

TOMASZ MIKA

ELIZA FREJTAG-MIKA

## FUZJE I PRZEJĘCIA W WARUNKACH LIBERALNEJ GOSPODARKI

### Wprowadzenie

Liberalizm gospodarczy, jego następstwa i konsekwencje społeczne, a zwłaszcza współczesne podejście neoliberalne, wzbudzają wiele emocji. Idea liberalizmu w naukach ekonomicznych nawiązuje do fizjokratyzmu (ekonomia preklasyczna), lecz głównie łączona jest z ekonomią klasyczną, a następnie z utylitaryzmem.

Liberalna wizja gospodarki ulegała licznym przeobrażeniom, na które ogromny wpływ miały doświadczenia wielkiego kryzysu lat dwudziestych i trzydziestych dwudziestego wieku. Kryzys osłabił ideę liberalnej wizji życia ekonomicznego i wzrostu popularności odmiennych idei, opartych głównie na dorobku instytucjonalizmu, a zwłaszcza J.M. Keynesa.

Po drugiej wojnie światowej, aż do połowy lat siedemdziesiątych dwudziestego wieku zaczęły dominować koncepcje antyliberalne, ograniczające rolę rynku na rzecz państwa. Dopiero stagflacja i slumpflacja, mające miejsce w niektórych państwach gospodarki rynkowej, zrewidowały poglądy ekonomistów na rolę państwa w gospodarce, co stworzyło warunki do wykreowania neoliberalizmu (M. Tacher, R. Regan), w którym główną rolę miała odegrać tzw. samoregulacja rynkowa, przy bardzo ograniczonej obecności państwa.

W obecnej dobie w Polsce potencjalne próby ograniczenia tej samoregulacji nie zahamowały rywalizacji między przedsiębiorstwami w walce konkurencyjnej. Znakiem czasu stał się również rynek kontroli, w ramach którego ma miejsce transfer właściwy poprzez fuzje i przejęcia.

### Meandry liberalizmu

Myśl liberalna, obejmująca zasady wolności osobistej i gospodarczej oraz przestrzegania własności prywatnej, a w warstwie praktycznej manifestująca się w dominacji samoregulacji i wolnej grze żywołu rynkowego, jest szczególnie mocno dezawuowana w sytuacji kryzysu gospodarczego. Liberalizm przejawia się w wielu wersjach. W swojej najbardziej radykalnej formie, głoszonej przez F. Hayeka, zawiera sprzeciw przeciw jakiegokolwiek formie ingerencji państwa w życie gospodarcze jako sprzeczne z naczelną zasadą wolności człowieka. Rola państwa pojmował on raczej jako strażnika i gwaranta wolności człowieka,

nie ograniczającego jednak funkcjonowania rynku. W tym ujęciu nie są uznawane funkcje opiekuńcze państwa, gdyż ograniczają one indywidualną aktywność i przedsiębiorczość, a także wolność wyboru.

Ważnym nurtem liberalizmu pozostaje monetaryzm, reprezentowany najpełniej przez M. Friedmana. Uważał on, że państwo nie może zastępować rynku, zaś jego obowiązki w sferze gospodarczej polegają na zapewnieniu stabilnych i transparentnych warunków gospodarowania w formie prowadzenia restrykcyjnej polityki monetarnej, zakładającej przede wszystkim stabilność cen jako podstawy podejmowania decyzji przez podmioty gospodarujące. Monetaryzm jest wiodącą szkołą w ramach ekonomii głównego nurtu (*mainstream*), obok nowej klasycznej makroekonomii R. Lucasa i szkoły realnego cyklu koniunkturalnego E. Prescottta. Mainstreamową myśl ekonomiczną łączy przekonanie o zbawiennej roli samoregulacji rynkowej, „poza bardzo ograniczoną sferą dóbr publicznych i niektórych innych przejawów tak zwanej zawodności rynków”<sup>1</sup>. Zdaniem monetarystów, ingerencja państwa w życie ekonomiczne jest kosztowna, prowadzi zazwyczaj do nieoptymalnej alokacji środków budżetowych, osłabia indywidualną przedsiębiorczość oraz wypacza konkurencję na rynku.

