

Uniwersytet Warszawski
Wydział Zarządzania

Kamil Różański
Nr albumu: 336055

Rozwój przedsiębiorstwa poprzez akwizycję na przykładzie PKP Cargo

Praca magisterska
na kierunku Zarządzanie
w zakresie Doradztwo Organizacyjne

Praca wykonana pod kierunkiem
dr hab. Jacka Pasiecznego
Zakład Innowacji Organizacyjnych i Przedsiębiorczości
Katedra Teorii Organizacji

Warszawa, Maj 2016

Oświadczenie kierującego pracą

Oświadczam, że niniejsza praca została przygotowana pod moim kierunkiem i stwierdzam, że spełnia ona warunki do przedstawienia jej w postępowaniu o nadanie tytułu zawodowego.

Data

Podpis kierującego pracą

Oświadczenie autora (autorów) pracy

Świadom odpowiedzialności prawnej oświadczam, że niniejsza praca dyplomowa została napisana przeze mnie samodzielnie i nie zawiera treści uzyskanych w sposób niezgodny z obowiązującymi przepisami.

Oświadczam również, że przedstawiona praca nie była wcześniej przedmiotem procedur związanych z uzyskaniem tytułu zawodowego w wyższej uczelni.

Oświadczam ponadto, że niniejsza wersja pracy jest identyczna z załączoną wersją elektroniczną.

Data

Podpis autora (autorów) pracy

Streszczenie

Niniejsza praca porusza problematykę rozwoju przedsiębiorstwa poprzez akwizycję na przykładzie PKP Cargo. Przedstawia podstawowe zagadnienia dotyczące tego zakresu wiedzy i perspektyw dla tej metody wzrostu w Polsce i na świecie. Omawia takie kwestie jak pojęcie fuzji i przejęć, ich motywy, a także rodzaje. Zajmuje się także metodologicznymi aspektami transakcji fuzji i przejęć, by na koniec omówić przypadek przejęcia Advanced World Transport przez spółkę PKP Cargo. Praca zawiera charakterystykę obydwu przedsiębiorstw, jej założenia i cele, ale także faktyczny przebieg procesu nabywania przedsiębiorstwa oraz pierwsze efekty transakcji.

Słowa kluczowe

przejęcie, transport, przedsiębiorstwo, restrukturyzacja

Dziedzina pracy (kody wg programu Socrates-Erasmus)

04700 Marketing i zarządzanie

Tytuł pracy w języku angielskim

Company's growth by acquisition on an example of PKP Cargo

Spis treści

Tytuł: Rozwój przedsiębiorstwa poprzez akwizycję na przykładzie PKP Cargo

Wstęp	5
Rozdział I: Podstawy fuzji i przejęć przedsiębiorstw	
1.1 Pojęcia fuzji i przejęcia.....	7
1.2 Motywy fuzji i przejęć.....	8
1.3 Rodzaje fuzji i przejęć.....	18
1.4 Schemat transakcji nabycia przedsiębiorstwa.....	21
1.5 Rozwój fuzji i przejęć w Polsce i na świecie	25
Rozdział II: Metodologiczne aspekty fuzji i przejęć przedsiębiorstw	
2.1 Analiza przedsiębiorstwa jako kandydata do fuzji lub przejęcia.....	28
2.2 Analiza opłacalności transakcji.....	37
2.3 Formy prawne w Polsce w kontekście fuzji i przejęć.....	44
2.4 Integracja przedsiębiorstw.....	50
Rozdział III: Przejęcie AWT przez PKP Cargo	
3.1 PKP Cargo S.A. - charakterystyka przedsiębiorstwa.....	58
3.2 AWT - Advanced World Transport - charakterystyka przedsiębiorstwa.....	65
3.3 Oczekiwane korzyści i synergie płynące z przejęcia.....	69
3.4 Podstawowe założenia transakcji przejęcia.....	76
3.5 Pierwsze efekty, wnioski i perspektywy.....	78
Zakończenie	81
Bibliografia	83
Spis tabel, rysunków i wykresów	86

Wstęp

Przejęcie przedsiębiorstw to metoda wzrostu firmy, alternatywna dla naturalnego rozwoju, która wymaga podejmowania bardzo złożonych decyzji dotyczących podstawowych dla biznesu kwestii. Brak jest niepodważalnych dowodów na pozytywne oddziaływanie fuzji i przejęć na wynik finansowy przedsiębiorstw i nie ma żadnej gwarancji, że wpłynie ona w dobry sposób na kondycję firmy. Mimo to, jest to opcja coraz częściej wybierana, jako wysoko efektywna dla zwiększania szybkości wzrostu przedsiębiorstwa. Nie istnieje podmiot mający wiedzę na każdy temat i dysponujący wszystkimi zasobami czy technologią. Dzięki przejęciu przedsiębiorstwo jest w stanie do tych niezbędnych dla siebie zasobów dotrzeć i przy okazji zwiększyć swój udział w rynku. Umożliwia to wykorzystania dźwigni, która może dać mu większe fundusze od kredytodawców. Mówiąc o tym procesie mówimy o skomplikowanych kwestiach prawnych, finansowych, podatkowych, ale również o zarządzaniu zasobami ludzkimi czy rachunkowości. Wszystkie te elementy działania przedsiębiorstwa odgrywają znaczącą rolę w dążeniu do celu transakcji przejęcia, mianowicie tworzeniu korzyści ekonomicznych dla łączących się firm.

W ostatnich latach wzmożona aktywność w dziedzinie fuzji i przejęć w gospodarce światowej pojawia się falami. W literaturze można spotkać się z dwiema szkołami, które próbują to zjawisko wyjaśnić. Pierwsza z nich zakłada, że fala wzmacnia się, gdy rynki reagują na 'szok' w swoim środowisku, np. pojawienie się nowych technologii, takich jak internet, kanałów dystrybucyjnych czy substytutów. Długość i wysokość fali zależy od tego jak wielu dziedzin dotyczy pojawiający się bodziec.¹

Druga szkoła, nazywana behawioralną, zakłada, że falę powodują menedżerowie, którzy używają przeszacowanych udziałów, aby zostać udziałowcem w niżej wycenianych firmach. Przewidywanie pojawienia się tych fal może być kluczowe, ponieważ podmioty uczestniczące w nich od początku odnoszą dużo więcej korzyści niż te, które dołączają do nich po pierwszych sukcesach poprzedników.²

Przeprowadzenie transakcji przejęcia nie jest łatwe biorąc pod uwagę zarówno przeprowadzenie tej operacji pod względem trudności połączenia wszystkich mechanizmów działania przedsiębiorstw. Należy wziąć pod uwagę trudność scalenia często odmiennych kultur korporacyjnych obowiązujących w przedsiębiorstwach, w ramach, których próbuje się przeprowadzić tę operację.

