

MAGDALENA JANOWICZ

Uniwersytet Szczeciński

CYKLICZNOŚĆ FUZJI I PRZEJĘĆ NA ŚWIECIE I W POLSCE

Wprowadzenie

Postępujące procesy globalizacji coraz silniej łączą ze sobą nie tylko rynki finansowe poszczególnych krajów, ale także ich gospodarki. Zjawiska, które niegdyś ograniczały się obszarem jedynie do danego kraju, dziś oddziałują niemalże równocześnie na kraje położone na różnych kontynentach.

Jednym z takich zjawisk są fuzje i przejęcia (ang. *Mergers and Acquisitions*, dalej zwane M&A). Są one istotne nie tylko ze względu na ilość i wartość dokonywanych transakcji, lecz również na ich zasięg, który obejmuje obecnie cały świat¹.

Warto zaznaczyć, że zarówno wartość, jak i liczba zawieranych transakcji fuzji i przejęć są zmienne. Nie mają one również stałej tendencji rosnącej, a zamiast tego podlegają wahaniom w czasie – po okresie wzrostu następuje czas, w którym ilość i wartość zawieranych transakcji M&A spadają. Zjawisko to, określane mianem fal fuzji i przejęć (ang. *merger waves*), od wielu lat jest analizowane przez ekonomistów, dzięki czemu zdołano wyodrębnić charakterystyczne cechy poszczególnych okresów, które obejmuje.

¹ Warto zauważyć, że analizy rynków finansowych obejmują jedynie trzy rynki, które można uznać za główne obszary M&A zarówno pod względem ilości, jak i wielkości transakcji. Są to: Ameryka Północna (głównie Stany Zjednoczone), Europa oraz Azja i Pacyfik. Pod względem rozmiarów największym rynkiem jest Ameryka Północna, najmniejszym – Azja i Pacyfik.

Celem artykułu jest zaprezentowanie fal fuzji i przejęć na świecie, wskazanie czynników, które na nie wpłynęły oraz przedstawienie kształtowania się tego zjawiska w Polsce.

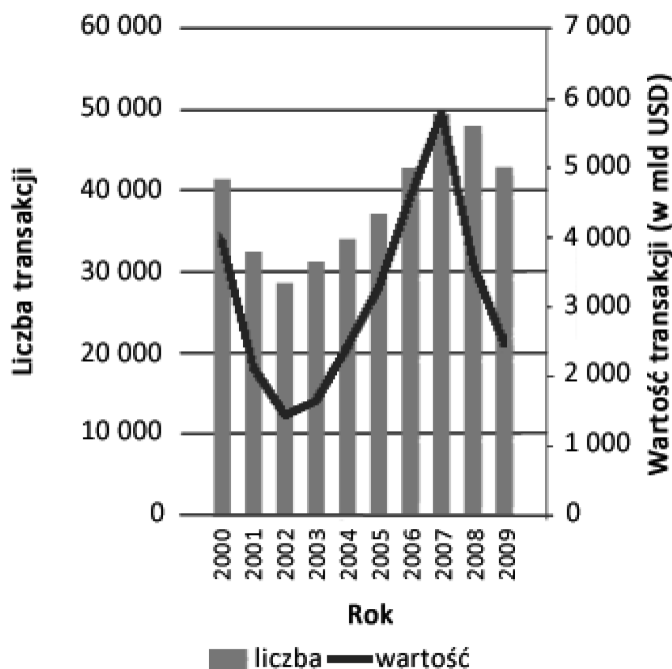
1. Skala zjawiska fuzji i przejęć na świecie

Rozmiar fuzji i przejęć najlepiej opiszą liczby. W 2007 roku, na krótko przed ogólnoświatowym kryzysem finansowym, zawarto 30 369 transakcji M&A o łącznej wartości 2 825 mld dolarów², chociaż dane zebrane przez Institute of Mergers, Acquisitions and Alliances (IMMA) sugerują, że kwota ta była wyższa (patrz rys. 1). Wartość transakcji wzrosła do 3 181 mld dolarów w roku kolejnym, a ich liczba wyniosła 41 024³. Poczynając od sierpnia 2008 roku, w związku z początkiem ogólnoświatowego kryzysu, można zauważyć tendencje malejące zarówno w wartości, jak i liczbie zawieranych transakcji. Do sierpnia 2009 roku wartość zawartych transakcji wyniosła 1 472 mld dolarów, czyli 63,8% wartości transakcji zawartych w odpowiadającym okresie roku poprzedniego. Liczba zawartych w tym czasie transakcji wyniosła 23 212, czyli 82% ilości transakcji z odpowiadającego okresu roku poprzedniego. Zgodnie z raportem Allen & Overy⁴ łączna wartość przeprowadzonych w tym roku transakcji wyniosła 1 595 mld dolarów, niemniej dane IMMA ponownie wskazują, że była znacznie wyższa.

² 2008 M&A Report, Wilmerhale, 2008, s. 2.

³ *International Mergers & Acquisitions. Executing Deals in the Economic Downturn*, Financier Worldwide, 2009, s. 7.

⁴ *The Allen & Overy M & A Index. H1 2011*, Allen & Overy LLP, 2011, data nieznana [dostęp 2011-09-29], dostęp w internecie: <http://www.egospodarka.pl/pliki/M&A-Index-H1-2011.pdf>, s. 5.



Rys. 1. Wartość transakcji fuzji i przejęć na świecie w latach 2000–2009

Źródło: Thomson Financial, Institute of Mergers, Acquisitions and Alliances (IMAA) analysis [online], data nieznaną [dostęp 2012-04-03], dostęp w internecie: http://www.imaa-institute.org/statistics-mergers-acquisitions.html#MergersAcquisitions_Worldwide.

Jeszcze na początku roku 2010 można było znaleźć w prasie negatywne prognozy dotyczące kształtowania się zjawiska fuzji i przejęć⁵, niemniej dane porównawcze zebrane przez MergerStat⁶ wskazują na wzrost zarówno ilości, jak i wartości transakcji zawartych do sierpnia 2010 roku w porównaniu z odpowiadającym okresem roku poprzedniego. Oczywiście wartości te wciąż nie osiągnęły poziomu sprzed kryzysu, niemniej nadal były na tyle wysokie, aby