Odejście od ortodoksji liberalnej zaznaczyło się wyraźnie po fiasku zaleceń tzw. konsensusu waszyngtońskiego w czasie azjatyckiego i rosyjskiego kryzysu finansowego z lat 1997–1998. Postulaty konsensusu stanowiły zbiór rekomendacji dotyczących otwarcia rynków finansowych, swobody w handlu międzynarodowym, polityki kursowej, polityki stóp procentowych, deregulacji i prywatyzacji<sup>2</sup>. W wyniku przedwczesnej, jak się okazało, liberalizacji przepływów międzynarodowych, która zrodziła niebezpieczną praktykę tzw. *currency trading*, czyli znacznego napływu walut obcych w poszukiwaniu wysokiej stopy zwrotu i utrzymywania stałych kursów wymiennych, doszło do spekulacyjnych ataków na waluty lokalne i w konsekwencji do ich głębokiej dewaluacji. Niedojrzałość rynków finansowych, którą obnażył kryzys oraz zawodność środków zaradczych, zalecanych przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy i Bank Światowy, zakwestionowały dorobek nurtu liberalnego w ekonomii. Kraje dotknięte kryzysem i czołowe gospodarki azjatyckie, Chiny i Indie, przystąpiły do realizacji polityki wypracowania stałych nadwyżek eksportowych, gromadząc pokaźne zasoby walut wymiennych, której efektem było powstanie dużej nierównowagi w wymianie zewnętrznej, a w konsekwencji obecnego rozległego kryzysu gospodarczego. Jej fundamentalnym źródłem jest realizacja przez nowe potęgi ekonomiczne, Chiny i Indie, a także Japonię i inne kraje azjatyckie, a w Europie – przez Niemcy, polityki wzrostu gospodarczego sterowanej przez forsowanie eksportu (*export-led growth*). Kraje azjatyckie wykazują bardzo wysoka stopę oszczędności wewnętrznych i dysponują obecnie

<sup>1</sup> M. Ratajczak: *Nurt liberalny w ekonomii*, [w:] *Liberalizm we współczesnej gospodarce*, red. W. Jarmołowicz, M. Ratajczak, Wyd. AE w Poznaniu, Poznań 2008, s. 59.

<sup>2</sup> E. Frejtag-Mika, T. Mika: *Instruments of Financing Development Assistance to Developing Countries*, [w:] *The Key Factors of Business and Socio-Economic Development During the Global Crisis*, red. J. Seep, D. Frear, W. Taylor, Wilkes, USA, University Wilkes-Barre 2009, s. 137–145.

znacznymi nadwyżkami kapitału, który finansuje wysokie potrzeby kredytowe w USA. Rozbudzone nawyki konsumpcyjne w tym kraju, napędzane tanim kredytem, doprowadziły do ujemnych stóp oszczędności i powstania nadmiernego deficytu w rachunku obrotów bieżących i wysokiego zadłużenia. Równolegle, instytucje finansowe prowadziły słabo nadzorowaną działalność inwestycyjną w skali świata, utrudniając monitoring powstawania i utrwalania się stanu nierównowagi długookresowej. Innym czynnikiem kryzysu był gwałtowny rozwój rynków finansowych. Łączne aktywa finansowe (depozyty, papiery wartościowe, derywaty), które z natury rzeczy powinny stanowić odpowiednik produktu realnego, tj. realnych dochodów i realnego majątku, stanowiły w 2007 roku trzynastokrotność światowego PKB<sup>3</sup>. Na rynku finansowym, głównie giełdowym i na rynku nieruchomości powstała gigantyczna bańka spekulacyjna. Zjawisko to zostało spotęgowane poprzez szerokie stosowanie instrumentów finansowych w formie CDS (*credit default swap*), służących zabezpieczeniu przed ryzykiem niewypłacalności oraz strukturyzowanych obligacji (*asset backed securities – ABS*), bazujących na kredytach hipotecznych o substandardowej wiarygodności (subprime). Na niesprawności rynków finansowych nałożyły się w okresie nieracjonalnego optymizmu (*irrational exuberance*) błędne decyzje w zakresie prowadzonej polityki fiskalnej (redukcja podatków w warunkach rosnących wydatków na interwencje militarne i walkę z terroryzmem), polityki pieniężnej (obniżenie stóp procentowych) oraz deregulacja sektora bankowego i brak regulacji działalności inwestycyjnej i rynku derywatów.

Historycznie rzecz biorąc, Wielka Depresja lat trzydziestych dała impuls do odejścia od czystego monetaryzmu i leseferyzmu do koncepcji zarządzania popytem J.M. Keynosa. Dla wielu była także powodem do kwestionowania samego systemu kapitalistycznego, torując drogę do radykalnych i antyliberalnych ruchów politycznych. Należy wszakże zauważyć, że kryzys 2008–2010 nie sprowokował dyskusji na temat kapitalizmu jako systemu gospodarczego, a na jego inherentne ryzyka w formie zbyt ufego polegania na globalizacji rynkowej i braku dostatecznych uregulowań światowego systemu globalnego, wskazywali raczej przedstawiciele zachodnich demokracji.