¹ W. Frąckowiak, *Fuzje i przejęcia*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2009, s. 31

² J. C. Hooke, *Fuzje i przejęcia. Jak skutecznie przeprowadzić transakcję M&A*. Wyd. K.E. Liber, Warszawa 1998, s. 47

Celem mojej pracy jest przedstawienie transakcji przejęcia Grupy AWT przez spółkę PKP Cargo, a także pokazanie jej wpływu na sytuację przedsiębiorstwa na rynku transportowo - logistycznym.

Rozdział pierwszy poświęcony opisowi podstawowych zagadnień i motywów kierujących przedsiębiorstwami planującymi taką operację i perspektywach dla tej metody wzrostu w Polsce i na świecie. Omówione w nim takie zagadnienia jak pojęcie fuzji i przejęć, ich motywy, rodzaje, a także schemat transakcji nabycia przedsiębiorstwa, oraz perspektywy rozwoju fuzji i przejęć w Polsce i na świecie.

W drugim rozdziale zajmę się metodologicznymi aspektami transakcji fuzji i przejęć. Wezmę pod uwagę, jakie czynniki należy rozpatrywać przy dokonywaniu analizy przedsiębiorstwa, które jest kandydatem do wzięcia udziału w procesie fuzji. Rozważyć tu należy zarówno kwestie czysto prawne i finansowe, które w największym stopniu wpływają na opłacalność operacji i sprostają oczekiwaniom, które powstały przy jej planowaniu. Ważną kwestią jest również to jak dane przedsiębiorstwo integrować już po dokonaniu zasadniczej części operacji, tak, aby nie odbiło się to na jego kondycji i finansach.

Trzeci rozdział zawiera case study realnej transakcji, w której to polska spółka z branży transportowo – logistycznej, PKP Cargo, przejmuje czeską grupę AWT. Ta część pracy omawia charakterystykę obydwu przedsiębiorstw, jej założenia i cele, ale także faktyczny przebieg procesu nabywania przedsiębiorstwa. Ostatni fragment tego rozdziału skupia się na pierwszych efektach nabycia, a także zarysowuje perspektywy, jakie stoją przed spółką PKP Cargo w najbliższym czasie.

Zasięg dziedziny fuzji i przejęć jest bardzo szeroki, obejmuje praktycznie branżę oraz dotyczy firm każdej wielkości. Łączenie się firm lub kupowanie ich jest ciekawą alternatywą dla naturalnego rozwoju, mimo że ryzyko jest duże, a gwarancji na powodzenie operacji nie ma. Niektórzy eksperci uważają, że fuzja lub przejęcie jest mniej ryzykowna niż nowa inwestycja, ponieważ są w stanie finansować się same. Wśród wielu transakcji, łatwo znaleźć zarówno takie, które okazały się dużym sukcesem, jak i zakończone porażką. Jest to spowodowane tym, że fuzje i przejęcia stały się metodą bardzo popularną i wśród tysięcy transakcji łatwo znaleźć przykłady przynoszące zupełnie odmienne rezultaty. Aby w trakcie operacji ograniczyć to ryzyko, choć w małym stopniu należy otoczyć się fachowym zespołem złożonym z osób kompetentnych w każdej dziedzinie, zespołem prawników, księgowych, analityków czy często nawet specjalistów od ochrony środowiska. Nie daje to gwarancji sprawnie działającego przedsiębiorstwa po transakcji, ale w niedużym stopniu zmniejsza to ogromne ryzyko, które niesie ze sobą owa operacja. Nowoczesne przedsiębiorstwo powinno być zawsze gotowe na przeprowadzenie transakcji fuzji lub przejęcia, ponieważ w innym

wypadku to ono może stać się celem innej firmy, która w swojej strategii rozwoju zawrze plany włączenia owego przedsiębiorstwa w swoje struktury.

Rozdział I: Podstawy fuzji i przejęć przedsiębiorstw

1.1 Pojęcia fuzji i przejęcia

W celu ustalenia definicji fuzji i przejęć należy wyjść z założenia, że jest to metoda wzrostu zewnętrznego przedsiębiorstwa. Należy jednak wziąć pod uwagę fakt, że wielość i różnorodność definicji dotyczących tego zagadnienia wynika głównie z tego, że dotyczy ono wielu aspektów działania przedsiębiorstwa, a definicja zależy od kąta spojrzenia na to zjawisko (np. aspekt prawny lub finansowy).

Tabela 1.1 Wybrane definicje

Autor	Definicja
W. Kopaliński	Słownikowa definicja: „połączenie się, zjednoczenie się, zlanie stronnictw, przedsiębiorstw, spółek akcyjnych itd.” ³
P.A. Gaughan	Autor określa fuzję, jako kombinację dwóch przedsiębiorstw, z których tylko jedno funkcjonuje dalej, a drugie przestaje egzystować, jako takie. ⁴
D. Depamphilis	Do fuzji dochodzi, kiedy jedno przedsiębiorstwo staje się zależne w sposób prawny od drugiego. ⁵
S. Sudarsanam	Fuzja ma miejsce, kiedy dwa lub więcej przedsiębiorstw łączą swoje siły w celu osiągnięcia wspólnych celów, a oba przedsiębiorstwa mają podobny wpływ na działania nowego tworu. ⁶

³ W. Kopaliński, *Podręczny słownik wyrazów obcych*, WP, Warszawa 1996, s. 282

⁴ P.A. Gaughan, *Mergers, acquisitions, and corporate restructurings*, John Wiley & Sons, Inc., New York 2002, s. 23

⁵ D. Depamphilis, *Mergers, Acquisitions, and other Restructuring Activities. An Integrated Approach to Process, Tools, Cases, and Solutions*, Academic Press, London 2001, s. 5

⁶ S. Sudarsanam, *Fuzje i przejęcia*, WIG-Press, Warszawa 1998, s. 2

Sherman & Hart	Fuzja to kombinacja dwóch lub więcej przedsiębiorstw, w której jedna (nabywca) z firm przejmuje aktywa i pasywa drugiej (sprzedawanej). ⁷
R. Sasiak	Fuzja kapitałowa to pojęcie, które określa transakcję, w której dochodzi do przejścia kontroli nad spółką akcyjną dzięki zakupowi wystarczająco wysokiej liczby akcji spółki. ⁸

Źródło: Opracowanie własne.

