



FUZJE I PRZEJĘCIA W LATACH 2007 – 2009 – POLSKA NA TLE TENDENCJI GLOBALNYCH



Tytuł: Fuzje i przejęcia w latach 2007 – 2009 – Polska na tle tendencji globalnych

Autor: Kamila Drelich

Recenzent: Prof. dr hab. Jerzy Rymarczyk

Zdjęcia: Baza zdjęć www.everystockphoto.com

Wydawca:

INSTYTUT ROZWOJU PRZEDSIĘBIORSTW

Marcin Nytko

ul. Lubicz 26/10 31-504 Kraków

tel.: +48 12 427 51 00; fax: +48 12 427 51 11

mail: instytut@nytko.eu; www: <http://nytko.eu/instytut>

© Copyright by INSTYTUT ROZWOJU PRZEDSIĘBIORSTW Marcin Nytko 2011

ISBN 978-83-62152-20-9

Publikacja nie może być powielana i rozpowszechniana, w jakikolwiek sposób (elektroniczny, mechaniczny) włącznie z fotokopiowaniem, nagrywaniem na taśmy lub przy użyciu innych systemów bez pisemnej zgody Wydawcy.

Recenzja

Prof. dr hab. Jerzy Rymarczyk
Instytut Studiów Międzynarodowych
Uniwersytetu Wrocławskiego

Recenzja artykułu mgr Kamili Drelich pt.

”Fuzje i przejęcia w latach 2007 – 2009 – Polska na tle tendencji globalnych”

Przedmiotem artykułu jest analiza i ocena międzynarodowego przepływu kapitałów w formie fuzji i przejęć. Autorka prezentuje te zagadnienia w odniesieniu do Polski, na tle tendencji światowych. Jako okres badawczy przyjęto lata 2007-2009, co pozwoliło dodatkowo na wykazanie wpływu światowego kryzysu finansowego i gospodarczego na skalę badanych procesów.

Przeprowadzona analiza pozwoliła na wskazanie zarówno wspólnych dla rynku światowego cech procesów fuzji i przejęć, jak i cech specyficznych dla Polski. W konkluzji Autorka wskazuje na bariery rozwoju polskiego rynku M&A i formułuje warunki jego rozwoju.

Przeprowadzona w artykule analiza jest wnikliwa i rzetelna. Autorka wykazała się dużą wiedzą w zakresie badanego problemu i umiejętnością formułowania trafnych wniosków. Artykuł oceniam pozytywnie i rekomenduję go do publikacji.

Jerzy Rymarczyk

Spis treści

Recenzja.....	3
Abstrakt.....	5
Słowa kluczowe	5
Wprowadzenie.....	6
1. Bezpośrednie inwestycje zagraniczne – ujęcie teoretyczne i trendy światowe.....	7
2. Rynek fuzji i przejęć na świecie w latach 2007 – 2009	11
2.1. Fuzje i przejęcia – definicje i klasyfikacja	11
2.2. Przepływy kapitału w formie M&A w latach 2007 – 2009 – ujęcie statystyczne	13
2.3. Największe fuzje i przejęcia w latach 2007 – 2009 oraz z uwzględnieniem 2010 r. ...	14
2.4 Rynek M&A na świecie – podsumowanie.....	16
3. Rynek fuzji i przejęć w Polsce 2007-2009	17
3.1. Napływ BIZ do Polski w latach 2007 – 2009.....	17
3.2. Rynek fuzji i przejęć w Polsce.....	18
Zakończenie.....	22
Bibliografia.....	24
Spis rysunków	26
Spis tabel.....	26
Spis wykresów	26

Fuzje i przejęcia w latach 2007 – 2009 – Polska na tle tendencji globalnych

Abstrakt

Fuzje i przejęcia stanowią jedną z odmian przepływów kapitałowych w formie bezpośrednich inwestycji zagranicznych, przy czym zaznaczyć należy, że tego rodzaju transakcje mogą być realizowane również przez podmioty jednej gospodarki i w takim przypadku nie są transgraniczną formą przepływów kapitałowych. Polski rynek fuzji i przejęć jest zintegrowanych z globalnym rynkiem kapitałowym. Mimo znacznego stopnia zbieżności mechanizmów, występują również cechy specyficzne rynku fuzji i przejęć w Polsce, które są pochodną procesu transformacji gospodarczej, a przede wszystkim prywatyzacji i restrukturyzacji.

Słowa kluczowe

Bezpośrednie inwestycje zagraniczne, fuzje i przejęcia, prywatyzacja i restrukturyzacja.

Wprowadzenie

Międzynarodowa wymiana kapitału jest jednym z narzędzi integracji krajowych rynków kapitałowych z rynkiem międzynarodowym. Wielkości przepływów kapitałowych generowanych przez podmioty krajowe, skierowane na zewnątrz danej gospodarki oraz generowane przez podmioty zagraniczne, skierowane do wewnątrz tejże gospodarki są jedną z miar integracji krajowego rynku kapitałowego z rynkiem międzynarodowym.

Jedną z form transgranicznych przepływów kapitału są fuzje i przejęcia (ang. mergers and acquisitions, M&A). Celem niniejszego artykułu jest analiza polskiego i międzynarodowego rynku fuzji i przejęć oraz wskazanie podobieństw, jak i cech specyficznych transakcji M&A w Polsce i na świecie.

Zdaniem autorki rynek fuzji i przejęć w Polsce wykazuje cechy specyficzne, będące rezultatem procesu transformacji gospodarczej. W artykule scharakteryzowane zostały transakcje M&A na świecie w odniesieniu do przepływów kapitałowych w formie bezpośrednich inwestycji zagranicznych (BIZ, ang. foreign direct investment, FDI), w dalszej kolejności przedstawiono polski rynek M&A w odniesieniu do napływu BIZ do Polski.

Jako okres odniesienia przyjęto lata 2007 – 2009, co dodatkowo pozwoliło na wskazanie wpływu kryzysu finansowego z 2008 r. na przepływy kapitałowe w formie BIZ na świecie i w Polsce.

W artykule wykorzystano dane Konferencji Narodów Zjednoczonych ds. Handlu i Rozwoju (ang. United Nations Conference on Trade and Development, UNCTAD) oraz Polskiej Agencji Informacji i Inwestycji Zagranicznych (PAIZ).

1. Bezpośrednie inwestycje zagraniczne – ujęcie teoretyczne i trendy światowe

Obowiązującą w większości opracowań teoretycznych i prac badawczych definicją bezpośrednich inwestycji zagranicznych jest definicja wypracowana przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy (ang. International Monetary Fund, IMF)¹. Przyjęte przez IMF podejście do rozumienia istoty BIZ stosowane jest również przez Organizację Współpracy Gospodarczej i Rozwoju (ang. Organisation for Economic Co-operation and Development, OECD) oraz Konferencja Narodów Zjednoczonych ds. Handlu i Rozwoju (ang. United Nations Conference on Trade and Development, UNCTAD)². Według BPM5, bezpośrednia inwestycja zagraniczna odnosi się do takiej inwestycji, której rezultatem jest długookresowe zaangażowanie kapitału przedsiębiorstwa poza gospodarką, z której to przedsiębiorstwo pochodzi.

