

Charakterystyka polskiego rynku fuzji i przejęć oraz perspektywy jego rozwoju

Grzegorz Bącal, Jarosław Bem*

Streszczenie: W niniejszym artykule poruszone zostały kwestie związane z polskim rynkiem fuzji i przejęć. W pierwszej części został scharakteryzowany rozwój polskiego rynku fuzji i przejęć w okresie 1989–2013. Analiza dotyczyła zarówno ilości, jak i wartości zawartych transakcji. Ponadto zostali wskazani uczestnicy rynku fuzji i przejęć, a także otoczenie konkurencyjne w stosunku do rynku polskiego. W drugiej części artykułu zostały wskazane perspektywy jego rozwoju i możliwe tendencje w kolejnych latach. Po przedstawieniu motywów, którymi kierują się sprzedający oraz kupujący w procesach fuzji i przejęć, zostały przedstawione spodziewane trendy na rynku.

Słowa kluczowe: fuzje, przejęcia, rynek kapitałowy, polska gospodarka

Wprowadzenie

Z punktu widzenia zarządzania przedsiębiorstwami, fuzje i przejęcia stanowią podstawową strategię rozwoju obok wzrostu organicznego oraz aliansów. O skali zjawiska fuzji i przejęć świadczy liczba i wartość zawieranych transakcji w gospodarce światowej. Wartość globalnego rynku fuzji i przejęć w 2012 roku szacowana jest na ok 2,57 biliona dolarów amerykańskich, a ilość transakcji przekroczyła 40 tysięcy (Institute of Mergers, Acquisitions and Alliances 2014). Stanowiło to około 3,6% światowego produktu brutto, szacowanego przez Międzynarodowy Fundusz Walutowy na około 72,2 biliona dolarów oraz odpowiadało wielkości PKB wytworzonymu w Niemczech w skali jednego roku (Międzynarodowy Fundusz Walutowy 2014). Postępujący rozwój i znaczenie fuzji i przejęć dla systemów gospodarczych determinuje zwiększone zainteresowanie tematyką świata nauki. Początkowo fuzje i przejęcia były domeną głównie nauki o finansach przedsiębiorstw. Obecnie jest to obszar badań wielu dyscyplin, w tym zarządzania, ekonomii, rachunkowości czy socjologii. Pomimo wzrostu zainteresowania tematyką pod względem teoretycznym oraz wzrastającą liczbą badań empirycznych, zrozumienie zjawiska fuzji i przejęć w dalszym ciągu jest niewystarczające. Występujące luki w teorii oraz nierozwiązane, zasadnicze kwestie dotyczą m.in. wskazania, które czynniki i w jakich okolicznościach mają największy wpływ

* mgr Grzegorz Bącal, Budoserwis Z.U.H. Sp. z o.o. w Chorzowie, Akademia im. L. Koźmińskiego w Warszawie, e-mail: g.bacal@budoserwis.com.pl; mgr Jarosław Bem, Budoserwis Z.U.H. Sp. z o.o. w Chorzowie, e-mail: j.bem@budoserwis.com.pl.

na podejmowanie fuzji i przejęć lub jakie czynniki wpływają na zwiększenie powodzenia dokonywanych transakcji (Haleblian i in. 2009). Dowodzą tego wyniki badań procesów fuzji i przejęć, które wskazują, że część transakcji nie spełnia pierwotnych oczekiwań i przyczynia się do spadku wartości firm. Równie istotny jest rozdzźwięk pomiędzy światem nauki a praktyką. Może on wynikać m.in. z tego, że wnioski z badań naukowych nie docierają do społeczności praktyków lub dotychczasowe badania są niekompletne (Cartwright, Schoenberg 2006). Wpływa to na konieczność prowadzenia dalszych badań i poszukiwania nowych rozwiązań w zakresie wiedzy na temat fuzji i przejęć. Dodatkowo rozwój globalnego rynku fuzji i przejęć będzie zróżnicowany w zależności od dynamiki rozwoju poszczególnych rynków lokalnych. Pomimo intensywnego rozwoju rynku fuzji i przejęć w Polsce, rodzimy rynek w dalszym ciągu stoi w obliczu wielu wyzwań (Mika, Frejtag-Mika 2012). Z tej perspektywy istotne jest przedstawienie charakterystyki polskiego rynku fuzji i przejęć. Niniejszy artykuł został podzielony na dwie powiązane ze sobą części. W pierwszej kolejności został scharakteryzowany polski rynek fuzji i przejęć, a następnie zostały wskazane perspektywy jego rozwoju i możliwe tendencje.

1. Polski rynek fuzji i przejęć

1.1. Wielkość i pojemność rynku – Polski rynek fuzji i przejęć w latach 1989–2013

Rynek fuzji i przejęć rozwijał się w Polsce w XX wieku w sposób znacznie bardziej odmienny niż procesy tego typu na rynku światowym. Wszelkie procesy transakcyjne zostały zablokowane po zakończeniu II wojny światowej i stan ten trwał do przemian ustrojowych w 1989 roku.

