Marcin LEWANDOWSKI

ZMIANY SYTUACJI RÓŻNYCH GRUP INTERESÓW W REZULTACIE FUZJI I AKWIZYCJI PRZEDSIĘBIORSTW

1. Uwagi wstępne

Połączenia przedsiębiorstw zmierzające do zapewnienia wzrostu i wzmocnienia pozycji konkurencyjnej są szeroko stosowaną opcją strategiczną. Działania te mogą mieć dwojaką formę :

1) fuzji (*merger*), która zachodzi wtedy, gdy dwa (lub więcej) przedsiębiorstwa, początkowo autonomiczne, w wyniku umowy (cechą fuzji jest dobrowolne działanie partnerów) łączą się dla stworzenia nowego podmiotu; każde z nich traci swoją dotychczasową odrębność i osobowość;

2) akwizycji (*acquisition* lub *takeover*, inaczej przejęcia i wykupu), która oznacza zdobycie kontroli przez firmę, najczęściej silniejszą ekonomicznie, nad inną firmą przez nabycie jej udziałów lub aktywów w ilości wystarczającej do kontroli i zarządzania nią; przedsiębiorstwo nabyte traci swoją niezależność, a niekiedy również osobowość prawną.

Obydwie formy połączeń mogą przyjmować jedną z trzech postaci: integracji poziomej, integracji pionowej i integracji konglomeratowej. Integracja pozioma zachodzi wtedy, gdy łączą się dwie firmy o podobnym lub wręcz identycznym profilu działalności. Integracja pionowa ma miejsce w wypadku połączenia dwóch firm zajmujących różne miejsca w łańcuchu wartości dodanej (produkcyjno-handlowym). Natomiast z integracją konglomeratową mamy do czynienia wtedy, gdy przedmiot działalności jednej z łączących się firm nie jest w żaden sposób związany z przedmiotem działalności drugiej.

Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw są działaniami,w które zaangażowane są różnorodne grupy podmiotów. Celem niniejszego opracowania jest prześledzenie zmian sytuacji ekonomicznej różnych podmiotów w wyniku przeprowadzonej

---

[1] Por. **G. Bannock, R. Baxter, E. Davis**, The Penguin Dictionary of Economics, Penguin Books 1992, s. 283 i 416.

fuzji lub przejęcia. Analiza sytuacji grup interesów (instytucji, organizacji, grup ludzi) zaangażowanych bezpośrednio i pośrednio w działania integracyjne, została oparta na stosowanej w analizie strategicznej tzw. analizie stakeholderów[2] (pol. „oddziaływacze" lub „ci, którzy trzymają stawki").

Stakeholderem jest każdy, kto może mieć wpływ na organizację lub znajdować się pod wpływem działań organizacji. Stakeholder jest zainteresowany tym, co robi organizacja i *vice versa*. Podmioty te są uzależnione od organizacji (w tym wypadku przedsiębiorstw) w realizacji ich własnych celów, wpływając ze swej strony na realizację celów, jakie postawiło przed sobą przedsiębiorstwo.

Lista stakeholderów jest dla każdej organizacji inna. Najistotniejszymi (choć nie jedynymi) stakeholderami wspólnymi dla przedsiębiorstw są takie grupy, jak: klienci, dostawcy, konkurenci, właściciele, organy regulacyjne (np. ustawodawcze), kierownictwo, pracownicy i pożyczkodawcy. W tym wypadku najważniejszymi stakeholderami są:

- gospodarka i społeczeństwo (traktowane jako całość),
- przedsiębiorstwa,
- akcjonariusze,
- menedżerowie,
- podmioty otoczenia (banki inwestycyjne, firmy prawnicze i doradcze, arbitrażyści i pożyczkodawcy).

Analiza stakeholderów została wzbogacona o elementy oceny zmiany sytuacji przedsiębiorstw w wyniku połączenia.