Powyższa tabela pokazuje jak duża jest różnorodność pojęcia fuzji i przejęć. Autorzy różnie interpretują to zjawisko, zależnie od warunków, w jakich dochodzi do transakcji, jej celów, założeń, a także przebiegu jej wdrażania.

1.2 Motywy fuzji i przejęć

Głównym celem fuzji i przejęć jest doprowadzenie do wzrostu wartości podmiotów, które się łączą. Motywacje firm, które dążą do takiej transakcji można podzielić na cztery grupy⁹:

- techniczne i operacyjne
- rynkowe i marketingowe
- finansowe
- menedżerskie.

Tabela 1.2 Motywy kupujących w procesie fuzji i przejęć.

Grupy motywów	Motywy specyficzne
Motywy techniczne i operacyjne	Zwiększenie efektywności zarządzania: - pozyskanie bardziej efektywnego kierownictwa; - eliminacja nieefektywnego kierownictwa; Synergia operacyjna: - korzyści skali; - komplementarność zasobów i umiejętności; - ograniczenie kosztów transakcyjnych; - korzyści integracji technicznej.
Motywy rynkowe i marketingowe	Zwiększenie udziału w rynku; Zwiększenie wartości dodanej; Wyeliminowanie konkurencji; Komplementarność produktów (rynków);

⁷ A. Sherman i M. Hart, *Mergers and acquisitions from A to Z*, Amacom, 2010, s. 11

⁸ R. Sasiak *Fuzje i przejęcia spółek publicznych*, Kantor Wydawniczy Zakamycze, Kraków 2000, s. 27

⁹ W. Frąckowiak, *Fuzje i przejęcia*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2009, s. 22

	Dywersyfikacja ryzyka działalności; Wejście w nowe obszary działalności.
Motywy finansowe	Wykorzystanie nadmiernych funduszy; Zwiększenie zdolności do zadłużenia; Przejęcie gotówki; Obniżenie kosztu kapitału; Korzyści podatkowe; Niedoszacowanie wartości nabywanej firmy.
Motywy menedżerskie	Wzrost wynagrodzeń kierownictwa; Wzrost prestiżu i władzy; Zmniejszenie ryzyka zarządzania; Zwiększenie swobody działania.

Źródło: W. Frąckowiak, *Fuzje i przejęcia*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2009, s.32

Motywy techniczne i operacyjne są najczęstszym motywem fuzji i przejęć. Taka transakcja może umożliwić kupującemu działania naprawcze czy restrukturyzacyjne, które mogą poprawić sytuację w przedsiębiorstwie poprzez np. zastosowanie rozwiązań, które sprawdziły się w nabywanej firmie.¹⁰ Fuzja lub przejęcie może wywołać zmianę strategii przedsiębiorstwa, zmianę priorytetów czy też wprowadzenie nowych produktów. Poprawa rentowności firmy, może wynikać również z rezygnacji z marginalnych dziedzin działalności firmy, a koncentracji na bardziej kluczowych dla jej funkcjonowania aspektach. Duży wpływ na decyzje o fuzji lub przejęciu może mieć chęć pozyskania kadry zarządzającej, która zwiększy dotychczasowe możliwości działania przedsiębiorstwa, dobrze wykwalifikowany personel jest wszakże dobrem rzadkim, a restrukturyzacja pozwala na pozbycie się z firmy nieefektywnie działającej kadry, a tym samym na względnie szybką poprawę efektywności zarządzania i wzrost wartości.

Założenie, że ‘kombinacja części składowych daje więcej niż ich proste sumowanie’ odnosi się do pojęcia synergii ($2+2=5$). Bardzo często w ramach owego zjawiska dochodzi do widocznego zmniejszenia kosztów działalności operacyjnej czy też innych korzyści operacyjnych, które do tej pory nie były dostępne dla przedsiębiorstwa. Synergię operacyjną można osiągnąć szczególnie przez:

- a) korzyści skali;
- b) komplementarność zasobów i umiejętności;

¹⁰ A. Sherman I M. Hart, *Mergers and acquisitions from A to Z*, Amacom, 2010, s. 15

- c) ograniczenie kosztów transakcyjnych;
- d) korzyści integracji technicznej;

Ad. a) Korzyści skali to jeden z najpoważniejszych powodów fuzji i przejęć, które wynikają z redukcji kosztów i powiększenia produkcji. Dzięki fuzjom i przejęciom nie ma konieczności zwiększania zdolności produkcyjnej przy wprowadzaniu nowych produktów lub przedłużaniu serii. Dużą zaletą jest również wzmocnienie siły negocjacyjnej, która może pojawić się wraz ze wzrostem przedsiębiorstwa i pojawieniem się efektu skali. Zakłada się, że korzyści skali pojawiają się głównie przy fuzjach i przejęciach poziomych, jednak można dostrzec także korzyści skali w wypadku innych typów połączeń przedsiębiorstw.¹¹

Ad b) Ze zjawiskiem komplementarności zasobów firm mamy do czynienia, kiedy dochodzi do połączenia dwóch spółek, a każda z nich wnosi inne zasoby i kompetencje. Często obejmuje to wymianę know-how, pomysłów na produkt, zaplecza technicznego czy finansów.

Ad. c) Ograniczenie kosztów transakcyjnych opiera się na rozwiązaniu dylematu 'make or buy?'. Dzięki fuzji lub przejęciu przedsiębiorstwo może mieć pod kontrolą rodzaj transakcji, który wcześniej odbywał się z udziałem otwartego rynku. Ponadto, integracja ułatwia również wewnętrzne procesy działania przedsiębiorstwa, takie jak na przykład zarządzanie, kontrola zaopatrzenia, produkcji. Wszystko to powinno dać efekt większej optymalizacji możliwości produkcyjnych przedsiębiorstwa.¹²

Ad. d) Korzyści integracji technicznej pojawiają się głównie wtedy, kiedy mamy do czynienia z połączeniami pionowymi, a stronami są dostawcy i odbiorcy. Połączenie jest metodą zdobycia dostaw, jeśli dostawcy zdobędą dużą siłę negocjacyjną na rynku.¹³ Połączenie sił ma znaczenie dla jakości produktu, kiedy mamy do czynienia z dopasowaniem parametrów obu stron, ze strony dostawcy są to surowce wykorzystywane do produkcji, a ze strony odbiorcy są to parametry maszyn i urządzeń.

