

Aleksandra Gąsior

FUZJE I PRZEJĘCIA – ICH LOSY W POLSKIEJ GOSPODARCE

Wstęp

Przedsiębiorstwa mogą wykorzystywać procesy fuzji i przejęć (M & A) do poprawy swej pozycji konkurencyjnej. W artykule przedstawiono informacje na temat, czy procesy fuzji i przejęć wciąż są popularnym zjawiskiem wykorzystywanym przez polskie przedsiębiorstwa. Brak szumu informacyjnego w mass mediach o procesach fuzji i przejęć sugeruje spokój, wyciszenie, można by stwierdzić, że nie są one już tak popularne, jak w 2000 roku. Brak spektakularnych, na milionowe sumy przejęć sugeruje, że nie są to procesy zbyt chętnie realizowane przez przedsiębiorców. Być może warunki stworzone przez nasze prawo pozwoliły oswoić się z tym zagadnieniem? Zastanawiające jest, czy procesy te są nadal popularne, czy wręcz przeciwnie?

1. Czym jest proces fuzji i przejęć – podejście teoretyczne

Fuzje lub przejęcia przedsiębiorstw to jeden ze sposobów wzrostu zewnętrznego przedsiębiorstwa. Bliskość tych pojęć powoduje częste zamienne ich używanie. Zróżnicowanie tych nazw w języku ekonomistów jest bardziej umowne niż formalne. Do dzisiaj nie został rozstrzygnięty problem prawidłowej terminologii, a nawet klasyfikacji¹. Nie ma jednak wątpliwości, że oba te pojęcia podlegają różnym uregulowaniom prawnym.

¹ W literaturze występują odmienne klasyfikacje połączeń przedsiębiorstw (A. Helin, K. Zorde, *Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1998, s. 1–7), fuzje zaliczono do jednej z form przejęcia, a odmiennie klasyfikuje się połączenia przedsiębiorstw

Jak rozumieć „fuzje” i jakimi prawami rządzi się ten proces, wszystko to zostało rozpisane w kodeksie spółek handlowych (ksh), w części zwanej tytuł IV działu I i II *Łączenie się spółek*. Łączeniu podlegają:

- a) spółki kapitałowe, które mogą się łączyć między sobą i ze spółkami osobowymi, z zastrzeżeniem, że spółka osobowa nie może być spółką przejmującą albo nowo zawiązaną,
- b) spółki osobowe, które łączą się między sobą jedynie przez zawiązanie spółki kapitałowej, pod warunkiem, że nie są to spółki w likwidacji, które rozpoczęły podział majątku, lub w stanie upadłości².

Podstawowe (dwie) formy łączenia zostały uregulowane w ksh. Fuzje są najczęściej postrzegane jako konsolidacja, w której wyniku dochodzi do powstania nowego podmiotu prawnego. Dochodzi również do inkorporacji, gdy przedsiębiorstwo jest wcielane do spółki przejmującej, tracąc własną osobowość prawną. Wynika z tego, że art. 492 ksh przedstawia obydwie formy łączenia:

1. Połączenie, gdy następuje³ przeniesienie całego majątku spółki (przejmowanej) na inną spółkę (przejmującą) w zamian za udziały lub akcje, które spółka przejmująca wydaje wspólnikom spółki przejmowanej – łączenie się przez przejęcie. Taka forma łączenia wskazuje na inkorporację (*per incorporationem*). Jej charakterystyczną cechą jest utrata bytu prawnego przynajmniej jednej ze spółek, które podlegają połączeniu. Dochodzi w niej do zapłaty akcjami firmy przejmującej, które pochodzą z nowej emisji, za akcje przejmowanej firmy. Ekonomiści określili ten proces mianem przejęcia (*takeover, Übernahme*)⁴.

