

BEATA KOWALSKA*

Skuteczność fuzji i przejęć w procesie konsolidacji przedsiębiorstw

Słowa kluczowe: fuzja, przejęcie, czynniki sukcesu, aktywa niematerialne

Streszczenie: Pomimo iż fuzje oraz przejęcia są obecnie powszechnymi zjawiskami, badania ekspertów z tej dziedziny dowodzą, że wiele firm nie uzyskuje w procesie konsolidacji oczekiwanej wartości rynkowej i zysków, głównie ze względu na fakt bagatelizowania podczas integracji aktywów niematerialnych. Sukces fuzji gwarantuje bowiem ich zdaniem uchwycenie punktu równowagi między aktywami materialnymi i niematerialnymi oraz wpływ przywództwa. Badania potwierdziły, że polskie podmioty przygotowują się znacznie gorzej do procesu fuzji lub przejęcia niż zagraniczne, a w ich przygotowaniu do konsolidacji dominuje brak dokładnych wyliczeń przy analizie efektów ekonomicznych. Analiza czynników mających wpływ na powodzenie fuzji czy też przejęcia jasno wskazuje, że łączenie jedynie aktywów materialnych, chociaż rozpatrywane zazwyczaj w pierwszej kolejności, nie zapewni rozwoju nowo powstałej organizacji. Należy bowiem zadbać jednocześnie o elementy niematerialne, które w miarę pogłębiania integracji procesów i systemów będą obejmowały: ład korporacyjny, zaangażowanie pracowników i zarządzanie relacjami z klientami.

1. Wprowadzenie

Celem niniejszego opracowania jest prezentacja i analiza czynników, od których w istotnym stopniu zależy powodzenie przeprowadzonej transakcji fuzji lub przejęcia.

W obecnych czasach wielkim wyzwaniem dla przedsiębiorstw jest globalizacja. Zmienia ona zakres, intensywność rozwoju i metody konkurencji, zwiększając tym samym wymagania wobec podmiotów gospodarczych, dążących do utrzymania swojej pozycji na rynku lub dalszego rozwoju.

Wśród wszystkich metod ekspansji jednymi z najbardziej popularnych, stosowanych powszechnie na całym świecie, są fuzje i przejęcia. Transakcje te towarzyszą działalności gospodarczej już od ponad stu lat. Początki sięgają schyłku XIX

* mgr Beata Kowalska – doktorantka w Katedrze Międzynarodowych Stosunków Gospodarczych Wydziału Ekonomiczno-Socjologicznego Uniwersytetu Łódzkiego.

wieku, kiedy rozwijające się firmy amerykańskie zaczęły łączyć się, rozszerzając tym samym zakres i zasięg swojej działalności operacyjnej. Procesy konsolidacyjne szczególnie intensywnie zaczęły się rozwijać pod koniec 1994 r., który jest uznawany w literaturze przedmiotu za początek piątej fali fuzji i przejęć. Okazało się również, że w porównaniu do poprzedniej fali (1981–1989) intensywność fuzji i przejęć wzrosła dziesięciokrotnie, powszechne stały się też wrogie przejęcia.

Uwzględniając wielość i różnorodność tych procesów, trudno wskazać granice pomiędzy fuzją i przejęciem. Według Piotra J. Szczepankowskiego (2000, s. 53) fuzja (łączenie się) przedsiębiorstw to jedna z form współpracy między aktualnymi bądź potencjalnymi konkurentami oraz dostawcami, producentami i klientami, którzy zdecydowali się wspólnie prowadzić jakieś przedsięwzięcie lub rodzaj działalności, integrując i łącząc swoje zasoby oraz umiejętności. Jedna z możliwych definicji przejęć mówi (tamże, s. 56), iż przez przejęcie należy rozumieć transfer kontroli, czyli przeniesienie kontroli nad działalnością gospodarczą przedsiębiorstwa z jednej grupy inwestorów do innej.

Fuzje i przejęcia występują zarówno w sektorach embrionalnych i wzrostowych, jak również dojrzałych i schyłkowych. W dwóch pierwszych celem jest osiągnięcie silnej pozycji konkurencyjnej na międzynarodowym rynku, w dwóch kolejnych procesy łączenia się przedsiębiorstw są wywołane nadmiarem zdolności produkcyjnych. Przedsiębiorstwa decydują się na tego typu rozwój, gdyż zapewniają one szybki i skuteczny wzrost, a w szczególności pozwalają na ominięcie barier oraz redukcję ryzyka związanego z wchodzeniem na nowe zagraniczne rynki.

2. Motywy fuzji i przejęć

Motywy fuzji i przejęć stają się coraz bardziej skomplikowane i, co ważne, zmienne w zależności od obszaru działania przedsiębiorstw oraz okresu, w którym są przeprowadzane. Sytuacja, w której o przejęciu lub fuzji przedsiębiorstwa decyduje jeden motyw, stanowi wyjątek od reguły. Najczęściej decyzja o tej formie rozwoju jest podyktowana całym zespołem argumentów, przy czym dwa mają znaczenie fundamentalne – zysk i wzrost.

Perspektywa osiągnięcia wyższego zysku z połączonych przedsiębiorstw staje się pierwszoplanowym motywem inwestycyjnym tylko wówczas, gdy oczekiwany zysk strategiczny z konkretnego projektu inwestycyjnego jest co najmniej równy sumie zysków osiąganych przez łączące się przedsiębiorstwa konkurencyjne i kiedy odpowiada on spodziewanemu zyskowi z porównywalnych inwestycji wzrostu zewnętrznego (Szczepankowski, 2000, s. 113). Zazwyczaj w procesie fuzji i przejęcia przedsiębiorstwa dążą do zrealizowania dodatkowych zysków, aby zrekompensować sobie relatywnie długi czas oczekiwania na efekt synergiczny z konsolidacji biznesów.

Jeżeli chodzi o motyw wzrostu, to jego realizacja jest podstawą egzystencji firmy, szczególnie w sytuacji braku perspektyw na poprawę rentowności na rynku. Każda

firma powinna uwzględniać tendencje rozwojowe w branży, gospodarce narodowej i światowej, aby móc odpowiednio szybko reagować na zmieniające się warunki w otoczeniu. Często kiedy wzrost wewnętrzny organizacji nie jest już możliwy, musi poszukiwać ona możliwości ulokowania kapitału w innych firmach, aby utrzymać lub zachować swoją pozycję na rynku. Według Jeffrey C. Hooke'a (1998, s. 19) zalety przejmowania innych firm to m.in.:

- zmniejszone ryzyko operacyjne – kupiec unika problemów związanych z rozpoczęciem nowej inwestycji;
- pełna kontrola – kupiec jest właścicielem całości firmy;
- dźwignia finansowa – część opłaty za nabywaną firmę może zostać pokryta z pożyczonych pieniędzy;
- zwiększenie wartości – nabywca może polepszyć wyniki finansowe przejętej firmy.