2. Gospodarka i społeczeństwo

Zjawisko fuzji i akwizycji jako całość jest trudne do racjonalnej i właściwej oceny. Wpływ konsolidacji na gospodarkę jest niewątpliwie szeroki, zwłaszcza jeżeli dotyczy jej struktury. W XX w. zanotowano cztery tzw. fale fuzji i akwizycji[3]. W trakcie pierwszej fali (lata 1893 - 1904) dochodziło masowo do połączeń o charakterze poziomym, w celu zwiększenia skali działania, a nawet zdobycia pozycji monopolistycznej. Fala druga (1920 - 1929) zmierzała w podobnym kierunku, a jej rezultatem był wzrost koncentracji oligopolistycznej. W ramach trzeciej fali (koniec lat pięćdziesiątych i lata sześćdziesiąte) najbardziej znaczące były konsolidacje typu konglomeratowego. Ostatnia, największa fala, mająca miejsce w latach osiemdziesiątych, obejmowała wszystkie rodzaje działań; jedną z jej cech charakterystycznych było natomiast występowanie nowych typów transakcji, np. wykupów przedsiębiorstw wspomaganych dźwignią finansową (*leveraged buyout*), które stały się możliwe dzięki rozwojowi rynków finansowych.

---

[2] Por. **A. J. Rowe, R. O. Mason, K. E. Dickel, N. H. Snyder**, Strategic Management. A Methodological Approach, Addison-Wesley Publishing Company 1990, s. 78.

[3] Por. **H. Levy, M. Sarnat**, Principles of Financial Management, Prentice Hall 1988, s. 525.

Zakłada się, że integracja powinna być metodą realokacji zasobów w gospodarce w kierunku coraz efektywniejszego ich wykorzystania. Teza ta jest jednak trudna do potwierdzenia i empirycznego udokumentowania. Czynione są próby stwierdzenia, czy integracje przedsiębiorstw poprawiają ich produktywność i wyniki finansowe. O ile wcześniejsze badania dały wynik negatywny, to nowsze badania (próba 50 dużych konsolidacji pomiędzy latami 1979 a 1983) wykazały niewielki średni wzrost stopy zwrotu (przed opodatkowaniem), bo o 2,4%. Według autorów tych badań mogło to być wynikiem zwiększenia sprzedaży przy takich samych aktywach. Również wydatki inwestycyjne oraz na badania i rozwój nie obniżyły się w wyniku fuzji i akwizycji[4]. Wyniki tych badań trudno jednak uznać, zwłaszcza ze względu na niewielką liczbę mierników, za zadowalające i ostateczne.

Jednym z najbardziej kontrowersyjnych działań z zakresu szeroko pojętych fuzji i akwizycji było i jest przejmowanie przedsiębiorstw przy użyciu dźwigni finansowej (wykup wspomagany). Badania wykazały, że wyniki przejętych w ten sposób przedsiębiorstw znacznie się poprawiły. Według niepełnych danych, na podstawie 48 przejęć w latach 1980 - 1986, średni wzrost przychodów operacyjnych wyniósł 24% w ciągu trzech lat od przejęcia. Wzrosły także przepływy finansowe netto i sprzedaż, zatrudnienie zaś nie zostało istotnie zmniejszone. Krytycy przejęć wspomaganych twierdzą z kolei, że osłabiają one gospodarkę, powodując zadłużenie przedsiębiorstw i niebezpieczeństwo bankructwa. Rzeczywiście, niebezpieczeństwo upadłości wzrasta, zwłaszcza w wypadku recesji gospodarczej (ograniczającej sprzedaż i możliwości pokrycia wysokiego długu).

Wpływ konsolidacji na gospodarkę jest więc mieszany, zarówno pozytywny, jak i negatywny. Poza ewentualnymi korzyściami wynikającymi z realokacji zasobów fuzje i akwizycje wiążą się z innym realnym niebezpieczeństwem dla gospodarki, a co za tym idzie dla społeczeństw państw wysoko rozwiniętych. Integracja przedsiębiorstw jest przejawem koncentracji ekonomicznej drogą wzrostu zewnętrznego. Czynnik ten może mieć potencjalnie negatywny wpływ na konkurencję, gdyż jego efektem jest skokowy wzrost rozmiarów przedsiębiorstwa.