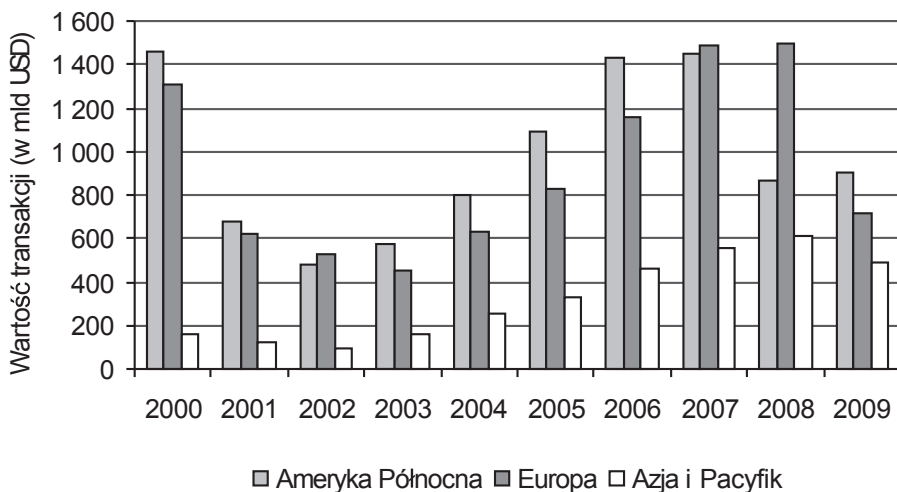
⁵ Por. V. Howley, *Europe drags global takeovers to six-year slump*, 2010-01-25 [dostęp 2010-08-23], dostęp w internecie: <http://www.reuters.com/article/idUSTRE6500JL20100625>.

⁶ *Europe M&A Reports oraz Asia M&A Reports* [online], data nieznaną [dostęp 2010-08-23], dostęp w internecie: https://www.mergerstat.com/newsite/free_report.asp.

świadczą, że nawet pomimo kryzysu gospodarczego fuzje i przejęcia stanowią istotne zjawisko ekonomiczne w gospodarce światowej. Łączna wartość zawartych w 2010 roku transakcji wyniosła ostatecznie 1 970 mld dolarów, ich liczba zaś wzrosła o niemal 40% w porównaniu z rokiem poprzednim⁷.

Tendencja rosnąca, wskazująca na wychodzenie gospodarki światowej z kryzysu gospodarczego, utrzymała się również w 2011 roku. Wartość transakcji fuzji i przejęć zawartych w pierwszym półroczu wyniosła 1 078 mld dolarów, co stanowi około 130% wartości transakcji z pierwszego półrocza okresu poprzedniego, ich liczba zaś wzrosła o 9%⁸.

Kształtowanie się ilości oraz wartości transakcji fuzji i przejęć na świecie przekroju najważniejszych rynków w latach 2000–2009 przedstawiają rysunki 2 i 3.



Rys. 2. Wartość transakcji fuzji i przejęć na świecie w latach 2000–2009

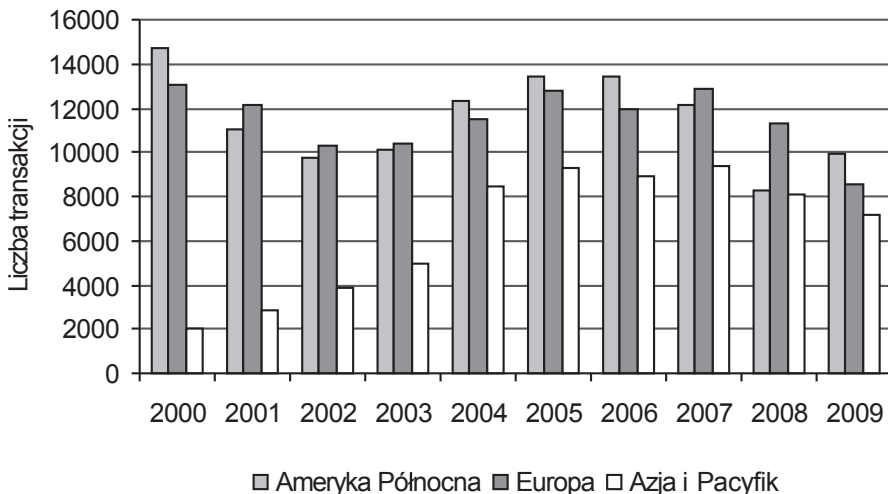
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych MergerStat oraz 2008 *M&A Report*, s. 2–3.

⁷ *The Allen & Overy...*, s. 5.

⁸ *Ibidem*, s. 5.

2. Cykliczność M&A w ujęciu globalnym

Analizując kształt przedstawionych wykresów (rys. 1–3) można zauważyć, że zarówno wartość transakcji, jak i ich liczba podlegają stałym wahaniom. Okresowy spadek wartości zawieranych transakcji fuzji i przejęć oraz, nieco wolniejszy, spadek ich ilości wynika z trudności występujących na rynkach finansowych, a w ostatnich czasach był on oczywiście efektem kryzysu gospodarczego. Okresy mniejszej aktywności w zakresie transakcji fuzji i przejęć przeplatają się z okresami charakteryzującymi się niezwykle dużą dynamiką i ilością zawieranych transakcji.



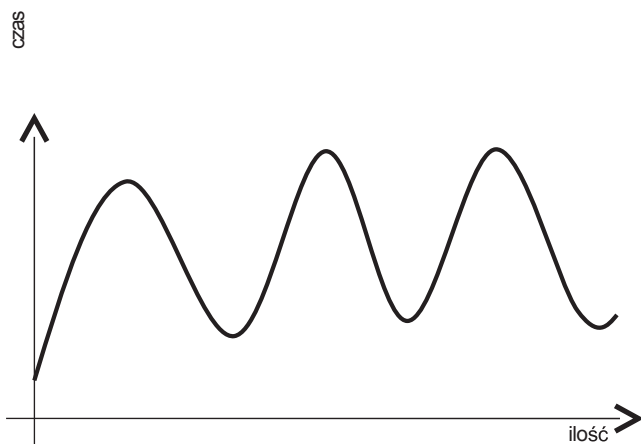
Rys. 3. Liczba transakcji fuzji i przejęć na świecie w latach 2000–2009

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych MergerStat oraz 2008 *M&A Report*, s. 2–3.

Warto zauważyć, że wartość transakcji fuzji i przejęć zawieranych na rynkach Azji i Pacyfiku jest mniejsza niż wartość tych transakcji na rynkach europejskich oraz amerykańskich, i jednocześnie podlega mniejszym wahaniam. Na uwagę zasługuje również różnica pomiędzy ilością transakcji przeprowadzanych w Ameryce Północnej i Europie a liczbą i wartością transakcji M&A zawartych na rynkach Azji i Pacyfiku, wskazująca na mniejszą skalę zjawiska na tym obszarze, co może wynikać z różnic kulturowych oraz odmiennych modeli zarządzania wykorzystywanych w badanych regionach.

Podkreślić należy, że kryzys gospodarczy spowodował zmniejszenie różnic pomiędzy liczbą transakcji zawieranych w poszczególnych latach. Ponadto, począwszy od 2007 roku na rynku amerykańskim obserwuje się spadek liczby zawieranych transakcji M&A, co można odbierać jako zapowiedź nadchodzącego kryzysu. Spadek liczby transakcji na pozostałych rynkach następuje dopiero w kolejnym roku.