2. Połączenie przez związek (*per unionem*), gdy jest tworzona spółka kapitałowa, na którą przechodzi majątek wszystkich łączących się przedsiębiorstw w zamian za udziały lub akcje nowej spółki – łączenie przez zawiązanie nowej spółki⁵. Zjawisko to jest określane w języku ekonomicznym jako fuzja (*merger, Verschmelzung*)⁶. Charakterystyczną cechą jest to, że łączące się podmioty tworzą nową osobowość prawną. Momentem fuzji jest wpis do rejestru spółek handlowych jednostki organizacyjnej powstałej w wyniku połączenia.

(W. Frąckowiak, *Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw*, PWE, Warszawa 1998, s. 22). Fuzja jest jedną a przejęcie drugą formą nabycia.

² Por. T. Fijałkowski, *Kodeks spółek handlowych oraz prawo działalności gospodarczej*, Wyd. WGP, Warszawa 2001, art. 491, s. 178.

³ *Kodeks spółek handlowych. Komentarz, orzecznictwo*, red. J.A. Strzępka, Art. 492 § 1, s. 1134, dalej cyt. jako ksh.

⁴ R. Kwaśnicki, *Aspekty prawno podatkowe fuzji i przejęć*, „Biuletyn Bankowy” 2000, nr 7–8, s. 57.

⁵ Ksh, art. 492 § 1, s. 1135.

⁶ R. Kwaśnicki, *op.cit.*, s. 57.

Istotne jest to, że w obu przypadkach, formach fuzji, moment faktycznego dokonania odpowiednich wpisów do rejestru spółek handlowych decyduje o skutkach prawnych, a nie sądownie wydana decyzja o wpisie do rejestru. Pomimo uregulowań prawnych różnicujących fuzje od przejęć, w literaturze przedmiotu przejęcia występują jako główny rodzaj działań integrujących przedsiębiorstwa, a fuzje – za specjalny przypadek przejęcia⁷.

Prawnicy używają terminu „przejęcie” w dwóch znaczeniach⁸:

- a) jako jedną z form łączenia spółek, co zostało uregulowane w ksh;
- b) jako dominacja nad uczestnikami tego procesu przez uzyskanie kontrolnego pakietu akcji, co jest istotą przejęcia.

Utrata dotychczasowych uprawnień przez właścicieli przejmowanej spółki w drodze przejęcia może się odbywać dwojako:

- a) dobrowolnie – „przyjazne przejęcie” (*friendly takeover*);
- b) przy sprzeciwie przejmowanego – „wrogie przejęcie” (*hostile takeover*).

Z punktu widzenia analizy rodzimych procesów konsolidacyjnych jednym ze sposobów przejęcia jest prywatyzacja⁹ przedsiębiorstw. Jest to proces przekształceń własnościowych, w którym dochodzi do przejęcia przedsiębiorstw państwowych przez prywatnych właścicieli¹⁰, co powoduje wycofanie firmy z obrotu publicznego i wykupienie akcji notowanych na giełdzie¹¹. W prywatyzacji bezpośredniej, gdy pracownicy przejmują od Skarbu Państwa majątek przedsiębiorstwa do odpłatnego korzystania, można wyróżnić mieszaną formę przejęcia (MBO/EBO¹²).

Biorąc pod uwagę różnice między procesem przejęcia a procesem fuzji, gdy przedsiębiorstwo zazwyczaj silniejsze ekonomicznie zdobywa kontrolę nad inną

⁷ Por. A. Helin, K. Zorde, *Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1998, s. 5; P.J. Szczepankowski, *Fuzje i przejęcia. Techniki oceny opłacalności i sposoby finansowania*, Wyd. Naukowe PWN, Warszawa 2000, s. 55–56; S.F. Reed, L.A. Reed, *The Art of M & A. A Merger and Acquisitions Buyout Guide*, Irwin, New York 1995, s. 4, za *Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw*, red W. Frąckowiak, PWE, Warszawa 1998, s. 19.

⁸ R. Sasiak, *Fuzje i przejęcia spółek publicznych*, Kantor Wydawniczy Zakamycze, Kraków 2000, s. 24–25.

