, w tym:	4754	4579	5.182	5504	6303	5748
Australia	1266	1283	1684	1685	1425	1210
Japonia	1523	1549	1610	1300	2472	2218

Źródło: opracowanie na podstawie: ¹ *Merger & Acquisitions Review, Fourth Quarter 2005*, Thomson Financial, www.thomson.com/solutions/financial/investbank/leaguearchive_mergers; ² *Mergers & Acquisitions' Review, Fourth Quarter 2007*, Financial Advisors, Thomson Reuters, <http://online.thomsonreuters.com/DealsIntelligence/ReviewsAndAnalysis/ArchiveQuarterlyReviews>; ³ *Mergers & Acquisitions Review, Fourth Quarter 2009*, Financial Advisors, Thomson Reuters, <http://online.thomsonreuters.com/DealsIntelligence/ReviewsAndAnalysis/ArchiveQuarterlyReviews>.

Tabela 2

Wartość fuzji i przejęć zrealizowanych w latach 2004–2009 na świecie (w mln USD)

Region	2004 ¹	2005 ¹	2006 ²	2007 ²	2008 ³	2009 ³
Świat	1 612 362,4	2 162 908,5	3 054 635,0	3 784.051,3	2 854 063,5	1 699 333,2
Ameryka, w tym	862 428,6	995 070,4	1 556 699,7	1 979 269,1	1 154 192,0	898 802,4
USA	777 099,2	885 187,7	1 347 971,2	1 666 909,1	924 185,5	712 922,8
Afryka i Środkowy Wschód	12 227,0	18 308,2	55 099,0	39 910,5	52 128,4	26 520,9
Europa, w tym:	517 881,3	861 674,9	1 098 403,2	1 298 733,0	1 202 502,4	509 087,2
Wielka Brytania	152 103,7	306 736,6	345 479,6	312 837,6	279 431,9	130 771,1
Niemcy	57 278,3	82 382,0	124 728,0	130 445,7	69 053,7	63 544,5
Francja	128 433,7	64 954,1	133 581,6	112 710,4	n/a	n/a
Azja i kraje Pacyfiku, w tym:	144 796,5	157 766,2	234 854,2	378 353,4	353 209,4	201 142,3
Australia	72 368,5	55 158,9	59 736,1	154 986,2	95 982,3	49 787,2
Japonia	75 029,0	130 088,8	109 457,5	87 450,4	92 031,3	63 780,5

Źródło: opracowanie jak w tabeli 1.

4. Fuzje i przejęcia transgraniczne w latach 1990–2009

Zgodnie z tym, co zostało zaznaczone we wprowadzeniu do niniejszego artykułu, czyli że każda kolejna fala różni się od poprzednich i wnosi coś nowego, to fala fuzji i przejęć zapoczątkowana w latach dziewięćdziesiątych miała po raz pierwszy w historii charakter międzynarodowy. Nigdy wcześniej nie odnotowano tak wiele transakcji realizowanych pomiędzy spółkami pochodzącymi z różnych krajów, określane mianem fuzji i przejęć transgranicznych i transkontynentalnych (*cross-border*). W Stanach Zjednoczonych Ameryki w 2000 roku spółki zagraniczne przeprowadziły 1306 przejęć amerykańskich spółek o wartości 337 mld USD, a spółki amerykańskie przejęły 1634 podmioty o wartości 141 mld USD. Rok wcześniej spółki amerykańskie w roli przejmującego podmioty zagraniczne wystąpiły w 1772 przypadkach o łącznej wartości 160 mld USD¹². W Unii Europejskiej łączenia podmiotów z różnych krajów również przybrały

¹² S. Sudarsanam, *op.cit.*, s. 195.

na sile. Najwięcej transakcji (4247) o najwyższej łącznej wartości 596 mld EUR zostało zrealizowanych w 2000 roku. Drugą stroną w tych transakcjach były podmioty spoza obszaru Unii Europejskiej. Szczegółową statystykę przedstawiono w tabeli 3.