W światowej myśli politycznej i ekonomicznej nastąpiło odejście od klasycznego liberalizmu na rzecz doktryny neoliberalizmu, w której uznaje się mechanizmy wolnorynkowe jako jedną właściwą formę regulacji funkcjonowania gospodarki i społeczeństwa<sup>4</sup>.

Kryzys w krajach rozwijających się okazał się łagodniejszy niż w czasie Wielkiej Depresji. Wystawił on na próbę model neoliberalnej i wolnorynkowej gospodarki, której atrybutami są: mniejsza rola państwa, deregulacja, własność prywatna i niskie podatki<sup>5</sup>. Kryzysy w Azji Wschodniej i Ameryce Łacińskiej zdyskredytowały wiele idei łączonych z tzw. Konsensusem Waszyngtońskim, zwłaszcza dotyczących bezgranicznego polegania

<sup>3</sup> W. Orłowski: *W pogoni za straconym czasem*, PWE, Warszawa 2010, s. 50–51. Zob. też W. Orłowski: *Świat do przeróbki*, Agora, Warszawa 2011.

<sup>4</sup> Z. Sadowski: *W poszukiwaniu drogi rozwoju*, PAN, Warszawa 2006, s. 53 i n.

<sup>5</sup> N. Birsall, F. Fukuyama: *The Post-Washington Consensus*, „Foreign Affairs” 2011, Vol. 90, No. 2.

(*unalloyed reliance*) na kapitale zagranicznym. Do 2008 kraje rozwijające się zdołały zgromadzić relatywnie duże rezerwy walutowe i wprowadziły systemy kontroli sektora bankowego, co w dużej mierze ułatwiło im szybkie pokryzysowe ożywienie gospodarki.

G. Kołodko obarcza neoliberalizm o doprowadzenie do systemowego kryzysu globalnej gospodarki i formułuje postulaty „przebudowy systemu wartości, przeorientowania instytucji (w znaczeniu behawioralnym, czyli rynkowej gry ekonomicznej) oraz zmian sposobów uprawiania polityki”<sup>6</sup>, spełnienie których może usunąć pierwotne przyczyny kryzysu i pozwoli na umknienie globalnego kryzysu w przeszłości. Zmiana układu wartości oznaczałaby redefinicję celów gospodarowania z uwzględnieniem w większym stopniu uwarunkowań kulturowych i społecznych. Ewolucja obecnego globalnego układu instytucjonalnego powinna umożliwić ponadnarodową koordynację polityki w skali świata, poprzez zmianę jej stylu i narzędzi. Optując za nową, „nieortodoksyjną i holistyczną” strategią rozwoju i polityki gospodarczej, Autor formułuje tzw. „koincydencji teorię rozwoju”, która w wymiarze normatywnym (pragmatycznym) zasadza się na ośmiu konstytutywnych cechach. Pomijając oczywistą „niewdzięczność” użytej nazwy, należy uznać za Autorem potrzebę poruszania się w wielopłaszczyznowej przestrzeni wyznaczonej przez fakty natury historycznej, kulturowej, instytucjonalnej, politycznej i społecznej. Autor apeluje o porzucenie wszelkiego dogmatyzmu i ideologii oraz wzywa do „zaniechania wszystkich prób tworzenia uniwersalistycznych teorii wzrostu gospodarczego poprzez skierowanie uwagi na specyficzne cechy zjawisk i procesów związanych integralnie z reprodukcją makroekonomiczną”<sup>7</sup>. Dominantą jego myśli jest imperatyw konieczności podejścia pragmatycznego do rozwiązywania bieżących problemów rozwoju ekonomicznego, lecz wysunięta przez niego teoria, aspirująca raczej do miana zbioru postulatów wobec polityki gospodarczej, nie rokuje zwycięstwa w sporze o substancję intelektualną liberalizmu.

W wyniku kryzysu, zaufanie do amerykańskiej wersji kapitalizmu zostało podważone. Kraje rozwijające się rozpoczęły proces modyfikacji swojej polityki gospodarczej, rezygnując z elastyczności i efektywności, które cechują model wolnorynkowy na rzecz większej odporności na presję konkurencyjną i nierównowagę globalną. W mniejszym stopniu skupiają się one obecnie na wolnym przepływie kapitału, a bardziej dążą do zminimalizowania pęknięć socjalnych, budując programy sieci ochrony społecznej i prowadząc aktywną politykę przemysłową.

Podobnie jak po okresie Wielkiej Depresji, gdy metodą przezwyciężenia kryzysu było odejście od liberalizmu na rzecz keynesizmu, tak i teraz, gdy gospodarka światowa ciągle jeszcze nie uporała się ze skutkami kryzysu finansowego lat 2008–2010, antyliberalne idee kreowania popytu za pomocą ekspansji fiskalnej i poluzowania polityki monetarnej (programy stymulowania gospodarki i *quantitative easing*) stają się na powrót atrakcyjne. Coraz

<sup>6</sup> G.W. Kołodko: *Neoliberalizm i systemowy kryzys globalnej gospodarki*, [w:] *Globalizacja, kryzys i co dalej*, red. G.W. Kołodko, Poltext, Warszawa 2010, s. 88–100.

