

EWA MAĆKOWIAK

Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach

FUZJE I PRZEJĘCIA W KREOWANIU WARTOŚCI PRZEDSIĘBIORSTWA

Streszczenie

Celem fuzji i przejęć jest stworzenie dodatkowej wartości dla właścicieli, akcjonariuszy. Tymczasem badania empiryczne wskazują, że większość transakcji nie powoduje pomnożenia wartości. Bardzo często motywami przejęć czy fuzji są względy inne niż finansowe, a działania potencjalnych nabywców bardzo często irracjonalne. W wielu przypadkach premia płacona za przejęcie jest bardzo wysoka i korzyści uzyskać mogą nie tyle akcjonariusze firmy przejmującej, ile właściciele firmy przejętej.

Dokonyjąc oceny fuzji i przejęć, należy zwrócić uwagę na efekt synergii. Wartość stworzona w wyniku transakcji to wartość połączonych przedsiębiorstw powiększona przez odrębną wartość przedsiębiorstwa, a następnie pomniejszona o odrębną wartość nabywcy.

Słowa kluczowe: fuzje i przejęcia, efekt synergii, wartość przedsiębiorstwa

Wprowadzenie

Jedną z najbardziej charakterystycznych cech współczesnej gospodarki jest funkcjonowanie rynku kapitałowego.

Konsekwencją istnienia rynku kapitałowego jest współdziałanie podmiotów.

Analizując sposoby współdziałania, należy wyróżnić:

- formy kooperacyjne,
- formy koncentracyjne¹.

¹ J. Turyna, *Standardy sprawozdawczości finansowej. MSSF, USGAAP – polskie ustawodawstwo*, Difin, Warszawa 2006, s. 221.

Jeżeli podstawą współdziałania jest kooperacja, przedsiębiorstwa utrzymują osobowość prawną i samodzielność. Typowym przykładem takiej współpracy mogą być partnerzy w obrocie handlowym, podwykonawcy, kooperanci.

Druga forma – koncentracja – polega przede wszystkim na utworzeniu wspólnego kierownictwa dla współdziałających podmiotów, stopniowej utracie samodzielności gospodarczej podmiotów podporządkowanych naczelnemu kierownictwu, a w konsekwencji utracie osobowości prawnej przez niektóre podmioty.

Z ekonomicznego punktu widzenia połączenie i przejęcie można podzielić na:

- połączenie lub przejęcie poziome; dotyczy spółek tego samego łańcucha ekonomicznego (np. przejęcie przez kopalnie spółek zajmujących się handlem węglem);
- połączenie lub przejęcie pionowe; dotyczy spółek, które prowadzi podobną działalność (przejęcie jednego banku przez drugi bank);
- inne.

Jeżeli klasyfikację fuzji i przejęć przeprowadzi się na podstawie kryterium formalnoprawnego, należy wykorzystać uregulowania zawarte w kodeksie spółek handlowych (art. 492, §1, ust 1, art. 492, § 1, ust 2) oraz w kodeksie cywilnym (art. 55).

W ten sposób należy wyróżnić:

- połączenie przez przejęcie,
- połączenie przez utworzenie nowego podmiotu gospodarczego,
- zakup pakietu kontrolnego akcji lub udziałów przez podmiot przejmujący,
- zakup przedsiębiorstwa lub jej zorganizowanej części.

Analizując przyczyny wpływające na rozwój fuzji i przejęć, należy wskazać przede wszystkim:

- liberalizację barier handlowych,
- ekspansję rynków kapitałowych i sektora finansowego,
- rozwój nowych technologii,
- narastającą globalną konkurencją².

Procesy te mają na celu przede wszystkim koncentrację kapitału oraz tworzeniu korporacji międzynarodowych.

² P.A. Gaughan, *Mergers, acquisitions, and corporate restructurings*, John Wiley & Sons, New York 2002, s. 18.

Fuzje i przejęcia stanowią jeden z zewnętrznych instrumentów służących powiększaniu wartości przedsiębiorstwa. Motywy, jakimi kierują się nabywcy i sprzedawcy, można podzielić na cztery grupy:

- motywy strategiczne,
- motywy finansowe,
- motywy menedżerskie,
- motywy operacyjne i administracyjne³.

Wśród motywów strategicznych należy wyróżnić z jednej strony zwiększenie wartości dodanej, zwiększenie udziału w rynku, a z drugiej strony pozbycie się niepotrzebnych aktywów. Motywy finansowe to np. wykorzystanie nadwyżki środków pieniężnych lub wzrost wartości akcji na rynku kapitałowym. Motywy menedżerskie obejmują wzrost wynagrodzenia kierownictwa, powstanie nowych stanowisk pracy. Z kolei motywy operacyjne to zwiększenie efektywności zarządzania lub administracyjny nakaz sprzedaży.