Tabela 3

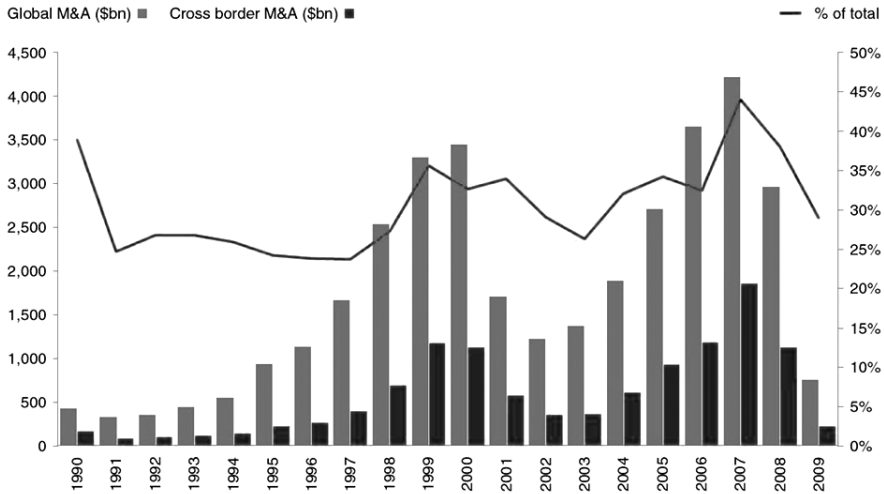
Transgraniczne fuzje i przejęcia z udziałem europejskich spółek

Rok	Pomiędzy podmiotami z obszaru UE			Pomiędzy podmiotami z obszaru UE i spoza niej		
	liczba	wartość (mld EUR)	średnia wartość (mln EUR)	liczba	wartość (mld EUR)	średnia wartość (mln EUR)
1992	1165	28	24	1434	28	19
1993	1030	29	28	1649	39	24
1994	1171	24	20	1859	50	27
1995	1267	30	24	2246	92	41
1996	1135	30	26	2330	114	49
1997	1366	92	67	2546	141	55
1998	1593	154	96	3210	318	99
1999	2063	548	269	3785	427	113
2000	2548	331	130	4247	596	140
2001	1869	145	78	3028	281	93

Źródło: S. Sudarsanam, *Creating Value from Mergers and Acquisitions. The Challenges*, Prentice Hall 2003, s. 196.

W kolejnym okresie aktywności, to jest od 2003 roku, na rynku fuzji i przejęć intensywność transakcji typu *cross-border* przybrała na sile, co przedstawiono na wykresie 2. W erze „bańki telekomunikacyjnej” fuzje transgraniczne stanowiły w punkcie kulminacyjnym około 35% wartości transakcji łącznie, natomiast w kolejnej fali ich udział wzrósł do około 45%. W drugim okresie również najdynamicznym rynkiem fuzji i przejęć transgranicznych okazała się Unia Europejska¹³.

¹³ *The era of globalized...*, s. 6.



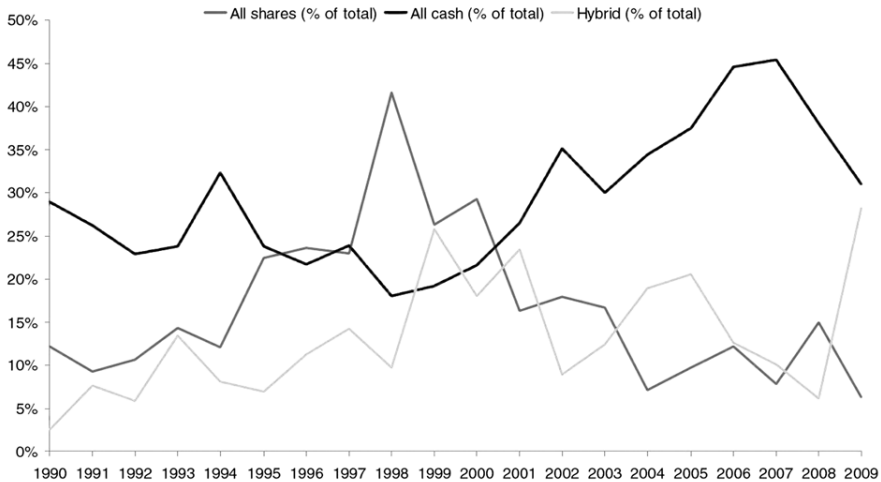
Global M&A (\$bn) – wartość łączna fuzji i przejęć w mld USD.