<sup>7</sup> G.W. Kołodko: *Wędrujący świat*, Prószyński i S-ka, Warszawa 2008, s. 320.

bardziej donośne stają się dążenia do regulowania rynków finansowych, wprowadzenia restrykcyjnych kontroli przepływu kapitału, ograniczenia stosowania ryzykownych modeli inwestycyjnych (obligacje restrukturyzowane, *assets backed securities*, wprowadzenia ostrzejszych wymogów wypłacalności i kontroli działalności banków.

### Fuzje i przejęcia jako źródło wzrostu siły ekonomicznej przedsiębiorstw

Potencjalne próby wprowadzenia antyliberalnych koncepcji do Polskiej gospodarki nie zahamowały przepływu kapitału. Dynamiczny wzrost konkurencji zagranicznej powoduje, że stale zwiększa się rywalizacja między przedsiębiorstwami o miejsce na rynku. Rozwija się również dynamicznie rynek kontroli, w ramach którego ma miejsce transfer własności przez fuzje i przejęcia, związany z najbardziej złożonymi decyzjami inwestycyjnymi i finansowymi, które w konsekwencji mają na celu zwiększenie wartości przedsiębiorstwa na rynku<sup>8</sup>.

Globalizacja coraz częściej wymusza zmianę strategicznych celów przedsiębiorstw, decyzji o inwestowaniu, transferze zysków, kontroli nad działaniami marketingowymi na rynkach zbytu oraz praw do marek i technologii<sup>9</sup>. Intensyfikacja tych procesów ma miejsce najczęściej w krajach o wyższym niż przeciętny udziale handlu zagranicznego w produkcie krajowym brutto, co decyduje o zwiększonej presji konkurencyjnej na decyzje rozwojowe firm. Rozwój może być realizowany poprzez wzrost zewnętrzny w postaci fuzji<sup>10</sup> i przejęć.

Fuzja powstaje z połączenia dwóch lub więcej przedsiębiorstw, z których, w wyniku dobrowolnych działań partnerów, każda traci swoją dotychczasową odrębność i osobowość. Z reguły są one podobne pod względem wielkości.

Akcjonariusze łączących się firm otrzymują w zamian za posiadane wcześniej akcje (udziały) obu spółek, akcje (udziały) nowo powstałego przedsiębiorstwa<sup>11</sup>.

W przejęciach ma miejsce zdobycie kontroli nad firmą (zwykle ekonomicznie silniejszą) nad inną firmą przez nabycie jej akcji (udziałów) w liczbie wymaganej do kontroli i zarządzania.

Ze względu na coraz częściej spotykaną w praktyce gospodarczej sytuację, w której dochodzi do zmiany kontroli nad przedsiębiorstwem, za główne rodzaje działań uważa się przejęcia, a fuzja jest traktowana jako szczególne przejęcie<sup>12</sup>.

<sup>8</sup> Obok wzrostu zewnętrznego występuje wzrost wewnętrzny (np. kreowanie nowych zdolności produkcyjnych w konsekwencji rzeczowych inwestycji), J. Duraj: *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym*, PWE, Warszawa 1997, s. 252.

<sup>9</sup> T. Mika: *Strategia wejścia przedsiębiorstw na rynki zagraniczne – przejęcia*. „Marketing i Rynek” 2010, grudzień, s. 43.

<sup>10</sup> Obok terminu *Mergers and Acquisitions* znane są terminy: *takeover*, *consolidation*, *buyout*.

<sup>11</sup> G. Bannock, R. Baxter, E. Davis: *The Penguin Dictionary of Economics*. Penguin Books, London 1992, s. 283.

<sup>12</sup> S.F. Reed, L.A. Reed: *The Art of M&A. A Merger and Acquisition Buyout Guide*, Irvin, New York 2007, s. 4.

Wielu autorów podkreśla, że podział połączeń na fuzje i przejęcia jest bardzo często umowny, bowiem granice między fuzją a przejęciem trudno jest określić, podobnie jak fakt, czy decyzje o połączeniu są dobrowolne (przyjazne), czy też wrogie<sup>13</sup>.