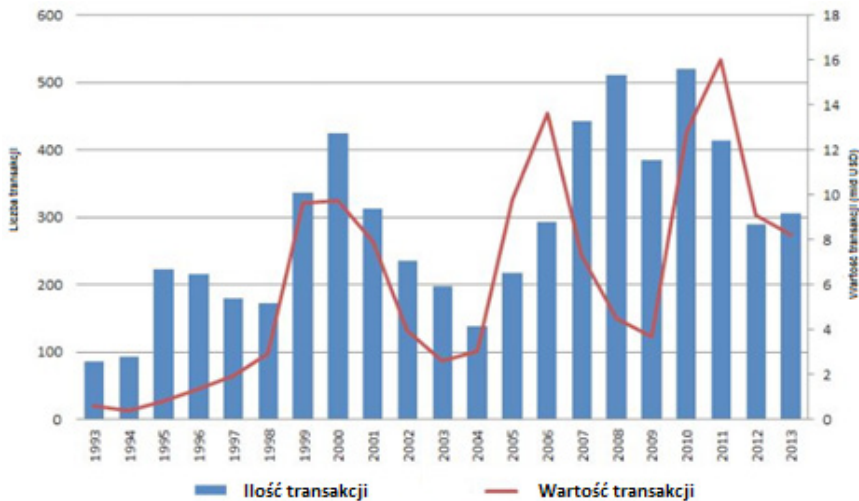
Transakcje fuzji i przejęć zachodzące w Polsce po 1989 roku można podzielić na kilka możliwych okresów:

- 1989–1998 – procesy przemian gospodarczych i rozwój polskiego rynku kapitałowego,
- 1998–2001 – przełom milenijny oraz tzw. bańka internetowa,
- 2002–2008 – okres finalnych przygotowań i akcesji do Unii Europejskiej,
- po 2008 roku – kryzys finansowy i jego skutki.

Chociaż nie jest to wyłączny i jedyny możliwy podział, to wskazane okresy cechują się odmienną specyfiką pod względem ilości i wartości transakcji oraz poziomem rozwoju rynku fuzji i przejęć. Ilość i wartość transakcji w Polsce w latach 1993–2013 została zaprezentowana na poniższym rysunku. Należy podkreślić, że są to dane obejmujące jedynie transakcje o ujawnionej wartości.

Początki polskiego rynku fuzji i przejęć związane były z rozpoczęciem procesów prywatyzacji, która była efektem przemian gospodarczych i zmian ustroju politycznego, jaki nastąpił w Polsce po 1989 roku. W tym okresie przedsiębiorstwa państwowe stanowiły dominującą część gospodarki z blisko 80% wytwarzanego wówczas PKB. W latach 1990–1999

przekształcenia własnościowe objęły łącznie 4957 przedsiębiorstw. Miały one formę przekształceń w jednoosobowe spółki Skarbu Państwa oraz prywatyzowania przedsiębiorstw w sposób bezpośredni. Ze względu na aspekt formalno-organizacyjny, formą przekształcenia najbardziej zbliżoną do typowych przejęć jest prywatyzacja kapitałowa, podczas której przedsiębiorstwo zyskuje inwestora strategicznego. W powyższy sposób sprywatyzowano 262 z 4957 przedsiębiorstw. Wprowadzone reformy, przemiany gospodarcze oraz zmiany uregulowań prawnych, w tym zmiany w kodeksie handlowym oraz nowelizacja ustawy o rachunkowości w zakresie połączeń i konsolidacji, pozwoliły na rozwój sektora prywatnego. Dotyczy to zarówno podmiotów krajowych, jak i kapitału obcego w postaci inwestycji typu *greenfield* oraz *brownfield*.



Rysunek 1. Transakcje fuzji i przejęć w Polsce w latach 1993–2013

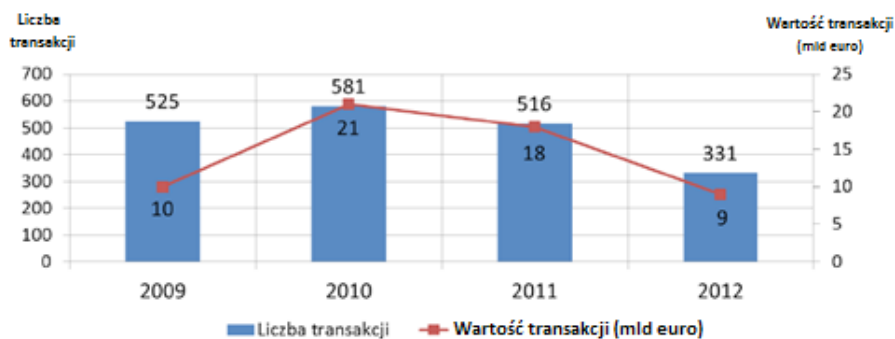
Źródło: opracowanie własne na podstawie Thomson Financial oraz Institute of Mergers, Acquisitions and Alliances.

Koniec lat 90. XX wieku związany jest ze wzrostem koniunktury na świecie oraz boomem na spółki internetowe, co przyczyniło się do osiągnięcia niespotykanej wcześniej aktywności inwestorów na polskim rynku fuzji i przejęć. W 2001 roku, wraz z pęknięciem bańki internetowej oraz pogorszeniem koniunktury gospodarczej w Polsce, podobnie jak i na całym świecie, zaobserwowano spadek aktywności związanej z transakcjami fuzji i przejęć. Sytuacja ta trwała do 2004 roku. Kolejna fala transakcji na polskim rynku powiązana była z poprawą sytuacji gospodarczej oraz akcesją do Unii Europejskiej, co pozwoliło na istotną zmianę postrzegania polskiej gospodarki przez zagranicznych inwestorów.