W przypadku wrogich przejęć najczęstszym motywem jest chęć wyeliminowania konkurencji lub podział przejętej spółki i sprzedaż najcenniejszych aktywów.

3. Czynniki sukcesu konsolidacji firm

Obecne procesy konsolidacyjne przybierają niespotykaną niegdyś skalę. Europejski rynek fuzji i przejęć w ostatnich latach osiągnął najlepsze z odnotowanych wyniki. Jednak w 2008 r. aktywność na arenie fuzji i przejęć zmniejszyła się. Zarejestrowano 28-procentowy spadek ich liczby, pomimo gwałtownego wzrostu procesów konsolidacyjnych w ostatnim kwartale 2008 r., szczególnie w sektorze usług finansowych. Jest to spowodowane kryzysową sytuacją na rynku światowym. Pomimo że liczba transakcji spada, te organizacje, które posiadają odpowiednie zaplecze finansowe, mogą wykorzystać okazję do działania w sektorze fuzji i przejęć o charakterze strategicznym.

Należy jednak pamiętać, iż w każdym nowym przedsięwzięciu istnieje element ryzyka, który nie może zostać pominięty. Na każdy sukces przypada zazwyczaj kilka, jeżeli nie kilkanaście niepowodzeń. Porażki dotyczą różnych form inwestowania, strategii czy projektów i są udziałem najlepszych firm. Fuzja czy przejęcie przedsiębiorstwa jest bardzo złożonym, wieloetapowym i niepowtarzalnym procesem, w którym trudno przewidzieć wszystkie potencjalne zagrożenia. Dlatego też przeprowadzenie operacji przejęcia lub fuzji jest procesem obciążonym dużym ryzykiem niepowodzenia. Konsolidacja pociąga za sobą głębokie zmiany na wielu obszarach funkcjonowania łączonych przedsiębiorstw oraz ma wpływ na otoczenie zewnętrzne. Ze względu na złożoność fuzji i przejęć należą do kosztownych operacji gospodarczych, a przeprowadzenie ich wymaga posiadania znacznych kompetencji. Najczęściej o sukcesie transakcji decyduje dopasowanie łączących się podmiotów, odpowiednia organizacja i sposób kierowania nowo powstałym przedsiębiorstwem oraz, co jest szczególnie istotne przy fuzjach i przejęciach międzynarodowych, kooperacja

wewnątrz firmy w ramach odmiennych kultur. Decydując się na przeprowadzenie takiej transakcji, należy brać pod uwagę ryzyko jej nieprzeprowadzenia, a w przypadku jej realizacji – możliwość nieosiągnięcia zakładanych celów przejęcia.

Dlatego istotną kwestią jest ustalenie czynników, od których powodzenie przedsięwzięcia zależy w stopniu krytycznym. W literaturze przedmiotu określa się, że do kluczowych czynników sukcesu należy:

- upewnienie się, czy łączące się firmy mają „wspólny rdzeń tożsamości”, co ma istotne znaczenie dla pojawienia się efektów synergicznych;
- wynikanie fuzji i przejęć ze strategii przedsiębiorstwa;
- znalezienie odpowiedniego kandydata;
- tworzenie przyszłej strategii działalności z uwzględnieniem produktów, rynku i klientów firmy przejmowanej;
- dokonanie, w niedługim czasie po połączeniu, inwestycji silnie integrujących połączone przedsiębiorstwa;
- wszechstronna i krytyczna analiza celu połączenia lub przejęcia;
- ostrożna wycena;
- zapewnienie wystarczającego potencjału menedżerskiego;
- właściwie przeprowadzona integracja.

Ważne jest, aby nabywca stworzył kompletny plan wzrostu zewnętrznego, w którym zawrze rzetelną ocenę swojej pozycji na rynku i określi, jaki biznes chce zrealizować. Partner do fuzji lub przejęcia nie powinien być dobierany na zasadzie przypadku, lecz spełniać kryteria ekonomiczno-finansowe i strategiczne, istotne dla jego właściwej oceny. Przedmiot transakcji nabycia powinien być, nawet w przypadku dywersyfikacji czy wchodzenia na nowe rynki, dobrany pod względem kluczowych kompetencji i szczególnych zdolności strategicznych. Im dokładniejsza będzie analiza kandydata do fuzji, tym mniejsze ryzyko porażki całego projektu.

Transakcje zakończone powodzeniem posiadają kilka cech, które są wspólne dla większości udanych przejęć:

- integracja firm biorących udział w konsolidacji nie jest prowadzona na siłę;
- dywersyfikacji działalności dokonuje się tylko w ramach swoich kluczowych umiejętności;
- ustalane są wyraźne reguły strategii nabywania firm i systematycznie gromadzone doświadczenia zdobyte w tej dziedzinie;
- długość trwania procesu integracji jest silnie określona ramami czasowymi – jeśli trwa on zbyt długo, to przejęcie przynosi zbyt małe efekty lub powoduje straty;
- cele nabywcy są otwarcie i uczciwie komunikowane menedżerom i pracownikom nabytej firmy.

Według Marcina Lewandowskiego (2001, s. 235), jeżeli oczekiwania postawione przed fuzją lub przejęciem są racjonalne, założone korzyści realne, a nie iluzoryczne, połączenie przedsiębiorstw może istotnie doprowadzić do wzrostu wartości łączą-

cych się firm. Warunkiem sukcesu dla fuzji lub przejęcia jest odpowiednio przeprowadzony proces nabycia, począwszy od fazy przygotowania, na integracji skończywszy, a także zapewnienie zgodności planów z procesem ich realizacji.

4. Bariery w procesach fuzji i przejęć

Nabywcy trafiają na szereg barier już w trakcie przygotowań do przeprowadzenia całego procesu fuzji lub przejęcia, które mogą doprowadzić do niepowodzenia transakcji. Korzystając z doświadczeń krajów zachodnich, gdzie zjawisko nabywania przedsiębiorstw ma już swoją długą historię, a firmy posiadają w tej dziedzinie duże doświadczenie, można wskazać kilka przeszkód dla tego typu transakcji.