Przejęcia są działaniem o charakterze inwestycyjnym, zmierzającym do realizacji założonych celów, głównie generowania zysku i pomnażania majątku właścicieli, co w praktyce oznacza maksymalizację wartości rynkowej przedsiębiorstwa w drodze zwiększania zyskowności kapitału przy akceptowanym poziomie ryzyka lub osiągnięcia wymaganej stopy zwrotu z kapitału przy minimalnym poziomie ryzyka. Transfer kontroli, czyli przeniesienie kontroli nad działalnością gospodarczą przedsiębiorstwa z jednej grupy inwestorów (lub jednego inwestora) do innej grupy (lub innego inwestora) może nastąpić przez:

- zakup istniejących akcji (udziałów),
- zakup przedsiębiorstwa lub części jego majątku (aktywów),
- uczestnictwo w podniesionym kapitale własnym w przedsiębiorstwie (celu nabycia) i objęcie nowych akcji (udziałów), prowadzące do przejęcia kontroli,
- wystąpienie ze spółki wspólnika przez umorzenie kapitana, co może skutkować objęciem kontroli nad przedsiębiorstwem przez pozostałych właścicieli,
- zakup zobowiązań przedsiębiorstwa (celu nabycia) i ich konwersję na kapitał własny w stopniu umożliwiającym przejęcie kontroli,
- uzyskanie pełnomocnictwa, co oznacza, że grupa akcjonariuszy (udziałowców) lub jeden z nich uzyskuje większościowe prawo głosu na walnym zgromadzeniu (zgromadzeniu wspólników) w imieniu udzielających pełnomocnictwa,
- prywatyzację, polegającą na tym, że mała grupa inwestorów, składająca się zwykle z przedstawicieli kierownictwa danego przedsiębiorstwa i inwestorów zewnętrznych, wykupuje akcje notowane na giełdzie i wycofuje firmę z obrotu publicznego, przejmując nad nią kontrolę,
- dzierżawę z uprawnieniem do wykonywania praw wynikających z posiadania akcji (udziałów), a zwłaszcza głosowania na walnym zgromadzeniu (zgromadzeniu wspólników) w sprawach istotnych dla przedsiębiorstwa, w tym dotyczących polityki rozwojowej i podziału zysku,
- wspólne przedsięwzięcie, polegające na tym, że z wydzielonych przez obu partnerów aktywów tworzy się wspólne przedsiębiorstwo, przy czym jeden z nich obejmuje pozycję akcjonariusza (udziałowcy) większościowego, jeśli chodzi o prawo głosu.

W każdym przypadku, z wyjątkiem zakupu majątku (aktywów), dochodzi do transferu kontroli rozumianej dwojako: jako kontrola nad działalnością gospodarczą przejmowanego przedsiębiorstwa oraz kontrola nad samym przedsiębiorstwem<sup>14</sup>. Cechą charakterystyczną

<sup>13</sup> E.F. Brigham: *Podstawy zarządzania finansami*, t. III, PWE, Warszawa 1997, s. 205–209.

<sup>14</sup> W. Frąckowiak: *Istota i motywy fuzji i przejęć przedsiębiorstw*, [w:] *Fuzje i przejęcia*, red. W. Frąckowiak, PWE, Warszawa 2009, s. 27.

przejęć jest zachowanie przez przejmowane przedsiębiorstwo podmiotowości prawnej. Należy zwrócić uwagę, że przejęcie powyżej realnej wartości rynkowej nabywanego przedsiębiorstwa oznacza specyficzną premię, uwzględnioną w pozycji „wartość firmy” po stronie aktywów jednostki nabywającej, co w świetle polskiego reżimu podatkowego oznacza na ogół coroczne korzyści podatkowe<sup>15</sup>.

Przejęcia mogą być<sup>16</sup>:

- poziome (przejmuje się podobne linie produkcyjne i rynki),
- pionowe (przejęte przedsiębiorstwo zostaje dostawcą lub odbiorcą firmy przejmującej),
- koncentryczne (przejęte przedsiębiorstwo ma „siostrzaną” technologię),
- konglomeratowe (przejęcia dotyczą odmiennych branż).

W sytuacji gdy bardzo duża konkurencja (również w warunkach kryzysu)<sup>17</sup> utrudnia wejście nowego podmiotu na konkretny rynek, stosuje się strategię wykupu akcji lub udziałów. Łatwiej wtedy (niż gdyby przedsiębiorstwo zaczynało starać się od początku budować udział w rynku) prowadzić działania marketingowe na tym rynku, rozszerzając je następnie na kreowanie wizerunku za granicą<sup>18</sup>.

Ostatnie lata udowodniły również duże możliwości przejęć w wyniku prywatyzacji wielu krajów Europy Środkowo-Wschodniej (Albanii, Bośni i Hercegowiny, Bułgarii, Chorwacji, Czarnogóry, Czech, Estonii, Kosowa, Litwy, Łotwy, Macedonii, Mołdawii, Polski, Rumunii, Serbii, Słowacji, Słowenii i Węgier).