Próby definiowania BIZ podejmowane były także przez uznanych teoretyków międzynarodowych stosunków gospodarczych, wśród których, na gruncie literatury zachodniej wyróżnić należy prace J.H. Dunninga, oraz P.R. Krugmana i M. Obstfelda. W Polsce próby zdefiniowania istoty BIZ podejmowane były głównie w kręgach akademickich, m.in. przez A. Budnikowskiego, W. Karaszewskiego, czy J. Rymarczyka.

Analizując literaturę przedmiotu wskazać należy na dwojaki sposób do istoty BIZ. Część autorów definiuje BIZ jako uzyskanie własności lub kontroli nad przedsiębiorstwem zagranicznym³. Natomiast część definicji, w tym IMF, odnosi się do szerszego ujęcia BIZ, którego istota zasadza się na długookresowym zaangażowaniu kapitału w gospodarce innej niż ta, z której pochodzi inwestor. Podobne stanowisko zajmuje A. Budnikowski, który twierdzi, że bezpośrednie inwestycje zagraniczne polegają na podejmowaniu od podstaw samodzielnej działalności gospodarczej za granicą lub też przejmowaniu kierownictwa już istniejącego przedsiębiorstwa⁴. Zdaniem autorki podejście IMF oraz definicja A. Budnikowskiego w większym stopniu identyfikuje istotę bezpośrednich inwestycji zagranicznych, bowiem nie wyklucza inwestycji zielonego pola, tj. takich, które polegają na zaangażowaniu kapitału w kraju goszczącym poprzez utworzenie nowego przedsiębiorstwa. Tego rodzaju inwestycja nie odnosi

¹ *Balance of Payments Manual – Fifth Edition (BPM5)*, IMF, Waszyngton 1993, s. 86-87, (<http://www.imf.org/external/pubs/ft/bopman/bopman.pdf>).

² *Detailed Benchmark Definition of Foreign Direct Investment: Third Edition (BD3)*, OECD, Paryż 1996, s. 7, , (<http://www.oecd.org/dataoecd/10/16/2090148.pdf>); *World Investment Report 2005*, UNCTAD, New York 2005, s. 297, (http://www.unctad.org/en/docs/wir2005_en.pdf).

³ T. Rynarzewski, A. Zielińska – Głębocka, *Międzynarodowe stosunki gospodarcze*, Wydawnictwo Naukowe PWN 2008, s. 210.

⁴ A. Budnikowski, *Międzynarodowe stosunki gospodarcze*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2006, s. 144.

się do uzyskania własności lub kontroli nad przedsiębiorstwem zagranicznym, lecz do utworzenia nowego podmiotu gospodarczego.

Przyjęcie definicji, według której bezpośrednio inwestycje zagraniczne są długookresowym zaangażowaniem kapitału w gospodarce innej niż ta, z której pochodzi inwestor lub też definicji A. Budnikowskiego, wymaga jednak istotnych wyjaśnień. Po pierwsze należy owo długookresowe zaangażowanie kapitału odróżnić od występujących w gospodarce innych form przepływu kapitału, w tym w postaci inwestycji portfelowych. Inwestycje portfelowe definiowane są jako długookresowe lokaty kapitału w zagranicznych papierach wartościowych⁵. Przyrównując definicję inwestycji portfelowych do definicji BIZ w zasadzie nie jest możliwe wskazanie czynników różnicujących, stąd konieczność doprecyzowania istoty bezpośrednich inwestycji zagranicznych, która odróżnia je od inwestycji portfelowych. Jak słusznie zauważa A. Budnikowski bezpośrednio inwestycje zagraniczne polegają na samodzielnej działalności gospodarczej od podstaw w kraju goszczącym lub na przejmowaniu kierownictwa już istniejącego przedsiębiorstwa. Zatem głównym kryterium klasyfikacji strumienia przepływu kapitału będzie kwestia wpływu inwestora na funkcjonowanie podmiotu gospodarczego, do którego transferowany jest kapitał. Bezpośrednie inwestycje zagraniczne to takie, które umożliwiają inwestorowi przejmowanie kierownictwa w podmiocie, w którym inwestuje. Natomiast inwestycje portfelowe wprawdzie pozwalają na partycypowanie w procesie decyzyjnym, ale nie zapewniają decydującego wpływu na kierowanie podmiotem gospodarczym.

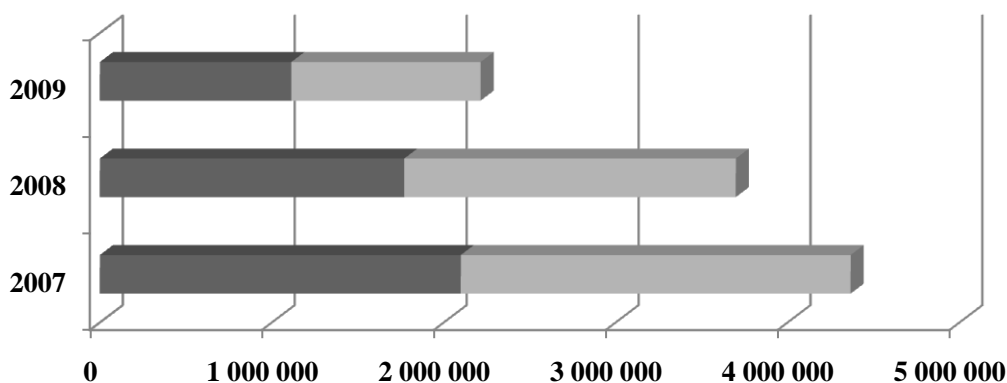
Zaprezentowane kryterium klasyfikacji inkorporuje konieczność ustalenia progu własności, który umożliwia kierowanie podmiotem gospodarczym. Zgodnie z podejściem OECD i UNCTAD, nabycie 10% udziałów/ akcji podmiotu gospodarczego jest, co do zasady, traktowane jako inwestycja bezpośrednia, gdyż rozdrobnienie udziałowców lub akcjonariuszy, właściwe dla większości przedsiębiorstw, pozwala przy własności 10% aktywów przedsiębiorstwa na przejęcie kierownictwa⁶. Klasyfikując strumień przepływu kapitału do grupy BIZ, należy mieć na względzie, iż zgodnie z podejściem *BD3*, nie jest konieczne, aby inwestor nabywając określoną wielkość udziałów, czy akcji posiadał absolutną kontrolę nad przedsiębiorstwem, w którym inwestuje, ale aby nabyte przez inwestora aktywa pozwalały efektywnie wpływać na proces decyzyjny.

Bezpośrednie inwestycje zagraniczne nie są pojęciem jednorodnym. Wyróżnia się inwestycje zielonego pola oraz inwestycje brązowego pola. Kryterium podziału wyznacza sposób wejścia na rynek zagraniczny.

⁵ Tamże, s 140.

⁶ *Foreign Direct Investment (FDI)*, UNCTAD, (<http://www.unctad.org/templates/Page.asp?intItemID=3146&lang=1>).

Inwestycje zielnego pola polegają na utworzeniu nowego przedsiębiorstwa w kraju goszczącym. Inwestycje brązowego pola polegają na uzyskaniu wpływu na kierowanie przedsiębiorstwem w kraju goszczącym lub uzyskaniu całkowitej własności nad przedsiębiorstwem w kraju goszczącym. Do inwestycji brązowego pola zalicza się zatem fuzje i przejęcia przedsiębiorstw.