Analizując przedstawione wykresy można wyodrębnić pewną zależność w kształtowaniu się badanego zjawiska oraz postawić tezę o cykliczności zachodzących procesów M&A. Wynika stąd, że procesy fuzji i przejęć są ściśle powiązane z koniunkturą gospodarczą i od stanu gospodarki zależy kształtowanie się ich poziomu, w dłuższym okresie przyjmują więc kształt fali (rys. 4).



– 2003–2007.

Rys. 4. Kształtowanie się transakcji fuzji i przejęć w czasie, ujęcie schematyczne

Źródło: opracowanie własne.

Zależność tę, nazywaną falami fuzji i przejęć, dostrzeżono już dawno i od wielu lat podlega ona obserwacjom oraz bardziej szczegółowym badaniom. Warto zaznaczyć, że wciąż tworzone są nowe teorie, które mają wyjaśnić przyczyny występowania fal, niemniej wydaje się, że zaproponowane w nich roz-

wiązania nie są satysfakcjonujące, gdyż badania nad falami M&A wciąż trwają⁹. Naukowcy nie mogą również zgodzić się w kwestii, ile fal fuzji i przejęć miało miejsce do tej pory. Niektórzy, jak D.M. DePamphilis, wyróżniają pięć fal¹⁰, inni, jak G.A. Garita¹¹, nawet sześć, z których każda jest efektem działania innych czynników oraz ma charakterystyczne cechy, odróżniające ją od innych fal. Wystąpiły one w następujących okresach:

- 1897–1904,
- 1916–1929,
- 1965–1969,
- 1981–1989,
- 1995–2000¹²,
- 2003–2007.

Przyjmuje się, że **pierwsza fala M&A**, zwana również Wielką Falą¹³, miała miejsce w latach 1897–1904, a swój szczyt osiągnęła w 1899 roku¹⁴. Obejmowała głównie połączenia pomiędzy jednostkami o takim samym profilu działalności, a podstawowym czynnikiem, który zadecydował o jej wystąpieniu, było dążenie do wzrostu efektywności. Do zakończenia tej fali przyczyniły się nieprawidłowości w finansowaniu działalności przedsiębiorstw oraz krach na rynku finansowym w 1904 roku.

Kolejna fala rozpoczęła się w 1916 roku. Dominowały w niej połączenia pomiędzy jednostkami o różnym profilu działalności, ale obejmującym kolejne ogniwa łańcucha produkcyjnego¹⁵. Jednym z czynników sprawczych był rozwój przemysłu w Stanach Zjednoczonych, wywołany toczącą się w Europie I wojną

⁹ Por. m.in. G.A. Garita, *Financial Market Liberalization and Economic Growth*, Rozenberg Publishers, 2008, s. 30–31; B.E. Eckbo, *Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance. Volume 2*, Elsevier, 2008, s. 300; D.M. DePamphilis, *Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities: An Integrated Approach to Process, Tools, Cases, and Solutions*, Academic Press, 2009, s. 13–14.

¹⁰ D.M. DePamphilis, *Mergers, Acquisitions...*, s. 17.

¹¹ G.A. Garita, *Financial Market...*, s. 30.

¹² Należy zaznaczyć, że fala ta nie zawsze jest wspomniana w literaturze przedmiotu. Nie wymienia jej na przykład D.M. DePamphilis, ale pojawia się u G.A. Garity (patrz. G.A. Garita, *Financial Market...*, s. 30).

¹³ Patrz m.in. G. Bittlingmayer, *Did antitrust policy cause the great Merger wave?*, „Journal of Law and Economics” 1985, vol. 28, nr 1, s. 77.

¹⁴ P.A. Gaughan, *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*, John Wiley and Sons, 2007, s. 31.

¹⁵ Czyli np. tartak, fabrykę mebli drewnianych i hurtownię mebli.

światową, oraz boom gospodarczy, który nastąpił po wojnie. Fala ta zakończyła się w roku 1929, kiedy to nastąpił krach na giełdzie i rozpoczął się Wielki Kryzys.

Trzecia fala trwała w latach 1965–1969. Dominowały w niej połączenia pomiędzy jednostkami należącymi do różnych sektorów gospodarki, niepowiązanych ze sobą i prowadzących zróżnicowaną działalność. Wśród głównych czynników sprawczych można tutaj wymienić boom gospodarczy oraz hossę na rynku kapitałowym. Fala ta zakończyła się z powodu zbyt wysokich cen nabywanych jednostek, które dodatkowo zostały sztucznie wykreowane¹⁶.

W 1981 roku rozpoczęła się **czwarta fala fuzji i przejęć**, o charakterze najbardziej kompleksowym, obejmująca niemal wszystkie kraje wysoko rozwinięte. Fala ta charakteryzuje się również dużą liczbą przejęć wrogich. Do podstawowych czynników, które miały wpływ na tę falę, można zaliczyć¹⁷:

- osłabienie kursu dolara w stosunku do innych walut, co umożliwiło relatywnie tanie i łatwiejsze przejęcia podmiotów amerykańskich przez inwestorów zagranicznych;
- łatwiejszy dostęp do finansowania fuzji oraz przejęć;
- postępujące procesy globalizacyjne, prowadzące do zwiększenia korzyści skali i tworzenia przedsiębiorstw o światowym zasięgu;
- dość dobrą koniunkturę gospodarczą;
- wysoki poziom inflacji w latach siedemdziesiątych i na początku lat osiemdziesiątych ubiegłego wieku;
- pozytywne nastawienie administracji prezydentów R. Reagana i W. Busha do procesów konsolidacyjnych.

Fala ta zakończyła się w 1989 roku, kiedy to zaczęła się łagodna recesja.

W roku 1995 rozpoczęła się kolejna, **piąta** fala fuzji i przejęć. Jej wystąpieniu sprzyjały następujące zjawiska¹⁸:

- duża dynamika procesu globalizacji, prowadząca do ekspansji na inne rynki jednostek funkcjonujących w krajach wysoko rozwiniętych;
- utworzenie jednolitego rynku w obrębie Unii Europejskiej;
- postęp techniczny, zwłaszcza w telekomunikacji, niwelujący ograniczenia w zakresie geograficznym;

¹⁶ P.A. Gaughan, *Mergers, Acquisitions...*, s. 46.

¹⁷ M. Lewandowski, M. Kamiński, N. Kulpa i in., *Fuzje i przejęcia w Polsce na tle tendencji światowych*, WIGG Press, Warszawa 2001, s. 13–14.

¹⁸ Patrz M. Fijałkowski, *Przyczyny i skutki fuzjomanii*, „Zarządzanie na Świecie” 1999, nr 3, s. 30.