⁹ Szerzej o prywatyzacji zob. *Leksykon prywatyzacji*, wyd. II rozszerzone, PWE, Warszawa 1998, s. 143–165.

¹⁰ Por. *Słownik wyrazów obcych*, red. E. Sobol, Wyd. Naukowe PWN, Warszawa 2002, s. 915.

¹¹ Jeśli przedsiębiorstwo zostało nabyte za pożyczkę zaciągniętą pod zastaw aktywów przejmowanego podmiotu, to następuje wykup wspomagany długami lub wspomagany dźwignią finansową (ang. *leveraged buy-out* – LBO). P.J. Szczepankowski, *Fuzje i przejęcia. Techniki oceny opłacalności i sposoby finansowania*, Wyd. Naukowe PWN, Warszawa 2000, s. 97.

¹² MBO – *Management buy out* – przejęcie przez kadre kierowniczą; EBO – *Employees buy out* – przejęcie przez pracowników przedsiębiorstwa. A. Helin, K. Zorde, *Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1998, s. 7.

jednostką organizacyjną, można wyróżnić oprócz prywatyzacji kolejne sposoby przejęć¹³:

- nabycie akcji (udziałów),
- nabycie majątku (aktywów),
- uzyskanie,
- dzierżawę,
- wspólne przedsięwzięcie.

Należy podkreślić, że przejęcie nie prowadzi do ustania podmiotowości prawnej łączących się spółek, lecz jedynie skutkuje dominacją nad uczestnikami tego procesu. Różnica między fuzją, a przejęciem wynika zatem z:

- podstawy prawnej – na której opiera się połączenie,
- oraz skutków prawnych dokonanego połączenia.

Do przeprowadzenia fuzji konieczne są uchwały walnych zgromadzeń łączących się spółek, a w przejęciach istotną rolę odgrywają zarządy obu bądź jednej ze spółek.

Zdaniem właścicieli firm, prezesów lub dyrektorów proces fuzji i przejęć jest jedną z wielu możliwości, które mogą wykorzystać do poprawienia swojej pozycji na rynku, a niejednokrotnie do przetrwania na rynku i tym samym zachowania miejsc pracy wielu osób.

2. Procesy fuzji i przejęć w Polskich sektorach¹⁴

Przedsiębiorcy realizujący procesy fuzji i przejęć napotykać w polskiej gospodarce rynkowej zarówno szanse jak i bariery. Należy podkreślić, że zaszła duża zmiana w warunkach ekonomicznych w Polsce, co sprzyja potencjalnym inwestorom. Jesteśmy w fazie dynamicznego rozwoju gospodarczego, w 2006 roku produkt krajowy brutto (PKB) wzrósł do poziomu 5,8%, a inflacja utrzymywała się na niskim poziomie (poniżej 1,5%). Ważne jest również zmniejszenie stopy bezrobocia o 2,7 punktu procentowego (do 14,9%). Należy jednak zauważyć, że obniżenie się poziomu bezrobocia wynika również z masowych wyjazdów za granicę wykwalifi-

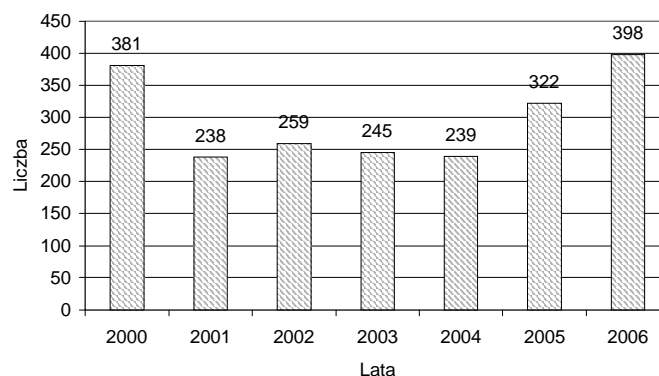
¹³ *Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw*, red. W. Frąckowiak, PWE, Warszawa 1998, s. 20–21.