Pozytywna sytuacja na rynku fuzji i przejęć trwała do 2008 roku i zakończyła się wraz z globalnym kryzysem finansowym. Dynamika fuzji i przejęć w Polsce w czasie trwania

kryzysu gospodarczego nie wykazywała aż takiego spadku wolumenu i wartości transakcji, jak na rynkach światowych. Stąd osłabienie aktywności na rynku pod względem ilości transakcji wynosiło około 30%, natomiast wartość rynku zmniejszyła się do poziomu z roku 2004. Jednym z powodów spadku wartości transakcji w okresie kryzysu na rynkach finansowych było obniżenie cen akcji spółek notowanych na giełdzie w Warszawie, który odbił się na kapitalizacji spółek publicznych. Istotnym hamulcem procesów fuzji i przejęć podczas kryzysu finansowego były problemy związane z pozyskiwaniem oraz kosztem kapitału na realizowanie transakcji fuzji i przejęć oraz wyraźna awersja instytucji finansujących do ryzyka.

Pomimo spadku aktywności na rynku fuzji i przejęć w 2009 roku, kolejny rok był rekordowym pod względem ilości i wartości transakcji okresem na polskim rynku. Ujawniona ilość transakcji wynosiła 581, natomiast ich wartość to 21 miliardów euro.



Rysunek 2. Transakcje fuzji i przejęć w Polsce w latach 2009–2012

Źródło: opracowanie na podstawie raportu Emerging Europe M&A 2012, CMS oraz DealWatch.

Największą aktywność na rynku transakcji typu M&A w Polsce w 2012 roku zaobserwowano w sektorze produkcji przemysłowej, finansowo-ubezpieczeniowym, usługowym, detalicznym oraz FMCG. Pod względem wartości dokonywanych transakcji największą rolę odegrała branża finansowo-ubezpieczeniowa.

Tabela 1

Liczba transakcji według sektorów w Polsce w 2012 roku

Sektor	Liczba transakcji według sektorów	Udział sektorów w całkowitej wartości transakcji (%)
1	2	3
Usługi	96	29,0
Produkcja	47	14,2
Sprzedaż detaliczna i hurtowa	35	10,6
Finanse i ubezpieczenia	33	10,0
Technologia, media i telekomunikacja	29	8,8

1	2	3
Inne	23	6,9
Hotelarstwo i gastronomia	19	5,7
Usługi komunalne	19	5,7
Budownictwo i konstrukcje	17	5,1
Transport i składowanie	13	3,9
Razem	331	100,0

Źródło: opracowanie na podstawie raportu Emerging Europe M&A 2012, CMS oraz DealWatch.

W rekordowym pod względem wartości i ilości fuzji i przejęć na rynku polskim roku 2011, dwie transakcje przekroczyły wartość 15 mld zł. Zgodnie z danymi opublikowanymi przez miesięcznik Forbes, największą transakcją było przejęcie Banku BZ WBK przez hiszpański Banco Santander (16,5 mld zł), natomiast kolejną pozycją było przejęcie Polkomtel SA przez spółkę Spartan Capital Holdings, która jest powiązana z Zygmuntem Solorzem (15,1 mld zł). Wartość kolejnych na liście transakcji nie przekraczała 4 mld zł (Forbes 2012). Natomiast w 2012 roku wartość transakcji była na znacznie niższym poziomie. Największą transakcją było przejęcie Kredyt Banku przez Banco Santander (4,3 mld zł) (Forbes 2013).

1.2. Uczestnicy rynku fuzji i przejęć

Identyfikacja potencjału rozwoju rynku fuzji i przejęć w Polsce wymaga określenia zarówno popytu, jak i podaży. Pod względem popytu należy wymienić 2 grupy inwestorów, którzy mogą dokonywać transakcji z przejęciem kontroli. Są to:

- podmioty krajowe – przedsiębiorstwa prywatne i kontrolowane przez Skarb Państwa oraz inne jednostki samorządu terytorialnego, podmioty działające na tym samym rynku i w innych branżach, grupy kapitałowe, instytucje typu fundusze inwestycyjne, private equity i fundusze seedowe, aż w końcu osoby prywatne,
- podmioty zagraniczne – zagraniczne korporacje transnarodowe posiadające filie i/lub elementy łańcucha produkcji w Polsce, podmioty zagraniczne zainteresowane obecnością i rozwojem na polskim rynku, fundusze inwestycyjne oczekujące większego zwrotu niż na rynkach rodzimych i/lub dywersyfikacji, podmioty spoza Unii Europejskiej, które traktują nasz rynek jako bramę do rynku europejskiego.