W Polsce widoczne ożywienie aktywności prywatyzacyjnej nastąpiło w 2010 roku, lecz nie przełożyło się to w sposób znaczący na statystyki związane z przejęciami, gdyż większość tej kwoty przypadła na prywatyzację poprzez warszawską giełdę.

Warto jednak podkreślić, że transakcje na rynku przejęć w Polsce stanowiły około trzecią część rynku środkowoeuropejskiego w wyniku ilościowym, co odpowiada udziałowi polskiego produktu krajowego brutto w PKB tych krajów<sup>19</sup>. Przy założeniu, że istotnymi transakcjami są te o wartości co najmniej 50 mln euro<sup>20</sup>, z istotnych, zauważalnych ponadregionalnych transakcji spektakularny był „wyścig o Wedla” wygrany przez azjatycki koncern Lotte.

W roku 2011 zanotowano w Polsce rekordową wartość wszystkich transakcji fuzji i przejęć wynoszącą łącznie 48,5 mld zł. Oprócz dużych przejęć zanotowano również ku-

<sup>15</sup> *Komentarz do ustawy o rachunkowości*, red. T. Kiziukiewicz, LexisNexis, Warszawa 2006, s. 403.

<sup>16</sup> S. Hollensen: *Global Marketing. A Decision-Oriented Approach*, Prentice Hall, Harlow 2007.

<sup>17</sup> T. Mika: *Sources of International Financial Crises and Methods of their Relieving*, [w:] *New World Order: Economic, Social and Political Tendencies at the Beginning of Third Millennium*, red. S. Rudolf, Łódź University Press, COPE International, Santiago de Chile, 2005, s. 857.

<sup>18</sup> E. Dulinić: *Marketing międzynarodowy*, PWE, Warszawa 2009, s. 130.

<sup>19</sup> *Rynek fuzji i przejęć (M&A). Polska na tle Europy Środkowo-Wschodniej I półrocze 2010*, Raport KPMG Corporate Finance, KPMG 2010.

<sup>20</sup> T. Mika, E. Frejtag-Mika: *Finances of Transnational Corporations in Conditions of Globalization*, [w:] *The Key Factors of Business...*, s. 337.

mulację transakcji mniejszych. Ranking największych transakcji fuzji i przejęć został zdominowany przez inwestorów strategicznych.

Potwierdza to tezę, że rynek fuzji i przejęć traktowany jest jak papierek lakmusowy sytuacji makroekonomicznej<sup>21</sup>.

Tabela 1

## Ranking największych transakcji fuzji i przejęć w Polsce w 2011 roku

Lp.	Podmiot przejmowany	Kupujący	Sprzedający	Wartość transakcji (mln zł)
1	2	3	4	5
1.	Bank BZ WBK + pakiety udziałów w pozostałych spółkach AIB w Polsce (m.in. BZWBKAM)	Banco Santander	ZIB	16 500
2.	Polkomtel SA	Zygmunt Solorz-Żak (Spartan Capital Holdings sp. z o.o.)	PKN Orlen SA, PGE SA, KGHM SA, Vodfone, Węglokoks SA	15 100
3.	Telewizja Polsat SA	Cyfrowy Polsat SA	Zygmunt Solorz-Żak, Heronim Ruta, Karswell Ltd, Senspr Overseas LTD	3 900
4.	Górnośląski Zakład Energetyczny SA	Tauron Polska Energia SA	Vattenfall AB	3 600
5.	Vattenfall Heat Poland SA	PGNIG SA	Vattenfall AB	3 000
6.	TP Emitel sp. z o.o.	Montagu Private Equity (EM Bidco sp. z o.o.)	Telekomunikacja Polska SA	1 700
7.	SPEC SA	Dalkia Polska SA	Miasto Stołeczne Warszawa	1 400
8.	Żabka Polska SA	Mid Europa Partners (Lontano Investmens)	Penta Investmens	1 400
9.	Grupa Tradis	Eurocash SA	Emperia SA	1 100
10.	Telefonia Dialog SA	Netia SA	KHGM SA	1 000
11.	Aster sp. z o.o	UPC/Liberty Global	Mid Europa Partners	870
12.	Kamis SA	McCormick and Company	Robert Kamiński	830
13.	50,1% Kulczyk PON Investments oraz 49% Skoda Auto Polska	Volkswagen AG	Jan Kulczyk (pośrednio i bezpośrednio)	700*
14.	Tiltra AB	Trakcja Polska SA	AB Involva oraz pozostali akcjonariusze Tiltry	640**
15.	Zakłady Chemiczne Police SA	Zakłady Azotowe w Tarnowie-Miścicach SA	Inwestorzy giełdowi	570

<sup>21</sup> J. Socha: *Rok fuzji i przejęć*, „Forbes” 2012, nr 3, s. 10.