	2007	2008	2009
■ Napływ	2 099 973	1 770 873	1 114 189
■ Odplyw	2 267 547	1 928 799	1 100 993

Wykres 1 Przepływ BIZ w (mln USD)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: *World Investment Report 2010*, UNCTAD, New York 2010, (http://www.unctad.org/en/docs/wir2010_en.pdf).

Wartość BIZ w krajach rozwiniętych w latach 2007 – 2009 znajdowała się w trendzie spadkowym, przy czym największy spadek r/r nastąpił w latach 2008 – 2009. Wartość BIZ w krajach rozwijających się w latach 2007 – 2009 znajdowała się w trendzie zmiennym.

Tabela 1 Przepływ BIZ – kraje rozwinięte a rozwijające się (mln USD)

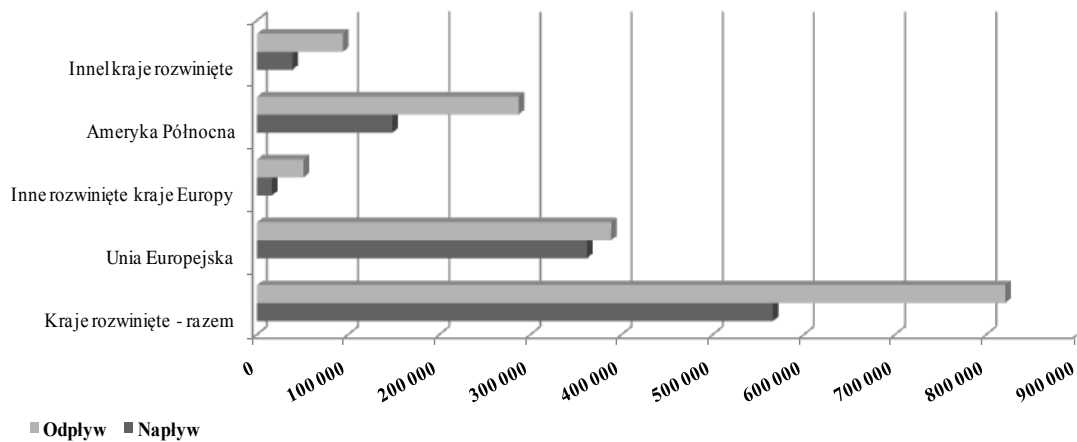
	Napływ			Odplyw		
	2007	2008	2009	2007	2008	2009
Kraje rozwinięte – razem	1 444 075	1 018 273	565 892	1 923 895	1 571 899	820 665
Kraje rozwijające się – razem	564 930	630 013	478 350	292 147	296 286	229 159

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: *World Investment Report 2010*, UNCTAD, New York 2010, (http://www.unctad.org/en/docs/wir2010_en.pdf).

W 2009 r. wartości BIZ w krajach rozwiniętych i rozwijających się dzieliły najmniejsze dysproporcje, jednakże odpowiedź na pytanie, czy jest to zapowiedź nowego trendu, czy jednoroczne odchylenie od trendu głównego, będzie możliwa w perspektywie najbliższych kilku lat.

Wśród krajów rozwiniętych, największe wartości przepływów BIZ generowane są przez państwa Unii Europejskiej i Ameryki Północnej. Gospodarki zaliczane do w/w grup

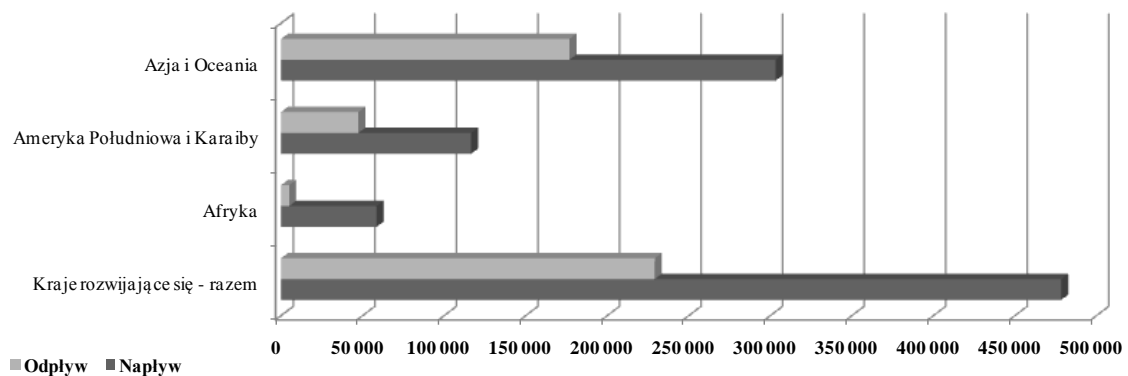
państw przyciągają 90% inwestycji napływających do krajów rozwiniętych oraz są źródłem 82% inwestycji płynących z tychże krajów.



Wykres 2 Przepływ BIZ w krajach rozwiniętych

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: *World Investment Report 2010*, UNCTAD, New York 2010, (http://www.unctad.org/en/docs/wir2010_en.pdf).

Wśród krajów rozwijających się największe wartości przepływów BIZ generowane są przez państwa Azji i Oceanii, ze szczególnym wskazaniem na państwa azjatyckie.



Wykres 3 Przepływ BIZ w krajach rozwiniętych

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: *World Investment Report 2010*, UNCTAD, New York 2010, (http://www.unctad.org/en/docs/wir2010_en.pdf).

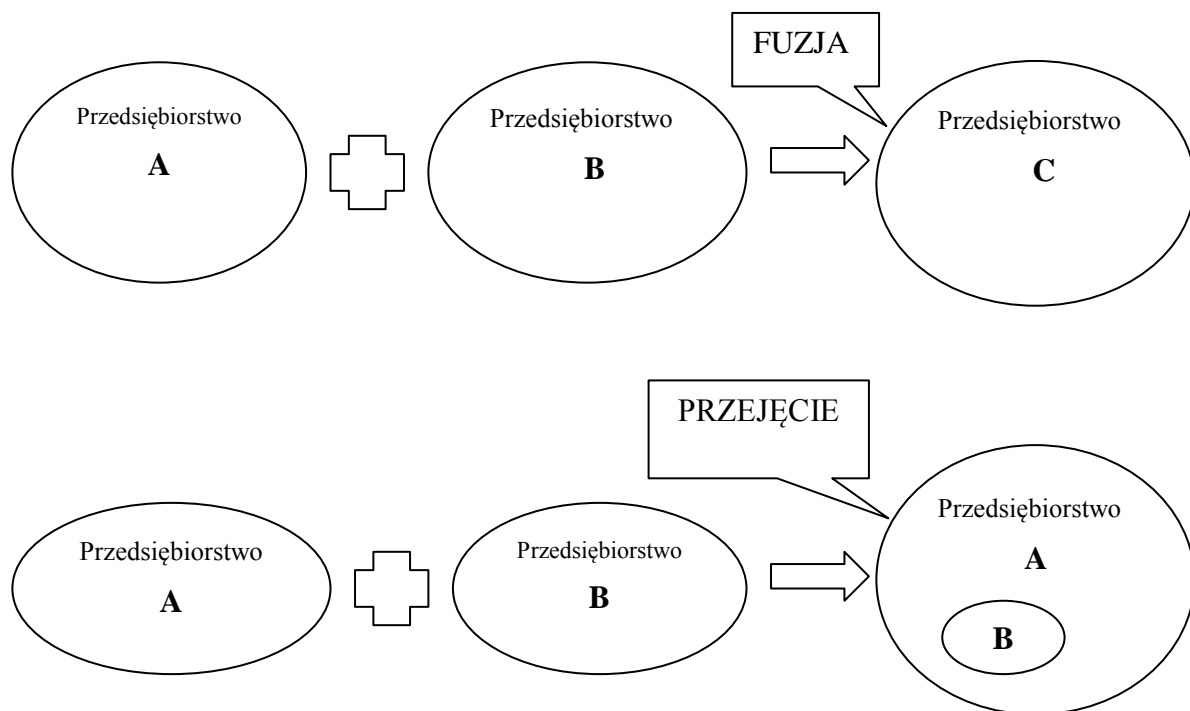
Gospodarki zaliczane do w/w grup państw przyciągają 63% inwestycji napływających do krajów rozwijających się oraz są źródłem 77% inwestycji płynących z tychże krajów.