W przypadku preferowania giełdowej drogi dokonania fuzji i przejęć pojawia się problem możliwości szybkiej absorpcji akcji przez przedsiębiorstwo kupujące (Szczepankowski, 2000, s. 136). Może to przybrać formę braku dostępnej, a wymaganej ilości akcji przejmowanej firmy lub zakazu natychmiastowego nabycia kontrolnego pakietu akcji innego przedsiębiorstwa.

Kolejną barierą jest konieczność adaptacji reguł księgowania w przedsiębiorstwach będących celem przejęcia do zasad rachunkowości stosowanych u nabywcy. Problem ten odgrywa szczególnie istotną rolę w przypadku przejęć międzynarodowych, gdzie często stopień harmonizacji zasad księgowania w różnych krajach jest bardzo niski.

Przeszkodą może być również zbyt wysoka inflacja w kraju funkcjonowania firmy przejmowanej lub brak przepisów prawnych o inwestycjach zagranicznych. Menedżerowie zwracają też uwagę na bardzo długi okres czasu potrzebnego do przeprowadzenia fuzji bądź przejęcia, co skutkuje jednocześnie wzrostem kosztów przeprowadzanej transakcji. Problemem jest ponadto kwestia przejmowania długów nabywanych przedsiębiorstw i zagospodarowanie nadwyżek zatrudnienia. W tym ostatnim przypadku nabywca musi się uporać z problemem redukcji zatrudnienia czy też protestów związków zawodowych. Fuzje i przejęcia nie bez przyczyny stają się często źródłem napięć społecznych i od strategii, umiejętności oraz doświadczenia kupującego zależy powodzenie tego procesu.

Kiedy zatem można mówić o sukcesie fuzji lub przejęcia? Sukces transakcji jest osiągnięty wówczas, gdy uda się uzyskać wzrost wartości rynkowej przedsiębiorstwa powstałego w wyniku fuzji lub przejęcia w stosunku do wartości każdego z nich przed połączeniem. Wzrost wartości wynika z uzyskania efektu synergii, niedostępnego dla poszczególnych jednostek działających przedtem osobno, a możliwego do osiągnięcia w wyniku ich połączenia. Podstawą efektywnej realizacji każdego przedsięwzięcia jest jego dobre przygotowanie oraz efektywne prowadzenie. Należy sprawnie zarządzać procesem przejęcia. Działania podejmowane w tym zakresie dotyczą doboru właściwych ludzi, zaplanowania prac czy też stworzenia efektywnego systemu komunikacji.

Strona dokonująca fuzji lub przejęcia jest zazwyczaj uznawana za tę, która posiada przewagę strategiczną. Powinna ona podjąć niezbędne kroki w celu zapewnienia, że żadne istotne fakty, które mogłyby zmienić oczekiwania co do korzyści związanych z transakcją, nie zostały pominięte. Analiza *due diligence* (inaczej: audyt inwestycyjny) pozwala nie tylko na uzyskanie dokładnych informacji o tym, co strona kupująca nabywa, ale umożliwia również w wysokim stopniu zabezpieczenie się przed przykrymi niespodziankami, które mogłyby ją czekać w przypadku braku precyzyjnych danych o stanie firmy. Ma to szczególne znaczenie przy fuzji lub przejęciu przedsiębiorstwa zagranicznego, kiedy inwestor może dysponować ograniczonym zasobem wiedzy na temat specyfiki rynku i otoczenia, w jakim ono działa.

Due diligence jest analizą aktualnego stanu przedsiębiorstwa w celu określenia jego silnych i słabych stron oraz wskazania potencjalnych możliwości i zagrożeń (Zorde, 1998, s. 37). Obejmuje ona badanie każdego aspektu proponowanej transakcji, aby zapewnić, że wszystkie istotne i niezbędne informacje znajdują się w dyspozycji zainteresowanych stron. Jej wynik ma istotny wpływ na decyzję o przejęciu przedsiębiorstwa oraz jego cenę. Badanie typu *due diligence* obejmuje zwykle aspekty komercyjne, finansowe, prawne, środowiskowe i techniczne. Analizy powinny wskazać na ryzyko operacyjne związane z podstawową działalnością przedsiębiorstwa, scharakteryzować istotne czynniki zewnętrzne i wewnętrzne mające wpływ na funkcjonowanie przedsiębiorstwa, określić potrzebę i termin dodatkowych nakładów inwestycyjnych oraz stworzyć podstawę wyceny wartości (Zorde, 1998, s. 37). Podsumowaniem badania powinny być konkluzje, wskazujące na główne ryzyka i możliwości wiążące się z operacją. Pozwalają one na podjęcie decyzji o przeprowadzeniu operacji, renegotjacji warunków lub zrezygnowaniu z konsolidacji.

Pomimo faktu, iż dysponujemy bogatą literaturą na temat potencjalnych czynników, które decydują o powodzeniu fuzji lub przejęcia, wiele transakcji tego rodzaju kończy się niepowodzeniem bądź spełnieniem jedynie części oczekiwań, jakie kadra menedżerska pokładała w przeprowadzonym procesie. Realia potransakcyjne najczęściej weryfikują oczekiwania, jakie wiązano z procesem nabycia. Dzieje się tak dlatego, że przygotowując plan działań i analizując sytuację przedmiotu fuzji czy przejęcia przed złożeniem oferty, nabywca dysponuje ograniczonym zasobem informacji na temat słabych i mocnych stron firmy będącej celem przejęcia. Dlatego tak ważne jest, aby proces integracji był elastyczny i istniała możliwość dokonywania modyfikacji.

5. Skuteczny transfer wiedzy

– istotny element sukcesu w procesach konsolidacji

Każda z firm przeprowadzających fuzję lub przejęcie musi poradzić sobie z istotnymi problemami związanymi z wiedzą. Problemy te mogą dotyczyć kwestii ma-

sowo odchodzących pracowników (najczęściej najbardziej wartościowych z punktu widzenia rynku i firmy) wskutek niepewności swej pozycji w nowej, wchłoniętej lub wydzielonej, organizacji. Problemy mogą występować w warstwie zasobów skodyfikowanej wiedzy i wykorzystywania jej przez pracowników lub w integracji licznych systemów informatycznych, wykorzystywanych w procesach zarządzania wiedzą. W każdym z tych przypadków pojawia się kwestia transferu wiedzy, który bardzo łatwo może zostać zakłócony, a tym samym wiedza może zostać bezpowrotnie przepaszczone.