1. Fuzje i przejęcia w Polsce

W Polsce dynamiczny rozwój fuzji i przejęć miał miejsce na przełomie 1999/2000. W latach 2001–2004 odnotowano zmniejszenie liczby transakcji fuzji i przejęć. Spadek był związany przede wszystkim z wstrzymaniem procesu prywatyzacji, spowolnieniem tempa zwrotu gospodarczego, brakiem reform w finansach publicznych, co w konsekwencji doprowadziło do rezygnacji potencjalnych inwestorów i poszukiwaniu innych rynków w Europie Środkowej. W roku 2002 liczba przeprowadzonych transakcji wyniosła 259, wartość przekroczyła 3,1 mld dolarów, 90 transakcji dokonano przy udziale inwestorów zagranicznych, natomiast 4 spółki zostały przejęte poza granicami państwa. Największa transakcja dotyczyła sprzedaży aktywów telekomunikacyjnych Vivendi przez Elektrim. Transakcja została oszacowana na 500 mln euro. Druga, co do wielkości transakcja dotyczyła zakupu 29% pakietu akcji Banku Śląskiego przez ING. W roku 2003 szacunkowa wartość transakcji wyniosła około 2,9 mln USD. Największą transakcją dokonaną w roku 2003 było nabycie przez PKN Orlen 494 stacji benzynowych z Niemczech od BP za 141 mln USD. Druga transakcja dotyczyła

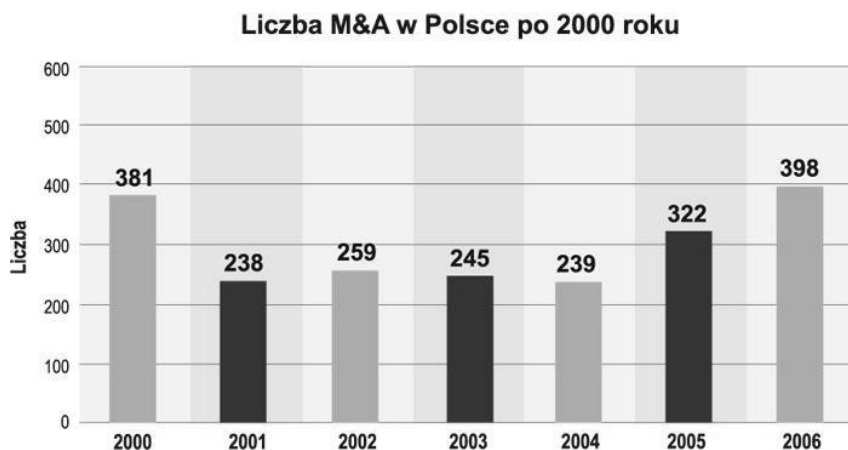
³ B. Nita, *Metody wyceny i kształtowania wartości przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2007, s. 202.

zakup przez międzynarodowe fundusze inwestycyjne spółek telewizji kablowej od Elektrim Telekomunikacja za 110 mln USD.

Wstąpienie Polski do Unii Europejskiej spowodowało wzrost liczby zawieranych transakcji przejęć i połączeń. Największą transakcją tego okresu był zakup 28 centrów handlowych w Polsce przez grupę Apollo Rida Retail Holdings. Kolejna znacząca transakcja dotyczyła realizacji opcji sprzedaży 13,57% udziału w narodowym operatorze telefonii stacjonarnej Telekomunikacji Polskiej SA. Rok 2004 charakteryzował się wzrostem inwestycji polskich firm poza granicami Polski. Przykładem takiej działalności może być nabycie 66% udziału w Kredyt Bank Ukraina przez PKO BP.

W roku 2005 odnotowano dalszy wzrost liczby zawieranych transakcji fuzji i przejęć. Wtedy przeprowadzono 322 transakcje na łączną kwotę 7,86 mld USD. Największa transakcja dotyczyła zakupu od France Telecom 34% udziałów w Polskiej Telefonii Komórkowej Centertel przez Telekomunikację Polską. Wartość tej transakcji to około 1,508 mln USD. W roku 2005 połączyły się również Vistula i Wólczanka.