- wysokie kursy akcji, które często były wykorzystywane jako środek zapłaty za przejmowaną jednostkę gospodarczą;
- przesunięcie nadrzędnych celów funkcjonowania jednostki gospodarczej w kierunku podejścia amerykańskiego, czyli dążenia do maksymalizacji zysków akcjonariuszy;
- koncentracja przedsiębiorstw na kluczowych obszarach działalności oraz wyprzedaż pozostałych aktywów;
- rozwój rynków globalnych w wyniku zacierania się granic narodowych, których obsługa wymaga zwielokrotnionej skali działania i odpowiednio dużych zasobów.

W trakcie tej fali nasiliło się występowanie fuzji i przejęć o charakterze międzynarodowym. Zakończyła się około roku 2000, wraz z upadkiem „nowej gospodarki”¹⁹.

Ostatnia fala rozpoczęła się w 2003 roku. Wśród czynników, które miały wpływ na jej wystąpienie, można wymienić:

- niskie stopy procentowe,
- hossę na rynku kapitałowym,
- ożywienie gospodarki światowej,
- globalizację.

Charakterystyczne cechy fuzji i przejęć tego okresu to ich międzynarodowy zakres (połączenia pomiędzy jednostkami z różnych krajów) oraz horyzontalny charakter (łączenie wielu jednostek o tym samym profilu działalności).

Fala ta zakończyła się w 2007 roku²⁰, głównie z powodu utraty zaufania do globalnych rynków finansowych oraz malejącego tempa rozwoju krajów uprzemysłowionych.

Biorąc pod uwagę dotychczasowe kształtowanie się zjawiska M&A, można przypuszczać, że po zakończeniu się kryzysu gospodarczego rozpocznie się następna fala fuzji i przejęć, na co mogłaby wskazywać rosnąca liczba oraz wartość zawieranych transakcji.

¹⁹ G.A. Garita, *Financial Market...*, s. 30.

²⁰ Uwzględniając opóźnione reakcje na kryzys na rynkach europejskich i azjatyckich, można by jednakże przyjąć, że koniec tej fali przypada na lata 2007–2008, gdyż dopiero wtedy nastąpił na tych rynkach znaczący spadek liczby oraz wartości zawieranych transakcji.

3. Wartość i liczba transakcji fuzji i przejęć w Polsce

W zupełnie odmienny sposób kształtowały się procesy fuzji i przejęć zachodzące w Polsce. Oczywiście, można zakładać, że do II wojny światowej nie odbiegały one znacząco od tendencji możliwych do zaobserwowania w ówczesnej gospodarce, podlegając podobnym wahaniom. Niemniej wszelkie procesy fuzji i przejęć zostały całkowicie zablokowane po zakończeniu wojny. Stan ten trwał do upadku komunizmu w Polsce w 1989 roku, a na dalszy rozwój fuzji i przejęć w naszym kraju trzeba było poczekać jeszcze kilka lat. W związku z tym w Polsce po upadku komunizmu można wyróżnić następujące okresy, w których zjawiska te należałoby interpretować:

- 1989–2003 (początki prywatyzacji i rozwój polskiego rynku kapitałowego),
- 2004–2008 (okres po wejściu do Unii Europejskiej),
- po 2008 roku (kryzys finansowy i jego skutki).

Po drastycznych **przemianach gospodarczych i zmianie ustroju politycznego** ważnym procesem, jaki można było zaobserwować w polskiej gospodarce, była postępująca prywatyzacja. W tym okresie większość liczących się przedsiębiorstw była własnością państwa, sfera prywatna zaś dopiero się tworzyła. W związku z tym każdy inwestor zainteresowany wejściem na polski rynek poprzez istniejące już przedsiębiorstwo musiał zakupić je od Skarbu Państwa. Dopiero później, kiedy proces prywatyzacji był już w miarę zaawansowany i rozwinął się sektor prywatny, na polskim rynku kapitałowym pojawiły się typowe transakcje fuzji i przejęć. Charakter zawieranych transakcji zmieniał się powoli, w miarę rozwoju rynku kapitałowego.

W latach 1990–1999 przekształcenia własnościowe objęły łącznie 4957 przedsiębiorstw, przybierając różną formę – od przekształcenia w jednoosobowe spółki Skarbu Państwa do prywatyzowania przedsiębiorstw w sposób bezpośredni²¹. Ze względu na aspekt formalno-organizacyjny formą przekształcenia najbardziej zbliżoną do typowych przejęć jest prywatyzacja kapitałowa, dzięki której przedsiębiorstwo zyskuje inwestora strategicznego. W ten właśnie sposób sprywatyzowano 262 z wymienionych powyżej przedsiębiorstw²².

²¹ Patrz M. Fijałkowski, *Przyczyny i skutki fuzjomani...*, s. 24.

²² *Ibidem*, s. 24.

Omawiając fuzje i przejęcia w początkowym okresie tworzenia się i rozwoju polskiego rynku kapitałowego, warto zwrócić uwagę na charakterystyczne cechy zachodzących wówczas procesów fuzji i przejęć²³:

- stosunkowo wysoki udział przejęć prywatyzacyjnych i ich okazjonalny charakter;
- przeprowadzanie fuzji i przejęć zarówno na publicznym, jak i niepublicznym rynku kapitałowym;
- rzadkość występowania typowych fuzji (więzi pomiędzy podmiotami miały przede wszystkim charakter powiązań kapitałowych, holdingowych);
- brak ograniczeń dotyczących przejęć i fuzji z udziałem inwestorów zagranicznych w branżach uznanych za strategiczne;
- niewielka liczba publicznych wezwań do sprzedaży akcji (odpowiednik *tender offer*) w wyniku niedojrzałości instytucji rynku kapitałowego;
- tanie przeprowadzenie połączenia ze względu na słabo rozwinięte instytucje gospodarki rynkowej oraz politykę prywatyzacyjną nastawioną na maksymalizację dochodów budżetu państwa;
- brak opracowanych programów obrony przed wrogim przejęciem²⁴;
- duży udział przejęć i fuzji międzynarodowych;
- znaczny udział przejęć w drodze konwersji zadłużenia przedsiębiorstw na udziały lub transakcji wiązanych;
- powiązanie przejęć i fuzji z koniecznością głębokiej restrukturyzacji przejętego przedsiębiorstwa;
- obronny charakter wielu działań (poszukiwanie możliwości współpracy i wejścia w skład większych struktur gospodarczych, głównie międzynarodowych, w związku z trudnościami samodzielnego sprostania konkurencji przedsiębiorstw pochodzących z gospodarek rozwiniętych ze względu na własną słabość ekonomiczną, przestarzałą technologię oraz niedostatek kapitału inwestycyjnego);
- trudności w przeprowadzaniu fuzji i przejęć, wynikające z długotrwałych procedur prywatyzacyjnych, braku jasnych i precyzyjnych regulacji prawnych, podatkowych i rachunkowych;

²³ Por. ibidem, s. 26, 29 oraz J. Szapiel, *Branżowy wymiar przejęć i fuzji w warunkach rozwiniętych i rozwijających się gospodarek rynkowych*, w: *Zachowania decyzyjne podmiotów gospodarczych*, red. D. Kopycińska, Printgroup, Szczecin 2006, s. 71–72.