Strategia konsolidacji, jeżeli jest stosowana powszechnie, tak jak to miało miejsce w okresach nazywanych umownie falami fuzji, oddziałuje zarówno na stan, jak i na proces konkurencji. Konsekwencją jest bowiem zmiana struktury rynku oraz podniesienie stopnia koncentracji (przypadek fizji poziomych), barier wejścia (potencjalny efekt połączeń poziomych), wpływa także na zachowanie jednostek gospodarujących w łańcuchu produkcyjno-sprzedażowym (połączenia pionowe) i rozwój innych działań ograniczających konkurencję[5].

---

[4] Por. **R. Brealey, S. Myers**, Principles of Corporate Finance, McGraw-Hill 1991, s. 845.

[5] Por. **E. Jantoń-Drozdowska**, Strategie fuzji przedsiębiorstw a konkurencja, „Ruch Prawniczy, Ekonomiczny i Socjologiczny" 1994, z. 2, s. 20.

Kraje, w których doszło do zakłóceń konkurencji, starają się kontrolować wielkość procesów integracyjnych i przeciwdziałać im, jeżeli ich skutki są niepożądane. Najstarsze i najbardziej rozbudowane ustawodawstwo mają w tym zakresie Stany Zjednoczone, jednak praktycznie wszystkie kraje wysoko rozwinięte doczekały się swoich uregulowań w tym zakresie.

Wpływ fizji i akwizycji na gospodarkę traktowaną jako całość oraz ich aspekt społeczny nie zostały jeszcze dostatecznie zbadane. Wydaje się, że połączenia traktowane globalnie jako kategoria ekonomiczna generują pewne (choć stosunkowo niewielkie) korzyści netto, jednak często jest to okupione zakłóceniami w konkurencji.

3. Przedsiębiorstwa

Fuzje i akwizycje nie pozostają bez wpływu na przedsiębiorstwa biorące w nich udział. Wpływ ten jest bardzo szeroki – obejmuje praktycznie wszystkie aspekty działalności przedsiębiorstwa. Ocena charakteru wpływu oraz korzyści i niekorzyści z niego wynikających jest jednak niezwykle trudna. Rozwój przedsiębiorstw istniejących do momentu połączenia ulega zakłóceniu i można jedynie przypuszczać, jak potoczyłyby się losy firm i ich wyniki, gdyby nie doszło do integracji. Trudno również, poza może finansami, pokusić się o jakiekolwiek uogólnienie potrzebne do prawidłowej oceny zjawisk.

Obserwując wyniki finansowe przedsiębiorstw przed i po akwizycji, można dostrzec jej wpływ na niezwykle istotny dla inwestorów na rynku kapitałowym wskaźnik dochodu przypadającego na jedną akcję, zwłaszcza jeżeli zapłatą były akcje przejmującego. Obrazuje to poniższy przykład[6].

Zakładane dane finansowe przedsiębiorstw przed połączeniem:

Wyszczególnienie	Firma A	Firma B
Zysk	20 000 000 USD	5 000 000 USD
Liczba akcji	5 000 000	2 000 000
Zysk na 1 akcję (EPS)	4,00 USD	2,5 USD
Cena 1 akcji	64 USD	30 USD
Cena/zysk (P/E)	16	12

Rozważone zostaną dwa przypadki, różniące się ceną oferowaną za 1 akcję firmy B (odpowiednio 35 i 45 USD). W pierwszym przypadku, jeżeli firma B zgodziła się na ofertę 35 USD za jedną akcję (ok. 0,547 każdej akcji A za akcję B), musi zostać

[6] Opracowano na podstawie **J. Van Horne**, Fundamentals of Financial Management, Prentice Hall, New Jersey 1989, s. 615.

wyemitowane 1 093 750 nowych akcji A. Przy założeniu, że łączne dochody połączonych przedsiębiorstw będą niezmienne, wskaźnik zysk na 1 akcję nowej firmy będzie (przy założeniu stałości ceny akcji firmy A) wynosił 4,10 USD.

Wyszczególnienie	Firma A	Firma B
Zysk	25 000 000 USD	25 000 000 USD
Liczba akcji	6 093 750	6 406 250
Zysk na 1 akcję (EPS)	4,10 USD	3,90 USD
Cena 1 akcji	64 USD	64 USD
Cena/zysk (P/E)	15,6	16,4

Mamy do czynienia z natychmiastowym wzrostem zysku przypadającego na 1 akcję firmy A po połączeniu. Byli akcjonariusze firmy B doświadczają natomiast redukcji zysku na 1 akcję. Za każdą akcję firmy B, którą posiadali, otrzymali 0,547 akcji A, czyli uzyskują 0,547×4,10=2,24 USD, a więc mniej niż poprzednio 2,5 USD.