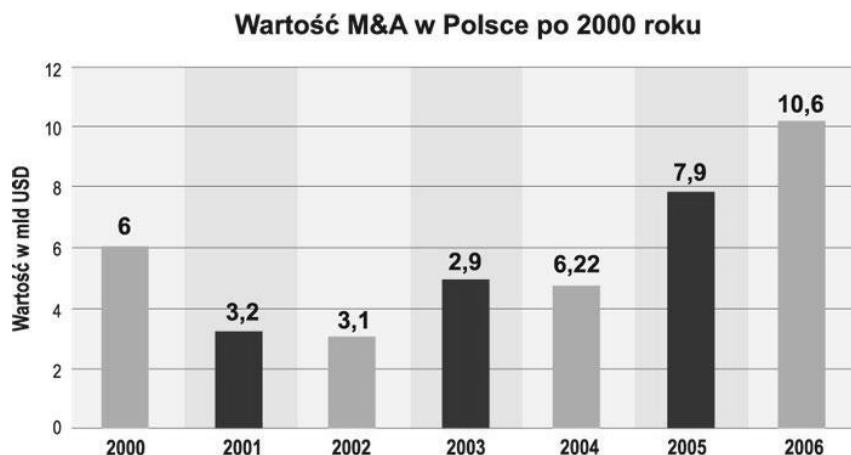
W roku 2006 przeprowadzono 398 transakcji na łączną wartość 10,9 mld USD (wykres 1). Dokonano fuzji Pekao SA i Banku BPH.



Wykres 1. Liczba transakcji fuzji i przejęć w Polsce w latach 2000–2006

Źródło: www.ceo.cxo.pl/artykuly/57200/Fuzje.i.przejecia.w.Polsce.html (20.03.2012).

Wartość fuzji i przejęć dokonywanych w Polsce po 2000 roku została zaprezentowana na wykresie 2.



Wykres 2. Wartość fuzji i przejęć w Polsce po 2000 roku

Źródło: www.ceo.cxo.pl/artykuly/57200_1/Fuzje.i.przejecia.w.Polsce.html (20.03.2012)

W tabeli 1 zawarto zestawienie najbardziej spektakularnych fuzji i przejęć, jakie miały miejsce w Polsce.

Lata 2007–2009 charakteryzowały się stabilną aktywnością. W roku 2008 przeprowadzono 548 transakcji o wartości blisko 8,54 mln euro. Największą transakcją było przejęcie udziałów w spółce przewozowej PKP Przewozy Regionalne przez 16 województw.

W roku 2009 przeprowadzono 556 transakcji o łącznej wartości około 8,5 mln euro (tabela 2). Najbardziej spektakularną transakcją była sprzedaż pakietu 28,1% udziałów Kompanii Piwowarskiej przez Kulczyk Holding na rzecz SAB Miller. Kolejną transakcją to transfer 17,32% udziałów w PKN Orlen przez Naftę Polską do Skarbu Państwa

Tabela 1

Zestawienie przykładowych fuzji i przejęć w Polsce

Lp.	Target	Kupujący/sprzedający	Pakiet %	Wartość mln PLN
1	Polska Telefonia Cyfrowa sp. z o.o.	Deutsche Telekom/Vivendi, Elektrim	51	5 600
2	Dalkia Polska	Industry Funds Management/Dalkia International	40	1 600
3	Agros Nova	IK Investment/ITR Investment Partners, Rodzina Niewiadomskich	~100	750–1000
4	Cadbury Wedel	Lotte Group/Kraft Foods	100	750–850
5	Neovision Holding B.V.(n)	Grupa TVN/ITI Media Group	49	730
6	Masterlease	konsorcjum funduszy z Abris Capital Partners na czele	~100	700
7	Ruch SA	Eton Park Capital Management/inwestorzy giełdowi, Skarb Państwa	100	630
8	Formula Systems	Asseco Poland SA/Emblaze Group	50	420
9	Nepentes SA	Sanofi-Aventis SA/Lukasz Butruk, Marek Orłowski, inwestorzy giełdowi	100	420
10	CEDC (dystrybucja alkoholi)	Eurocash SA/CEDC	100	390

Źródło: opracowanie własne.

Tabela 2

Transakcje fuzji i przejęć w latach 2008–2009

Zasięg geograficzny	Kryteria klasyfikacji	2009	2008	Dynamika 2009/2008
Polska	Liczba transakcji	556	548	1%
	Wartość transakcji w mln euro	8 522	8 538	0%
	Teoretyczna wartość transakcji	11 748	11 867	- 1%
Region Europy Środkowej	Liczba transakcji	1 663	–	
	Wartość transakcji w mln euro	24 933	–	
	Teoretyczna wartość transakcji	42 918	–	
Rola Polski w regionie Europy Środkowej	Ilościowo	33%	–	
	Wartościowo	34%	–	

Źródło: www.kpmg.com/PL/pl/IssuesAndInsights/ArticlesPublications/Documents/Rynek-fuzji-i-przejec.-Polska-na-tle-Europy-Srodkowej.pdf (3.04.2012).

Analizując przeprowadzone transakcje, jakie miały miejsce w 2009 roku, można wskazać 14 najciekawszych. Zostały zaprezentowane w tabeli 3.