¹⁴ Raport krajowy *Polska. Badanie fuzji i przejęć w 2006 roku*, http://www.pwc.com/pl/pol/ins-sol/publ/2007/cee_ma_raport_krajowy_2007.pdf www.pwc.com/pl/fuzje; R. Błędowski, *Fuzje i przejęcia najważniejsze trendy i największe transakcje*, ISI Deal Watch, oprac. Holon Consultants, dodatek do magazynu „Harvard Business Review Polska” 2007, wrzesień, http://www.holon.pl/pdf/17_Brief_art_1_d.pdf; J. Piszewski, *Fuzje i przejęcia w Polsce*, MSP Standard.pl – IT dla małych i średnich firm, copyright 2008 IDG Poland SA.

kowanej siły roboczej. Powodem jest chęć uzyskania wyższych zarobków, które do niedawna można było osiągnąć w Europie Zachodniej. Ten panujący trend zaczynamy dość boleśnie odczuwać, a zwłaszcza firmy prywatne, którym zaczyna brakować wykwalifikowanej kadry. Słabym punktem polskiej gospodarki jest jednak brak stabilności (szczególnie, jeśli chodzi o politykę rządu) i trudności proceduralne, które choć zmodyfikowane i bardziej dostępne, nadal są dla większości zbyt skomplikowane. O ile państwo nie zawsze dostrzega słabe punkty swojej polityki, o tyle zdecydowanie inaczej podchodzą do tego władze lokalne. Przykładem jest województwo śląskie, które tworzy specjalne strefy ekonomiczne i jednocześnie oferuje liczne ułatwienia oraz zachęty ekonomiczne dla przedsiębiorstw (inwestorów). Zmiany zachodzące w polskiej gospodarce wpływają na wzrost liczby procesów fuzji i przejęć.

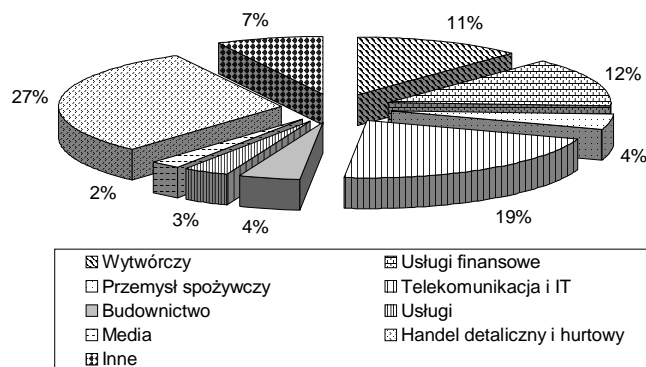
Na wykresie 1 przedstawiono liczbę transakcji M & A w latach 2000–2006. Wynika z niego, że w latach 2001–2005 zmniejszyła się liczba fuzji i przejęć. Dopiero w 2006 roku zwiększyła się liczba transakcji w porównaniu z 2000 rokiem. Jak widać, procesy fuzji i przejęć nie cieszyły się zbyt dużą popularnością. Dopiero od 2005 roku, gdy polska gospodarka nabrała rozpędu, nastąpił wzrost liczby tych transakcji. Z fuzji i przejęć w poszczególnych sektorach wynika, że w ciągu lat straciły na ważności jedne, a zyskały drugie. W roku 2002 dużym zainteresowaniem cieszył się sektor telekomunikacyjny (wykres 2), który zaraz po handlu detalicznym i hurtowym miał największy udział wartościowy (19%) w procesach M & A. W roku 2005 (wykres 3) miał on największy udział (26%). W dużej mierze wynika to z roli państwa. Przed przystąpieniem do Unii Europejskiej Polska została zobowią-