1	2	3	4	5
16.	Warta Glass Group	BA Vidro SA	Wojciech Pawłowski	440–480
17.	Rafako SA	PBG SA	Elektrim SA***	460
18.	WZK Victoria SA	Jastrzębska Spółka Węglowa	Skarb Państwa	414
19.	Elektrociepłownia Białystok SA	ENEA SA	Société Nationale d'Electricité et de Thermique SA	348
20.	Elstar Oils SA	Archer Daniels Midland BV	Stanisława Rosnowski, inwestorzy giełdowi	313

\* zamknięcie transakcji i jej dokładna kwota niepotwierzone przez Volkswagen SA,

\*\* umowna wartość transakcji pomniejszona o zapłatę z tytułu obniżenia ceny akcji,

\*\*\* transakcja wykonana za pośrednictwem dwóch SPV zarejestrowanych na Cyprze.

Źródło: P. Karnaszewski: *W kraju dojrzałych przejęć*, „Forbes” 2012, nr 2, s. 82.

W Polsce rynek stoi przed dalszymi wyzwaniami dla fuzji i przejęć, chociaż istnieją trudności w ocenie poszczególnych zagadnień oraz w prawidłowym formułowaniu dokumentów transakcyjnych ze względu na udział zagranicznych podmiotów gospodarczych, często wywodzących się z grup kapitałowych, mających swoje korzenie w systemach *common law*. Prowadzi to do przyjmowania akceptowanych przez nie rozwiązań, co wiąże się z wprowadzeniem do polskiej praktyki prawniczej instrumentów prawnych zaczerpniętych z obcych systemów prawnych<sup>22</sup>.

## Literatura

- Bannock G., Baxter R., Davis E.: *The Penguin Dictionary of Economics*, Penguin Books, London 1992.
- Barłowski M., Grykiel J., Kosiarz M., Libiszewski K., Zielińska-Barłózek I.: *Transakcje przejęć i fuzji*, LexisNexis Polska Sp. z o.o., Warszawa 2011.
- Birdsall N., Fukuyama F.: *The Post-Washington Consensus*, „Foreign Affairs” 2011, Vol. 90, No. 2.
- Brigham E.F.: *Podstawy zarządzania finansami*, t. III, PWE, Warszawa 1997.
- Duliniec E.: *Marketing międzynarodowy*, PWE, Warszawa 2009.
- Duraj J.: *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym*, PWE, Warszawa 1997.
- Frąckowiak W.: *Istota i motywy fuzji i przejęć przedsiębiorstw*, [w:] *Fuzje i przejęcia*, red. W. Frąckowiak, PWE, Warszawa 2009.
- Freitag-Mika E., Mika T.: *Instruments of Financing Development Assistance to Developing Countries*, [w:] *The Key Factors of Business and Socio-Economic Development During the Global Crisis*, red. J. Seep, D. Frear, W. Taylor, Wilkes, USA, University Wilkes-Barre 2009.
- Hollensen S.: *Global Marketing. A Decision-Oriented Approach*, Prentice Hall, Harlow 2007.

<sup>22</sup> M. Barłowski, J. Grykiel, M. Kosiarz, K. Libiszewski, I. Zielińska-Barłózek: *Transakcje przejęć i fuzji*, LexisNexis Polska Sp. z o.o., Warszawa 2011, s. 27.

- Karnaszewski P.: *W kraju dojrzałych przejęć*, „Forbes” 2012, nr 2.
- Kołodko G.W.: *Neoliberalizm i systemowy kryzys globalnej gospodarki*, [w:] *Globalizacja, kryzys i co dalej*, red. G.W. Kołodko, Poltext, Warszawa 2010.
- Kołodko G.W.: *Wędrujący świat*, Prószyński i S-ka, Warszawa 2008.
- Komentarz do ustawy o rachunkowości*, red. T. Kiziukiewicz, LexisNexis, Warszawa 2006.
- Mika T., Frejtag-Mika E.: *Finances of Transnational Corporations in Conditions of Globalization*, [w:] *The Key Factors of Business and Socio-Economic Development During the Global Crisis*, red. J. Sepp, D. Frear, W. Taylor, COPE International, Wilkes-Barre 2009.
- Mika T.: *Sources of International Financial Crises and Methods of their Relieving*, [w:] *New World Order: Economic, Social and Political Tendencies at the Beginning of Third Millennium*, red. S. Rudolf, Łódź University Press, COPE International, Santiago de Chile 2005.
- Mika T.: *Strategia wejścia przedsiębiorstw na rynki zagraniczne – przejęcia*, „Marketing i Rynek” grudzień 2010.
- Orłowski W.: *Świat do przeróbki*, Agora, Warszawa 2011.
- Orłowski W.: *W pogoni za straconym czasem*, PWE, Warszawa 2010.
- Ratajczak M.: *Nurt liberalny w ekonomii*, [w:] *Liberalizm we współczesnej gospodarce*, red. W. Jar-  
mołowicz, M. Ratajczak, Wyd. AE w Poznaniu, Poznań 2008.
- Reed S.F., Reed L.A.: *The Art of M&A. A Merger and Acquisition Buyout Guide*, Irwin, New York 2007.
- Rynek fuzji i przejęć (M&A). Polska na tle Europy Środkowo-Wschodniej I półrocze 2010*, Raport KPMG Corporate Finance, KPMG 2010.
- Sadowski Z.: *W poszukiwaniu drogi rozwoju*, PAN, Warszawa 2006.
- Socha J.: *Rok fuzji i przejęć*, „Forbes” 2012, nr 3.