Cross border M&A (\$bn) – wartość fuzji i przejęć transgranicznych.

% of total – udział transakcji transgranicznych w wartości łącznej fuzji i przejęć.

Wykres 2. Fuzje i przejęcia transgraniczne na świecie w latach 1990–2009

Źródło: *The era of globalized...*, s. 8.



All shares (% of total) – udział akcji w finansowaniu ogółem.

All cash (% of total) – udział gotówki w finansowaniu ogółem.

Hybrid (% of total) – finansowania hybrydowe lub mieszane (gotówka i akcje).

Wykres 3. Źródła finansowania fuzji i i przejęć na świecie w latach 1990–2009

Źródło: *The era of globalized...*, s. 9.

5. Źródła finansowania fuzji i przejęć

Historia fal fuzji i przejęć, analiza cech szczególnych następujących po sobie cyklów pozwoliła zaobserwować różnice co do źródeł finansowania transakcji. W przeszłości odnotowano okresy, kiedy preferowana była gotówka, a innym razem akcje. W latach 1990–2009 preferencje inwestorów były zmienne. Wykres 3 przedstawia udział poszczególnych źródeł w strukturze finansowania fuzji i przejęć w analizowanych dwóch okresach aktywności.

Ilustracja graficzna preferencji inwestorów dotyczących źródeł finansowania wskazuje, że analizowane dwie ostatnie fale fuzji i przejęć bardzo się różniły w tej kwestii. Na początku lat dziewięćdziesiątych fuzje i przejęcia finansowane były w pierwszej kolejności gotówką, następnie akcjami i na końcu źródłami typu hybrydowego lub gotówką i akcjami łącznie. W momencie, kiedy rozpoczął się okres „bańki telekomunikacyjnej”, te relacje uległy zmianie. Przeważało finansowanie akcjami, które w kulminacyjnym 1998 roku stanowiło ponad 45% wartości transakcji fuzji i przejęć, przy finansowaniu gotówką na poziomie nieco poniżej 20%. Kiedy minął ten okres aktywności, a rynek fuzji i przejęć wkraczał w kolejny, ponownie pierwszym źródłem finansowania fuzji i przejęć była gotówka, która w okresie szczytowym stanowiła ponad 45% wartości zrealizowanych transakcji połączeń. W tym samym 2007 roku finansowanie akcjami stanowiło około 7%, a finansowanie hybrydowe – 2% wyżej. Należy w tym momencie pamiętać, że okres ten to „bania kredytowa”, a ogromna gotówka wykorzystywana do finansowania fuzji i przejęć o astronomicznych wartościach pochodziła głównie z kredytów bankowych. W świetle kryzysu finansowego w roku 2008 udział gotówki zaczął spadać, a w zamian inwestorzy wybierali finansowanie instrumentami hybrydowymi lub strukturę mieszaną (gotówka i akcje razem), które z końcem 2008 roku osiągnęły poziom około 28% wartości wszystkich transakcji.

6. Fale fuzji i przejęć w latach 1990–2009 a kryzys finansowy

W literaturze przedmiotu poszukuje się przyczyn powstawiania fal fuzji i przejęć, ich wybuchów i zamierania. W. Frąckowiak wskazuje trzy czynniki prognozowania procesów fuzji i przejęć. Po pierwsze jest to podaż kapitału zasilającego rynek kontroli oraz *know-how*. Jako drugi czynnik wymienia popyt na fuzje i przejęcia, który wzrasta wraz z występowaniem potrzeby restrukturyzacji i przeformułowania

strategii przedsiębiorstw. Trzecim czynnikiem wpływającym na rozwój rynku kontroli przedsiębiorstw jest przyjazne środowisko, w którym brak jest istotnych ograniczeń prawno-administracyjnych oraz towarzyszący wzrost gospodarczy¹⁴.