2. Rynek fuzji i przejęć na świecie w latach 2007 – 2009

2.1. Fuzje i przejęcia – definicje i klasyfikacja

Fuzje i przejęcia należą do inwestycji brązowego pola i jako takie stanowią strumień przepływu kapitału w formie bezpośrednich inwestycji zagranicznych. W literaturze przedmiotu przeważa anglosaskie ujęcie tematyki, stąd też terminy fuzja i przejęcie są bezpośrednim odzwierciedleniem pojęcia merger i acquisition.

Fuzja oznacza takie połączenie co najmniej dwóch przedsiębiorstw, które służyć ma ustanowieniu nowego podmiotu – przedsiębiorstwa⁷. Natomiast przejęcie polega na włączeniu jednego przedsiębiorstwa krajowego w struktury kapitałowe i organizacyjne innego przedsiębiorstwa⁸.



Rysunek 1 Istota fuzji i przejęć
Źródło: Opracowanie własne.

⁷ *World Investment Report 2000: Cross-border Mergers and Acquisitions and Development*, UNCTAD, New York and Geneva 2003, s. 99, (http://www.unctad.org/en/docs/wir2000_en.pdf).

⁸ Tamże.

Analiza transakcji typu M&A odnosząca się do wartości zaangażowanego kapitału pozwala wyróżnić transakcje powyżej jednego mld USD, które właśnie ze względu na ową wartość nazwane zostały mega M&A. Ich stosunkowo niewielka liczba generuje ogromną część wartości M&A w ogólności.

Zarówno fuzje, jak i przejęcia mogą odbywać się pomiędzy przedsiębiorstwami należącymi do jednego reżimu prawnego, jak i przedsiębiorstwami należącymi do różnych reżimów prawnych. Niemniej jednak, analizie poddano kierunki przepływu strumieni finansowych w ramach M&A, jako jednej z form BIZ, toteż dane statystyczne odnoszące się będą do przypadków interakcji zachodzących pomiędzy przedsiębiorstwami pochodzącymi z różnych krajów. Ten typ transakcji określa się mianem międzynarodowych fuzji i przejęć. (ang. cross-border mergers and acquisitions).

Przedsiębiorstwa decydując o realizacji procesu fuzji lub przejęcia kierują się określonymi, często wysoce zindywidualizowanymi motywami. Przesłanki dokonywania inwestycji M&A podzielić można na:

- zmniejszające ryzyko działalności gospodarczej,
- zwiększające zasoby,
- optymalizujące zasoby,

Przeprowadzenie inwestycji M&A prowadzi do zmniejszenia ryzyka działalności gospodarczej poprzez brak konieczności ustanawiania nowego podmiotu⁹. Zwiększenie zasobów wynikające z dokonanej fuzji i przejęcia wynika wprost ze zwiększenia aktywów pozwalających prowadzić działalność gospodarczą na większą skalę. Natomiast optymalizacja zasobów wynika z faktu, iż przejmowany podmiot gospodarczy posiada kapitał ludzki, wypracowane procedury funkcjonowania, technologię, które mogą być wykorzystywane na potrzeby inwestora od momentu zamknięcia procesu M&A. Ponadto jednym z głównych zasobów istotnych dla inwestora jest czas. Przewaga BIZ w postaci M&A pozwala optymalizować czas jaki upływa między momentem decyzji o inwestycji a rozpoczęciem działalności gospodarczej. W przypadku inwestycji zielonego pola czas ten jest znacznie dłuższy niż w przypadku fuzji i przejęć.

W systematyce transakcji M&A wyróżnia się transakcje

- poziome (horyzontalne), które polegają na łączeniu się podmiotów gospodarczych działających w tym samym sektorze, i których celem jest uzyskanie silniejszej pozycji na rynku;

⁹ J.C Hook, *Fuzje i przejęcia – jak skutecznie prowadzić transakcję*, Liber, Warszawa 2002, s. 28.

- pionowe (wertykalne), które polegają na łączeniu się podmiotów gospodarczych działających w tej samej gałęzi, ale reprezentujących różne fazy łańcucha wytwórczego, i których celem jest kompleksowe zabezpieczenie dostaw, produkcji i sprzedaży oraz handel.

2.2. Przepływy kapitału w formie M&A w latach 2007 – 2009 – ujęcie statystyczne

Zgodnie z metodologią UNCTAD rynek fuzji i przejęć dzieli się na trzy sektory: podstawowy, przemysłowy oraz usługowy. Wartość inwestycji M&A w latach 2007 – 2009 zmalała z 970 mld USD do 236 mld USD (por. Tabela 2).

Tabela 2 Wartość transakcji fuzji i przejęć według sektorów

	mld USD			Liczba zdarzeń		
	2007	2008	2009	2007	2008	2009
Sektor podstawowy	74	90	48	485	486	433
Rolnictwo, łowiectwo, rybołówstwo, leśnictwo	2	3	1	64	59	63
Surowce	72	87	47	421	427	370
Sektor przemysłowy	322	290	72	1466	1495	862
Żywność i napoje, wyroby tytoniowe	50	132	10	213	220	109
Chemia i produkty chemiczne	117	74	33	325	316	225
Niemetaliczne produkty mineralne	38	29	0	130	91	22
Metale i produkty metalowe	70	14	0	218	199	95
Maszyny i urządzenia	20	15	2	228	265	134
Urządzenia elektryczne i elektroniczne	24	14	18	266	309	203
Środki transportu	3	12	9	86	95	74
Sektor usługowy	574	277	119	3992	3450	2328
Energia elektryczna, gaz, woda	103	49	62	135	159	130
Budownictwo	13	2	10	149	114	96
Handel	41	17	4	588	590	324
Transport, logistyka i komunikacja	66	34	16	436	343	211
Finanse	249	74	10	712	563	458
Usługi dla biznesu	102	101	17	1972	1681	1109
RAZEM	970	657	236	5943	5431	3623

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: *World Investment Report 2010*, UNCTAD, New York 2010, (http://www.unctad.org/en/docs/wir2010_en.pdf).