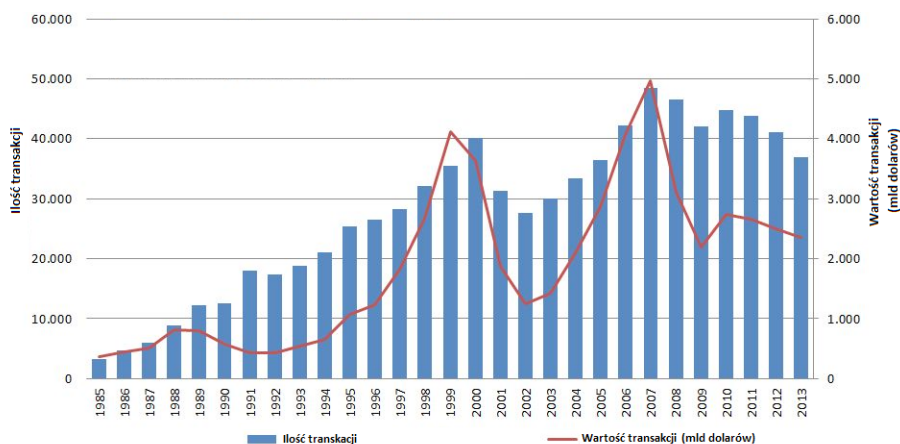
Na polskim rynku fuzji i przejęć zauważalny jest wzorzec dominacji inwestorów branżowych i według danych E&Y tego typu inwestorzy odpowiadali za 90% transakcji, natomiast za pozostałe 10% inwestorzy finansowi, czyli w większości fundusze typu private equity.

Podaż na rynku można rozpatrywać pod względem czasowym. W krótkim okresie zależy on od ilości podmiotów wystawionych na sprzedaż w postępowaniach formalnych (typu prywatyzacja) i nieformalnych oraz IPO. Ponadto podmioty notowane na giełdzie papierów wartościowych mogą być narażone na ryzyko wrogiego przejęcia. Natomiast w długim okresie podaż podmiotów na rynku M&A obejmuje wszystkie podmioty gospodarcze.

W takiej perspektywie czasowej każdy z podmiotów może zostać wystawiony przez dotychczasowych właścicieli do zbycia lub mogą zaistnieć przesłanki do konieczności wystawienia poszczególnych przedsiębiorstw do sprzedaży. Z tego względu w długim horyzoncie czasowym wielkość podaży jest określana ilością przedsiębiorstw działających na rynku i potencjalnych nowych uczestników rynku.

1.3. Otoczenie konkurencyjne w stosunku do rynku polskiego

Największe szanse na przyciągnięcie kapitału mają rynki charakteryzujące się największą stopą zwrotu lub dające określoną stopę zwrotu przy niskim ryzyku. W szerokim kontekście konkurencję w stosunku do polskiego rynku fuzji i przejęć stanowi każdy inny rynek, zwłaszcza zaliczane do grupy rynków rozwijających się. Głównym światowym rynkiem fuzji i przejęć jest rynek amerykański, gdzie łączna ilość transakcji w 2013 roku przekroczyła 10 tys. transakcji o wartości blisko 1,1 biliona dolarów. Natomiast w Europie kluczowa rola przypada na rynek brytyjski, niemiecki i francuski. Poniżej zaprezentowano ilość i łączną wartość dokonanych transakcji fuzji i przejęć na świecie w latach 1985–2013.



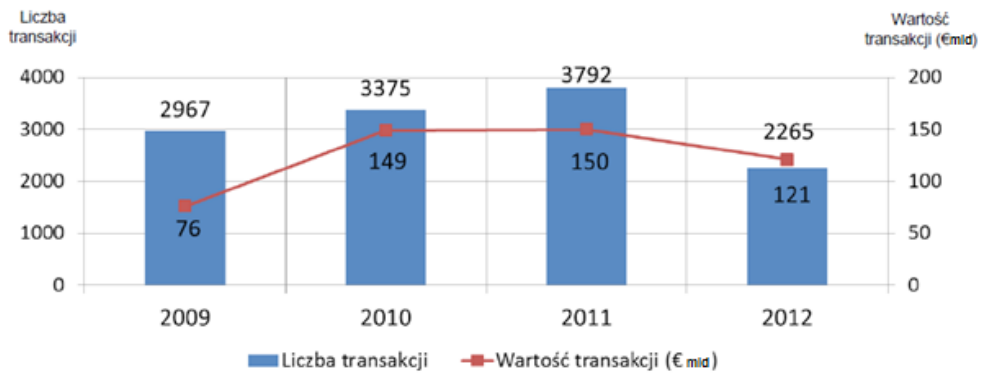
Rysunek 3. Transakcje fuzji i przejęć na świecie w latach 1985–2013

Źródło: opracowanie własne na podstawie Thomson Financial oraz Institute of Mergers, Acquisitions and Alliances.

Pomimo postępującej globalizacji rynków światowych większość transakcji transgranicznych dokonywana jest wśród krajów sąsiadujących ze sobą. Także większość transakcji dokonywana na rynku europejskim miała charakter krajowy, co jest również trendem globalnym. Pomimo silnych procesów prowadzących do stworzenia zintegrowanej strefy ekonomicznej, nadal istnieją odmienności pod względem podejścia do systemu regulacyjnego w procesach M&A, struktury właścicielskiej oraz szeroko pojętych praktyk biznesowych,

które wymagają dostosowania podejścia do efektywnego zarządzania w różnych krajach europejskich. Z tego względu bezpośrednia konkurencja w stosunku do polskiego rynku fuzji i przejęć znajduje się w krajach Europy Środkowej i Centralnej.