Wiele wskazuje na to, że większość przyczyn tkwi w uwarunkowaniach zewnętrznych, w szeroko rozumianym otoczeniu, w jakim funkcjonują przedsiębiorstwa. W przypadku analizowanej aktywności na rynku kontroli przedsiębiorstw zaobserwowanej w latach 1990–2009, to uwarunkowania zewnętrzne, takie jak: podaż kapitału, dostęp do *know-how*, dostęp do kredytów, udział funduszy wysokiego ryzyka, ukształtowały dwie fale. Przyczyną wygaszenia pierwszej zaobserwowanej w okresie 1990–2001 był kryzys sprawozdawczości finansowej i fala bankructw spółek publicznych, drugiej – kryzys finansowy sektora bankowego. Czy można było to przewidzieć?

Przedstawiony na wykresie 1 udział fuzji i przejęć w produkcji krajowym brutto na świecie jest traktowany jako miernik „przegrzania” rynku. Na postawie tego miernika możemy dokonać oceny w kwestii przewartościowania rynku. W erze „bańki telekomunikacyjnej” udział przejęć w produkcji krajowym brutto na świecie wzrósł na przestrzeni 7 lat z poziomu poniżej 2% do ponad 10% w latach 1999 i 2000. Następnie w ciągu dwóch lat ponownie spadł do wysokości około 4%. Rozpoczęty okres „bańki kredytowej” i wzrost aktywności na rynku fuzji i przejęć ponownie skutkował wzrostem analizowanego wskaźnika do poziomu nieco poniżej 8% w latach 2006 i 2007, a następnie spadkiem do około 4% w 2008 roku, kiedy to kryzys na rynku kredytowym był już faktem.

W 2008 roku, kiedy na rynkach finansowych, w szczególności kredytowych, już otwarcie mówiono o kryzysie, aktywność inwestorów zaczęła spadać także na rynku fuzji i przejęć. Na postawie mierników dynamiki liczby i wartości transakcji fuzji i przejęć można zaobserwować, że kryzys finansowy nie pojawił się na wszystkich rynkach jednocześnie. Najpierw pojawił się w Stanach Zjednoczonych, a dopiero później w Europie. Siła tego kryzysu również była inna na analizowanych rynkach, co można odczytać na podstawie mierników dynamiki ilości i wartości fuzji i przejęć zestawionych odpowiednio w tabelach 4 i 5.

W 2008 roku wartość transakcji na całym świecie spadła o blisko 25% i aż o 40,46% w 2009 roku. Należy tutaj jednak zauważyć, że w 2008 roku w USA odnotowano spadek na poziomie 44,56%, a w tym samym czasie w Europie wartość fuzji spadła tylko o 7,41%. Jednakże kolejny rok przyniósł ponad 57% spadek

¹⁴ *Fuzje i przejęcia...*, s. 47.

wartość transakcji na rynkach europejskich, a w USA nieco ponad 22%. Kiedy jednak porównamy dynamikę liczby transakcji i jej wartości w okresie kryzysu, to widać jeszcze inne różnice. W 2008 roku liczba transakcji fuzji i przejęć wcale nie spadła pomimo kryzysu, wzrosła nawet na całym świecie o 9,69% w stosunku do roku poprzedniego. Dopiero w 2009 roku liczba spadła o około 12%. Wskaźniki dynamiki dla Stanów Zjednoczonych Ameryki i Europy, to jest odnotowany spadek liczby w USA o 10,62% w 2008 roku przy wzroście w Europie o 13,60%, potwierdzają, że kryzys pojawił się wcześniej na rynku amerykańskim, a dopiero później na rynku europejskim, gdyż tutaj spadek liczby transakcji na poziomie 5,35% odnotowano rok później.

Przedstawione w tabelach 4 i 5 wskaźniki dynamiki pozwalają wysunąć jeszcze dwa dodatkowe wnioski. Po pierwsze – siła lub też głębokość kryzysu kredytowego była znacznie większa na rynku amerykańskim niż na rynku europejskim. Po drugie – w 2008 roku aktywność inwestorów na rynku fuzji i przejęć wcale nie spadła, spadło natomiast zainteresowanie dużymi transakcjami pod względem wartości. Prawdopodobną przyczyną był brak gotówki na finansowanie transakcji, gdyż banki zaczęły wprowadzać restrykcyjną politykę kredytową, co również oznaczało wzrost kosztów i ograniczony dostęp do tego źródła finansowania.