Rokrocznie, pod względem wartości przeprowadzonych inwestycji M&A, przoduje sektor usługowy, który tworzą przedsiębiorstwa z branży energetycznej, budownictwa, handlu, transportu, logistyki, komunikacji, finansów oraz usług dla biznesu. Sektor ten

w latach 2007 – 2009 odnotował największy spadek wartości fuzji i przejęć. Wielkość inwestycji w usługach M&A zmniejszyła się o 80%.

Negatywne skutki spadku koniunktury gospodarczej na świecie nie ominęły również sektora przemysłu, który tworzą przedsiębiorstwa z branży żywność i napoje, wyroby tytoniowe, chemia i produkty chemiczne, niemetaliczne produkty mineralne, metale i produkty metalowe, maszyny i urządzenia, urządzenia elektryczne i elektroniczne oraz środki transportu. Spadek w sektorze przemysłu wyniósł około 78%.

Stosunkowo najniższy spadek wartości M&A nastąpił w sektorze podstawowym, który tworzą przedsiębiorstwa z branży rolnictwa, łowiectwa, rybołówstwa, leśnictwa oraz surowców. Spadek w tym sektorze wyniósł 35%.

W tym samym czasie dynamika spadku liczby zawieranych transakcji była znacznie niższa, co oznacza, że skłonność do podejmowania decyzji o dokonaniu inwestycji w postaci M&A zasadniczo jest wysoka, jednakże, ze względu na ogólną dekonunkturę, wartość jednostkowa fuzji oraz przejęć obniżyła się.

2.3. Największe fuzje i przejęcia w latach 2007 – 2009 oraz z uwzględnieniem 2010 r.

Zgodnie z informacjami podanymi we wprowadzeniu, analiza rynku fuzji i przejęć odnosi się zasadniczo do okresu 2007 – 2009, tj. uwzględnia rok eskalacji kryzysu na rynkach finansowych (2008 r.) oraz rok poprzedzający i następny. Jednakże w niniejszej części oprócz największych transakcji M&A w latach 2007 – 2009, przedstawione zostaną dane dotyczące 2010 r.

Pod względem wartości inwestycji zdecydowanie przodują przejęcia, które dominują w zestawieniach największych transakcji M&A. Rynek inwestycji M&A w latach 2007 – 2009, podobnie, jak cały rynek BIZ, znajdował się w trendzie zmiennym, wyraźny spadek wartości nastąpił dopiero w 2010 r. (por. Tabela 3). Dzieje się tak dlatego, że okres kryzysu, to czas, kiedy podmioty gospodarcze, przechodząc mniejsze bądź większe trudności finansowe stają się relatywnie atrakcyjnym przedmiotem przejęcia.

Wśród największych inwestycji typu M&A na świecie dominuje segment bankowości i finansów (159,8 mld USD) chemii i produktów chemicznych (153,9 mld USD), surowców 144,1 (mld USD). W inwestycjach typu mega M&A prym wiodą przedsiębiorstwa pochodzące z krajów rozwiniętych. Ważną rolę odgrywają zwłaszcza korporacje transnarodowe zarejestrowane w Stanach Zjednoczonych.

Tabela 3 Największe transakcje na rynku M&A na świecie w latach 2007 - 2010

Przejmujący	Sektor	Cel przejęcia	Sektor	Wartość (mld USD)	Razem/rok (mld USD)
2007¹⁰					
Royal Bank of Scotland PLC Santander Central Hispano SA Fortis SA/NV	Bankowość i finanse	ABN Amro Holding NV	Bankowość i finanse	95,5	181,6
Transocean Inc	Surowce (odwierty morskie)	GlobalSantaFe Corp.	Surowce (odwierty morskie)	48	
Rio Tinto Group PLC	Surowce (górnictwo)	Alcan Inc.	Metale i produkty metalowe	38,1	
2008¹¹					
InBev NV	Żywność i napoje, wyroby tytoniowe	Anheuser-Busch Co	Żywność i napoje, wyroby tytoniowe	60,4	152,9
Bank of America	Bankowość i finanse	Merrill Lynch & Co	Bankowość i finanse	48,8	
Roche Holdings	Chemia i produkty chemiczne	Genentech Inc	Chemia i produkty chemiczne	43,7	
2009¹²					
Pfizer Inc	Chemia i produkty chemiczne	Wyeth	Chemia i produkty chemiczne	64,5	168,2
BHP Billiton-WA Iron Ore Asts	Surowce (żelazo)	Rio Tinto PLC-WA Iron Ore Asts	Surowce (żelazo)	58,0	
Merck & Co Inc	Chemia i produkty chemiczne	Schering-Plough Corp	Chemia i produkty chemiczne	45,7	
2010¹³					
America Movil SAB de CV	Transport, logistyka i komunikacja	Carso Global Telecom SAB de CV	Transport, logistyka i komunikacja	27,0	64,5
CenturyLink Inc	Transport, logistyka i komunikacja	Qwest Communications	Transport, logistyka i komunikacja	22,0	
MetLife Inc	Bankowość i finanse	American Life Insurance Co Inc	Bankowość i finanse	15,5	

Źródło: Opracowanie własne.

¹⁰ *Largest Mergers and Acquisitions by Corporations in 2007*, Cornell University, (http://digitalcommons.ilr.cornell.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1495&context=key_workplace).

¹¹ *Largest M&A deals of 2008*, Reuters, (<http://uk.reuters.com/article/2008/12/22/dealyear-deals-idUKHKG30035120081222>).

¹² *Largest M&A Deals 2009 and 2010*, Global Finance, (<http://www.gfmag.com/tools/global-database/economic-data/10551-largest-maa-deals-2009-and-2010.html>).

¹³ Tamże.

2.4 Rynek M&A na świecie – podsumowanie

Na globalnym rynku M&A największą wartość łączną uzyskują transakcje w sektorze usługowym. Rozpatrując poszczególne segmenty rynku, wskazać należy na duży udział transakcji z udziałem spółek działających w finansach, usługach dla biznesu, a także w segmencie surowcowym. Na światowym rynku M&A dominują transakcje definiowane jako przejęcia.

W latach 2007 – 2009 nastąpił znaczny spadek zarówno ilości, jak i wartość M&A, przy czym, dynamika spadku liczba fuzji i przejęć była niższa, aniżeli dynamika spadku wartości. W tej sytuacji uprawnione są dwa wnioski:

- spadek wartości M&A jest pochodną czynnika psychologicznego – przedsiębiorstwa dokonywały transakcji fuzji i przejęć, jednakże z uwagi na kryzys na rynkach finansowych i związane z tym ryzyko, były skłonne do przeprowadzania transakcji o relatywnie niższej wartości całkowitej, niż w latach poprzedzających kryzys;
- spadek wartości M&A jest pochodną wynikającego z kryzysu spadku wartości godziwej na, jaką wyceniane były przedsiębiorstwa uczestniczące w transakcji.