W całym regionie wschodzącej Europy, która w raporcie CMS obejmuje 12 państw (Bosnia i Hercegowina, Bułgaria, Chorwacja, Czechy, Węgry, Polska, Rumunia, Rosja, Serbia, Słowacja, Słowenia, Ukraina, z pominięciem Turcji), wartość transakcji fuzji i przejęć osiągnęła historyczne rekordy w 2011 roku. Liczba transakcji wyniosła blisko 3 800 transakcji o wartości ponad 150 miliardów euro. W roku 2012 aktywność na rynku zmniejszyła się o ok. 40% – wartość sfinalizowanych transakcji fuzji i przejęć wyniosła 121 mld euro, a liczba transakcji zmalała do 2265. Ponadto wartość ogłoszonych transakcji w 2012 roku powyżej progu 1 miliarda euro zanotowała 19% spadek w porównaniu do roku poprzedniego.



Rysunek 4. Transakcje fuzji i przejęć w Europie Wschodzącej w latach 2009–2012

Źródło: opracowanie na podstawie raportu Emerging Europe M&A 2012, CMS oraz DealWatch.

W 2012 roku największa aktywność inwestorów miała miejsce w sektorze produkcji przemysłowej, który stanowił około 18% wszystkich transakcji w regionie Europy Środkowej i Wschodniej. Górnictwo (w tym ropy i gazu) było wiodącym sektorem pod względem wartości transakcji, która wyniosła ponad 58 mld EUR. Związane to było z nabyciem przez Rosneft firmy TNK-BP, co było największą w historii Rosji transakcją przejęcia i stanowiło ponad jedną trzecią całkowitej wartości transakcji tego regionu w 2012 roku. Miało to bezpośredni wpływ na uzyskanie przez Rosję 82% udziału całkowitej wartości transakcji przeprowadzonych w Europie Środkowej i Wschodniej oraz około 39% wszystkich transakcji w regionie. Polska zajęła drugie miejsce z 15% udziałem w liczbie transakcji i 7% udziałem w całkowitej wartości transakcji w regionie. Na podstawie wstępnych danych za rok 2013 można wskazać, że największą transakcją w Polsce było przejęcie przez Cyfrowy Polsat SA spółki Metelem Holding Company Limited (6,2 mld zł) (Karnaszewski 2014).

Tabela 2

Liczba transakcji według sektorów w Europie Środkowej i Wschodniej w 2012 roku

Sektor	Liczba transakcji według sektorów	Udział sektorów w całkowitej wartości transakcji (%)
Produkcja	395	17,4
Usługi	380	16,8
Finanse i ubezpieczenia	275	12,1
Sprzedaż detaliczna i hurtowa	212	9,4
Górnictwo i wydobywanie odkrywkowe	185	8,2
Technologia, media i telekomunikacja	182	8,0
Hotelarstwo i gastronomia	159	7,0
Usługi komunalne	130	5,7
Transport i składowanie	114	5,0
Budownictwo	88	3,9
Rolnictwo, leśnictwo i rybołówstwo	73	3,2
Inne	72	3,2
Razem	2265	100,0

Źródło: opracowanie na podstawie raportu Emerging Europe M&A 2012, CMS oraz DealWatch.

2. Perspektywy rozwoju rynku M&A

Rozwój rynku, w tym fuzji i przejęć, nie jest procesem ciągłym. Podobnie polski rynek stoi przed dalszymi wyzwaniami (Mika, Frejtag-Mika 2012). Na koniec 2013 roku krajowy rynek nie osiągnął jeszcze historycznych szczytów z 2010 roku pod względem ilości zawartych transakcji i 2011 roku pod względem łącznej wartości zawartych transakcji. Poza zjawiskami i procesami, które dotyczą całej gospodarki i wpływają na pozycję konkurencyjną danego kraju, istnieją także czynniki związane typowo z rozwojem rynku fuzji i przejęć. Zanim oba czynniki zostaną scharakteryzowane, warto przedstawić najważniejsze motywy fuzji i przejęć, gdyż stanowią one wstęp i pierwszą fazę do dokonywanych transakcji.

2.1. Motywy fuzji i przejęć

Liczba oraz różnorodność transakcji dokonywanych każdego roku na świecie oraz na rynku polskim powoduje trudności w jednoznacznym sklasyfikowaniu motywów podejmowanych fuzji i przejęć. Za każdą transakcją kryje się motyw lub ich wiązka zarówno dla strony sprzedającej, jak i kupującej. Różnorodność motywów po stronie kupującego jest zdecydowanie większa niż po stronie sprzedającego. Poniżej przedstawiono klasyfikację typowych i najczęściej obserwowanych motywów fuzji i przejęć w rozróżnieniu dla dwóch stron transakcji. Najczęściej występujące motywy fuzji i przejęć po stronie kupującego zostały wskazane w tabeli 3.