W przypadku drugim cena za 1akcję B wyniosła 45 USD. Jej akcjonariusze otrzymują zatem (45:64) 0,703 akcji A za każdą poprzednio posiadaną akcję B. Wyemitowanych zostaje 1 406 250 nowych akcji firmy A, natomiast wskaźnik zysku na 1 akcję wyniesie 3,90 USD. W tym przypadku zachodzi początkowy spadek zysku przypadającego na 1 akcję firmy A, tym razem z korzyścią dla byłych udziałowców nabytej spółki B, którzy uzyskują 2,74 USD w porównaniu z 2,5 USD na akcjach B.

Pogorszenie analizowanych wskaźników finansowych (zmniejszenie zysku przypadającego na 1 akcję) występuje zawsze, gdy wskaźnik cena/zysk (P/E) firmy nabywanej jest wyższy niż ten sam wskaźnik firmy nabywającej.

Możliwy jest więc zarówno spadek, jak i wzrost zysku przypadającego na jedną akcję po połączeniu. Wielkość zmian będzie uzależniona od:

1) różnicy wskaźników cena/zysk (P/E),

2) relatywnej wielkości obydwu przedsiębiorstw mierzonej całkowitymi zyskami.

Im wyższy jest wskaźnik P/E firmy nabywającej w stosunku do nabywanej oraz im wyższy jest zysk przedsiębiorstwa przejmującego w porównaniu z przejmowanym, tym wyższy jest wzrost dochodów na jedną akcję firmy dokonującej przejęcia[7].

Powyższa analiza nie obejmuje możliwości przyszłego wzrostu dochodów możliwych do osiągnięcia w wyniku połączenia, np. dzięki efektom synergii. Jeżeli taka sytuacja jest oczekiwana, wtedy nawet stosunkowo wysoka cena może być usprawiedliwiona. Kosztem może być wprawdzie także obniżenie wskaźnika zysku na jedną akcję, można się jednak spodziewać, że będzie ono przejściowe.

[7] Ibidem, s. 617.

Przedstawiony przykład pokazuje ciekawe zjawisko, zwłaszcza w odniesieniu do integracji typu konglomeratowego. W ich przypadku trudno jest bowiem oczekiwać ewidentnych korzyści ekonomicznych. Nawet jednak przy braku takich korzyści możliwe jest uzyskanie lepszych wyników w postaci wzrostu wskaźnika zysku na jedną akcję (mimo zapłaconej premii). Dzieje się tak tylko dzięki pewnej kombinacji finansowej, która pozwala firmie nabywającej pokazywać wzrost omawianego wskaźnika. Tak długo, jak długo spółka będzie nabywała inne o znacząco niższym wskaźniku P/E, może wykazywać „wzrost". Będzie on jednak iluzoryczny, gdyż zjawisko to (*bootstrap effect*) nie kreuje rzeczywistych korzyści i nie powoduje wzrostu łącznej wartości dwóch firm. Często nawet wszystko to odbywa się kosztem tempa rozwoju spółki w długim okresie. Jeżeli uda się w ten sposób oszukać inwestorów można uzyskać nawet wzrost wskaźnika zysku na jedną akcję bez spadku wskaźnika P/E (jeżeli wzrośnie cena akcji spółki po połączeniu). Oczywiście, nie można tego typu wzrostu kontynuować w nieskończoność. Pewnego dnia musi on być zatrzymany lub choćby spowolniony i wówczas „domek z kart" może runąć[8].

4. Akcjonariusze

Analizując zmiany sytuacji akcjonariuszy przedsiębiorstw nabywających i nabywanych, podstawowym problemem wydaje się pytanie: czy lepiej jest sprzedać czy kupić?