Dywersyfikacja ryzyka działalności to motywacja wielu fuzji i przejęć, których celem jest wyjście z ram dotychczasowej działalności podstawowej. Może to być efektem chęci zmiany strategii rozwoju przedsiębiorstwa, które może chcieć nie być tak bardzo uzależnione od dotychczasowej

¹¹ H. Levy, M. Sarnat, *Principles of Financial Management*, Prentice Hall, Englewood Cliffs, 1988, s.143

¹² H. Johnson, *Fuzje i przejęcia - narzędzia podejmowania decyzji strategicznych*, K.E. Liber, Warszawa 2000, s. 28

¹³ J. C. Hooke, *Fuzje i przejęcia. Jak skutecznie przeprowadzić transakcję M&A*. Wyd. K.E. Liber, Warszawa 1998, s. 8

branży. Dzięki takiemu działaniu, ewentualny spadek przychodów z części działalności przedsiębiorstwo może zrekompensować sobie wzrostem przychodów z części pozostałej.

Typy nabywców

Każda transakcja fuzji lub przejęcia oparta jest na dokładnie przygotowanym wcześniej biznes planie, który bierze pod uwagę specyfikę przedsiębiorstw i rynku, na którym owe firmy działają. Mimo że każda z tych transakcji jest zupełnie inna i dostosowana do potrzeb stron, to w większości wypadków, nabywców da się umieścić w którejś z tych pięciu kategorii:¹⁴

- a) Oglądaczy;
- b) Rybak;
- c) Zwiększający udział rynkowy / rozszerzający linię produktową;
- d) Kupiec strategiczny;
- e) Przejęcia z dźwignią.

Pomimo odmiennej specyfiki każdej z tych grup, wszystkie one mają wciąż homogeniczny cel – zysk, który mimo różnych motywacji przedsiębiorstw jest wciąż najważniejszym spoiwem wszystkich fuzji i przejęć.

Ad. a) Za typowych oglądaczy uchodzą wielkie firmy, które domagają się prezentowania wszystkich dostępnych możliwości transakcji, które są związane z obszarem ich działalności. Oglądacze oczekują uwagi i szacunku ze strony pośredników, ponieważ ze względu na swoją wielkość są oni dla nich ważnym klientem, któremu można przy tej okazji oferować inne swoje produkty i usługi.

Menedżerowie ‘oglądaczy’ przez lata analizują wiele firmy, które biorą pod uwagę przy ewentualnej transakcji, jednak liczba transakcji, których dokonują jest relatywnie mała. Poprzez analizę zachowania innych firm ‘oglądacz’ zdobywa doświadczenie i planuje własne zachowania na rynku transakcji i dopiero kiedy spośród wielu firm znajdzie tę, która teoretycznie spełnia jego oczekiwania, decyduje się na dokonanie transakcji.

Ad. b) Rybacy’ to uczestnicy rynku fuzji i przejęć, których jest względnie wielu. Są uznawani za poszukiwaczy okazji, którzy szukają przedsiębiorstw, które są dochodowe, a jednocześnie mają niskie wskaźniki cena/zysk i cena/wartość księgowa. Jest to typ charakterystyczny dla niszowych dziedzin przemysłu o dużych wahaniami zysku. Ten typ nabywcy szuka przedsiębiorstw, które prawdopodobnie nie były atrakcyjne dla innych firm, ale wierzy, że dzięki agresywnemu zarządzaniu ich nabycie może przynieść wymierną korzyść. Z tego powodu ‘rybacy’ dużo

¹⁴ J. C. Hooke, *Fuzje i przejęcia. Jak skutecznie przeprowadzić transakcję M&A*. Wyd. K.E. Liber, Warszawa 1998, s. 36

dokładniej studiują bilans firmy – nabycie firmy, która przynosi straty może być opłacalne w sytuacji, kiedy wartość aktywów w wypadku likwidacji jest wyższa niż cena nabycia przedsiębiorstwa, dzięki czemu nabywca podejmuje większe ryzyko operacyjne, ale ryzyko finansowe jest duże mniejsze niż w innych przypadkach.¹⁵

Pomimo tych korzyści, powyższy typ nabywcy musi liczyć się z brakiem stałych zysków, wymogiem dużego wysiłku ze strony kierownictwa oraz inwestycji dużej liczby kapitału. Strategia ta jest utrudniona również ze względu na to, że obecnie utrudnione jest finansowanie długiem, a tym samym możliwości zastosowania dźwigni finansowej są ograniczone.

Ad. c) Nabywca zwiększający udział rynkowy / rozszerzający linię produktową to taki, który kupuje firmy mogące powiększyć rynek jego produktów lub rozwinąć jego asortyment. Najczęstszą motywacją takiego działania to brak konieczności rozpoczynania nowej inwestycji od nowa – zamiast tego korzysta się z gotowych rozwiązań. W wypadku tego typu nabywcy ryzyko nieudanego połączenia jest mniejsze niż w przypadku innych, ponieważ firma przejmowana jest podobna do firmy – nabywcy. Jest to rozwiązanie bardzo praktyczne, gdyż nabywca nie musi uczyć się nowych rozwiązań, a jedynie stosować własne przedsiębiorstwo, jako punkt odniesienia.

Przejmowanie konkurencji to bardzo popularna metoda powiększania udziału rynkowego lub/i rozszerzającego linię produktową, ponieważ taka transakcja nie niesie ze sobą dużego zwiększenia ryzyka operacyjnego dla nabywcy, a jednocześnie jest w stanie dać potencjalnie duże korzyści.¹⁶

Wykup konkurenta może zadziałać pozytywnie ze względu na:

” - *zmniejszenie nacisku cenowego na produkty firmy dokonującej przejęcia;*

- *zmniejszenie ogólnych kosztów niezwiązanych bezpośrednio z produkcją, takich jak wydatki na reklamę, promocję i dystrybutorów*”¹⁷

W sytuacji takich działań należy zwrócić uwagę, aby dostosowywać swoje działanie do obowiązujących uregulowań antytrustowych.