Tabela 3

Motywy fuzji i przejęć po stronie kupującego

<p>Motywy rynkowe i marketingowe:</p> <ul style="list-style-type: none"> – zwiększenie udziału w rynku, – zwiększenie łańcucha wartości dodanej, – wyeliminowanie lub ograniczenie konkurencji, – komplementarność produktów i/lub rynków, – dywersyfikacja ryzyka działalności, – wejście w nowe obszary działalności. 	<p>Motywy techniczne i operacyjne:</p> <ul style="list-style-type: none"> – zwiększenie efektywności zarządzania, – pozyskanie bardziej efektywnego kierownictwa, – usunięcie nieefektywnego kierownictwa, – synergia operacyjna, – korzyści skali, – komplementarność zasobów oraz umiejętności, – ograniczenie kosztów, – korzyści integracji technicznej.
<p>Motywy finansowe:</p> <ul style="list-style-type: none"> – wykorzystanie posiadanej nadwyżki finansowej, – zwiększenie zdolności do zadłużenia, – przejęcie gotówki, – obniżenie kosztu kapitału, – korzyści podatkowe, – niedoszacowanie wartości nabywanej, firmy. 	<p>Motywy menedżerskie:</p> <ul style="list-style-type: none"> – wzrost prestiżu i władzy, – zmniejszenie ryzyka zarządzania, – zwiększenie swobody działania, – wzrost wynagrodzeń kierownictwa.

Źródło: opracowanie własne na podstawie Frąckowiak (1998).

Wśród najczęściej spotykanych motywów sprzedaży podmiotów należy wymienić (Helin, Zorde, Bernaziuk, Kowalski 2012):

- koncentrację na działalności podstawowej spowodowanej m.in. zmianą strategii działania lub wymuszoną restrukturyzacją,
- prywatyzację,
- wymogi prawne, np. zbycie części przedsiębiorstwa lub spółki zależnej na skutek decyzji organów antymonopolowych,
- finansowanie innych części przedsiębiorstwa lub projektów inwestycyjnych,
- wycofywanie z aktywnej działalności dotychczasowych właścicieli, np. wskutek przejścia w stan spoczynku,
- nieporozumienia wśród udziałowców i brak możliwości dalszej współpracy,
- oportunizm, rozumiany jako zdolność do akceptacji odpowiedniej oferty przy braku innych motywów do zbycia funkcjonującego przedsiębiorstwa.

2.2. Szanse i zagrożenia wzrostu rynku

Utrzymanie dotychczasowego dynamicznego rozwoju może przyczynić się do umocnienia roli polskiego rynku w Europie Środkowo-Wschodniej. Poza procesami mającymi miejsce na rynku oraz działaniami z nim powiązаныmi istotne znaczenie ma sytuacja na pozostałych rynkach fuzji i przejęć w regionie, a także sytuacja na rynkach globalnych. Z drugiej strony, zrealizowanie określonego ryzyka, pogorszenie atrakcyjności rynku oraz odpływ inwestorów może bezpośrednio przyczynić się do zmniejszenia rynku pod względem ilości i wartości zawieranych transakcji.

Rozwój rynku fuzji i przejęć w Polsce można rozpatrywać w dwojaki sposób. Pierwszym jest kompleksowe spojrzenie na procesy łączenia i/lub przejmowania firm związane z wielkością i stabilnością gospodarki, a przez to podmiotów gospodarczych w niej działających, a także atrakcyjność Polski na arenie międzynarodowej. Wskazane aspekty są mierzalne przez szereg różnorodnych wskaźników typu wielkość PKB i PKB *per capita*, tempo wzrostu gospodarczego, wszelkie pozycje w rankingach międzynarodowej konkurencyjności typu Doing Business czy Competitiveness Index, oceny Polski przez agencje ratingowe, ilość polskich przedsiębiorstw na liście Global 2000 itp. Drugim aspektem są czynniki ściśle związane z funkcjonowaniem rynku fuzji i przejęć, w tym rynku kapitałowego. Dotyczy to poprawy warunków w zakresie ochrony inwestorów zarówno zagranicznych, jak i krajowych oraz lepsze i bardziej klarowne dla wszystkich partnerów w transakcjach zasady oraz normy odnoszące się do ładu korporacyjnego. Budowę silnej pozycji w regionie rynku kapitałowego rozpatrywanego na wielu płaszczyznach, m.in. jako rynku zdolnego do przyciągnięcia nowych przedsiębiorstw (IPO) z kraju i zagranicy, nowoczesnego systemu transakcyjnego, szybkiego i efektywnego systemu nadzoru itp. Służy temu nowa strategia Giełdy Papierów Wartościowych na lata 2014–2020, w której najważniejszym celem jest budowa w Warszawie międzynarodowego centrum kapitałowego, tzw. „Warsaw Capital City” (Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie 2014). Nie mniej istotne są uwarunkowania prawne dotyczące rynku fuzji i przejęć. Dotyczy to m.in. ochrony inwestorów mniejszościowych i indywidualnych czy przejrzystych przepisów odnoszących się do przejmowania spółek publicznych. W końcu ważne jest promowanie ładu korporacyjnego oraz dobrych praktyk na rynku spółek, zwiększające się w celu większej przejrzystości i wiarygodności całego rynku.

2.3. Możliwe trendy na rynku

Pod względem ilości i wielkości transakcji rozwój polskiego rynku fuzji i przejęć jest zbliżony do napływu bezpośrednich inwestycji zagranicznych. Nie jest to proces ciągłego przyrostu ilościowego, natomiast widoczne są wyraźne wzrosty i spadki w zależności od aktualnej fazy cyklu. Istnieje kilka przesłanek, które pozwalają na wskazanie możliwych trendów na analizowanym rynku.