Wykres 1. Liczba M & A w Polsce po 2000 roku



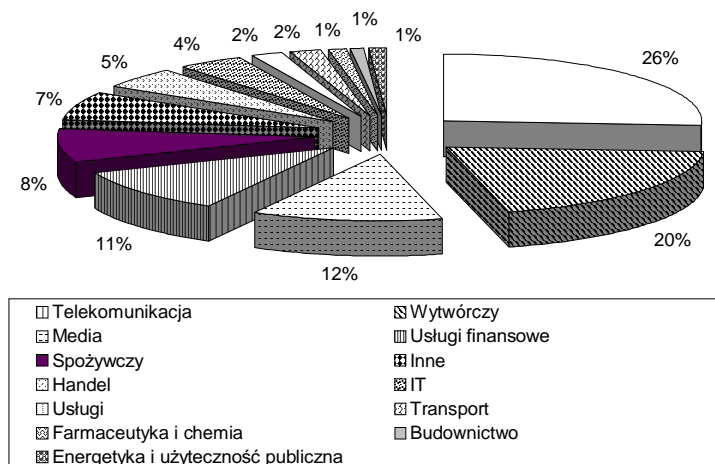
Źródło: J. Piszewski, *op.cit.*

Wykres 2. Sektory uczestniczące w rynku fuzji i przejęć w 2002 roku (wartościowo, w procentach)



Źródło: zasoby internetowe, PricewaterhouseCoopers.

Wykres 3. Sektory uczestniczące w rynku fuzji i przejęć w 2005 r. (wartościowo, w procentach).



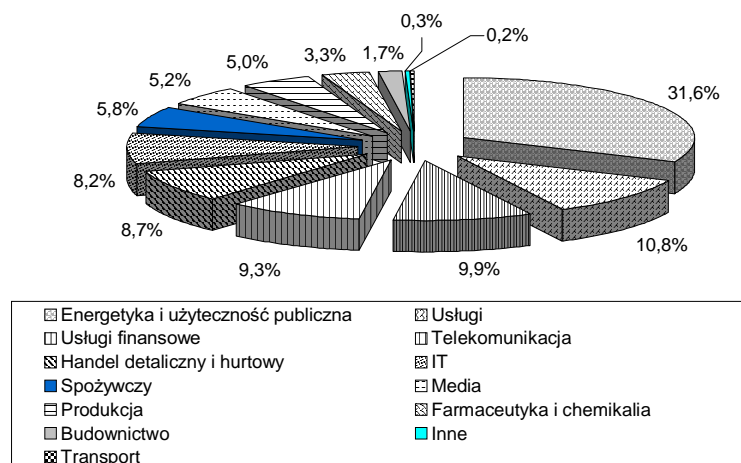
Źródło: zasoby internetowe, PricewaterhouseCoopers.

zana do przeprowadzenia liberalizacji sektora telekomunikacyjnego. Celem było wprowadzenie firm konkurencyjnych do sektora telekomunikacyjnego. W efekcie doprowadziło to do wzrostu dostępności usług telekomunikacyjnych, podniesienia jakości i obniżenia cen. W liberalizacji rynku telekomunikacyjnego dużą rolę od-

grywało państwo polskie, a dokładniej – organy regulujące prawidłowy rozwój sektora telekomunikacyjnego przez jego liberalizację.

Zupełnie inaczej rozkładają się wartości już w 2006 roku (wykres 4). Bardzo aktywnym sektorem pod względem liczby fuzji i przejęć (z udziałem wynoszącym 31,6%), był sektor energetyki i użyteczności publicznej, następnie sektory usług (10,8%) i usług finansowych (9,9%). W roku 2006 sektor telekomunikacyjny miał już tylko 9,3% udziału w transakcjach wyrażonych wartościowo. Jako ciekawostkę można podać informację za PricewaterhouseCoopers, że największą przeprowadzoną w 2006 roku transakcją, o wartości ponad 2,3 mld USD, było przejęcie Rafinerii Możejki przez PKN ORLEN.