Ad. d) Głównym celem kupca strategicznego jest wejście w sektor rynku przy pomocy firmy, która już działa w jego obrębie. Głównym motywem kierującym nabywcami tego typu jest sytuacja, w której przedsiębiorstwo nisko ocenia swoje szanse na rozwój w ramach dotychczasowej działalności, a jednocześnie nie widzi możliwości inwestycji w ramach działania w swoim

¹⁵ G. van Krogh, A. Sinatra, H. Singh, *The Management of Corporate Acquisitions*, Macmillan Press, Londyn 1994, s. 48

¹⁶ Cartwright S., Cooper C.L., *Kiedy firmy łączą się lub są przejmowane*, Petit, Warszawa 2001, s. 49

¹⁷ J. C. Hooke, *Fuzje i przejęcia. Jak skutecznie przeprowadzić transakcję M&A*. Wyd. K.E. Liber, Warszawa 1998, s. 210

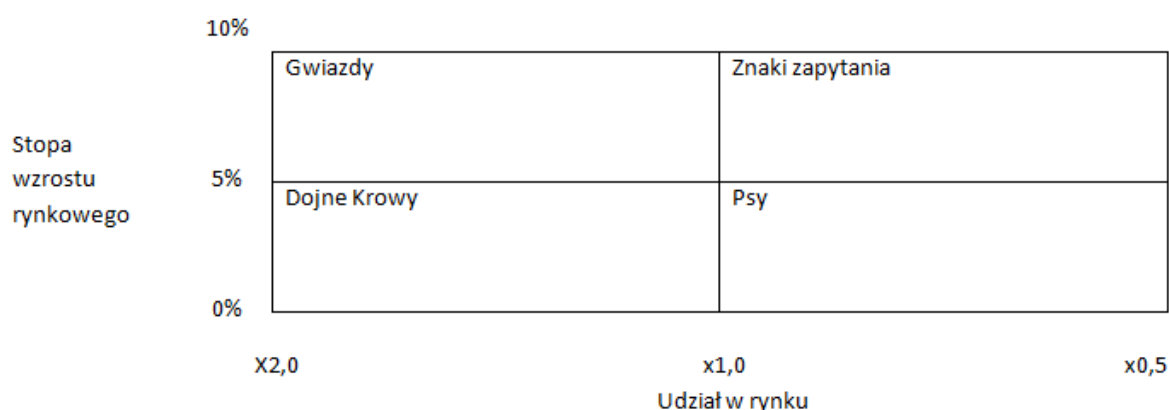
podstawowym sektorze.¹⁸ Jako konsekwencja tego dla przedsiębiorstwa pojawiają się dla kupca strategicznego dwie możliwości:

„ - może rozdysponować większe środki wśród swoich akcjonariuszy, płacąc wyższe dywidendy lub wykupując swoje akcje;

- może zainwestować w dywersyfikację swojej działalności.”¹⁹

Transakcje strategiczne łatwo wytłumaczyć za pomocą macierzy (Boston Consulting Group).

Schemat 1.1 Macierz Boston Consulting Group



Źródło: Opracowanie własne na podstawie J. C. Hooke, Fuzje i przejęcia. Jak skutecznie przeprowadzić transakcję M&A. Wyd. K.E. Liber, Warszawa 1998, s. 39

Powyższa macierz jest podsumowaniem teorii cyklu życia. Przedsiębiorstwa rozpoczynają swoją działalność, jako małe organizacje o dużym potencjale, ale większość z nich nie przetrwa na rynku.” Spowodowane to jest dużymi potrzebami kapitałowymi, które powodują ujemne przepływy pieniężne nawet w obliczu bardzo szybko rosnących przychodów. Gdy rynek działań firmy rozwija się i jej sytuacja finansowa się stabilizuje, osiągany jest szczyt możliwości generowania zysków (...) Trzecią część cyklu życia (...) stanowi ustabilizowany rynek i wzrost konkurencji. Faza końcowa (...) występuje wtedy, gdy popyt na produkty zmniejsza się, rynek się kurczy ze względu na walkę konkurencyjną i następuje spadek wielkości przepływów pieniężnych”.²⁰

Transakcje strategiczne mają bogatą historię niepowodzeń, dlatego też bardzo ryzykowne jest przeprowadzanie takiej transakcji tylko ze względu na dywersyfikację działalności. Należy brać

¹⁸ Cartwright S., Cooper C.L., *Kiedy firmy łączą się lub są przejmowane*, Petit, Warszawa 2001, s. 50

¹⁹ J. C. Hooke, *Fuzje i przejęcia. Jak skutecznie przeprowadzić transakcję M&A*. Wyd. K.E. Liber, Warszawa 1998, s.212

²⁰ J. C. Hooke, *Fuzje i przejęcia. Jak skutecznie przeprowadzić transakcję M&A*. Wyd. K.E. Liber, Warszawa 1998, s.215

pod uwagę również to jak transakcja wpłynie na dotychczasową działalność przedsiębiorstwa, stąd należy je traktować raczej jako podjęcie próby powiększenia możliwości przedsiębiorstwa.

Ad. e) Nabywcy używający dźwigni finansowej najczęściej szukają firm, za które niedużą część wartości trzeba zapłacić z góry. Główną cechą takiej transakcji jest, przynoszenie zysków z długim okresie. Użycie dźwigni finansowej zwiększa zwrot z inwestycji, bywa jednak ryzykowne. Inwestorzy działający na takim rynku takich transakcji to najczęściej firmy, które zajmują się ich sfinansowaniem oraz menedżerowie, którzy zajmą się kierowaniem nabytą firmą. Takie finansowanie transakcji ma dwie nienaruszalne zasady: ²¹

- transakcja jest na tyle atrakcyjna, żeby zachęcić instytucje kredytujące do sfinansowania dużej ceny nabycia;

- tego typu transakcje jako odrębny sektor gospodarki mają jasne perspektywy wzrostu, wobec tego zarówno nabywca jak i pożyczkodawcy są przekonani, że za kilka lat przedsiębiorstwo może dostać sprzedane z dużym zyskiem dla wszystkich stron uczestniczących w transakcji.

Wiele transakcji nie pasuje do jednego z wyżej wymienionych typów, najczęściej mieszają się one w ramach kilku z nich, łącząc elementy. Niemniej jednak, podczas poszukiwania przedsiębiorstw do przejęcia warto trzymać się jednego kąta spojrzenia na transakcję, ponieważ takie podejście pomaga ustalić kryteria wyboru kandydatów, chociaż nie należy się również zamykać na dostosowywanie swojej taktyki do zmieniających się warunków rynkowych.

Motywy rynkowe i marketingowe

Kolejną grupą motywacji, którymi kierują się dążący do przeprowadzania transakcji fuzji i przejęć są motywy rynkowe i marketingowe. Można wśród nich wyróżnić: ²²

- a) Zwiększenie udziału w rynku;
- b) Zwiększenie wartości dodanej;
- c) Komplementarność produktów (rynków);
- d) Wyeliminowanie konkurencji;
- e) Dywersyfikacja ryzyka działalności;
- f) Wejście w nowe obszary działalności.