Wiedza w zakresie organizacji to pojęcie obejmujące zarówno wiedzę tzw. ukrytą, dotyczącą doświadczenia, umiejętności i relacji, wyrażaną za pomocą określenia *know-how*, jak również wiedzę wyartykułowaną, jawną, nierzadko w znacznym stopniu skodyfikowaną, określaną w części literatury przedmiotu mianem *know-what*. Transfer wiedzy z kolei definiowany jest najczęściej jako kombinacja wiedzy, dzielenie się wiedzą, przepływ wiedzy, uczenie się.

Dostęp do wiedzy traktowany jest obecnie jako jedna z kluczowych przyczyn fuzji i przejęć. Fuzja czy przejęcie ma z reguły uzasadnienie wówczas, gdy nie da się w prosty sposób – na przykład poprzez zakup licencji czy technologii – przejąć wiedzy od konkurentów czy partnerów. Niestety sama decyzja o połączeniu firm nie gwarantuje sukcesu w zakresie transferu wiedzy i połączenia zasobów intelektualnych organizacji. Mają bowiem na to wpływ aspekty technologiczne, organizacyjne i kulturowe. Przywołując wnioski z badań Roberta Nobla i Henry’ego Birkinshawa (Bresman i in., 1999, s. 3), należy podkreślić, iż:

- im lepsza jest komunikacja pomiędzy jednostkami (osobami) z firmy przejmowanej oraz przejmującej, tym wyższy poziom transferu wiedzy pomiędzy partnerami;
- im większa częstotliwość wizyt, spotkań, wspólnych programów szkoleniowych, tym lepszy transfer wiedzy;
- im wyższy poziom artykulacji wiedzy, tym łatwiejszy jej transfer, a w konsekwencji wyższy jego poziom;
- im większa firma, tym większy zakres transferu wiedzy. Wynikać to może z większej liczby pracowników, a co za tym idzie – ze zwielokrotnionej liczby interakcji.

Problemy i bariery, o jakich mowa powyżej, zdają się potwierdzać badania przeprowadzone przez ekspertów z dziedziny fuzji i przejęć. Poniżej przedstawię wnioski z najnowszych badań przeprowadzonych przez firmę konsultingową Hay Group oraz efekty badań ekspertów z Obszaru Rynków Kapitałowych Banku Zachodniego WBK.

6. Badania empiryczne Hay Group¹

6.1. Informacje o badaniach

Rozdział opracowano na podstawie dwóch globalnych badań dotyczących fuzji i przejęć, które zostały przeprowadzone przez Hay Group w ciągu ostatnich dwóch lat. Pierwsze z nich dotyczy analizy podjętej przez Hay Group wspólnie z Mergermarket. Ponad 560 członków wyższej kadry kierowniczej z całego świata podzieliło się swoimi doświadczeniami z przeprowadzonych transakcji fuzji i przejęć – o całkowitej wartości ponad 500 mln dolarów w ciągu minionych trzech lat. Spośród 560 rozmówców prawie dwie trzecie uczestniczyły w co najmniej trzech znaczących transakcjach fuzji bądź przejęć w okresie minionych pięciu lat. Badania dokonano w drugiej połowie 2008 r. Respondenci wywodzą się z szeregu działów swoich organizacji – np. zarządów, działów finansowych, działów strategicznych, działów fuzji i przejęć, działów operacyjnych, informatycznych i zasobów ludzkich. Przebadane organizacje funkcjonują w wielu obszarach – finansów, przemysłu, energetyki, górnictwa, działalności wydobywczej, sprzedaży, technologii, mediów i telekomunikacji, farmacji, usług medycznych, biotechnologicznych i biznesowych.

Drugie badanie to raport opracowany wraz z Sorboną. Zawiera on rezultaty trzyfazowych badań. W pierwszej fazie Hay Group przeprowadziło dwieście wywiadów z członkami wyższej kadry kierowniczej posiadającymi doświadczenie z zakresu fuzji i przejęć w ciągu ostatnich trzech lat. W fazie drugiej dokonano analizy stu największych transakcji fuzji i przejęć w Europie w ostatnich trzech latach. W ostatniej fazie Sorbona przeprowadziła globalne badanie wśród trzystu pracowników łączonych organizacji.

Pomimo że fuzje i przejęcia są obecnie powszechnym zjawiskiem, badania Hay Group dowodzą, iż wiele z nich nie uzyskuje oczekiwanej wartości rynkowej i zysków. Okazuje się, że główną przyczyną takiego stanu rzeczy jest brak zachowania równowagi w procesach konsolidacji firm pomiędzy aktywami materialnymi i niematerialnymi, takimi jak ludzie, procesy i struktury. Zwykle przedsiębiorstwa koncentrują się na integracji aktywów materialnych, takich jak: rachunek zysków i strat, IT, systemy zaopatrzenia oraz funkcji takich jak HR, marketing, finanse, a także na osiągnięciu synergii kosztów. Często dzieje się to kosztem klientów. Kwestia integracji aktywów niematerialnych zazwyczaj nie jest planowana w ogóle albo planuje się ją na samym końcu, przesuując w czasie.

¹ Wyniki badań pochodzą z dwóch raportów: *Dangerous Liaisons: The Integration Game* z października 2007 r., przygotowanego przez Hay Group we współpracy z Sorboną, oraz z raportu dotyczącego rynku M&A *Fuzje i przejęcia – wyniki badania Hay Group i Mergermarket* z lutego 2009 r. Hay Group jest globalną firmą doradcą wspierającą firmy w przekształcaniu ich strategii biznesowych. Zatrudnia ponad 2600 pracowników w 86 biurach w 47 krajach. Klienci Hay Group należą zarówno do sektora prywatnego, jak i państwowego, reprezentują wszystkie branże i gałęzie przemysłu.

Według badań zaledwie 9% liderów stwierdziło, że przeprowadzona przez nich transakcja fuzji bądź przejęcia osiągnęła swe założenia. 54% liderów oświadczyło, że nieprzeprowadzenie audytu aktywów niematerialnych zwiększyło ryzyko nabycia niewłaściwej firmy. Z kolei firmy, które wyznaczały nowy zespół zarządzający już w fazie oceny wartości firmy (*due diligence stage*), miały ponad dwukrotnie większe szanse osiągnięcia pełnej integracji w okresie jednego roku.