Wykres 4. Wartość transakcji fuzji i przejęć w poszczególnych sektorach w Polsce w 2006 roku

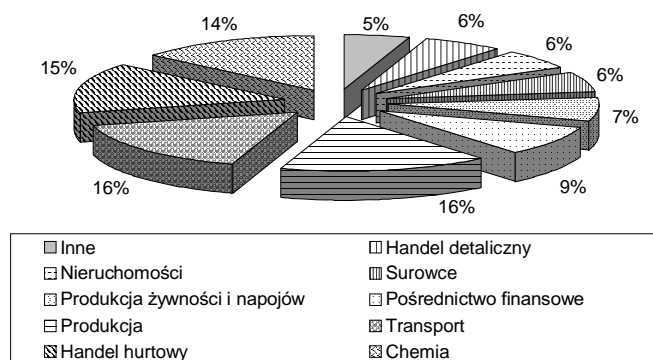


Źródło: Raport krajowy: Polska Badanie fuzji...

Jeszcze w 2006 roku przypuszczano, że wzrost konkurencyjności polskiej gospodarki powinien się przyczynić w następnych latach do zwiększenia aktywności w realizacji procesów M & A. Mając dane z okresu sierpień 2005 roku–lipiec 2006 roku (wykres 5) oraz sierpień 2006 roku–lipiec 2007 roku (wykres 6), można porównać wartość transakcji fuzji i przejęć w poszczególnych sektorach.

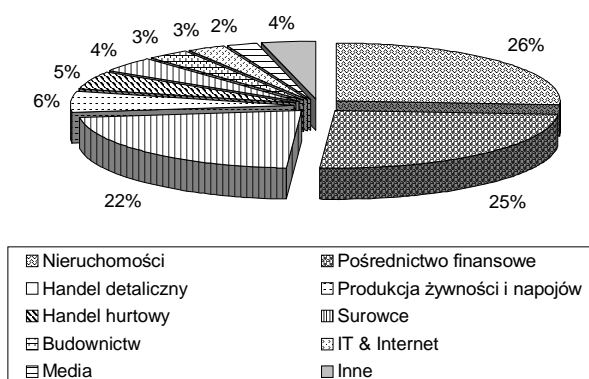
Największa różnica polega na rozłożeniu udziału procentowego w poszczególnych sektorach przedstawionych na wykresie 5. Nie ma jednego, silnego sektora, w którym skoncentrowałyby się większa wartość omawianych transakcji.

Wykres 5. Wartość struktura sektorowa transakcji fuzji i przejęć w okresie sierpień 2005–lipiec 2006 roku



Źródło: R. Błędowski, op.cit.

Wykres 6. Wartość transakcji fuzji i przejęć w poszczególnych sektorach w okresie sierpień 2006 roku–lipiec 2007 roku



Źródło: R. Błędowski: op.cit.

Na wykresie 6 można wyróżnić trzy główne sektory, w których przeważa wartość fuzji i przejęć: nieruchomości (26%), pośrednictwo finansowe (25%), handel detaliczny (22%). Wyraźnie widać, że w okresie sierpień 2005 roku–lipiec 2006 roku rynek fuzji i przejęć był znacznie mniej skoncentrowany niż w miesiącach sierpień–lipiec 2007 roku.

Zdaniem R. Błędowskiego¹⁵, na rynku fuzji i przejęć wyraźnie widać większą aktywność średnich przedsiębiorstw. Do niedawna w wielu średnich jednostkach organizacyjnych wychodzący z założenia, że M & A są procesem jedynie dla dużych i silnych przedsiębiorstw, postrzeganych jako liderzy na rynku. Obecnie coraz częściej średnie firmy inicjują samodzielnie transakcje fuzji bądź przejęcia. Oprócz tradycyjnych motywów, takich jak zwiększenie udziału w rynku, penetracja nowych rynków, uzyskanie efektów skali itd., występują również inne. Wynikają one raczej z sytuacji politycznej – wejście polskiej gospodarki do Unii Europejskiej, po którym wzrosło ryzyko bezpośredniej styczności z konkurencją zarówno krajową jak i zagraniczną. Wzrosło również ryzyko wrogiego przejęcia, dlatego średnie przedsiębiorstwa zaczęły poszukiwać partnera, którego można by przejąć w celu umocnienia swojej pozycji i zyskania środków na dalszy rozwój.