dr Tomasz Mika  
Politechnika Radomska  
Katedra Finansów i Ubezpieczeń  
dr hab. Eliza Frejtag-Mika, prof. nadzw  
Politechnika Radomska  
Katedra Ekonomii

### Streszczenie

Liberalizm przejawia się w wielu wersjach. W swojej najbardziej radykalnej formie, głoszonej przez F. Hayeka, zawiera sprzeciw przeciw jakiegokolwiek formie ingerencji państwa w życie gospodarcze, jako sprzeczne z naczelną zasadą wolności człowieka. Ważnym nurtem liberalizmu pozostaje monetaryzm, reprezentowany najpełniej przez M. Friedmana.

Podobnie, jak po okresie Wielkiej Depresji, gdy metodą przezwyciężenia kryzysu było odejście od liberalizmu na rzecz keynesizmu, tak i teraz, gdy gospodarka światowa ciągle jeszcze nie uporała

się ze skutkami kryzysu finansowego lat 2008–2010, antyliberalne idee kreowania popytu za pomocą ekspansji fiskalnej i poluzowania polityki monetarnej (programy stymulowania gospodarki i *quantitative easing*) stają się na powrót atrakcyjne.

Potencjalne próby wprowadzenia antyliberalnych koncepcji do polskiej gospodarki nie zahamowały przepływu kapitału. Dynamiczny wzrost konkurencji zagranicznej powoduje, że stale zwiększa się rywalizacja między przedsiębiorstwami o miejsce na rynku. Rozwija się również dynamicznie rynek kontroli, w ramach którego ma miejsce transfer własności przez fuzje i przejęcia.

W roku 2011 zanotowano w Polsce rekordową wartość wszystkich transakcji fuzji i przejęć, wynoszącą łącznie 48,5 mld zł. W Polsce rynek stoi przed dalszymi wyzwaniami dla fuzji i przejęć, chociaż istnieją trudności w ocenie poszczególnych zagadnień oraz w prawidłowym formułowaniu dokumentów transakcyjnych ze względu na udział zagranicznych podmiotów gospodarczych, często wywodzących się z grup kapitałowych, mających swoje korzenie w systemach *common law*. Prowadzi to do przyjmowania akceptowanych przez nie rozwiązań, co wiąże się z wprowadzeniem do polskiej praktyki prawniczej instrumentów prawnych zaczerpniętych z obcych systemów prawnych.

## MERGERS AND ACQUISITIONS IN A LIBERAL ECONOMY

### Summary

Liberalism has a number of manifestations. In its most radical variety, propounded by F. Hayek, it encompasses objections against any form of state intervention in economic life as it violates the chief principle of human freedom. Monetarism, most fully represented by M. Friedman, remains another major trend in liberalism.

Just like after the Great Crisis, tackled by abandoning liberalism in favour of Keynesianism, now that the global economy is still struggling with the aftermath of the financial crisis of 2008–2010, anti-liberal ideas of creating demand by fiscal expansion and quantitative easing are becoming attractive again.

Potential attempts at introducing anti-liberal concepts to Polish economy have not impeded capital flows. Dynamic growth of foreign competition causes businesses to compete for their market standing ever more fiercely. The control market is also experiencing a dynamic growth as ownership is transferred by mergers and takeovers.

2011 saw a record-breaking PLN 48.5 billion value of merger and takeover transactions in Poland. This market faces more challenges though it is difficult to evaluate individual cases and to correctly phrase transaction documents due to involvement of foreign corporate entities, often members of capital groups rooted in common law systems. As a result, their solutions are accepted and legal instruments from alien law systems are introduced in the Polish legal practice.