Tabela 3

Największe transakcje zawarte w 2009 roku

Cel przejęcia	Przejmujący/sprzedający	Wartość	Udział
Kompania Piwowarska	SABMiller Plc. RPA Kulczyk Holding	797,10	28,10
DB Schenker Rail Polska	DB Schenker Niemcy, PCC SE	450,00	100,00
Vattenfall, Heat Poland, Vattenfall Distribution Poland	Vattenfall Szwecja Ministerstwo Skarbu Państwa	295,17	25,10
Telekomunikacja Polska	bd. bd. Capital Research and Management Company	272,44	4,94
Nowaco Czech Republic, Farutex	Bidvest Group RPA Bancroft Private Equity, Nova Investments	250,00	100,00
HTL-Strefa	Terantium Investments Polska Noryt N.V., OFE Polsat, Andrzej Czernecki, Wojciech Wyszogrodzki, inni	208,36	97,32
AXA Biztosito, AXA zivotni pojistovna, AXA Magyarorszag Befektetesi Alapkezelo, AXA Zycie, AXA PTE, AXA penzijni fond	AXA Group Francja Europejski Bank Odbudowy i Rozwoju	147,00	bd.
AVG Technologies	TA Associates Wielka Brytania Benson Oak Capital, Intel Capital Corporation, Polish Enterprise Fund V	136,99	25,00
3 projekty farm Wiatrowych	Taiga Mistral Hiszpania bd	130,00	100,00
BSO Polska	Pfeifer&Langen Niemcy British Sugar Overseas	130,00	92,00
AIG Bank Polska	Santander Consumer Bank Polska American International Group Inc.	118,96	100,00
Pol-Aqua	Dragados Hiszpania Marek Stefański, Inni	109,82	65,53
Wydawnictwa Szkolne i Pedagogiczne	Adwent International Stany Zjednoczone bd.	99,88	100,00
Kopalnia Węgla Bolesław Śmiały,	PKW Tauron Polska Energia Polska Kompania Węglowa	83,30	bd.

Źródło: opracowanie własne na podstawie www.kpmg.com/PL/pl/IssuesAndInsights/ArticlesPublications/Documents/Rynek-fuzji-i-przejec.-Polska-na-tle-Europy-Srodkowej.pdf (3.04.2012).

2. Efekt synergii

Analizując problem fuzji i przejęć pod kątem pomnażania wartości dla właścicieli, należy zwrócić uwagę na efekt synergii. Synergia oznacza „połączone działanie”, które w kontekście fuzji i przejęć dotyczy korzyści połączenia operacji w dwóch jednostkach lub większej ich liczbie. Efekt synergii jest związany z faktem, że przedsiębiorstwa połączone kapitałowo czy zintegrowane organizacyjnie mogą tworzyć większą wartość niż samodzielnie funkcjonujący podmiot gospodarczy. Wartość, która powstała w wyniku połączenia spółek, wyraża realny wzrost bogactwa akcjonariuszy. Można ją zdefiniować jako: „bieżącą wartość przyszłych dodatkowych przepływów, wynikających zarówno z możliwości zwiększenia przepływów, jak i obniżki kosztów dzięki efektom synergii operacyjnej, technicznej i finansowej pomniejszonych o koszty niezbędne do uzyskania tych efektów”⁴.

Ze względu na sposób tworzenia wartości motywy skłaniające do fuzji lub przejęć można podzielić na:

- motywy związane z wykorzystaniem efektów synergii,
- motywy związane z zyskiem spekulacyjnym,
- pozostałe motywy.

Analizując czynniki mogące przyczynić się do wzrostu wartości łączonych firm, można wyróżnić:

- wzrost przychodów,
- spadek kosztów operacyjnych,
- spadek kosztów finansowych,
- oszczędności podatkowe.

Wzrost generowanych przychodów może być skutkiem:

- transferu know-how oraz innych wartości niematerialnych i prawnych;
- usprawnienia marketingu;
- wykorzystania sieci dystrybucji, kanałów handlowych;
- możliwości wprowadzenia produktów łączonych;
- usunięcia mało efektywnych członków kadry zarządzającej;
- wykorzystania siły monopolistycznej;

⁴ M. Hamrol, J. Tarczyński, *Wpływ fuzji i przejęć na wartość rynkową przedsiębiorstw w Polsce*, w: J. Duraj (red.), *Przedsiębiorstwa na rynku kapitałowym*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2002, s. 132.

- pozbycia się konkurencji;
- przejęcia wyjątkowych aktywów⁵.

Z kolei redukcja kosztów operacyjnych jest wynikiem:

- likwidacji podwójnych działów (zarząd, księgowość, laboratoria);
- spadku kosztów jednostkowych;
- lepszego wykorzystania zasobów;
- zmniejszenia kosztów dystrybucji;
- usunięcia mało efektywnej kadry zarządzającej.