Niestety, pomimo coraz większej świadomości i wiedzy z zakresu sektora fuzji i przejęć, w tym potrzeby zajęcia się aktywami niematerialnymi, wciąż dominuje tradycyjne podejście do analizy sytuacji firm. Okazuje się bowiem, że blisko jedna trzecia nabywców (31%) nie przeprowadziła formalnej analizy wartości niematerialnych przejmowanej firmy. David Derain, dyrektor firmy zajmującej się fuzjami i przejęciami w regionie Europy, Bliskiego Wschodu i Afryki, twierdzi (*Dangerous...*, 2007), że scalanie firm tylko w obszarach systemów i finansów jest bardzo częstą praktyką, jednak niezwykle ryzykowną, jeśli nie ma równowagi między aktywami materialnymi a bardziej złożonymi elementami niematerialnymi, takimi jak kultura organizacyjna, kapitał ludzki i struktura organizacyjna. Według badania 70% nabywców, którzy przeprowadzili analizę kapitału niematerialnego przejmowanych przedsiębiorstw, uznało transakcję za sukces. Do podobnych wniosków doszło już tylko 30% nabywców, którzy analizy wartości niematerialnych nie przeprowadzili. Z perspektywy czasu dwie trzecie osób (66%) zarządzających organizacjami, które brały udział w badaniu, jest zdania, że zwiększenie koncentracji na wartościach niematerialnych przyniosłoby znacznie lepsze efekty przeprowadzonej transakcji. 61% osób zarządzających firmami przyznało, iż w przyszłych fuzjach i przejęciach zamierza bardziej skupić się na wartościach niematerialnych.

6.2. Wpływ kultury organizacyjnej

Zaniedbania aktywów niematerialnych mogą być katastrofalne w skutkach, co potwierdza badanie. Chodzi tu przede wszystkim o pominięcie procesu integracji kultur organizacyjnych. Prawie dwie trzecie respondentów (63%) potwierdziło, że po połączeniu firm pozostały między nimi wyraźne różnice kulturowe, a pracownicy reprezentowali różne poziomy zaangażowania. Dotyczy to również poziomów wyższej kadry menedżerskiej. Prawie połowa przejętych zespołów kadry menedżerskiej sprzeciwiała się fuzjom, w których brała udział. 30% respondentów było aktywnych w swym sprzeciwie. Wśród pracowników bezpośredniej obsługi klienta 78% sprzeciwiało się transakcji, z czego ponad połowa aktywnie.

W obecnych czasach to czynnik ludzki staje się najbardziej drogocennym kapitałem, jaki może posiadać firma. To ludzie tworzą jej przewagę konkurencyjną, a umiejętność współpracy i kooperacji działań pozwala na jej utrzymanie. Transakcje zawierane na skalę międzynarodową stwarzają tyle samo problemów co przejęcia krajowe (z trudnościami na polu integracji włącznie), z tą różnicą, że skala tych problemów jest znacznie większa. Wynika to przede wszystkim z braku obeznania z otoczeniem

firmy przejmowanej oraz jej kulturą organizacyjną. Różnice językowe, odmienne religie i obowiązujące normy kulturowe to przeszkody dla procesu integracji. Zdaniem Sudiego Sudarsanama (1998, s. 54) aspekt kulturowy organizacji ujmowany jest w jej zbiorowym systemie wartości, jej wierzeniach, normach, ideologiach, mitach i rytuałach. Mogą one motywować ludzi, a co za tym idzie – zwiększać skuteczność i efektywność podejmowanych działań. Słaby poziom dostosowania kulturowego lub wręcz istnienie głębokich sprzeczności najczęściej prowadzi do znacznej defragmentacji, niepewności oraz rozbicia kulturowego, które może być postrzegane jako element stresogenny dla członków organizacji (tamże, s. 54). To ma swoje dalsze skutki w obniżeniu morale i braku zaangażowania w działania firmy, dwóch cechach niezbędnych dla właściwego funkcjonowania każdego pracownika. Kadra zarządzająca, która przeszła przez proces konsolidacji, wyraziła podczas badania niezadowolenie z kultury organizacyjnej po procesie fuzji. Aż 22% respondentów opisało pierwsze miesiące w nowej strukturze jako „szok kulturowy”, a 16% określiło ten stan dużo bardziej drastycznie mianem „wojny pozycyjnej”.

6.3. Wpływ przywództwa

Badania Hay Group wykazały, że skuteczne przywództwo jest kluczowym, brakującym ogniwem w większości fuzji i przejęć. Kadra zarządzająca, która przeszła formalną ocenę umiejętności przywódczych w ramach analizy *due diligence*, była czterokrotnie bardziej skuteczna w osiągnięciu celów, dla których przeprowadzono fuzję. Jedna piąta twierdziła, że fuzja była całkowicie skuteczna. Podobnie twierdziło jedynie 5% kadry, która nie podlegała formalnej ocenie przywództwa. W organizacjach, gdzie liderzy przeprowadzili analizę sytuacji firm pod kątem przywództwa, zebrano większe poparcie dla fuzji na każdym poziomie w nabytej organizacji. 47% liderów opisało pierwsze sto dni po połączeniu jako „nowy wspaniały świat możliwości”, a jedna piąta nazywała ten czas „biznesem jak zwykle”. Sytuacja zupełnie odmiennie malowała się w tych firmach, w których liderzy nie przeprowadzili oceny umiejętności przywódczych. Tam prawie połowa deklarowała, że w firmie powstał klimat destrukcyjny.

Liderzy, którzy przeprowadzili ocenę umiejętności przywódczych, informowali o wzroście poziomu motywacji wśród pracowników o ponad 10%. Według Claude'a Diona, konsultanta Hay Group specjalizującego się w łączeniu firm po fuzjach i przejęciach (*Dangerous...*, 2007), kadra zarządzająca zazwyczaj nie docenia wpływu, jaki fuzje i przejęcia mają na społeczne i nieformalne sieci kontaktów, które sprawiają, że formalna organizacja funkcjonuje. Wyniki badań wskazują na konieczność przeprowadzania audytu przywódczego najwcześniej jak to możliwe. Głównie ze względu na czas niezbędny dla stworzenia odpowiedniego zespołu, który z kolei będzie dysponował czasem koniecznym dla zapewnienia spokojnego okresu przejściowego, kiedy produktywność pracowników zostanie utrzymana i tym samym zapewni nowej firmie korzystny wzrost. Średni czas powołania nowego zarządu dla firm bio-

raczących udział w badaniu Hay Group to 74 dni. Liderzy zadeklarowali w badaniu, że negatywne skutki dla działań bezpośredniej obsługi klienta są odczuwalne w przejętych firmach średnio aż przez dwa i pół roku, a po upływie trzech lat od podpisania transakcji jedna czwarta analizowanych firm nadal nie sfinalizowała procesu konsolidacji. Średni czas procesu fuzji lub przejęcia dla organizacji, które sfinalizowały proces, wyniósł 19 miesięcy.