Tabela 4

Wskaźniki dynamiki liczby transakcji fuzji i przejęć na świecie zrealizowanych w latach 2005–2009 w % (100% – rok poprzedni)

Region	2005	2006	2007	2008	2009
Świat	0,19	21,09	5,43	9,69	-12,02
Ameryka, w tym	-0,05	20,64	10,25	-6,27	-20,79
USA	2,79	15,97	5,97	-10,62	-24,27
Afryka i Środkowy Wschód	3,26	54,74	0,45	42,66	-19,30
Europa, w tym:	2,58	28,84	4,09	13,60	-5,35
Wielka Brytania	-6,10	22,69	6,97	-11,46	-25,59
Niemcy	-3,70	33,26	-2,14	-9,43	-13,75
Francja	6,59	28,64	-6,86	n/a	n/a
Azja i kraje Pacyfiku, w tym:	-3,68	13,17	6,21	14,52	-8,81
Australia	1,34	31,25	0,06	-15,43	-15,09
Japonia	1,71	3,94	-19,25	90,15	-10,28

Źródło: opracowanie jak w tabeli 1.

Tabela 5

Wskaźniki dynamiki wartości transakcji fuzji i przejęć zrealizowanych w latach 2004–2009 na świecie w % (100% – rok poprzedni)

Region	2005	2006	2007	2008	2009
Świat	34,15	41,23	23,88	-24,58	-40,46
Ameryka, w tym	15,38	56,44	27,15	-41,69	-22,13
USA	13,91	52,28	23,66	-44,56	-22,86
Afryka i Środkowy Wschód	49,74	200,95	-27,57	30,61	-49,12
Europa, w tym:	66,38	27,47	18,24	-7,41	-57,66
Wielka Brytania	101,66	12,63	-9,45	-10,68	-53,20
Niemcy	43,83	51,40	4,58	-47,06	-7,98
Francja	-49,43	105,66	-15,62		
Azja i kraje Pacyfiku, w tym:	8,96	48,86	61,10	-6,65	-43,05
Australia	-23,78	8,30	159,45	-38,07	-48,13
Japonia	73,38	-15,86	-20,11	5,24	-30,70

Źródło: opracowanie jak w tabeli 1.

Podsumowanie

W artykule zostały scharakteryzowane w zarysie fale w przeszłości, a szczególnie dwie odnotowane fale fuzji i przejęć na świecie na przestrzeni ostatnich 20 lat. Pierwsza fala wygasła w 2002 roku, kiedy świat dowiedział się, że sprawozdawczość finansowa spółek notowanych na giełdzie w Nowym Jorku była fikcją, a wyniki finansowe istniały tylko na papierze. Świat borykał się z problemami wiarygodności finansowej i ładem korporacyjnym w spółkach publicznych. Problemy te nie urosły do rangi kryzysu światowego, ale kiedy przeanalizujemy w szczególności upadek Enronu i jego źródła finansowania, już wtedy można było domniemywać, że skala problemu wykracza poza spółki, ich akcjonariuszy, audytorów i agencje ratingowe, a dotyczy również kredytodawców. Stało się to faktem kilka lat później, kiedy z końcem 2007 roku na rynkach finansowych pojawiły się pierwsze sygnały nieuchronnego kryzysu kredytowego.

Rozprzestrzenianiu się kryzysów finansowych sprzyjają procesy globalizacji rynków oraz fuzji i przejęć o charakterze transgranicznym. Kryzys finansowy sektora bankowego na rynku amerykańskim pojawił się w innych rejonach

geograficznych jako skutek uboczny globalizacji i konsolidacji przedsiębiorstw, w tym banków na szczeblu międzynarodowym. Kiedy na początku dwudziestego pierwszego wieku kryzys sprawozdawczości finansowej i fala bankructw amerykańskich spółek publicznych stały się już faktem, to na rynku europejskim i na innych rynkach światowych podjęto kroki zapobiegawcze, głównie nowelizując regulacje dotyczące zasady rachunkowości oraz niezależności audytorów. Kryzys ten nie rozprzestrzenił się na cały świat. Jeśli chodzi zaś o problemy finansowe banków na rynku amerykańskim, to w tym przypadku kryzys rozprzestrzenił się na pozostałe rynki, z pewnym opóźnieniem czasowym i z różną siłą.