Należy do nich z pewnością zakończenie procesów prywatyzacji. Skarb Państwa należał do głównych podmiotów zapewniających podaż na rynku fuzji i przejęć. Od 1990 roku, czyli od rozpoczęcia procesów prywatyzacyjnych do końca roku 2013 przemianom właścicielskim zostało poddanych 6000 podmiotów gospodarczych, które funkcjonowały pierwotnie jako przedsiębiorstwa państwowe. 2308 przedsiębiorstw zostało sprywatyzowanych metodą bezpośrednią, czyli poprzez sprzedaż, wniesienie do spółki lub oddanie przedsiębiorstwa do odpłatnego korzystania. Natomiast 538 podmiotów zostało sprywatyzowanych metodą pośrednią, czyli poprzez zbycie akcji lub udziałów należących do Skarbu Państwa. W planie na lata 2012–2013, który obowiązuje także w roku 2014, przeznaczonych do zbycia było

300 podmiotów gospodarczych. Biorąc pod uwagę plany prywatyzacyjne rządu, przychody w 2014 roku szacowane są na poziomie 3,7 mld zł. Jednakże 1,2 mld zł będzie pochodzić z prywatyzacji bezpośredniej, a pozostała część z transakcji giełdowych. Innymi słowy, w porównaniu do poprzednich lat jest to tendencja malejąca, a proces prywatyzacji jest na etapie końcowym. W gestii Skarbu Państwa na podstawie strategii rządowych oraz innych przepisów, które zgodnie z aktualnym stanem prawnym uniemożliwiają lub ograniczają możliwość zbywania akcji lub udziałów, ma pozostać około 50 spółek. Dotyczy to głównie spółek o szczególnym znaczeniu dla gospodarki państwa (Plan prywatyzacji na lata 2012–2013).

Podaż spółek na rynku fuzji i przejęć mogą zapewnić podmioty należące do grupy jednostek samorządu terytorialnego, które także będą przeprowadzać procesy prywatyzacyjne. Przykładowo, na koniec 2012 roku spośród 466 koncesjonowanych przedsiębiorstw na rynku ciepłowniczym, do jednostek samorządu terytorialnego w dalszym ciągu należało 207 podmiotów. Kolejne 55 podmiotów posiada strukturę mieszaną, z przewagą sektora publicznego nad prywatnym (Energetyka ciepła w liczbach 2012). Spośród 16 miast wojewódzkich procesy prywatyzacji spółek ciepłowniczych mają miejsce w dwóch – w Białymstoku i Opolu. Z punktu widzenia poszczególnych jednostek samorządu terytorialnego, miasto Warszawa posiada kontrolę nad 18 spółkami jednoosobowymi oraz jedną spółką z większościowym udziałem miasta (Miasto Stołeczne Warszawa – Biuletyn informacji publicznej 2014). Własnością miasta mają pozostać podmioty, które realizują zadania własne gminy. Pozostałe zostały lub mają zostać objęte procesami prywatyzacyjnymi.

Kolejnym istotnym źródłem będzie podaż firm rodzinnych, w których zbliża się zmiana pokoleniowa w przedsiębiorstwach założonych na początku transformacji gospodarczej. Posiadając około 10% udział w PKB oraz zatrudnienie w sektorze MSP dla co piątego pracownika, stanowią istotną część rynku. Na podstawie badań przeprowadzonych przez PARP na podstawie próby badawczej obejmującej 1610 podmiotów, 2/3 przedsiębiorców deklaruje chęć przekazania władzy swoim następcom (Kowalewska 2009). Możliwość taka zostanie zrealizowana tylko w części z nich. Pozostałe przedsiębiorstwa zostaną albo zlikwidowane, albo sprzedane, co oznacza zapewnienie dodatkowej aktywności na rynku fuzji i przejęć. Zjawisko to może dotyczyć ok 70% przedsiębiorstw rodzinnych (Szczepkowska 2011).

Planowany wzrost zainteresowania ze strony funduszy może nastąpić w branżach związanych z ochroną zdrowia, projektami infrastrukturalnymi, sieciami handlowymi oraz technologiami i innowacjami. Według raportu opublikowanego przez firmę konsultingową EY we wrześniu 2013 roku (Groh, Liechtenstein, Lieser 2013) Polska zanotowała najwyższe miejsce wśród krajów Europy Środkowej i Wschodniej pod względem aktywności dla funduszy Venture Capital i Private Equity, co jest związane ze stabilnością polskiej gospodarki oraz postrzeganiem kraju jako rynku z dużym potencjałem.

Wskazane czynniki mogą przyczynić się do dalszej konsolidacji w wybranych branżach. Ponadto do procesów zwiększających koniunkturę na rynku i prawdopodobnie faktyczną ilość transakcji M&A na rynku polskim w perspektywie krótkoterminowej należy zaliczyć:

poprawiającą się koniunkturę w polskiej gospodarce oraz pojawiające się symptomy poprawy w gospodarce europejskiej i światowej czy poprawa pozycji w międzynarodowych rankingach konkurencyjności. Wzrost gospodarczy z reguły stanowi zapowiedź zwiększonej ilości fuzji i przejęć na rynku.