²¹ G. van Krogh, A. Sinatra, H. Singh, *The Management of Corporate Acquisitions*, Macmillan Press, Londyn 1994, s. 51

²² J. C. Hooke, *Fuzje i przejęcia. Jak skutecznie przeprowadzić transakcję M&A*. Wyd. K.E. Liber, Warszawa 1998, s. 215

Ad a) Fuzja i przejęcie są często stosowane, jako metoda względnie szybkiego powiększenia udziału w rynku i tym samym osiągnięcia na nim pozycji dominującej dzięki ograniczeniu konkurencji.²³ Dzięki temu przedsiębiorstwo jest w stanie osiągnąć efekt skali w niektórych transakcjach jak i korzystnie wpływa na pozycję negocjacyjną w kontaktach z dostawcami i nabywcami. Działalność prowadzona na dużą skalę pozwala prowadzić politykę cenową w sposób agresywny, wymagać korzystniejszych terminów dostaw czy lepszej jakości zaopatrzenia, a także oddziałuje na postrzegany wizerunek przedsiębiorstwa.

Ad. b) Nabywanie innego przedsiębiorstwa często jest umotywowane chęcią względnie szybkiego przejęcia wartości dodanej. W takich wypadkach mamy do czynienia z klasyczną integracją pionową. Przedsiębiorstwa nabywają inne firmy, aby mieć większą kontrolę nad wartością dodaną, np. poprzez nabycie dotychczasowych dostawców (integracja wsteczna). Jeśli przedsiębiorstwo nabędzie firmę, która jest późniejszym ogniwem łańcucha wartości dodanej (integracja następcza) to dzięki temu jest w stanie kontrolować popyt i stworzyć barierę dla potencjalnych nowych uczestników sektora.

Ad. c) Nabywanie przedsiębiorstw stanowiących bezpośrednich rywali rynkowych to jedna z metod ograniczenia konkurencji. W takich wypadkach mamy do czynienia z integracją poziomą, która pozwala na kontrolowanie konkurencji, a tym samym wpływanie na jej działania. Nabywanie konkurencji można również umotywować chęcią uruchomienia ekonomii skali i tym samym zredukowaniem kosztów z tym związanych.

Warto zwrócić w tym momencie uwagę również na aspekt psychologiczny przejmowania konkurencyjnych przedsiębiorstw. Nabycie konkurenta może stanowić formę pokazywania ekonomicznej siły i ostrzeżenie dla innych firm, które chciałyby prowadzić wojnę konkurencyjną z nabywcą.

Ad. d) W przypadkach komplementarności produktów (rynków) możemy mieć do czynienia z korzyściami zakresu. Dzięki transakcji fuzji lub przejęcia przedsiębiorstwo jest w stanie oferować większą liczbę produktów czy szerszy zakres usług.²⁴ Transakcje motywowane takim podejściem często pozwalają na zwiększenie zasięgu terytorialnego działalności przedsiębiorstwa. Jest to wyjątkowo istotne w sytuacji, gdy przedsiębiorstwo nabywające chce rozpocząć ryzykowną działalność lub zdobyć trudny rynek. Wyżej omówiony motyw transakcji fuzji i przejęć jest często spotykany na rynkach zagranicznych.

²³ S. Cartwright., C. L. Cooper, *Kiedy firmy łączą się lub są przejmowane*, Petit, Warszawa 2001, s.55

²⁴ J. C. Hooke, *Fuzje i przejęcia. Jak skutecznie przeprowadzić transakcję M&A*. Wyd. K.E. Liber, Warszawa 1998, s. 216

Ad. e) Motywowanie transakcji zmniejszeniem ryzyka jest celem większości fuzji i przejęć, które zakładają rozszerzenie dotychczasowej działalności. Takie działanie powinno być jedynie elementem strategii, która ma na celu zmniejszenie zależności przedsiębiorstwa od dotychczasowej branży, często dlatego, że obecna branża jest mało stabilna lub nie widać perspektyw dla jej wzrostu. Dzięki różnym źródłom dochodów przedsiębiorstwo staje się bardziej odporne na sezonowość sprzedaży i cykle koniunkturalne.²⁵

Ad. f) Wejście w nowe obszary działalności przez wzrost zewnętrzny może być osiągnięty dużo szybciej i względnie mniejszym kosztem niż poprzez rozwój naturalny przedsiębiorstwa. Dzięki zakupowi firmy będącej już uczestnikiem rynku, którym przedsiębiorstwo nabywające jest zainteresowane, nabywca staje się od razu posiadaczem znaków firmowych, sieci dystrybucyjnych, a przede wszystkim kompetencji niezbędnych do brania udziału w działalności na rynku dotąd nieznanym nabywcy.

Motywy finansowe

Korzyści finansowe są motywem każdej transakcji fuzji lub przejęcia. Pomimo tego można wydzielić spośród nich kilka konkretnych motywacji, którymi kierują się przedsiębiorstwa dokonujące transakcji.²⁶

- a) Wykorzystanie nadmiernych funduszy;
- b) Zwiększenie zdolności do zadłużenia;
- c) Przejęcie gotówki;
- d) Obniżenie kosztu kapitału;
- e) Korzyści podatkowe.

Ad. a) W przedsiębiorstwach działających na dojrzałych rynkach pojawiają się duże przepływy pieniężne oraz zyski, które często są niewspółmiernie wysokie w stosunku do możliwości inwestycji w swojej branży. Firma ma wtedy kilka opcji wykorzystania środków pieniężnych, m.in. wypłatę większych dywidend akcjonariuszom lub też właśnie inwestycje we wzrost zewnętrzny.

Ad. b) Każde przedsiębiorstwo ma ograniczone możliwości zadłużeniowe. Dzięki transakcjom fuzji i przejęć firma nabywająca może zwiększyć możliwości finansowania poprzez źródła zewnętrzne, ponieważ istnieje prawdopodobieństwo, że jedna ze stron transakcji nie wykorzystuje w pełni

²⁵ Cartwright S., Cooper C.L., *Kiedy firmy łączą się lub są przejmowane*, Petit, Warszawa 2001, s.61

²⁶ R.A. Brealey, S.C. Myers, *Principles of Corporate Finance*, McGraw-Hill, Nowy Jork 1995, s. 83

wszystkich możliwych opcji zadłużeniowych.²⁷ Z drugiej strony powiększenie się przedsiębiorstwa zmniejsza ryzyko instytucji finansujących, co może pozwolić na zwiększenie długu przedsiębiorstwa.