Bazową metodą badania sytuacji akcjonariuszy (głównie ich zysków) po połączeniu jest obliczanie tzw. nadzwyczajnego zwrotu (*abnormal return*). W ten sposób określa się tę część ceny akcji spółki, która może być potraktowana jako odpowiedź rynku na połączenie – inaczej mówiąc, jak zmienia się cena akcji obydwu spółek pod wpływem informacji o połączeniu[9]. Dane empiryczne dotyczące nadzwyczajnej stopy zwrotu przedstawiają rysunki 1 i 2.

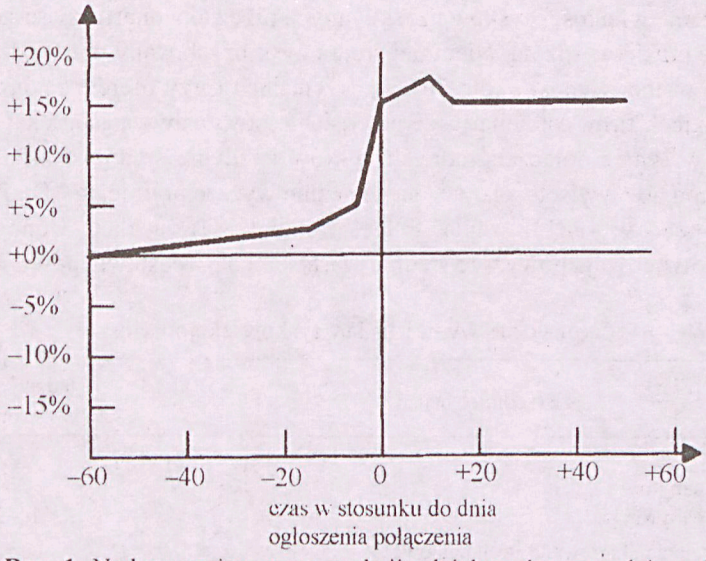
W uproszczeniu, nadzwyczajną stopę zwrotu oblicza się, odejmując „normalną" lub „oczekiwaną" stopę zwrotu (obliczoną na podstawie danych historycznych zwrotu z akcji danej spółki i aktualnego zachowania całego rynku) od rzeczywistej, zrealizowanej stopy zwrotu z danych akcji.

Na podstawie powyższych danych można stwierdzić, że rezultaty fuzji i akwizycji są o wiele bardziej korzystne dla akcjonariuszy firmy nabywanej (przejmowanej) niż nabywającej. Akcjonariusze sprzedający swoje akcje uzyskują znaczący zysk, przy czym praktycznie cały zysk z konsolidacji (liczonej zwrotem

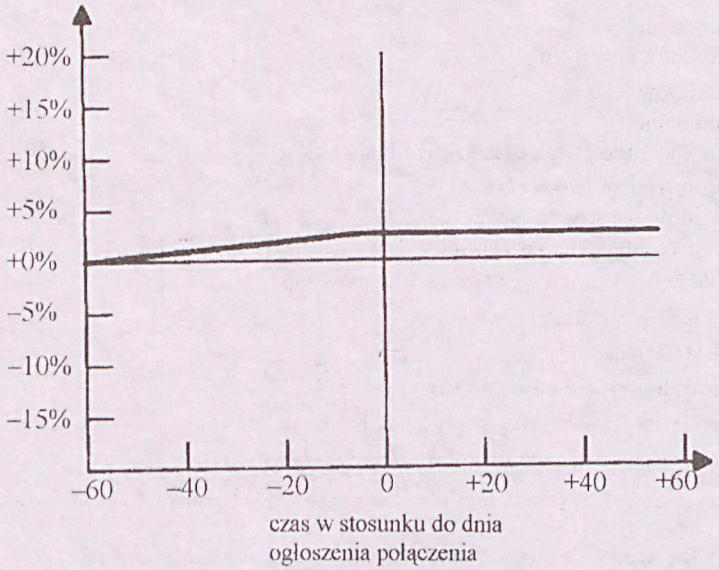
---

[8] Por. **R. Brealey, S. Myers**, op.cit., s. 826.

[9] Por. **B. Lev**, Observations on the Merger Phenomenom and a Review of the Evidence, w: Revolution in Corporate Finance, Blackwell Publishers, s. 363.