Brigham i Houston podają, że efekt synergii może zostać wypracowany przez:

- działalność operacyjną (wzrost przychodów ze sprzedaży);
- działalność finansową (niższe koszty transakcyjne, obniżenie koszty kapitału, korzyści podatkowe);
- zróżnicowaną efektywność działania łączących się przedsiębiorstw oraz wzrostu siły rynkowej⁶.

Efekt synergii przedstawić można za pomocą następującego równania:

$$V_{ab} = V_a + V_b + S$$

gdzie:

V_{ab} – wartość połączonych przedsiębiorstw A i B,

V_a – wartość przedsiębiorstwa A,

V_B – wartość przedsiębiorstwa B,

S – wartość synergii.

Inaczej powyższe równanie można zapisać jako:

$$S = V_{ab} - (V_a + V_b)$$

Zatem z perspektywy zarządzania wartością przedsiębiorstwa podstawowym powodem do przeprowadzenia fuzji bądź przejęcia jest efekt synergii.

Podsumowując, efekt synergii powstaje wówczas, gdy wartość zintegrowanych przedsiębiorstw przewyższa sumę wartości poszczególnych przedsiębiorstw przed zawarciem transakcji.

⁵ W. Frąckowiak, *Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw*, PWE, Warszawa 1998, s. 23.

⁶ E.F. Brigham, J.F. Houston, *Fundamentals of Financial Management*, Harcourt College Publisher, Orlando 2001, s. 914–915.

$$V_{ab} > V_a + V_b$$

$$V_{ab} = V_a + V_b + V_c$$

Czynniki, które wpływają na powstanie efektu synergii, można podzielić na dwie grupy:

1) czynniki operacyjne:

- wzrost przychodów ze sprzedaży,
- obniżenie kosztów działalności operacyjnej,
- zwiększenie dynamiki wzrostu przedsiębiorstwa;

2) czynniki finansowe:

- korzyści podatkowe,
- zagospodarowanie wolnych przepływów pieniężnych,
- zmniejszenie kosztu kapitału⁷.

Efekt synergii może zostać podzielony na korzyści, które uzyska firma nabywająca, oraz korzyści dla firmy przejmowanej.

Dokonując dalszej analizy efektu synergii, należy zwrócić uwagę na dwie zasadnicze płaszczyzny: oszczędności w sferze kosztów, generowanie przychodów.

Oceniając oszczędności w zakresie kosztów, należy zwrócić uwagę na:

- wartość bieżącą netto – NPV,
- wszystkie możliwe efekty synergii,
- strukturę czasową dostępnych efektów synergii,
- outsourcing.

Podmiot przejmujący powinien uwzględnić wartość bieżącą netto efektów synergii w podmiocie nabywanym. W obliczeniach należy wykorzystać średni ważony koszt kapitału podmiotu nabywanego. Uzyskaną wielkość porównuje się z kosztem wszystkich potrzebnych środków przyrostowych. W tym celu trzeba wykorzystać zwrot z inwestycji VROI oparty na wartości, który pozwala określić, czy dana strategia na przyszłość jest ukierunkowana właściwie.

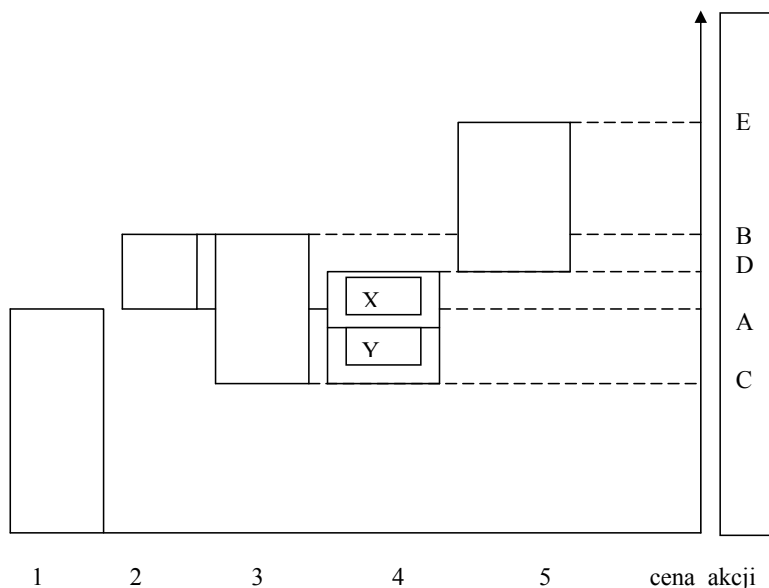
$$VROI =$$

$$= \frac{\text{(wartość poststrategiczna – wartość przedstrategiczna)}}{\text{(wartość bieżąca prognozowanych projekcyjnie inwestycji)}}$$

⁷ A. Domadaron, *Investment Valuation. Tools and Techniques for Determining the Value of Any Basset*, John Wiley & Sons, New York 2002, s. 695.