Uwagi końcowe

W artykule przybliżono charakterystykę polskiego rynku fuzji i przejęć pod względem jego rozwoju w ujęciu historycznym, a także pod względem ilości oraz wielkości dokonywanych transakcji. Zachodzące w gospodarce zmiany, m.in. zmiana własności podmiotów gospodarczych z dominacji państwowej na prywatną czy obecność i istotny udział inwestorów zagranicznych, wpłynęły bezpośrednio na ukształtowanie się aktywnego rynku fuzji i przejęć. Systematyczny rozwój funkcjonującego od 1989 roku rynku, pozwolił na osiągnięcie historycznych wyników w 2011 roku, kiedy wartość rynku przekroczyła 15 mld dolarów. Pozwoliło to na uzyskanie znaczącej roli w regionie Europy Środkowo-Wschodniej, gdzie udział rynku polskiego ustępuje jedynie rynkowi rosyjskiemu.

Permanentną cechą rynku fuzji i przejęć jest znacząca fluktuacja o szerokim zakresie wahań. Związane jest to z szeregiem czynników, począwszy od makroekonomicznych, poprzez sytuację w danej branży, kończąc na uwarunkowaniach prawnych i politycznych. Powoduje to, że rynek nie rozwija się w sposób liniowy. Istnieją natomiast przesłanki w postaci prognozowanej poprawy koniunktury gospodarczej w Polsce i na świecie, dalszego rozwoju rynku kapitałowego z wiodącą w regionie rolą Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie do wzrostu rynku pod względem ilości i wielkości transakcji w stosunku do roku 2013.

Literatura

- Biuletyn informacji publicznej* (2014), Miasto Stołeczne Warszawa, bip.warszawa.pl.
- Cartwright S., Schoenberg R. (2006), *30 years of mergers and acquisitions research: recent advances and future opportunities*, „British Journal of Management”, vol. 17, issue S1.
- Energetyka Ciepła w liczbach – 2012* (2013), Urząd Regulacji Energetyki, Warszawa.
- Frąckowiak W. (1998), *Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw*, Warszawa.
- Groh A., Liechtenstein H., Lieser K. (2013), *The Venture Capital and Private Equity Country Attractiveness Index*, IESE Business School – University of Navarra.
- Haleblian J., Devers C., McNamara G., Carpenter M., Davison R. (2009), *Taking stock of what we know about mergers and acquisitions*, „Journal of Management”.
- Helin A., Zorde K., Bernaziuk A., Kowalski R. (2012), *Fuzje i przejęcia spółek kapitałowych. Zagadnienia rachunkowe i podatkowe*, Warszawa.
- Karnaszewski P. (2014), *Ranking największych przejęć 2013*, „Forbes”, nr 2.
- Kierunki prywatyzacji majątku Skarbu Państwa w 2014 r.* (2013), Ministerstwo Skarbu Państwa, Warszawa.
- Kowalewska A. (2009), *Firmy rodzinne w polskiej gospodarce – szanse i wyzwania*, Polska Agencja Rozwoju Przedsiębiorczości, Warszawa.
- Mika T., Frejtag-Mika E. (2012), *Fuzje i przejęcia w warunkach liberalnej gospodarki*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia nr 51, Szczecin.

- Przekształcenia własnościowe przedsiębiorstw państwowych* (2014), Ministerstwo Skarbu Państwa, prywatyzacja. msp.gov.pl/pr/przekształcenia-wlasno/27676,Przekształcenia-wlasnosciowe-przedsiębiorstw-panstwowych.html.
- Ranking Największych przejęć 2011 r.*, „Forbes”, www.forbes.pl/rankingi/najwieksze-przejecia-2011,23715,1 (31.03.2014).
- Ranking Największych przejęć 2012 r.*, „Forbes”, www.forbes.pl/najwieksze-przejecia-w-polsce-2012-ranking-najwiekszych-przejec-2012,ranking,139525,1,1.html (31.03.2014).
- Statistics* (2014), Institute of Mergers, Acquisitions and Alliances, www.imaa-institute.org/statistics-mergers-acquisitions.html.
- Strategia Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie na lata 2014–2020* (2014), Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, Warszawa.
- Szczepkowska M. (2011), *Proces sukcesji w polskich firmach rodzinnych*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania nr 31.
- World Economic Outlook Database October 2013* (2014), Międzynarodowy Fundusz Walutowy, www.imf.org/external/data.htm.

CHARACTERISTICS OF THE POLISH MARKET OF MERGERS AND ACQUISITIONS AND PROSPECTS OF ITS DEVELOPMENT

Abstract: Most of transactions of mergers and acquisitions do not bring expected results to the buyers. Taking into account worldwide the value and an number of transactions, which is about 45,000 deals per year with USD 2.5 trillion, market of mergers and acquisition is an important part of the global economy. This paper reviews the Polish market of mergers and acquisitions. The first part of the article describes the development of the Polish market of mergers and acquisitions in the period of 1989–2013. The analysis presets both the number and the value of transactions. In addition, market participants of Polish mergers and acquisitions were indicated as well as the competitive environment in relation to the Polish market. The second part of the article indicates the prospects of its development and possible trends in the coming years. After the presentation of the motives that guide the seller and the buyer in the process of mergers and acquisitions. Finally, expected market trends have been presented.

Keywords: mergers, acquisitions, capital markets, the Economy of Poland

Cytowanie

- Bącal G., Bem J. (2014), *Charakterystyka polskiego rynku fuzji i przejęć oraz perspektywy jego rozwoju*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 804, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” nr 67, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin, s. 725–737; www.wneiz.pl/frfu.