Rys. 1. Nadzwyczajny zwrot z akcji udziałowców sprzedających



Rys. 2. Nadzwyczajny zwrot z akcji udziałowców firmy nabywającej
Źródło: **R. Brealey, S. Myers**, Principles of Corporate Finance, McGraw-Hill 1991, s. 837

z akcji) wydaje się trafiać do tej właśnie grupy. Ocena sytuacji udziałowców spółki nabywającej jest trudniejsza. Według większości ocen generalnie nie ponoszą strat, ale również nie odnotowują znaczących zysków (wykazywany zysk jest na tyle niewielki, że mieści się w granicach błędu statystycznego).

Konkretne wielkości zysków uzyskiwanych przez akcjonariuszy sprzedających bardzo się od siebie różnią. Niemniej średni zysk uzyskiwany przez udziałowców firmy nabywanej wynosi około 30% w przejęciach (przy ofercie zakupu) i około 20% w fuzjach firm. Akcjonariusze przedsiębiorstwa nabywającego natomiast nie uzyskują w czasie połączeń żadnych zysków i jedynie średnio o 4% w trakcie ofert zakupu. Oczywiście zdarzają się znacznie wyższe premie, np. Du Pont nabywając Conoco w 1981 r. zapłacił 81% (3mld USD) za akcje Conoco[10]. Inne badania potwierdzają powyższe średnie wartości, co przedstawia powyższa tabela.

Empiryczne wyniki badań zysków akcjonariuszy

Przedmiot badań	Nadzwyczajna stopa zwrotu (w %)
Fuzje	
– firmy nabyte	20
– firmy nabywające	1 - 2
Oferty przejęcia skierowane do udziałowców	
– firmy nabyte	35
– firmy nabywające	3 - 5
Joint ventures	
– zyski absolutne[a]	2.2
– jako procent z inwestycji	23
Sprzedaż aktywów	
– zyski absolutne[b]	1.5
– jako procent wartości sprzedanej jednostki	50
Odkup akcji (*premium buy-backs*)	
– pakiety od posiadaczy zewnętrznych	–2
– małe pakiety lub odkup od dotychczasowych udziałowców	1.2
Umowy o utrzymaniu *status quo* (*standstill agreements*)	–4
Obronne zmiany w statutach (*antitakeover amendments*)	1.5
Reprezentacja akcjonariuszy (*proxy contests*)	10
Odkup własnych akcji (*share repurchases*)	16
Przekształcenie spółki publicznej w prywatną (*going private*)	20
Wykup wspomagany dźwignią finansową (*leveraged buyout*)	50

[a] Dla akcjonariuszy wszystkich firm uczestniczących w joint venture; [b] Dla akcjonariuszy firmy sprzedającej.

Źródło: The Mergers & Acquisitions Handbook, ed. **M. Rock**, McGraw-Hill, 1987.

Dlaczego tak się dzieje? Istnieją, jak się wydaje, dwa główne powody. Po pierwsze, firma kupująca jest zazwyczaj większa niż sprzedawana. W wielu przypadkach różnica wielkości jest tak znaczna, że nawet istotne zyski płynące z kon-

[10] Por. **R. Brealey, S. Myers**, op.cit., s. 837.

solidacji nie znajdują odzwierciedlenia w cenie akcji firmy nabywającej. Na przykład przedsiębiorstwo A kupuje B, którego wielkość stanowi 1/10 wielkości firmy A. Jeżeli więc każda jednostka zysku jest podzielona równo pomiędzy obydwie spółki, A i B, to akcjonariusze obydwu otrzymają nominalnie tyle samo. Oznacza to jednak, że zysk akcjonariuszy firmy B będzie 10 razy większy, biorąc pod uwagę zwrot względny (procentowy). Po drugie, czynnikiem działającym na korzyść sprzedających jest konkurencja (niekiedy silna) pomiędzy kupującymi. Zdarza się bowiem, że przedsiębiorstwo, będące już obiektem jednej oferty, staje się przedmiotem innych ofert przejęcia. Każdy oferent stara się przelicytować innych, oferując wyższą cenę lub korzystniejsze warunki. Cena rośnie także czasami w wyniku wysiłków kierownictwa firmy nabywanej, stosującego środki obrony przed niepożądanymi przejęciami. Biorąc pod uwagę powyższe okoliczności, dochodzi często do sytuacji, w której nabywający płacą po prostu zbyt dużo za przejmowaną firmę i oczekiwane korzyści nie są w stanie zrekompensować nadmiernie szczodrej premii.