Jeśli VROI jest większe od jeden, tworzy się wartość dla właścicieli, natomiast w przypadku gdy uzyskana została wartość mniejsza od jeden, można mówić o niszczeniu wartości dla właścicieli.

Kolejnym istotnym elementem jest efekt synergii, którego powstanie przedstawiono za pomocą uproszczonej mapy wartości transakcji (schemat 1).



1. Wartość podmiotu nabywającego przed transakcją.
2. Aktualna wartość podmiotu nabywanego.
3. Środki użyte do zakupu podmiotu.
4. Efekty synergii uzyskane po przejęciu:
X – podmiot nabywany,
Y – podmiot nabywający.
5. Korzyści w zakresie finansowania wynikające z niższego średniego ważonego kosztu kapitału.

Schemat 1. Uproszczona mapa wartości transakcji

Źródło: A. Black, P. Wright, J.E. Bachman, *W poszukiwaniu wartości dla akcjonariuszy*, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa 2000, s. 120.

Wartość A jest to odpowiednik wartości rynkowej kapitału własnego i stanowi podstawę wartości w przeliczeniu na jedną akcję. Wzrost wartości z punktu A do B stanowi skumulowaną wartość połączonej grupy kapitałowej. Przedział B–C ilustruje środki potrzebne na zakup spółki. Środki te mogą zostać skorygo-

wane o ewentualne zadłużenie zewnętrzne spółki przejmowanej. Efekt synergii obejmuje przedział C–D.

Należy również zwrócić uwagę na zakres czasowy synergii. Trzeba więc określić jak szybko synergia będzie możliwa i w jakim zakresie. Jest to o tyle ważne, że czas może mieć wpływ na poziomy dźwigni.

Generowanie przychodów może być związane np. z transferem technologii lub dostępnością kanałów dystrybucyjnych. Jednakże połączenie może prowadzić do utraty przychodów ze względu na dublowanie klientów, interwencji organów, których zadaniem jest kontrola uczciwej konkurencji bądź działania antymonopolowe.

Wartość synergii powinna być uwzględniona w cenie powiększonej o premię za kontrolę, ponieważ wyraża cenę za przyszłe korzyści ekonomiczne realizowane przez połączone przedsiębiorstwa. Przy szacowaniu synergii należy zwrócić uwagę na koszty i nakłady inwestycyjne związane z jej osiągnięciem. Koszty przejścia obejmują koszty transakcyjne, np. opłaty doradców prawnych, finansowych, są to również koszty emisji, koszty związane z przeprowadzeniem procesu integracji⁸. Uwzględnienie powyższych kosztów gwarantuje oszacowanie synergii w postaci wartości netto. W sytuacji gdy błędnie zostaną określone przyszłe efekty synergii może zostać zawyżona premia zapłacona za przejście kontroli.

Wartość netto efektu synergii wyrazić można jako:

$$NAV = S - P - K = V_{ab} - (V_a - V_b) - P - K$$

gdzie:

- S – wartość synergii,
- P – premia zapłacona za przejście kontroli,
- K – koszty transakcyjne.

Wartość synergii może być oszacowana przy wykorzystaniu metod uproszczonych, metod opartych na szczegółowych projekcjach. Wśród metod uproszczonych wyróżnić można:

- wartość zaktualizowaną elementów synergii,
- wzrost bieżącego zysku na akcję,

⁸ M. Panfil, A. Szablewski, *Wycena przedsiębiorstwa. Od teorii do praktyki*, Poltext, Warszawa 2011, s. 443.

- teoretyczny model „stałego wzrostu”⁹.

Ze względu na sposób ujmowania efektów synergii można wyróżnić trzy podstawowe metody szacowania wartości synergii i oceny wpływu fuzji na wartość przedsiębiorstwa:

- metodę wartości bieżącej efektów synergii,
- metodę wyceny przedsiębiorstw przed i po integracji,
- metodę opartą na wskaźnikach cena/zysk¹⁰.

3. Premia za kontrolę

Przedsiębiorstwo kupujące płaci stronie sprzedającej tzw. premię za kontrolę. Według badań przeprowadzonych przez McKinsey Company jest to około 10–35% rynkowej wartości przejmowanego przedsiębiorstwa.