Na zakończenie należy wskazać na zjawisko, które dla rozwiniętych rynków finansowych jest dość nietypowe, a mianowicie na interwencjonizm państwowy, zmierzający do ustabilizowania rynku w kryzysie, poprzez przejmowanie spółek zagrożonych, ich oddłużenie i sprzedaż. Najbardziej jaskrawym przykładem są przejęcia dokonane w 2008 r. przez rząd USA, których celem były, zagrożone upadłością, amerykańskie instytucje finansowe. Działania te należy traktować jako wyjątkowe, niespecyficzne dla rynków finansowych oraz będące narzędziem w walce ze skutkami kryzysu.

3. Rynek fuzji i przejęć w Polsce 2007-2009

3.1. Napływ BIZ do Polski w latach 2007 – 2009

W 2009 r. wartość napływu BIZ do Polski wyniosła 9 863 mln EUR i była niższa niż w latach 2007 – 2008, kiedy to wyniosła odpowiednio 17 242 mln EUR i 10 085 EUR¹⁴. Polski rynek BIZ po wyraźnym spadku r/r wartości inwestycji zagranicznych w 2008 r., w roku 2009 zachował się bardzo stabilnie.

Polska jest największym odbiorcą BIZ w Europie Środkowo – Wschodniej, znacznie wyprzedzając takie kraje, jak Rumunia, Bułgaria, Czechy, Estonia, Litwa, Słowacja, Łotwa, czy Słowenia¹⁵. Na koniec 2009 r. działało w Polsce ponad 21 tys. podmiotów gospodarczych z udziałem kapitału zagranicznego¹⁶. Spośród 1 588 nowych wejść w 2009 r. w postaci BIZ znakomitą większość stanowiły inwestycje zielonego pola – 1 320 wejść¹⁷.

W latach 2007 – 2009 kapitał był najczęściej alokowany w takich sektorach jak¹⁸:

- przetwórstwa żywności (1 711 mln EUR);
- usług dla biznesu (1 644 mln EUR);
- pośrednictwa finansowego (1 617 mln EUR);
- handlu i napraw (948 mln EUR);
- wytwarzania i zaopatrywania w energię elektryczną, gaz i wodę (856 mln EUR);
- produkcji środków transportu (524 mln EUR).

Kapitał napływający w postaci BIZ pochodził głównie z państw UE – 82,4% oraz USA – 9,1%¹⁹. Istotnym źródłem napływu kapitału w postaci BIZ do Polski są Niemcy. Kraj ten jest zatem nie tylko głównym partnerem w wymianie handlowej, ale także głównym importem kapitału długoterminowego (por. Wykres 4).

¹⁴ *Inwestycje zagraniczne*, Polska Agencja Informacji i Inwestycji Zagranicznych, (http://www.paiz.gov.pl/polska_w_liczbach/inwestycje_zagraniczne).

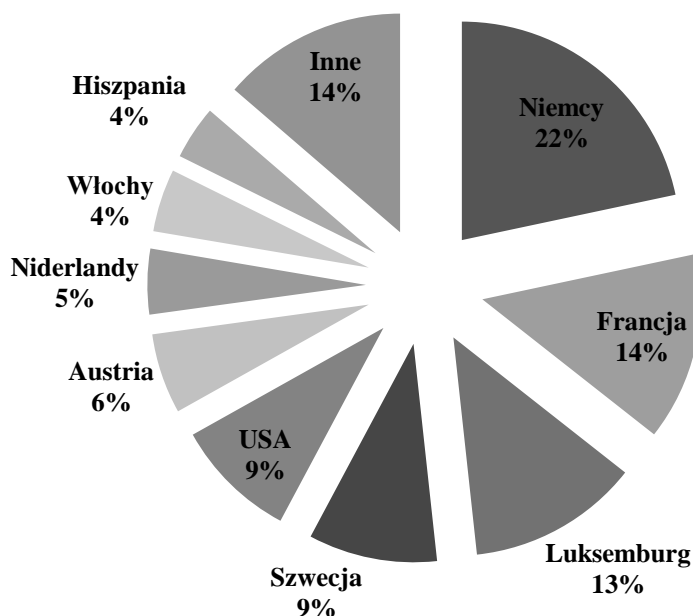
¹⁵ *List of Major Foreign Investors in Poland in 2009*, Polska Agencja Informacji i Inwestycji Zagranicznych, (http://www.paiz.gov.pl/publikacje/inwestorzy_zagraniczni_w_polsce).

¹⁶ Tamże.

¹⁷ Tamże.

¹⁸ *Inwestycje zagraniczne...*, *op. cit.*

¹⁹ Tamże.



Wykres 4 Kraje eksportujące kapitał w postaci BIZ do Polski

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: *Inwestycje zagraniczne*, Polska Agencja Informacji i Inwestycji Zagranicznych, (http://www.paiz.gov.pl/polska_w_liczbach/inwestycje_zagraniczne).

3.2. Rynek fuzji i przejęć w Polsce

W 2007 r. w Polsce przeprowadzonych zostało ponad 400 transakcji typu M&A. Dominujące pod tym względem były w szczególności branże²⁰:

- bankowość i finanse – 17 transakcji;
- IT oraz Internet – 15 transakcji;
- spożywcza – 13 transakcji;
- handel detaliczny – 12 transakcji.

Kompleksowa analiza rynku fuzji i przejęć w Polsce w 2009 r. została zaprezentowana w raporcie przygotowanym przez serwis DealWatch oraz KPMG Polska. W raporcie wskazano, że w 2009 r. przeprowadzono w Polsce ponad 1 500 transakcji na rynku M&A, których łączna, ujawniona wartość wyniosła przeszło 8,5 mld euro²¹. W porównaniu do 2008 r. nastąpił wzrost liczby transakcji (1,5%), których łączna wartość była niższa o 0,8%.

Do sektorów, które generowały największą liczbę transakcji typu M&A należały:

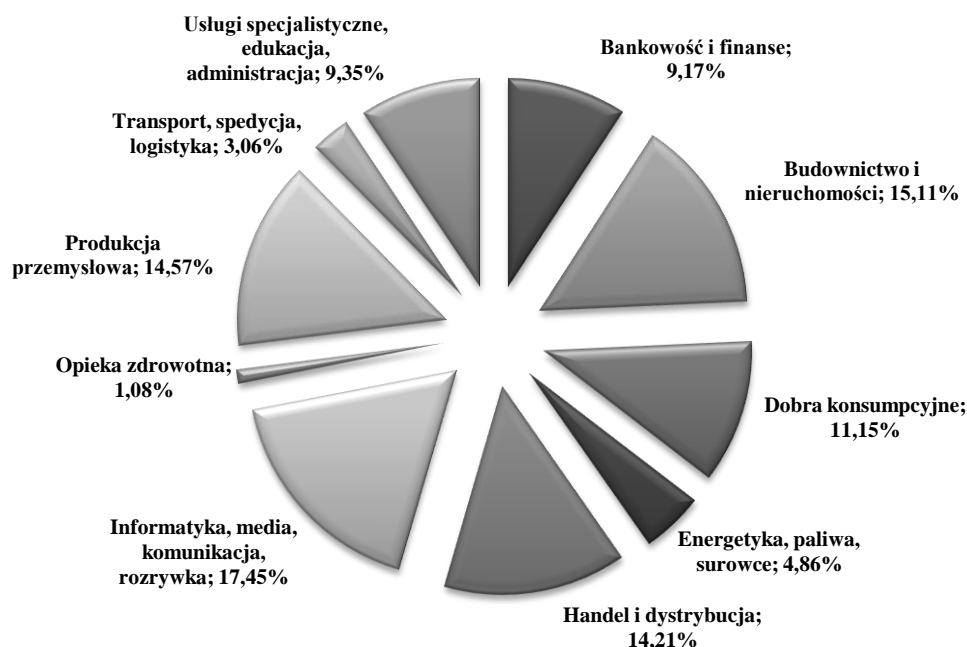
²⁰ *Fuzje i przejęcia*, Portal Inwestycje,

(http://www.inwestycje.pl/fuzje_przejecia/fuzje_i_przejecia:48626:0.html).