Mniejsze firmy przyglądają się poczynaniom liderom na rynku, którzy systematycznie zwiększają przewagę konkurencyjną korzystając z efektu skali. Zdają one sobie sprawę, jak kosztowne jest odebranie liderom każdego procentu rynku lub utrzymanie stałego w nim udziału. Coraz częściej upatrują zatem swojej szansy w przejęciach, by dzięki temu procesowi zdobyć dodatkowy udział w rynku i zacząć korzystać z efektu skali.

Podsumowanie

Procesy M & A przebiegają w zdecydowanie bardziej przyjaznej atmosferze. Wynika to ze zmiany warunków prawnych, politycznych i gospodarczych. Zupełnie inaczej podchodzą obecnie do nich właściciele, kadra menedżerska i pracownicy. Z doświadczeń ostatnich siedmiu lat wynika, że zwiększyła się popularność tych procesów. Wzrosła liczba tych transakcji, ale nie tylko dzięki liderom rynku czy firmom zagranicznym. Najważniejsza zmiana polega na wzroście udziału w M & A polskich średnich przedsiębiorstw.

Słuszne jest stwierdzenie W. Słowińskiego, że „Jedną z najważniejszych kwestii przy realizacji projektów fuzji i przejęć jest uzmysłowienie klientom prawdziwej istoty transakcji. Firmy, które chcą się połączyć, muszą mieć ściśle sprecyzowane oczekiwania w stosunku do transakcji, pełną wiedzę, jak będzie ona wyglądać w praktyce, a także świadomość, jakie są możliwe konsekwencje i zagrożenia.

¹⁵ R. Błędowski, *op.cit.*

¹⁶ W. Słowiński wicedyrektor warszawskiego biura PricewaterhouseCoopers. Raport krajowy *Polska. Badanie fuzji...*

Niezmierzalnie istotną kwestią jest, żeby nie zapominać, że po zakończeniu projektu życie trwa dalej – firmy muszą przejść przez proces integracji, ujednoczyć procedury, procesy i techniki zarządzania. W przeciwnym razie, mimo pomyślnie przeprowadzonej transakcji, efekty połączenia mogą być dalece odmienne od początkowo zakładanych, a nawet mogą przyczynić się do pogorszenia pozycji spółki. Praktyka pokazuje, że w dalszym ciągu nie wszyscy mają świadomość tej, kluczowej dla powodzenia projektu, kwestii¹⁶.

Odpowiadając na postawione na wstępie pytania, należy stwierdzić, że procesy fuzji i przejęć wciąż cieszą się powodzeniem. Wynika to głównie z przezwyciężania obaw właścicieli związanych z przejęciami oraz bardziej przystępnych warunków ekonomicznych i prawnych. Zdecydowanie większy udział w liczbie fuzji i przejęć mają średniej wielkości krajowe przedsiębiorstwa.

MERGERS AND ACQUISITIONS – REALISATION IN POLISH ECONOMY

Summary

The paper objective is an answer the question: if mergers and acquisition processes are popular phenomena used by Polish enterprises? There is no fuss in the mass-media about these processes. Is it suggest that they are not so admired like in previous years? Lack of spectacular, highlighted, worth millions dollars acquisitions advocate, the processes are not so willingly realised by entrepreneurs. Perhaps, conditions created in the Polish law let to accustomed to them? Interested is the question then: if the processes are popular or not still?

Translated by Aleksandra Gąsior