W literaturze przedmiotu można znaleźć przyjęte optymalne poziomy premii:

- premia w wysokości 15% – minimalna;
- premia w wysokości 15–40% – umiarkowana;
- premia w wysokości ponad 40% – ryzykowna.

Minimalna premia jest związana z faktem, że niższa premia mogłaby spowodować niską motywację akcjonariuszy spółki i tym samym doprowadzić do pozbywania się akcji. Umiarkowany poziom premii jest powszechnie dopuszczalny. Należy jednak zwrócić uwagę na fakt, że taki poziom premii wymaga restrukturyzacji. Z kolei ryzykowna premia może doprowadzić do erozji.

W określeniu premii akwizycyjnej można wyróżnić dwa podejścia: top-down i bottom-up. Podejście top-down polega na analizie porównywalnych transakcji pod kątem zapłaconych premii. Jego zaletą jest szybkość, prostota oraz brak konieczności wykonywania skomplikowanych analiz. Z reguły podczas takiej analizy firma jest w stanie uchwycić pewien poziom oczekiwanej premii w dużym przybliżeniu. Minusy to nieuwzględnienie specyficznych warunków transakcji oraz kłopot z wyznaczeniem właściwego punktu odniesienia kursu giełdowego¹¹.

Średnie premie za kontrolę w Polsce są kilkakrotnie niższe niż na rynkach rozwiniętych. Niskie oznaczają niższy zysk dla sprzedającego, ale jednocześnie

⁹ R. Machała, *Zarządzanie finansami i wycena firmy*, Oficyna Wydawnicza Unimex, Wrocław 2011, s. 568.

¹⁰ B. Nita, *Metody wyceny i kształtowania...*, s. 210.

¹¹ *Jaka premia za kontrolę*, www.blog.parkiet.com/skowronski/2010/01/19/ (20.03.2012).

mniejsze ryzyko przeplacenia dla przejmującego. Mogłoby to wskazywać, że inwestorzy w Polsce starają się bezpiecznie podchodzić do transakcji. Ważne są także wpływ wielkości i stanu rozwoju polskiego rynku kapitałowego w porównaniu do rynków zachodnich oraz ogólna sytuacja gospodarcza w kraju, co pozostaje w nierozzerwalnym związku z sytuacją finansową firm uczestniczących w transakcjach fuzji i przejęć.

Analiza poszczególnych przypadków wezwań i premii za kontrolę oraz ich rozkładu w ustalonych do badań przedziałach pokazuje, że premie za kontrolę ustalone na dzień wezwania kształtowały się najczęściej w przedziale 0–10% (5,9% – Nomi; 6,3% – Polar; 2,4% – Exbud). Miały miejsce także transakcje z premiami wyższymi – w przedziale 10–20% (14,9% – Izolacja; 14,3% – Stomil Sanok; 12,6% – 08 Octava) i powyżej 20% (25,5% – Żywiec; 50,8% – Wawel; 40% – Mostostal Warszawa.), jak również kilkanaście przypadków premii ujemnych do –20% (–2,5% – Stomil Bełchatów), a nawet kilka przypadków premii poniżej –20% (–27,8% – Amerbank, –23,1% – Zasada). Premie za kontrolę ustalone na miesiąc przed datą wezwania rozkładały się już nieco inaczej. Kilka było wyższych niż 50% (52,3% – Agros; 66,7% – Wawel) oraz najwięcej przypadków premii w przedziałach 20–50% (29,3% – Polfa Kutno; 28,4% – Mostostal Warszawa), a następnie 0–10% (5,7% – Poligrafia; 5,6% – Bank Śląski). Jednocześnie premie w przedziałach pozostałych przedstawiały mniejszą liczebność (–19,7% – Ferrum)¹².

4. Ocena zyskowności transakcji fuzji i przejęć

Dokonując oceny zyskowności transakcji fuzji i przejęć z punktu widzenia właścicieli, należy zwrócić uwagę na mocne i słabe strony narzędzia, za pomocą którego zostanie ustalona zyskowność transakcji. Podstawowym narzędziem, jakie można tutaj wykorzystać, jest sprawozdanie finansowe, dostarcza bowiem wiarygodnych informacji, gdyż jest zatwierdzone oraz audytowane przez biegłego rewidenta. Pozwala na ustalenie rentowności oraz w pewnym sensie wartości przedsiębiorstwa. Sprawozdanie finansowe nie jest jednak wolne od wad. Przede wszystkim nie uwzględnia inflacji oraz deflacji, co jest spowodowane tym, że dane w sprawozdaniu to dane historyczne. Dane za kolejne lata niekoniecz-

¹² *Pieniądze za kontrolę nad spółką, średnie premie w Polsce wyniosły około 4 proc.*, www.bankier.pl (20.03.2012).

nie mogą być ustalane na podstawie tych samych zasad rachunkowości, a zatem porównanie ich nie będzie miarodajne. Analiza porównawcza sprawozdań finansowych firm funkcjonujących w różnych państwach także jest narażona na trudności wynikające z różnych zasad i przepisów prawa w zakresie rachunkowości. W celu ujednoczenia zasad sporządzania sprawozdań finansowych zostały wprowadzone MSSF, MSR, które jednak nie są uregulowaniami prawnymi, stanowią natomiast propozycje pewnych rozwiązań.