²⁴ Warto zaznaczyć, że pierwsze wrogie przejęcie na giełdzie polskiej miało miejsce dopiero w 2008 roku (przejęcie W. Kruk SA przez Vistula & Wólczanka SA).

- duże znaczenie dodatkowych obowiązków nakładanych na branżowych inwestorów strategicznych (zobowiązań inwestycyjnych, socjalnych i ekologicznych);
- prostsze sposoby finansowania fuzji i przejęć (mniejszy udział inżynierii finansowej);
- mniejsze znaczenie doradztwa ze strony niewykształconych jeszcze w pełni banków inwestycyjnych;
- wolniejsze tempo czyszczenia przez przedsiębiorstwa przejmujące pozostałości po stworzonych w przeszłości strukturach konglomeratowych.

Na kształtowanie się procesów fuzji i przejęć w tamtym okresie miały również wpływ zmiany zachodzące w obszarze uregulowań prawnych. Na przełomie 1999 i 2000 roku duże nadzieje na zmianę sytuacji w zakresie fuzji i przejęć wiązano z nowelizacją kodeksu handlowego z 1934 roku, którego zapisy nie przystawały do ówczesnych warunków ekonomicznych. W znowelizowanej wersji zawarte zostały zapisy dotyczące między innymi połączeń jednostek gospodarczych. Równie istotna miała być koordynacja zmian w kodeksie handlowym oraz nowelizacji ustawy o rachunkowości w zakresie połączeń i konsolidacji.

Zarówno rok 1999, jak i początek roku 2000 był okresem dynamicznego rozwoju polskiego rynku fuzji i przejęć. Niestety, w 2001 roku nastąpił w Polsce, podobnie jak i na całym świecie, spadek aktywności związanej z transakcjami fuzji i przejęć, który trwał aż do roku 2004 i wynikał między innymi ze wstrzymania procesu prywatyzacji, spowolnienia tempa wzrostu gospodarczego oraz braku reform w zakresie finansów publicznych²⁵. W efekcie inwestorzy przenieśli swoje zainteresowanie na inne kraje w Europie Środkowo-Wschodniej, a łączna liczba transakcji zawartych w 2001 roku spadła. Data ta pokrywa się z datą zakończenia piątej fali fuzji i przejęć.

Nowe szanse przed polskim rynkiem fuzji i przejęć stworzyło **wstąpienie do Unii Europejskiej**. W roku 2004 znacznie zwiększyła się liczba zawartych transakcji fuzji i przejęć, a wartość przeciętnej transakcji wzrosła niemal dwukrotnie w stosunku do roku poprzedniego przy znacznie niższej dynamice wzrostu przeprowadzonych transakcji. Średnia wartość transakcji w latach 1998–2004 wzrosła z 9 mln USD do 34 mln USD²⁶. Choć procesy prywatyzacyjne wciąż trwały, coraz więcej transakcji zawierali pomiędzy sobą prywatni inwestorzy. Ta dobra

²⁵ J. Piszewski, *Fuzje i przejęcia w Polsce* [online], 2008-01-31 [dostęp 2009-07-01], dostęp w internecie: http://www.mspstandard.pl/artykuly/57200_0/Fuzje.i.przejecia.w.Polsce.html.

²⁶ Ibidem.

passa na polskim rynku zakończyła się wraz z kryzysem finansowym, czego pierwsze oznaki można było zauważyć w roku 2007, który nie do końca spełnił pokładane w nim nadzieje związane ze wzrostem liczby zawieranych transakcji fuzji i przejęć. Ich liczba spadła aż o 30,6% w stosunku do roku poprzedniego. Jednocześnie wartość przeprowadzonych transakcji znacznie wzrosła – aż o 67% w porównaniu z rokiem 2006.

Dynamika fuzji i przejęć w Polsce w czasie trwania **kryzysu gospodarczego** nie wykazuje tak znacznego spadku, jaki można zaobserwować na rynkach światowych. Zgodnie z raportem Mergermarket, łączna wartość transakcji fuzji i przejęć na świecie w czwartym kwartale 2008 roku spadła o 31% i osiągnęła poziom najniższy od pięciu lat²⁷. W największym stopniu spadek wartości dotyczy Stanów Zjednoczonych, w najmniejszym – regionu Azji i Pacyfiku. Oprócz wartości transakcji zmniejsza się również ich liczba.

Trendy te można było zauważyć również w Polsce. Wartość transakcji przeprowadzonych w 2008 roku spadła aż o 37,9% w porównaniu z rokiem poprzednim²⁸. Warto jednakże zaznaczyć, że chociaż wartość transakcji spadła, i to dość znacznie, to wzrosła ich liczba²⁹. Trzeba podkreślić, że raport Deal Watch z 10 września 2008 roku³⁰ wymieniał Polskę jako jeden z najbardziej aktywnych krajów będących celem inwestorów zagranicznych. Polska zajęła w nim szóstą pozycję. Zgodnie z kolejnym raportem, z 8 grudnia 2008 roku³¹, Polska awansowała o jedno miejsce w rankingu państw będących celem inwestorów.

Na początku 2009 roku światowa dekonjunktura wydawała się mieć znacznie mniejszy wpływ na polski rynek fuzji i przejęć. Jak podaje raport KPMG, na rynku polskim zanotowano 556 transakcji o łącznej wartości ponad 12,3 mld USD. Autorzy raportu zaznaczają jednak, że dane te dotyczą jedynie transakcji o ujawnionej wartości (około 72% zawartych transakcji), w związku z czym

²⁷ W. Żółcińska, *Coraz mniej fuzji i przejęć*, CEO, Magazyn Top Menedżerów [online], 2009-01-13 [dostęp 2009-07-01], dostęp w internecie: <http://ceo.cxo.pl/news/333127/Coraz.mniej.fuzji.i.przejec.html>.

²⁸ *Rynek fuzji i przejęć. Polska na tle Europy Środkowej*, KPMG, Dealwatch, 2010, s. 6. Warto zaznaczyć, że raport PricewaterhouseCoopers szacuje wartość zawartych transakcji na około 11 mld USD; por. *Kryzys na rynkach finansowych. Wyzwania stojące przed spółkami*. PricewaterhouseCoopers, Warszawa 2009, s. 48.

²⁹ Zgodnie z danymi PricewaterhouseCoopers liczba zawartych transakcji wyniosła 413 (wzrost o 49,6%; patrz: *Kryzys...*, s. 48), a KGPM podaje nawet 548 transakcji (*Rynek fuzji...*, s. 6).

³⁰ *Report On Emerging Markets Deal Activity*, ISI Deal Watch [online], 2008-09-10 [dostęp 2009-07-01], dostęp w internecie: <http://www.securities.com/press.html>.