Badania potwierdziły, że firmy, które powołały zarząd już w trakcie przeprowadzania analizy sytuacji przedsiębiorstw mających wziąć udział w fuzji lub przejęciu, mają dwukrotnie więcej szans na zakończenie pełnej integracji w ciągu roku. Redukują przez to okres zakłóceń w działalności. Taki stan rzeczy deklaruje prawie połowa (46%) firm z nowo powołanymi zarządami we wczesnym okresie fuzji, w porównaniu do mniej niż 25% firm, które nie zdecydowały się na ten krok na etapie przeprowadzania analizy firm.

T a b l i c a 1

Wpływ nowego zespołu zarządzającego na wartość firmy

Czy fuzja lub przejęcie w rzeczywistości odblokowało nową wartość?	Nowy zespół zarządzający	Stary zespół zarządzający
Tak, w dużym stopniu	50%	19%
Tak, w małym stopniu	35%	31%
Nie	8%	4%
Jeszcze nie	7%	46%

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportu *Dangerous Liaisons* przygotowanego przez Hay Group i Sorbonę, październik 2007.

W sytuacji kiedy zespół zarządzający nie jest w stanie sprostać wyzwaniom, jakie stawia przed nim proces fuzji lub przejęcia, powstaje pytanie, czy należy dokonać jego zmiany. Nie ma jednoznacznej odpowiedzi, bowiem decyzja zależy od strategicznych przyczyn stojących za konsolidacją. Badanie Hay Group wyraźnie wskazuje na korzyści, jakie daje zmiana zespołu zarządzającego. Okazuje się bowiem, że zmiana zespołu zarządzającego trzykrotnie zwiększa szansę na odniesienie sukcesu i na wzrost wartości firmy dla udziałowców. 29% kupujących, którzy dokonali zmiany zespołu, deklaruje, że fuzja w znacznym stopniu zwiększyła wartość akcji. Tego samego zdania było już tylko 5% tych, którzy zmian kierownictwa nie dokonali.

6.4. Podsumowanie badań Hay Group

Na podstawie przeprowadzonych badań empirycznych Hay Group określa dwa czynniki krytyczne, które gwarantują sukces w procesach fuzji i przejęć:

- uchwycenie punktu równowagi między aktywami materialnymi i niematerialnymi – oznacza to wzięcie pod uwagę, już od samego początku procesu, za-

równy kapitał organizacji (łącznie z modelami zarządzania i operacji), kapitał relacji w organizacji (łącznie z relacjami z klientami i właścicielami akcji), jak również kapitał ludzki firm, które mają być połączone;

- wpływ przywództwa – stworzenie zespołu zarządzającego najwyższego szczebla łączących się organizacji oraz nadanie mu odpowiedniej decyzyjności w możliwie jak najszybszym terminie, tak aby mógł rozpocząć realizowanie wizji i wartości nowej, połączonej organizacji.

W jak najwcześniejszej fazie procesu fuzji lub przejęcia należy zadawać szczegółowe pytania o kapitał organizacyjny, kapitał relacyjny i pracowniczy. Trzeba również zaakcentować oszczędności kosztowe i podatkowe, co zapewni odpowiednią ilość gotówki w organizacji i pozwoli na właściwe działania, gdy nastąpi poprawa sytuacji gospodarczej. Należy także zadbać o zaangażowanie najwyższej kadry kierowniczej, menedżerów i wszystkich pracowników poprzez umiejętne przedstawienie wizji przyszłości i korzyści, z jakimi wiąże się fuzja bądź przejęcie.

7. Badanie empiryczne Banku Zachodniego WBK²

7.1. Informacje o badaniu

Rozdział został opracowany na podstawie badania przeprowadzonego przez ekspertów Obszaru Rynków Kapitałowych Banku Zachodniego WBK, a obejmującego 38 średnich i dużych firm, które dokonały 102 akwizycji. Przychody firm biorących udział w badaniu to minimum 200 mln zł, a ponad połowa firm miała przychody większe niż miliard złotych. Wśród badanych znajdowały się firmy zarówno z polskim (63%), jak i zagranicznym kapitałem (37%). Były to zarówno firmy publiczne (45%), jak i niepubliczne (55%). Najwięcej akwizycji wśród badanych podmiotów zostało przeprowadzonych w branży produkcji przemysłowej (34 firmy) oraz budowlanej (30 spółek).

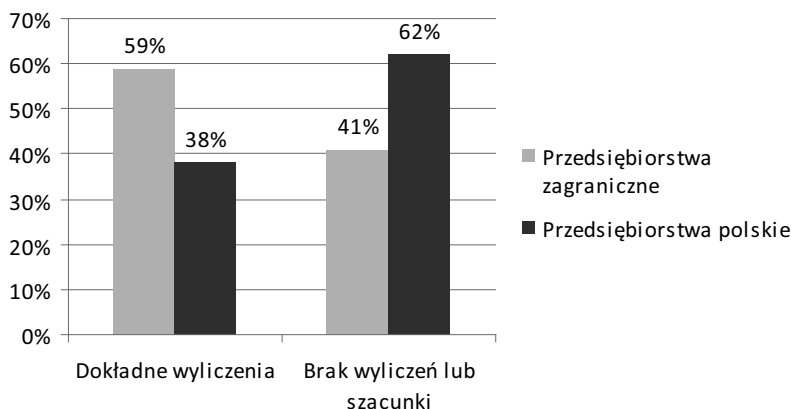
7.2. Wyniki badań przeprowadzonych przez Obszar Rynków Kapitałowych Banku Zachodniego WBK

Badanie polskiego rynku fuzji i przejęć przeprowadzone przez ekspertów z Obszaru Rynków Kapitałowych Banku Zachodniego WBK pokazuje, że 62% polskich firm nie prowadzi analizy korzyści płynących z zawieranych transakcji fuzji i prze-

² Wyniki badań pochodzą z raportu *Czynniki sukcesu przy transakcjach fuzji i przejęć. Rynki kapitałowe* opracowanego przez ekspertów Obszaru Rynków Kapitałowych BZ WBK, Warszawa, wrzesień 2008.

jęć. Inny niepokojący wynik wskazuje, że aż 36% firm nie dokonuje wyliczeń dotyczących godziwej wartości kupowanych aktywów.