Ad. c) Przedsiębiorstwa, które mają wysoką płynność finansową są atrakcyjne dla potencjalnych nabywców. Nabywca mający sposób na zagospodarowanie środków płynnych kupowanego przedsiębiorstwa może dzięki transakcji fuzji lub przejęcia zdobyć dodatkowe źródło finansowania lub może wykorzystać te środki na spłatę zadłużenia.

Ad. d) Firma powstała na skutek transakcji fuzji lub przejęcia ma możliwość tańszego pozyskiwania kapitału niż przedsiębiorstwo działające samodzielnie, dzięki mniejszemu ryzyku dla instytucji finansujących. Dzieje się tak, ponieważ w wyniku przejęcia jedno przedsiębiorstwo jest w stanie gwarantować dług drugiego, przez co zdecydowanie podnosi się bezpieczeństwo wierzycieli.²⁸

Ad. e) Korzyści podatkowe to częsty motyw fuzji i przejęć. W sytuacji, gdy straty spółki nabywanej są używane do pomniejszenia opodatkowania zysku.

Motywy menedżerskie

Kadra zarządzająca przedsiębiorstwa ma za zadanie realizację interesów właścicieli firmy, jednak cele menedżerów i udziałowców nie zawsze są takie same. Akcjonariusze są zainteresowani przede wszystkim zyskiem, natomiast menedżerowie, choć zysk jest również dla nich bardzo istotny, muszą brać pod uwagę takie czynniki jak zakres władzy, prestiż czy zatrudnienie. Motywacje kierownictwa można zakwalifikować do następujących kategorii:²⁹

- a) Wzrost wynagrodzeń kierownictwa;
- b) Wzrost prestiżu i władzy;
- c) Zmniejszenie ryzyka zarządzania;
- d) Zwiększenie swobody działania;

Ad. a) Zysk jak i obroty firmy są ściśle skorelowane z wynagrodzeniem otrzymywanym przez kierownictwo. To często motywuje menedżerów do rozwijania spółek przez fuzje i przejęcia, dzięki

²⁷ E. Ambukita, *Fuzje i przejęcia jako strategia rozwoju przedsiębiorstwa – aspekty teoretyczne*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 804, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” nr 67, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2014, s. 11

²⁸ R.A. Brealey, S.C. Myers, *Principles of Corporate Finance*, McGraw-Hill, Nowy Jork 1995, s. 98

²⁹ R.A. Brealey, S.C. Myers, *Principles of Corporate Finance*, McGraw-Hill, Nowy Jork 1995, s. 101

czemu mają szansę na docenienie swojej działalności przez właścicieli przedsiębiorstwa i tym samym wzrostem wynagrodzenia.

Ad. b) Wraz z wielkością przedsiębiorstwa wzrasta prestiż i władza osób nim zarządzających. Fuzje i przejęcia mogą stanowić sposób zaspakajania osobistych ambicji menedżerów dzięki np. zarządzaniu większą liczbą ludzi i większym budżetem.

Ad. c) Stabilność przychodów przedsiębiorstwa stanowi największe zabezpieczenie zatrudnienia dla kadry kierowniczej. Brak stabilności wyników finansowych zwiększa w dużym stopniu ryzyko wystąpienia zmian kadrowych, dlatego menedżerowie dążą do jego pomniejszenia poprzez dywersyfikację działalności przedsiębiorstwa.³⁰ Fuzja lub przejęcie jest także w stanie zamaskować błędy kierownictwa czy problemy finansowe. Ponadto, większe przedsiębiorstwo jest trudniejsze do nabycia przez inną firmę, co również wpływa na bezpieczeństwo kierowniczych posad.

Ad. d) Powiększenie ilości wolnych środków finansowych w wyniku transakcji fuzji lub przejęcia daje przedsiębiorstwu większe pole działania. Dzięki wolnym środkom przedsiębiorstwo może nabywać kolejne firmy i wzmocnić swoją pozycję na rynku. W takiej sytuacji menedżerowie stają się bardziej niezależni dzięki rozproszeniu akcjonariuszy.

Lista motywów kierujących przedsiębiorstwami i ich menedżerami w kierunku transakcji fuzji i przejęć jest długa, jednak wśród zdecydowanej większości z nich można zaobserwować wspólną cechę: ich podstawowym celem jest szeroko pojęty zysk.

1.3 Rodzaje fuzji i przejęć

Biorąc pod uwagę uwarunkowania ekonomiczne, fuzje i przejęcia podzielić da się na:

- „*Poziome, pionowe, koncentryczne i konglomeratowe;*
- *Obronne i konglomeratowe;*
- *Strategiczne i okazyjne;*
- *Krajowe i międzynarodowe.*”³¹

Różnorodność i złożoność transakcji fuzji i przejęć sprawia jednak, że bardzo trudno jednoznacznie je zakwalifikować do jednej tylko grupy.

Transakcje fuzji i przejęć mogą występować w takiej formie jak:³²

- Pozioma. Uczestnikami takiej transakcji są przedsiębiorstwa charakteryzujące się podobnym profilem działalności. Często produkują podobne lub takie same towary lub świadczą

³⁰ H. Glass, Larren, Gorham and Lamont, *Handbook of Business Strategy*, 89/90 Yearbook, Boston 1991, s. 88

³¹ W. Frąckowiak, *Fuzje i przejęcia*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2009, s.25

³² W. Frąckowiak, *Fuzje i przejęcia*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2009, s. 27

podobne usługi, stosują tę samą technologię. Nierzadko firmy są konkurentami na rynku, przez co połączenie zmniejsza liczbę konkurentów, a także pozwala osiągnąć efekt skali.

- Pionowa. W transakcji uczestniczą przedsiębiorstwa będące kolejnymi elementami łańcucha wartości dodanej. Celem takiej transakcji jest objęcie własnym działaniem jak największej części procesu produkcyjnego i dystrybucyjnego
- Koncentryczna. To forma fuzji, w której przedsiębiorstwa biorące udział w transakcji prowadzą działalność gospodarczą o podobnym zakresie geograficznym, podobnym charakterze technicznym lub rynkowym. Największą korzyścią takiej transakcji jest ograniczenie ryzyka związane z dywersyfikacją działalności przedsiębiorstwa. Oprócz tego dzięki połączeniu pojawia się rozwój zewnętrzny firmy, a również możliwe jest uzyskanie korzyści dzięki łączeniu przedsiębiorstw w zakresie dóbr komplementarnych. Można wyróżnić 3 typy fuzji i przejęć koncentrycznych:³³
 - produktowe (łączenie asortymentu przedsiębiorstw z podobnych branż)
 - geograficzne (łączenie firm działających na tym samym obszarze terytorialnym)
 - zlepkowe (przedsiębiorstwa nie są ze sobą powiązane w żaden sposób)

Tego rodzaju fuzje są często nazywane także fuzjami skośnymi.