³¹ *Ibidem*.

rzeczywista wartość wszystkich przeprowadzonych transakcji mogła wynieść nawet 17 mld USD³². Ponownie, choć wartość zawartych transakcji (dane ujawnione) nieco spadła, nastąpił nieznaczny wzrost liczby zawieranych transakcji w porównaniu z rokiem poprzednim.

Warto podkreślić, że odnotowany w okresie kryzysu spadek wartości transakcji pomimo znacznego wzrostu ich liczby wynika przede wszystkim ze spadku cen akcji spółek notowanych na warszawskiej giełdzie, który odbił się na wartości spółek publicznych. Do zahamowania procesów fuzji przejęć przyczyniły się również problemy związane z pozyskiwaniem środków finansowych niezbędnych do przeprowadzenia takich transakcji. Banki niechętnie udzielały kredytów, a giełda papierów wartościowych nie była już tak efektywnym źródłem pozyskania kapitału³³. Dodatkowym czynnikiem ograniczającym mogła być też niepewność co do przyszłych kierunków rozwoju polskiej gospodarki³⁴.

Kryzys stał się szansą dla jednostek, które zgromadziły odpowiednie nadwyżki finansowe w poprzednich latach. Dzięki tym środkom możliwe jest przejęcie podmiotów słabszych, bardziej dotkniętych przez kryzys, płacąc za nie znacznie niższą cenę³⁵. W takim przypadku należałoby oczekiwać wzrostu liczby zawieranych transakcji, który niekoniecznie musi przełożyć się na wzrost ich wartości. Dynamika ilości oraz wartości transakcji fuzji i przejęć zawartych w latach 2008–2010 może potwierdzać tę hipotezę – łączna wartość zawartych transakcji spadła, mimo że ich liczba wzrosła.

W roku 2010 nastąpiło długo oczekiwane ożywienie na polskim rynku fuzji i przejęć. W pierwszym półroczu zawarto 238 transakcji M&A o łącznej wartości około 6,2 mld USD. Warto zaznaczyć, że wszystkie zawarte w tym okresie w Polsce transakcje stanowią niemal 33% transakcji zawartych w regionie Europy Środkowo-Wschodniej (CEE), ich wartość zaś niemal 50% wartości wszystkich transakcji³⁶. Ostatecznie w 2010 roku zawarto 569 transakcji o rekordowej war-

³² *Rynek fuzji...*, s. 6.

³³ Por. M. Baluda, *Fuzje i przejęcia w czasach kryzysu* [online], kwiecień 2009 [dostęp: 2009-07-01], dostęp w internecie: http://www.idg.pl/artykuly/343044_0/Fuzje.i.przejecia.w.czasach.kryzysu.html.

³⁴ Por. *Kryzys...*, s. 48–49.

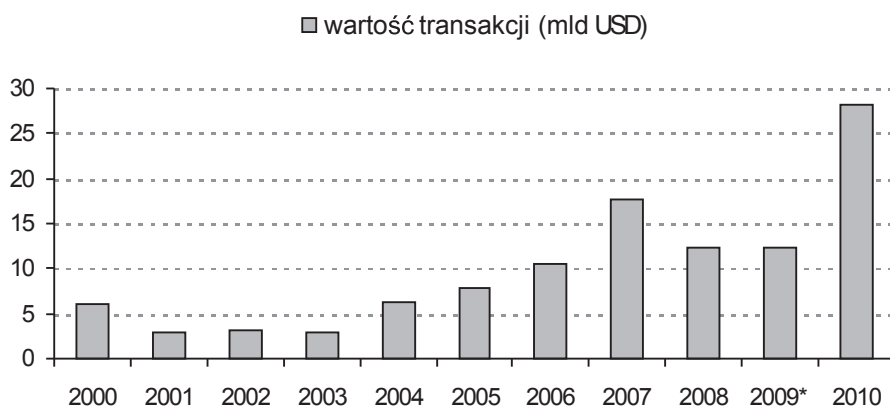
³⁵ Por. M. Baluda, *Fuzje...*

³⁶ *Rynek fuzji i przejęć. Polska na tle Europy Środkowo-Wschodniej. I półrocze 2010*, KPMG, 2010, s. 9–10.

tości 28,1 mld dolarów³⁷. Pozwoliło to Polsce zająć miejsce w ścisłej czołówce na rynku fuzji i przejęć nie tylko w Europie Środkowo-Wschodniej, gdzie ustępuje jedynie Rosji, ale również w porównaniu z państwami Europy Zachodniej³⁸.

Polski rynek fuzji i przejęć równie dynamicznie rozwijał się w pierwszej połowie 2011 roku, pod względem dynamiki ustępując jedynie Rosji. Wartość zawartych w tym czasie transakcji wzrosła o 52% w stosunku do porównywalnego okresu roku poprzedniego³⁹. Jest to zgodne z początkowymi oczekiwaniami w zakresie polskiego rynku fuzji i przejęć⁴⁰.

Dynamikę liczby transakcji fuzji i przejęć zawartych w latach 2000–2010 w Polsce oraz ich wartości przedstawiają rysunki 5 i 6.



* Wartość ujawnionych transakcji.

Rys. 5. Wartość transakcji fuzji i przejęć w Polsce w latach 2000–2010 (w mld USD)

Źródło: opracowanie własne na podstawie: *Kryzys...*, s. 48; *Rynek fuzji...*, s. 6; *DealWatch: Wartość...*

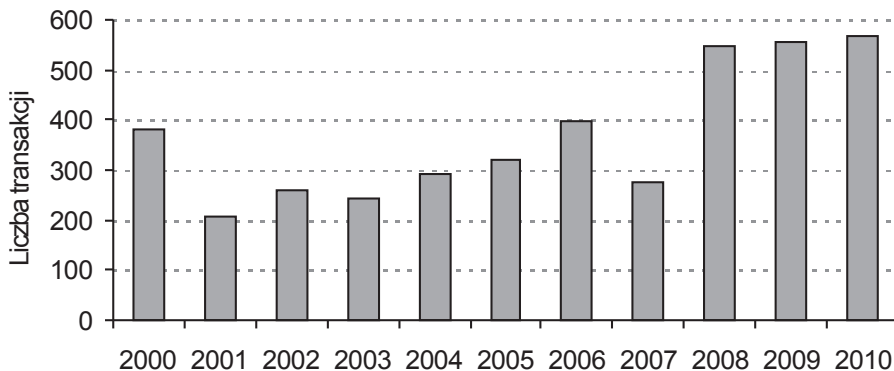
³⁷ DealWatch: Wartość transakcji M&A w Polsce wzrosła o 119% do 21 mld euro w 2010 [online], 2011-01-12 [dostęp 2011-09-29], dostęp w internecie: <http://www.bankier.pl/wiadomosc/DealWatch-Wartosc-transakcji-M-A-w-Polsce-wzrosla-o-119-do-21-mld-euro-w-2010-2271134.html>.