Okazuje się, że polskie firmy przygotowują się do transakcji fuzji i przejęć znacznie mniej starannie niż firmy z kapitałem zachodnim. Dane pokazują także wyraźną różnicę w działaniach spółek notowanych i nienotowanych na giełdzie. Spółki giełdowe zdecydowanie lepiej przygotowują się do fuzji i przejęć, przeprowadzają te procesy z większą starannością i częściej zatrudniają wyspecjalizowane w tej tematyce podmioty.

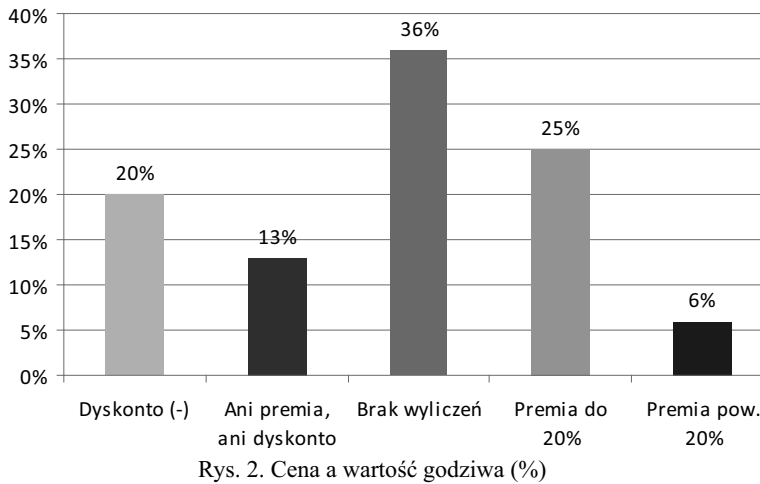


Rys. 1. Wyliczenia efektów ekonomicznych poprzedzające transakcje (%)

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportu *Czynniki sukcesu przy transakcjach fuzji i przejęć. Rynki kapitałowe. Obszar Rynków Kapitałowych Banku Zachodniego WBK, Warszawa, 24 września 2008.*

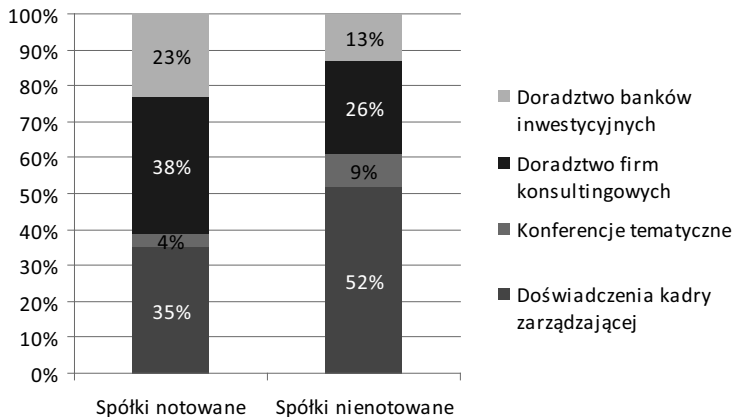
Według Rafała Skowrońskiego, dyrektora Departamentu Doradztwa w Rynkach Kapitałowych BZ WBK (*Czynniki...*, 2008) w Polsce nie ma tradycji rozwoju poprzez fuzje i przejęcia. Podobnie jeżeli chodzi o kulturę korzystania ze wsparcia specjalistycznych firm. Skutkuje to niewielką konsolidacją większości sektorów na polskim rynku oraz niewielką liczbą fuzji i przejęć, które zostały zakończone sukcesem.

Najczęstszym błędem popełnianym przez polskie firmy jest brak dokładnych wyliczeń dotyczących korzyści, jakie firma uzyska z transakcji. Najczęściej wymienianą przeszkodą na drodze do realizacji transakcji fuzji i przejęć jest cena, którą wskazuje aż 46% firm. Słabość transakcji fuzji i przejęć w Polsce przejawia się również w określeniu godziwej ceny przejmowanego aktywa. Jedynie 31% firm godzi się na zapłatę premii (najczęściej do 20% wartości), a 36% w ogóle nie prowadzi takich kalkulacji.



Źródło: opracowanie własne na podstawie raportu *Czynniki sukcesu przy transakcjach fuzji i przejęć. Rynki kapitałowe. Obszar Rynków Kapitałowych Banku Zachodniego WBK, Warszawa, 24 września 2008.*

Zdaniem ekspertów brak zaangażowania specjalistycznych firm w przeprowadzenie procesu fuzji lub przejęcia skutkuje często niewiedzą firm w zakresie profitów, jakie mogą czerpać z transakcji, a co za tym idzie – trudno im płacić premię za przejmowane jednostki. Jedynie 39% przedsiębiorstw nienotowanych na GPW korzysta z usług profesjonalnych doradców. Sytuacja wygląda zdecydowanie lepiej wśród firm obecnych na GPW. Tutaj ze wsparcia profesjonalistów, do których zadań należy opracowanie dokładnych wycen i analiza opłacalności transakcji, korzysta aż 61% firm.



Źródło: opracowanie własne na podstawie raportu *Czynniki sukcesu przy transakcjach fuzji i przejęć. Rynki kapitałowe. Obszar Rynków Kapitałowych Banku Zachodniego WBK, Warszawa, 24 września 2008.*

Do najczęściej wskazywanych elementów, jakie firmy chciałyby poprawić lub usprawnić przy realizacji przyszłych transakcji, jest badanie *due diligence*, lepsze przygotowanie procesu transakcyjnego, opracowanie dokładnego planu integracji podmiotów oraz dokładniejsze kalkulacje efektów ekonomicznych.

7.3. Wnioski i rekomendacje wynikające z badań

Według opinii ekspertów BZ WBK polskie podmioty przygotowują się znacznie gorzej do procesu fuzji lub przejęcia niż zagraniczne, a w ich przygotowaniu do konsolidacji dominuje brak dokładnych wyliczeń lub ograniczenie się do szacunków przy analizie efektów ekonomicznych poprzedzających transakcję przejęcia.