Podsumowując, należy bezapelacyjnie zaliczyć akcjonariuszy firm nabywanych do grupy tych, którzy na integracjach zyskują. Co zaś się tyczy akcjonariuszy firm nabywających, to wydaje się, że jako grupa mogą oni nawet tracić, a w najlepszym razie ich sytuacja się nie zmienia. Nawet bowiem jeżeli nie ponoszą strat w wartości rynkowej swojego przedsiębiorstwa, mogą oni tracić pośrednio, gdy kierownicy, mający dbać o pomnażanie ich bogactwa, angażują swój czas i wysiłki w długie bitwy o przejęcie kontroli nad innymi firmami, poświęcając mniej uwagi kierowaniu biznesem.

5. Menedżerowie

Kadra menedżerska jest bardzo mocno zainteresowana w działaniach związanych z fuzjami i akwizycjami przedsiębiorstw. Jednakże ocena zysków i strat tej grupy interesów jest utrudniona, brak jest też szerszego materiału badawczego.

Jak się jednak wydaje, kadra kierownicza przedsiębiorstw nabywających (w wypadku akwizycji) oraz firm powstałych w wyniku fuzji może być zaliczona do grupy zyskującej, a przynajmniej nie tracącej na konsolidacjach. Menedżerowie przedsiębiorstw nabywających, jeżeli nawet nie uzyskują wyższych wynagrodzeń, z pewnością zyskują na prestiżu i dysponują szerszym zakresem władzy, wynikającym z kierowania większą firmą. Jest to więc swego rodzaju awans w ramach tego samego przedsiębiorstwa. Ponadto zmiany organizacyjne w wyniku połączeń, np. przejmowanie stanowisk w wykupionej firmie, stwarzają realne możliwości awansu w hierarchii służbowej i promocji dla menedżerów.

Kierownictwa przedsiębiorstw przejmowanych są na ogół w dużo gorszej sytuacji. Muszą się one liczyć z niebezpieczeństwem utraty swoich stanowisk, zwłaszcza jeżeli zastąpienie ich było jednym z celów połączenia, ale również w wyniku działań restrukturyzacyjnych czy sprzedaży części przedsiębiorstwa. Poten-

cjalnie trudna może być też faza poakwizycyjna, w której od kierownictwa przejętej firmy oczekuje się często akceptacji norm, kultury i celów drugiego przedsiębiorstwa.

W wypadku specyficznych form działań, jakimi są przekształcenia spółek o statusie publicznym w zamknięte spółki akcyjne, a zwłaszcza wspomagane wykupy przedsiębiorstw (LBO, MBO), menedżerowie, o ile biorą w nich udział (a tak się najczęściej zdarza), mogą liczyć na bardzo znaczne korzyści. Ich podstawą są zyski, ponadto menedżerowie uzyskują dużą swobodę działań i silną pozycję jako udziałowcy, choć zyski te okupione są znacznym ryzykiem, jakie wiąże się z wykupem wspomaganym.

6. Podmioty otoczenia

Fuzje i akwizycje są działaniami skomplikowanymi, wymagającymi głębokiej wiedzy fachowej i doradztwa. Dlatego też, poza przedsiębiorstwami i grupami interesów biorącymi bezpośredni udział w konsolidacjach, zaangażowanych jest w nie także wiele podmiotów otoczenia. Jako najistotniejsze należy tu wymienić banki inwestycyjne oraz firmy doradcze, prawnicze oraz audytorskie. Zadaniem banków inwestycyjnych jest organizacja strony finansowej połączenia, pozostałych zaś – profesjonalne doradztwo i reprezentacja podmiotów będących stronami fuzji i akwizycji[11].

Firmy i instytucje wspierające działania integracyjne należy z pewnością zaliczyć do beneficjentów połączeń przedsiębiorstw – ich usługi są niemal niemożliwe do zastąpienia i bardzo kosztowne. Na przykład w wykupie RJR Nabisco w 1989 r. łączne prowizje wypłacone bankom inwestycyjnym, firmom prawniczym i doradcom finansowym wyniosły ponad miliard dolarów. Phillips Petroleum wydał z kolei około 150 mln USD, broniąc się przed niepożądanym przejęciem[12].