³⁸ Patrz *Rynek fuzji i przejęć (M&A) w Polsce i Europie Środkowo-Wschodniej w I półroczu 2010 roku* [online], 2010-10-26 [dostęp 2011-08-26], dostęp w internecie: <http://www.kpmg.com/pl/pl/issuesandinsights/articlespublications/strony/komunikat-prasowy-rynek-fuzji-i-przejec-w-polsce-i-europie-srodkowo-wschodniej-w-i-polroczu-2010.aspx>.

³⁹ A. Garanowska-Skimina, *Globalny rynek fuzji i przejęć w I poł. 2011 r.* [online], 2011-08-07 [dostęp 2011-09-26], dostęp w internecie: <http://www.egospodarka.pl/69236,Globalny-rynek-fuzji-i-przejec-w-I-pol-2011-r,1,39,1.html>.

⁴⁰ Por. A. Garanowska-Skimina, *Rynek fuzji i przejęć: Europa Środkowa i Wschodnia*, [online], 2011-01-13 [dostęp 2011-09-26], dostęp w internecie: <http://www.egospodarka.pl/61005,Rynek-fuzji-i-przejec-Europa-Srodkowo-Wschodnia-2010,2,39,1.html>.

Polski rynek fuzji i przejęć wciąż się rozwija i można mieć nadzieję, że wraz z zakończeniem kryzysu gospodarczego nastąpi jego dalszy wzrost. Analizując występujące na nim trendy, można już zauważyć pewne prawidłowości zarówno w zakresie sektorów, w których zachodzą procesy konsolidacyjne, jak i preferencji inwestorów zagranicznych.



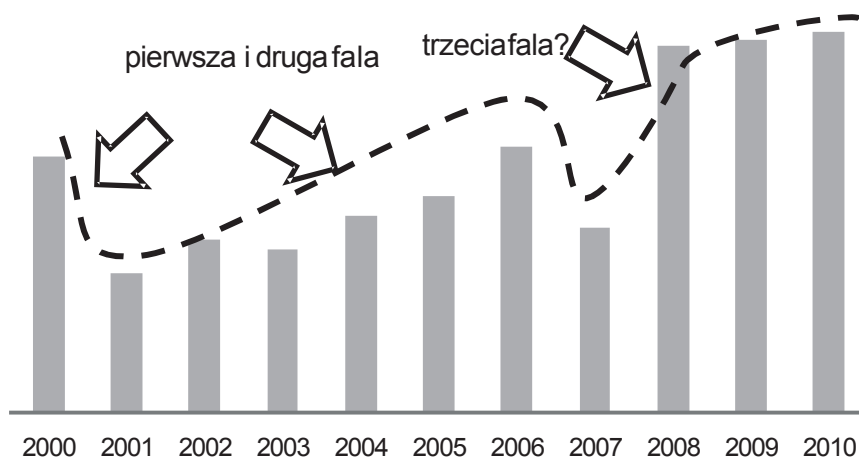
Rys. 6. Liczba transakcji fuzji i przejęć zawartych w Polsce w latach 2000–2010

Źródło: opracowanie własne na podstawie: *Kryzys...*, s. 48; *Rynek fuzji...*, s. 6; *Deal-Watch: Wartość...*

4. Ocena cykliczności fuzji i przejęć w Polsce oraz czynników je determinujących

Dane finansowe wyraźnie wskazują, że fuzje i przejęcia w Polsce podlegają takim samym wahaniom, jak fuzje i przejęcia na świecie (rys. 7). Zdaniem autorki można by wyodrębnić następujące fale fuzji i przejęć w Polsce:

- a) 1999–2001 – pierwsza fala,
- b) 2004–2007/2008 – druga fala.



Rys. 7. Fale fuzji i przejęć w Polsce w poszczególnych latach objętych analizą

Źródło: opracowanie własne.

Pierwsza z wymienionych fal odpowiada z grubsza okresowi wystąpienia piątej fali „światowej”. Podana data jest nieco arbitralna i odpowiada okresowi, w którym nastąpił dynamiczny rozwój polskiego rynku fuzji i przejęć. W rzeczywistości początek pierwszej fali na polskim rynku M&A prawdopodobnie może być datowany nieco wcześniej. Głównymi czynnikami, które przyczyniły się do wystąpienia tej fali, były procesy prywatyzacyjne i przemiany w polskim prawodawstwie, a zwłaszcza zmiany w prawie handlowym. Za charakterystyczne cechy tego okresu można przyjąć dużą ilość transakcji, w których uczestniczył Skarb Państwa, oraz duży udział inwestorów zagranicznych⁴¹. Koniec tej fali jest pochodną sytuacji na rynku międzynarodowym i wiązał się między innymi ze wstrzymaniem procesu prywatyzacji, spowolnieniem tempa wzrostu gospodarczego oraz brakiem reform w zakresie finansów publicznych.

Druga fala (2004–2007/2008) pokrywa się z szóstą „światową” falą fuzji i przejęć, jednakże w Polsce znaczne ożywienie na rynku kapitałowym można przypisać wejściu Polski do Unii Europejskiej. W okresie tym wciąż trwały procesy prywatyzacyjne, niemniej coraz większa liczba transakcji była zawierana pomiędzy inwestorami prywatnymi. Z upływem czasu rosła również ilość

⁴¹ M. Lewandowski, M. Kamiński, N. Kulpa i in., *Fuzje i przejęcia...*, s. 12.

inwestorów krajowych, przewyższając ostatecznie liczbę inwestorów zagranicznych⁴². Koniec tej fali pokrywa się datą rozpoczęcia kryzysu finansowego.

Jeżeli rosnąca dynamika fuzji i przejęć, którą zanotowano w 2010 roku oraz pierwszym półroczu 2011 roku zostanie utrzymana, to być może rok 2010 będzie mógł zostać uznany za początek trzeciej fali fuzji i przejęć w Polsce.

Podsumowanie

Cykliczność fuzji i przejęć jest zjawiskiem udokumentowanym, opisanym i ciągle badanym. Dotyczy ona nie tylko gospodarki światowej czy gospodarek w ujęciu kontynentalnym, ale także gospodarek krajowych. Każda z nich podlega tym samym prawom, jednakże, uwzględniając prędkość, z jaką zjawiska ekonomiczne przenoszą się pomiędzy poszczególnymi rynkami, daty ich wystąpienia nie zawsze się ze sobą pokrywają i można odnotować pomiędzy nimi drobne przesunięcia, co widać między innymi w opóźnionej reakcji rynków europejskich i azjatyckich na kryzys finansowy w Stanach Zjednoczonych.