Na podstawie fal fuzji i przejęć w przeszłości można zaobserwować ich bliski związek z kryzysami finansowymi na świecie. Zwykle najpierw obserwuje się przegrzanie rynku, a po nim problemy finansowe o różnym charakterze i sile. Dowodami na to są kolejne kryzysy – w latach trzydziestych, siedemdziesiątych, osiemdziesiątych i pierwszym dziesięcioleciu dwudziestego pierwszego wieku – które były bezpośrednią przyczyną spadku zainteresowania inwestycjami zewnętrznymi, jakimi są fuzje i przejęcia. Dzisiaj powinien martwić fakt, że rynek fuzji i przejęć nawet po spadku wartości przeciętnej transakcji w 2008 roku nadal jest rynkiem przewartościowanych spółek. W tle jeszcze klaruje się widmo kryzysu energetycznego w Europie, a na świecie być może po raz kolejny naftowego. W kolejnym, 2011 roku na rynku fuzji i przejęć prognozowana jest tendencja wzrostowa. Wiele wskazuje na to, że kiedy będą bite nowe rekordy wartości i liczby transakcji, świat znowu stanąć może w obliczu problemów finansowych, a może i kolejnego finansowego kryzysu, który dzięki procesom globalizacji, konsolidacji transgranicznej może ogarnąć swoim zasięgiem cały świat.

Literatura

- Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw*, red. W. Frąckowiak, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 1998.
- Gaughan P.A., *Introduction: The Fourth Merger Wave and Beyond*, w: *Readings in Mergers and Acquisition*, red. P.A. Gaughan, Blackwell 1994.
- Jackson C.W., *Bajki w świecie biznesu. Mroczna prawda o fałszowaniu sprawozdań finansowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2008.
- Merger & Acquisitions Review, Fourth Quarter 2005*, Thomson Financial, www.thomson.com/solutions/financial/investbank/leaguearchive_mergers/.

Mergers & Acquisitions Review, Fourth Quarter 2007, Financial Advisors, Thomson Reuters, <http://online.thomsonreuters.com/DealsIntelligence/ReviewsAndAnalysis/ArchiveQuarterlyReviews>.

Mergers & Acquisitions Review, Fourth Quarter 2008, Financial Advisors, Thomson Reuters, 2008, <http://online.thomsonreuters.com/DealsIntelligence/ReviewsAndAnalysis/ArchiveQuarterlyReviews>.

Mergers & Acquisitions Review, Fourth Quarter 2009, Financial Advisors, Thomson Reuters, <http://online.thomsonreuters.com/DealsIntelligence/ReviewsAndAnalysis/ArchiveQuarterlyReviews>.

Sudarsanam S., *Value from Mergers and Acquisitions. The Challenges*, Prentice Hall 2003. *The era of globalized M&A. Winds of change*, J.P. Morgans, Thomson Reuters, June 2009, <http://online.thomsonreuters.com/DealsIntelligence/ReviewsAndAnalysis/ResearchReports>.

MERGERS AND ACQUISITIONS CYCLES IN 1990–2009 AND FINANCIAL CRISIS

Summary

The article reviews shortly the history of mergers and acquisitions cycle starting from the beginning till 2009. In details, two distinct cycles of M&A deal activity are presented, the first one – in the period starting from 1990 through 2002, including the “telecoms bubble” and the second one – in the period from 2003 till 2009, including “the leverage bubble” and the financial crisis in year 2008. The two cycles are the era of cross-border M&A and the over-valued transactions. M&A as a percentage of GDP gives an indication of the relative overheating of the mergers and acquisitions market compared the rest of the economy in the whole discussed period. Generally, the use of all cash consideration has grown with a peak in 2007. All share deals have decline falling to 7% of total M&A in 2007. During the financial crisis the hybrid or mixed consideration of cash and shares has been the first before cash and shares financing.

Translated by Agnieszka Perepeczo