Fakt, że sprzedający akcje przejmowanych firm osiągają znacznie wyższe zyski niż kupujący, nie został przeoczony przez rynek. Nasilenie integracji w postaci czwartej fali fuzji i akwizycji spowodowało powstanie nowej grupy inwestorów i nowego zjawiska zwanego arbitrażem (*risk arbitrage*). Jest to rodzaj transakcji spekulacyjnej, w której inwestor kupuje udziały w przedsiębiorstwie, w stosunku do którego prawdopodobne jest złożenie oferty przejęcia, w celu odsprzedaży posiadanych akcji po wyższej cenie. Najlepsi arbitrażyści osiągają znaczące zy-

---

[11] Zob. szerzej **M. Lewandowski**, Rola banków inwestycyjnych w procesie fuzji i przejęć przedsiębiorstw, w: Rozwój rynku kapitałowego w Polsce a restrukturyzacja i prywatyzacja przedsiębiorstw, pod red. **W. Frąckowiaka**, Akademia Ekonomiczna w Poznaniu i WFiP-WGK, Poznań 1996, s. 161.

[12] Por. ibidem, s. 849.

ski, zdarza się jednak, że posługują się niezgodnie z prawem poufnymi informacjami[13].

Istnieje jeszcze jedna grupa podmiotów otoczenia, której sytuacja zmienia się w wyniku konsolidacji. Są to pożyczkodawcy. Uważa się, że w wypadku połączeń może zachodzić (i często zachodzi) transfer majątku pomiędzy akcjonariuszami i pożyczkodawcami, udostępniającymi swoje kapitały w formie obligacji. Działania, które powiększają zadłużenie przedsiębiorstw lub w inny sposób zwiększają ryzyko jego działalności, np. wspomagany wykup przedsiębiorstw, powodują pogorszenie sytuacji właścicieli długoterminowych obligacji i transfer korzyści w kierunku udziałowców. Dla przykładu, w trakcie przytaczanego już przejęcia RJR Nabisco ceny akcji wzrosły w ciągu niewielu dni z 56 USD do ponad 90 USD, podczas gdy właściciele długoterminowych obligacji zanotowali 20% stratę[14]. Z kolei transakcje, które zmniejszają ryzyko i stabilizują przepływy pieniężne mogą spowodować transfer majątku od właścicieli kapitału do pożyczkodawców.

7. Uwagi końcowe

Połączenia przedsiębiorstw mają bezsprzecznie znaczny wpływ na sytuację różnych grup interesów (*stakeholders*) oraz same przedsiębiorstwa. Pełna i właściwa ocena tych zmian wymaga z pewnością dalszych badań. Interesująca byłaby na pewno analiza rezultatów fuzji i przejęć na polskim rynku kapitałowym. Można jednak dostrzec, że efekty fuzji i akwizycji nie zawsze są zgodne z zamiarami i oczekiwaniami ich autorów. Nieco rozczarowujące mogą się wydawać zwłaszcza rezultaty dla firm przejmujących i ich udziałowców. Osiągnięcie założonych efektów nie jest łatwe ani pewne, co powinno skłaniać do znacznej ostrożności przy podejmowaniu działań konsolidacyjnych.

CHANGES IN THE SITUATION OF DIFFERENT GROUPS OF INTERESTS FOLLOWING MERGERS AND ACQUISITIONS

Summary

The article analysis the situation of different groups of interests following mergers and acquisitions of companies. Many entities and people working for the integrating enterprises and their

[13]Por. **H. Levy, M. Sarnat**, op.cit., s. 536.

[14]Por. **R. Brealey, S. Myers**, op.cit., s. 845.

environment are involved in consolidating activities carried out on the capital market. Results of studies and analyses led in mature market economies show that shareholders of companies being taken over who sell their shares with a bonus as well as entities from the environment (counsellors, arbiters) make the biggest profit from mergers and takeovers. Less convincing are the results as regards economies and enterprises which take over other companies and their shareholders. In those cases favourable or unfavourable results depend on the specificity of particular transactions.