²¹ *Rynek fuzji i przejęć. Polska na tle Europy Środkowej Edycja 2010. Badanie KPMG i DealWatch*, KPMG Corporate Finance, DealWatch, s. 6.

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

- informatyka, media, komunikacja, rozrywka – 97;
- budownictwo i nieruchomości – 84;
- produkcja przemysłowa – 81;
- handel i dystrybucja – 79;
- dobra konsumpcyjne – 62;
- usługi specjalistyczne, edukacja, administracja – 52;
- bankowość i finanse – 51;
- energetyka, paliwa, surowce – 27transport;
- spedycja, logistyk – 17;
- opieka zdrowotna – 6.



Wykres 5 Rozkład inwestycji według sektorów – ujęcie procentowe

Źródło: *Rynek fuzji i przejęć. Polska na tle Europy Środkowej Edycja 2010. Badanie KPMG i DealWatch*, KPMG Corporate Finance, DealWatch, s. 9.

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

Wartość transakcji M&A wygenerowana przez sektory o największej liczbie zdarzeń przedstawia się następująco:

- Energetyka, paliwa, surowce – 1633 mln EUR;
- Dobra konsumpcyjne – 1487 mln EUR;
- Informatyka, media, komunikacja, rozrywka – 1286 mln EUR;
- Bankowość i finanse – 1083 mln EUR;
- Produkcja przemysłowa – 890 mln EUR;

- Budownictwo i nieruchomości – 868 mln EUR;
- Handel i dystrybucja – 709 mln EUR;
- Transport, spedycja, logistyka – 458 mln EUR.

Wśród 6 największych transakcji M&A uwagę należy zwrócić na transakcje z udziałem Skarbu Państwa (por. Tabela 4), których problematyka zostanie zarysowana w dalszej części rozdziału.

Największą inwestycją brązowego pola w Polsce w 2009 r. była sprzedaż pakietu 28,1% udziałów Kompanii Piwowarskiej przez Kulczyk Holding na rzecz SABMiller Plc. Specyfikę tej transakcji stanowił fakt, iż odbyła się ona bezgotówkowo. Ekwiwalentem sprzedanego przez Kulczyk Holding pakietu mniejszościowego było nabycie przez sprzedającego nowych akcji SABMiller, które wyceniono na 1,1 mld USD.

Tabela 4 Największe transakcje M&A w Polsce w 2009 r.

Sprzedający	Przejmujący	Cel przejęcia	Sektor	Inwestycja z udziałem sektora publicznego	Wartość (mln USD ²²)
Kulczyk Holding	SABMiller Plc.	Kompania Piwowarska	Żywność i napoje, wyroby tytoniowe	NIE	1,1
Nafta Polska	Ministerstwo Skarbu Państwa	PKN Orlen	Surowce	TAK	0,7
PCC SE	DB Schenker	DB Schenker Rail Polska	Transport, logistyka i komunikacja	NIE	0,66
Getin Holding	Noble Bank	Getin Bank	Bankowość, finanse	NIE	0,52
Nafta Polska	Ministerstwo Skarbu Państwa	Grupa Lotos	Surowce	TAK	0,44
Ministerstwo Skarbu Państwa	Vattenfall AB (VAB)	Górnośląski Zakład Elektroenergetyczny (GZE) i Vattenfall Heat Poland (VHP)	Energia elektryczna, gaz, woda	TAK	0,43

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: *Rynek fuzji i przejęć Polska na tle Europy Środkowej...*, op. cit. s. 7 – 8.

Część inwestycji Skarbu Państwa na rynku M&A powinna być rozpatrywana jako transakcje nie będące inwestycją brązowego pola w ramach BIZ, bowiem nie jest spełnione kryterium transgraniczności inwestycji. Jednakże znaczenie tego rodzaju inwestycji dla polskiego rynku fuzji i przejęć wymaga szerszego opisu, przede wszystkim z uwagi na procesy prywatyzacji i restrukturyzacji.

²² Wielkość transakcji obliczono na podstawie kursów krzyżowych EUR/PLN oraz USD/PLN z dnia 31.12.2009.

Spośród trzech największych inwestycji M&A, tylko jedna transakcja miała charakter prywatyzacyjny. W okresie od 1 sierpnia 1990 r. do końca marca 2009 r. procesem prywatyzacyjnym objętych zostało 5 934 przedsiębiorstw państwowych²³. Proces ten stanowi skomplikowaną sekwencję działań, które doprowadzić mają do pełnego urynkwienia gospodarki oraz, co równie ważne, do generowania znacznych strumieni dochodów do państwowego budżetu. W 2009 r. Ministerstwo Skarbu Państwa sprzedało Górnośląski Zakład Elektroenergetyczny (GZE) i Vattenfall Heat Poland (VHP) przedsiębiorstwu Vattenfall AB (VAB). Sprzedaż prywatyzacyjna GZE zagranicznemu podmiotowi spełnia kryterium transgraniczności, toteż zalicza się do inwestycji brązowego pola.

Pozostałe transakcje M&A z udziałem Skarbu Państwa były realizowane w ramach procesów restrukturyzacyjnych i nie spełniały kryterium transgraniczności. W ramach tychże transakcji Nafta Polska sprzedała na rzecz skarbu Państwa PKN Orlen, a w dalszej kolejności Grupę Lotos.

Udział Skarbu Państwa na polskim rynku M&A ma charakter permanentny, co oznacza, że nie jest on bezpośrednią pochodną kryzysu, ale wynika z uwarunkowań procesu transformacji gospodarczej, a w szczególności procesów prywatyzacyjnych i restrukturyzacyjnych.

²³ *Przekształcenia własnościowe przedsiębiorstw państwowych - stan na dzień 31 marca 2009 roku*, Ministerstwo Skarbu Państwa, (http://prywatyzacja.msp.gov.pl/portal/pr/23/6383/Przekształcenia_wlasnoscione_przedsiębiorstw_panstwowych.html).

Zakończenie

Polski rynek M&A na tle rynku światowego wykazuje cechy typowe dla tego rodzaju transakcji, jak również cechy specyficzne. Podobieństw należy poszukiwać głównie na płaszczyźnie sektorowej, jak również jakościowej. Statystyki pokazują, że do sektorów generujących największą liczbę fuzji i przejęć w Polsce należą sektory usługowe takie jak: bankowość i finanse, budownictwo i nieruchomości, handel i dystrybucja, transport, spedycja, logistyka, usługi specjalistyczne, edukacja, administracja, informatyka, media, komunikacja, rozrywka. Fakt ten oddaje tendencje światowe rynku M&A, gdzie również dominuje sektor usług. Ponadto znaczna liczba fuzji i przejęć jest dokonywana w energetyce.