Podobnym prawom i zależnościom podlega również polski rynek kapitałowy. Dynamika zachodzących na nim transakcji fuzji i przejęć odpowiada z grubsza dynamice trendów globalnych, jednakże, uwzględniając specyficzną sytuację historyczno-ekonomiczną Polski, można przyjąć, że na ich kształtowanie się wpływały także czynniki specyficzne jedynie dla naszego kraju. W warunkach polskich nie do końca sprawdza się również zależność pomiędzy liczbą zawieranych transakcji a ich wartością. Na rynkach światowych spadkowi wartości transakcji odpowiada spadek ich liczby. Kolejną cechą charakterystyczną jest nieznaczne przesunięcie fal w czasie, będące efektem wolniejszej reakcji polskiego rynku kapitałowego na zmiany zachodzące na świecie, co szczególnie widać w przypadku kryzysu finansowego z 2008 roku.

Na zakończenie należy zaznaczyć, że niniejszy artykuł stanowi jedynie wstępną próbę analizy tego zjawiska w Polsce, które ze względu na swoją złożoność z pewnością zasługuje na dalsze badania naukowe.

⁴² Por. M. Janowicz, *Mergers and takeovers in Poland in 1990–2009*, w: *20 Years After: Finance in Poland 1989–2009*, red. T. Lubińska, *Economicus*, 2009, s. 159–160.

Literatura:

2008 M&A Report, Wilmerhale, 2008.

Baluda M., *Fuzje i przejęcia w czasach kryzysu* [online], kwiecień 2009 [dostęp: 2009-07-01], dostęp w internecie: http://www.idg.pl/artykuly/343044_0/Fuzje.i.przejecia.w.czasach.kryzysu.html.

Bittlingmayer G., *Did antitrust policy cause the great merger wave?*, „Journal of Law and Economics” 1985, vol. 28, nr 1.

DePamphilis D.M., *Mergers, Acquisitions, and Other Restructuring Activities: An Integrated Approach to Process, Tools, Cases, and Solutions*, Academic Press, 2009.

DealWatch: Wartość transakcji M&A w Polsce wzrosła o 119% do 21 mld euro w 2010 [online], 2011-01-12 [dostęp 2011-09-29], dostęp w internecie: <http://www.bankier.pl/wiadomosc/DealWatch-Wartosc-transakcji-M-A-w-Polsce-wzroslo-o-119-do-21-mld-euro-w-2010-2271134.html>.

Eckbo B.E., *Handbook of Corporate Finance: Empirical Corporate Finance. Volume 2*, Elsevier, 2008.

Europe M&A Reports oraz Asia M&A Reports [online], data nieznana [dostęp 2010-08-23].

Fijałkowski M., *Przyczyny i skutki fuzjomanii*, „Zarządzanie na Świecie” 1999, nr 3, s. 30.

Garita G.A., *Financial Market Liberalization and Economic Growth*, Rozenberg Publishers, 2008.

Garanowska-Skimina A., *Globalny rynek fuzji i przejęć w I poł. 2011 r.* [online], 2011-08-07 [dostęp 2011-09-26], dostęp w internecie: <http://www.egospodarka.pl/69236,Globalny-rynek-fuzji-i-przejec-w-I-pol-2011-r,1,39,1.html>.

Garanowska-Skimina A., *Rynek fuzji i przejęć: Europa Środkowa i Wschodnia*, [online], 2011-01-13 [dostęp 2011-09-26], dostęp w internecie: <http://www.egospodarka.pl/61005,Rynek-fuzji-i-przejec-Europa-Srodkowo-Wschodnia-2010,2,39,1.html>.

Gaughan P.A., *Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings*, John Wiley and Sons, 2007.

https://www.mergerstat.com/newsite/free_report.asp.

Howley V., *Europe drags global takeovers to six-year slump*, 2010-01-25 [dostęp 2010-08-23], dostęp w internecie: <http://www.reuters.com/article/idUSTRE65O0JL20100625>.

Janowicz M., *Mergers and takeovers in Poland in 1990–2009*, w: *20 Years After. Finance in Poland 1989–2009*, red. T. Lubińska, Economicus, 2009.

Lewandowski M., Kamiński M., Kulpa N. i in., *Fuzje i przejęcia w Polsce na tle tendencji światowych*, WIGG Press, Warszawa 2001.

International Mergers & Acquisitions. Executing Deals in the Economic Downturn, Financier Worldwide, 2009.

Kryzys na rynkach finansowych. Wyzwania stojące przed spółkami, PricewaterhouseCoopers, Warszawa 2009.

- Piszewski J., *Fuzje i przejęcia w Polsce* [online], 2008-01-31 [dostęp 2009-07-01], dostęp w internecie: http://www.mspstandard.pl/artykuly/57200_0/Fuzje.i.przejecia.w.Polsce.html.
- Rynek fuzji i przejęć. Polska na tle Europy Środkowej*, KPMG, Dealwatch, 2010.
- Rynek fuzji i przejęć. Polska na tle Europy Środkowo-Wschodniej. I półrocze 2010*, KPMG, 2010.
- Rynek fuzji i przejęć (M&A) w Polsce i Europie Środkowo-Wschodniej w I półroczu 2010 roku*, [online], 2010-08-26 [dostęp 2010-08-26], dostęp w internecie: <http://www.kpmg.com/pl/pl/issuesandinsights/articlespublications/strony/komunikat-prasowy-rynek-fuzji-i-przejec-w-polsce-i-europie-srodkowo-wschodniej-w-i-polroczu-2010.aspx>.
- Report On Emerging Markets Deal Activity*, ISI Deal Watch [online], 2008-09-10 [dostęp 2009-07-01], dostęp w internecie: <http://www.securities.com/press.html>.
- Szapiel J., *Branżowy wymiar przejęć i fuzji w warunkach rozwiniętych i rozwijających się gospodarek rynkowych*, w: *Zachowania decyzyjne podmiotów gospodarczych*, red. D. Kopycińska, Printgroup, Szczecin 2006.
- The Allen & Overy M & A Index. H1 2011*, Allen & Overy LLP, 2011.
- Thomson Financial, Institute of Mergers, Acquisitions and Alliances (IMAA) analysis [online], data nieznana [dostęp 2012-04-03], dostęp w internecie: http://www.imaa-institute.org/statistics-mergers-acquisitions.html#MergersAcquisitions_Worldwide.
- Żółcińska W., *Coraz mniej fuzji i przejęć*, CEO, Magazyn Top Menedżerów [online], 2009-01-13 [dostęp 2009-07-01], dostęp w internecie: <http://ceo.cxo.pl/news/333127/Coraz.mniej.fuzji.i.przejec.html>.

CYCLICITY OF MERGERS AND ACQUISITIONS IN THE WORLD AND POLAND

Summary

Analysis of financial data of mergers and acquisitions proves that their volume and value fluctuate in a rather cyclic manner. This phenomenon has been a subject of research for many years, trying to determine its causes and characteristic traits and finding other regularities. The aim of the article is to present merger waves in the world, point out its determinants as well as present forming of this phenomenon in Poland.

Translated by Magdalena Janowicz