Okazuje się również, że firmy zagraniczne preferują kompleksową współpracę z bankami inwestycyjnymi, podczas gdy polskie korzystają z usług firm doradczych i zasobów własnych. Większość podmiotów akcentuje konieczność poprawy w zakresie lepszego przygotowania planu połączenia, *due diligence* oraz wyliczeń efektów ekonomicznych.

8. Podsumowanie i wnioski

Analiza zaprezentowanych w niniejszym artykule czynników jasno wskazuje na elementy, które mają fundamentalne znaczenie przy powodzeniu transakcji fuzji lub przejęcia. Łączenie aktywów materialnych, takich jak procesy funkcjonowania i koszty ekonomiczne, zazwyczaj rozpatruje się w pierwszej kolejności. Tu łatwiej wypracować plan postępowania z widocznymi elementami fuzji – kluczowymi dla zapewnienia redukcji kosztów. Jednak koncentracja tylko na aktywach materialnych nie zapewni ani rozwoju, ani wzrostu wartości dla udziałowców. Należy zatem zadbać o to, aby dopasować do siebie podczas procesu konsolidacji także elementy niematerialne. W miarę pogłębiania integracji procesów i systemów będą one obejmowały: ład korporacyjny, zaangażowanie pracowników i zarządzanie relacjami z klientami.

Przeszkody, które będą skutecznie utrudniać integrację, mogą mieć źródło w obniżeniu wartości, braku wyraźnego przywództwa czy też determinizmu. Wielu menedżerów zapomina, że założenia, jakie przyjęto na początku, nie mogą zostać wprowadzone w życie bez żadnej modyfikacji i za wszelką cenę. Mogą pojawić się nowe możliwości, sposoby realizacji pewnych zadań czy też problemy, których nie sposób było przewidzieć wcześniej. W procesach łączenia się przedsiębiorstw należy pamiętać, że uczą się one nawzajem, a cały proces ma charakter dostosowawczy. Sztuczne i nierealistyczne programy integracyjne zwiększają jedynie wrogość wśród menedżerów, a to zakłóca atmosferę współpracy pomiędzy firmami, utrudnia przepływ informacji i zatrzymuje, a czasem wręcz odwraca cały proces integracji. Dobry przywódca powinien umieć zmotywować pracowników, zwiększać ich zaangażowa-

nie, jasno określać poszczególne kompetencje i zasady działania, a także budować atmosferę wzajemnego zaufania i współpracy. Brak takiego podejścia oznacza chaos, zanik kreatywności i mobilizacji dla wspólnego tworzenia nowej firmy.

Reasumując, aby fuzja spełniła pokładane w niej oczekiwania, organizacje muszą wziąć pod uwagę wszystkie aspekty z nią związane i posiadać umiejętność zarządzania ryzykiem wynikającym z integracji, aby uzyskać maksymalną wartość z tego procesu. Należy również pamiętać, że każda firma jest unikalna przede wszystkim dzięki aspektom ludzkim i kulturowym.

Bibliografia

- Bresman H., Birkinshaw J., Nobel R. 1999. *Knowledge Transfer in International Acquisitions*. „Journal of International Business Studies” 3rd Quarter nr 30, s. 3.
- Czynniki sukcesu przy transakcjach fuzji i przejęć. *Rynki kapitałowe*. 2008. [on-line; dostęp: 2009-05-27]. Obszar Rynków Kapitałowych BZ WBK. . Dostępny w Internecie: http://www.ork.bzwbk.pl/_items/doc/czynniki_sukcesu_transakcji.pdf.
- Dangerous Liaisons: The Integration Game*. 2007. [on-line; dostęp: 2009-05-27]. Hay Group. Dostępny w Internecie: http://www.haygroup.com/Downloads/ru/misc/Dangerous_liaisons.pdf.
- Fuzje i przejęcia – wyniki badania Hay Group i Mergermarket*. 2009. [on-line; dostęp: 2009-05-27]. Hay Group. Dostępny w Internecie: <http://www.haygroup.com/pl/Press/Details.aspx?ID=14067>.
- Hooker J.C. 1998. *Fuzje i przejęcia. Jak skutecznie przeprowadzić transakcję*. Warszawa: Liber. ISBN 83-9095-027-8.
- Lewandowski M. 1998. *Fuzje i przejęcia jako metody wzrostu przedsiębiorstw*. Materiały Dydaktyczne nr 30. Poznań: Akademia Ekonomiczna. ISSN 1427-1117.
- Sudarsanam S. 1998. *Fuzje i przejęcia*. Warszawa: WIG-PRESS. ISBN 83-8701-408-7.
- Szczepankowski P.J. 2000. *Fuzje i przejęcia*. Warszawa: PWN. ISBN 83-01-13131-4.
- Zorde A.H.K. 1998. *Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw*. Warszawa: Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce. ISBN 83-8654-325-6.

Efficiency of Merges and Takeovers in the Process of Enterprises' Consolidation

Abstract: The author focus on presentation and analysis of main factors having influence on successful and efficient consolidation process. The results introduced in a lecture come from two global reports prepared by the Hay Group in cooperation with La Sorbonne and Mergermarket. The third report shows the studies conducted by Capital Market Area of BZ WBK. The Hay Group has identified two key factors, which provide a firm foundation for a smooth integration process, which companies should adopt to become the part of few successful few. The first one is striking the right balance. Companies should carefully consider how to align and integrate both tangible and intangible assets to be successfully merged, as well as use properly the time between announcement and completion to advance fully both tangible and intangible assets. The second factor is the impact of leadership. We need to acknowledge here, that the roles required in a M&A context are often one or two levels higher than current capacity of senior managers. Top team selection needs to be carried out quickly, as the sooner key roles are defined and allocated, the better level of integration between organizations we can achieve. The top team must

also demonstrate the new company values to the workforce in everything they do. The research of Capital Market Area of BZ WBK points out poor preparation of a consolidation process made by Polish companies. In specialists' opinion companies do not analyze potential benefits, which may be achieved in M&A transactions. Most of interviewed managers point out the necessity of better preparation of an integration plan, as well as due diligence analyze in future consolidation processes. The results confirm, that the benefits a successful merger can gain are indisputable. Despite the impact of recent sub-prime lending on the average the availability of credit overall, M&A remains a trusted weapon in the growth strategies of organizations. Customers must pay due attention to a company's real value, which is found in its boardroom, human capital and business culture. When the balance is achieved between tangible and intangible assets, it provides a solid foundation for strategic growth and ensures return on investment.

K e y w o r d s: merger, acquisition, M&A, tangible assets, intangible assets, consolidation process