Zyskowność transakcji może być przeprowadzona także na podstawie studium przypadków. Tutaj podstawową zaletą będzie bezpośredni pomiar zmiany wartości majątku inwestorów, mocną stroną zaś uwzględnienie wartości pieniądza w czasie, gdyż cena akcji w dużej mierze zależy od przewidywanych przyszłych przepływów pieniężnych. Również tutaj można wskazać pewne wady. Przede wszystkim należy przyjąć wiele założeń dotyczących funkcjonowania rynku kapitałowego: efektywność, racjonalność.

Trzecim sposobem pomiaru zyskowności jest ankietowanie zarządzających. Pomiar opiera się na uwypukleniu procesu tworzenia wartości bądź korzyściach z uzyskanych informacjach o faktycznych wynikach połączenia lub przejęcia. Słabe strony badania to fakt, że poglądy zarządzającego nie zawsze muszą być jednoznaczne z poglądami właścicieli. Sama prezentacja wyników może być przeprowadzona w sposób nieobiektywny¹³.

Podsumowanie

Celem fuzji i przejęć jest stworzenie dodatkowej wartości dla właścicieli, akcjonariuszy, tymczasem badania empiryczne wskazują, że większość transakcji nie powoduje pomnożenia wartości. Bardzo często motywami przejęć czy fuzji są względy inne niż finansowe, a działania potencjalnych nabywców często irracjonalne.

W wielu przypadkach premia płacona za przejęcie jest bardzo wysoka i korzyści mogą uzyskać nie tyle akcjonariusze firmy przejmującej, ile właściciele firmy przejętej.

Dokonując oceny fuzji i przejęć, należy zwrócić uwagę na efekt synergii.

¹³ M. Panfil, A. Szablewski, *Wycena przedsiębiorstwa...*, s. 448.

Wartość stworzona w wyniku transakcji to wartość połączonych przedsiębiorstw powiększona przez odrębną wartość przedsiębiorstwa, a następnie pomniejszona o odrębną wartość nabywcy.

Literatura

- Black A., Wright P., Bachman J.E., *W poszukiwaniu wartości dla akcjonariuszy*, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa 2000.
- Brigham E.F., Houston J.F., *Fundamentals of Financial Management*, Harcourt College Publisher, Orlando 2001.
- Domadaron A., *Investment Valuation. Tools and Techniques for Determining the Value of Any Basset*, John Wiley & Sons, New York 2002.
- Frąckowiak W., *Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw*, PWE, Warszawa 1998.
- Gaughan P.A. *Mergers, acquisitions, and corporate restructurings*, John Wiley & Sons, 2002 New York 2002.
- Hamrol M., Tarczyński J., *Wpływ fuzji i przejęć na wartość rynkową przedsiębiorstw w Polsce*, w: J. Duraj (red.), *Przedsiębiorstwa na rynku kapitałowym*, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2002.
- Machała R., *Zarządzanie finansami i wycena firmy*, Oficyna Wydawnicza Unimex, Wrocław 2011.
- Panfil M., Szablewski A., *Wycena przedsiębiorstwa. Od teorii do praktyki*, Poltext, Warszawa 2011.
- Szablewski A., *Strategia wzrostu wartości firmy. Studium przypadków*, Poltext, Warszawa 2000.
- Turyna J., *Standardy sprawozdawczości finansowej. MSSF, USGAAP – polskie ustawodawstwo*, Difin, Warszawa 2006.

Źródła internetowe

www.bankier.pl

www.blog.parkiet.com

www.ceo.cxo.pl

www.kpmg.com

**MERGERS AND ACQUISITIONS IN THE CREATION
OF ENTERPRISE VALUE**

Summary

The aim of mergers and acquisitions is to create additional value for shareholders. Meanwhile, empirical studies indicate that the majority of transactions does not result in multiplying value. Very often the motives of acquisitions or mergers are considerations other than financial, and potential buyers are very often irrational. In many cases, the premium paid for acquisition is very high and the benefits may not get as much of the acquiring company's shareholders, as owners of the company acquired. It should be noted that assessment of mergers and acquisitions, first of all, shall be focused on the synergy.

Keywords: mergers and acquisitions, synergy, enterprise value

Translated by Ewa Maćkowiak