Na podstawie zaprezentowanych we wcześniejszych częściach artykułu danych stwierdza się, że wśród transakcji brązowego pola w Polsce dominują przejęcia, co zgodne jest trendami na rynku globalnym. W przypadku polskiego rynku M&A, dominacja przejęć jest rezultatem relatywnie niskiego potencjału finansowego polskich podmiotów gospodarczych, które można względnie korzystnie nabyć.

Do cech charakterystycznych polskiego rynku M&A należy zaliczyć niewątpliwie znaczny udział fuzji i przejęć nie będących BIZ, dużą aktywność Skarbu Państwa oraz fakt, iż polskie podmioty gospodarcze, są głównie przedmiotem przejęć i/ lub występują po stronie sprzedającego.

Rynek M&A w Polsce jest słabiej rozwinięty aniżeli rynki Europy Zachodniej, czy USA²⁴. Stan ten jest pochodną stosunkowo krótkiej historii polskiego rynku kapitałowego oraz relatywnie niskiej liczby dużych przedsiębiorstw o silnej pozycji międzynarodowej, które byłyby zdolne do realizacji tego rodzaju transakcji. Niektórzy eksperci podkreślają również brak rodzimych, kompetentnych firm konsultingowych oraz niechęć kadr zarządzających do przeprowadzania, skąd inąd, skomplikowanych transakcji.

Podsumowując, polski rynek M&A jest zintegrowany z globalnym rynkiem kapitałowym, o czym świadczy duża aktywność podmiotów z zagranicy. Hamulcem rozwoju polskiego rynku fuzji i przejęć jest relatywnie niska siła gospodarcza rodzimych przedsiębiorstw, które częściej stają się przedmiotem przejęć, aniżeli nabywcą. Istotną pozycję na rynku M&A w Polsce stanowią transakcje z udziałem Skarbu Państwa, które w dużej mierze nie spełniają kryterium transgraniczności, a zatem nie można ich zaliczyć do

²⁴ *Fuzje i przejęcia*, Portal Inwestycje, (http://www.inwestycje.pl/fuzje_przejecia/fuzje_i_przejecia;48626;0.html)

BIZ. Transakcje z udziałem Skarbu Państwa są pochodną procesu transformacji gospodarczej i stanowią cechę specyficzną odróżniającą polski rynek fuzji i przejęć od rynków dojrzałych gospodarek rynkowych.

Warunkiem rozwoju polskiego rynku M&A jest przede wszystkim wzmocnienie pozycji konkurencyjnej rodzimych przedsiębiorstw, które będą posiadały zasoby finansowe niezbędne do przeprowadzenia tego rodzaju transakcji.

Bibliografia

Publikacje zwarte:

1. Budnikowski A., Międzynarodowe stosunki gospodarcze, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2006.
2. Hook J.C. , *Fuzje i przejęcia – jak skutecznie prowadzić transakcję*, Liber, Warszawa 2002.
3. Rynarzewski T., Zielińska – Głębocka A., *Międzynarodowe stosunki gospodarcze*, Wydawnictwo Naukowe PWN 2008.

Materiały publikowane:

1. *Balance of Payments Manual – Fifth Edition (BPM5)*, IMF, Waszyngton 1993, (<http://www.imf.org/external/pubs/ft/bopman/bopman.pdf>).
2. *Detailed Benchmark Definition of Foreign Direct Investment: Third Edition (BD3)*, OECD, Paryż 1996, (<http://www.oecd.org/dataoecd/10/16/2090148.pdf>).
3. *Foreign Direct Investment (FDI)*, UNCTAD, (<http://www.unctad.org/templates/Page.asp?intItemID=3146&lang=1>).
4. *Fuzje i przejęcia*, Portal Inwestycje, (http://www.inwestycje.pl/fuzje_przejecia/fuzje_i_przejecia:48626:0.html).
5. *Inwestycje zagraniczne*, Polska Agencja Informacji i Inwestycji Zagranicznych, (http://www.paiz.gov.pl/polska_w_liczbach/inwestycje_zagraniczne).
6. *Largest M&A Deals 2009 and 2010*, Global Finance, <http://www.gfmag.com/tools/global-database/economic-data/10551-largest-maa-deals-2009-and-2010.html>).
7. *Largest M&A deals of 2008*, Reuters, (<http://uk.reuters.com/article/2008/12/22/dealyear-deals-idUKHKG30035120081222>).
8. *Largest Mergers and Acquisitions by Corporations in 2007*, Cornell University, (http://digitalcommons.ilr.cornell.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1495&context=key_workplace).
9. *List of Major Foreign Investors in Poland in 2009*, Polska Agencja Informacji i Inwestycji Zagranicznych, (http://www.paiz.gov.pl/publikacje/inwestorzy_zagraniczni_w_polsce).
10. *Przekształcenia własnościowe przedsiębiorstw państwowych - stan na dzień 31 marca 2009 roku*, Ministerstwo Skarbu Państwa, (http://prywatyzacja.msp.gov.pl/porta1/pr/23/6383/Przekształcenia_wlasnosciove_przedsiębiorstw_panstwowych.html).

11. *Rynek fuzji i przejęć. Polska na tle Europy Środkowej Edycja 2010. Badanie KPMG i DealWatch*, KPMG Corporate Finance, DealWatch.,
(<http://www.kpmg.com/PL/pl/IssuesAndInsights/ArticlesPublications/Documents/Rynek-fuzji-i-przejec.-Polska-na-tle-Europy-Srodkowej.pdf>)
12. *World Investment Report 2000: Cross-border Mergers and Acquisitions and Development*, UNCTAD, New York and Geneva 2003, (http://www.unctad.org/en/docs/wir2000_en.pdf).
13. *World Investment Report 2005*, UNCTAD, New York 2005,
(http://www.unctad.org/en/docs/wir2005_en.pdf).
14. *World Investment Report 2010*, UNCTAD, New York 2010,
(http://www.unctad.org/en/docs/wir2010_en.pdf).

Spis rysunków

Rysunek 1 Istota fuzji i przejęć	11
--	----

Spis tabel

Tabela 1 Przepływ BIZ – kraje rozwinięte a rozwijające się (mln USD)	9
Tabela 2 Wartość transakcji fuzji i przejęć według sektorów	13
Tabela 3 Największe transakcje na rynku M&A na świecie w latach 2007 - 2010	15
Tabela 4 Największe transakcje M&A w Polsce w 2009 r.	20

Spis wykresów

Wykres 1 Przepływ BIZ w (mln USD)	9
Wykres 2 Przepływ BIZ w krajach rozwiniętych	10
Wykres 3 Przepływ BIZ w krajach rozwiniętych	10
Wykres 4 Kraje eksportujące kapitał w postaci BIZ do Polski	18
Wykres 5 Rozkład inwestycji według sektorów – ujęcie procentowe	19