- Konglomeratowa. W transakcjach tego typu podmioty zachowują dużą niezależność i samodzielność, same o sobie decydują. Główną motywacją nabywcy jest finansowe możliwości jakie niesie ze sobą transakcja. Może to doprowadzić do powstawania konglomeratów:
 - finansowych, które podejmują strategiczne decyzje odnośnie przedsiębiorstw, które zostały przejęte, kontrolują ich pracę, a także zarządzają finansami wewnątrz swoich struktur. Oznacza to mniej głęboką integrację przedsiębiorstw.
 - zarządczych, które biorą udział w podejmowaniu strategicznych decyzji odnośnie przejętych przedsiębiorstw, ale również podejmują decyzje operacyjne, które pozwalają maksymalizować korzyści płynące z fuzji.

Forma transakcji, jej cel, a także struktura jaką przedsiębiorstwo przyjmie po połączeniu zależy od działań podmiotu nabywającego (strategii).

³³ E. Ambukita, *Fuzje i przejęcia jako strategia rozwoju przedsiębiorstwa – aspekty teoretyczne*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 804, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” nr 67, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2014, s.14

Wśród typowych zachowań nabywcy możemy wyróżnić m.in.:³⁴

- a) Strategię portfelową;
- b) Strategię 'rodzinnego interesu';
- c) Strategię segmentu.

Ad. a) Strategia ta prowadzi najczęściej do budowania struktury, w której ryzyko jest redukowane przez dywersyfikację działalności. Transakcje w ramach tej strategii obejmują przedsiębiorstwa, które nie są ze sobą związane, albo są związane ze sobą poprzez działanie przy użyciu tej samej lub podobnej technologii.

Ad. b) Strategia ta zakłada korzystanie z posiadanych zasobów albo rozszerzenia działalności dzięki rozszerzaniu sieci sprzedaży, pojawianiu się na nowych rynkach lub zdobywaniu nowych patentów. Strategia ta wiąże się z połączeniem przedsiębiorstw połączonych ze sobą.

Ad c.) Przedsiębiorstwo stosujące tę strategię dąży do umocnienia swojej pozycji w danym segmencie rynkowym i przejęciu klientów bezpośrednich konkurentów. W tym wypadku wskazane są fuzje i przejęcia firm, które dostarczają komplementarne produkty czy też usługi, działają na innym obszarze terytorialnym.

Nabycia obronne i agresywne

Zależnie od celów, które przyświecają nabywcy, fuzje i przejęcia można podzielić na obronne i agresywne. Nabycie obronne, zwane także defensywnym, można rozumieć dwojako. Określa się w ten sposób przejmowanie innych przedsiębiorstw w celu powiększenia rozmiarów własnego przedsiębiorstwa, które ma zadanie utrudnienie jej nabycia przez potencjalnego kupca. Pojęciem tym opisuje się także połączenie z silniejszym przedsiębiorstwem, jeśli firma ma problem z samodzielnym działaniem na rynku lub taki problem przewiduje przyszłości.³⁵ Należy wziąć pod uwagę, że połączenie sił z silniejszym przedsiębiorstwem może wiązać się z częściową lub nawet całkowitą utratą kontroli nad firmą przez jej dotychczasową właścicielkę.

Nabycia agresywne natomiast, to takie, w którym dokonujące ich przedsiębiorstwa chcą wyraźnie osiągnąć swoje cele strategiczne, np. zwiększenie wartości dodanej czy też zdobycie większej części rynku.

³⁴ R.G. Eccles, K. L. Lanes, T. C. Wilson w: 'Harvard Business Review: *Fuzje i przejęcia*', Harvard Business School Publishing Corporation, 2001, s. 101

³⁵ M. Gorynia, B. Jankowska, *Teorie internacjonalizacji*, Gospodarka Narodowa Nr 10/2007, s. 14

Nabycia strategiczne i okazyjne

Kolejnym podziałem transakcji fuzji i przejęć na podstawie ich motywów jest podział nabyć na strategiczne i okazyjne. Pierwsze z nich są efektem realizacji długofalowej, zaplanowanej wcześniej strategii, którą przyjęło przedsiębiorstwo. Są one nastawione na poprawienie pozycji firmy, w dużej mierze dzięki efektowi synergii.

Korzystanie z okazji nabycia niedoszacowanych aktywów w celu osiągnięcia krótkookresowej nadwyżki finansowej czy też restrukturyzacji przedsiębiorstwa to natomiast nabycie okazyjne.³⁶ Nie są one umieszczone sensu stricto w długofalowej strategii przedsiębiorstwa. Należy je określić jako wykorzystywanie zaistniałej sytuacji na rynku, reagowanie i szybkie podejmowanie decyzji, którego jednak nie należy mylić z działaniem impulsywnym. W przeciwieństwie do niego musi to być działanie dokładnie przemyślane.

Nabycia krajowe i międzynarodowe

Poprzez zróżnicowany obszar działania wyróżnia się transakcje fuzji i przejęć, które odbywają się w granicach jednego kraju oraz międzynarodowe.³⁷ Transakcje międzynarodowe prowadzą do międzynarodowych przepływów kapitału i tym samym powstawania ponadnarodowych korporacji, które w dzięki ciągle postępującemu zjawisku globalizacji działalności gospodarczej są coraz bardziej powszechne. Nie dotyczy to tylko korporacji, ale także firm z sektora MŚP. Transakcje międzynarodowe muszą często pokonać większą liczbę przeszkód na swojej drodze, m.in. różniące się systemy prawne, problemy kulturowe czy też problemy walutowe.

1.4 Schemat transakcji nabycia przedsiębiorstwa

Nabycie przedsiębiorstwa to zazwyczaj ważny krok dla firmy nabywającej, ponieważ oddziałuje ona na wszystkie elementy działalności przedsiębiorstwa. Zaplanowanie takiej zmiany, jak również jej późniejsze wdrożenie, to zadanie bardzo skomplikowane, wymagające dużej merytoryki i kompetencji na wielu płaszczyznach. Fuzje i przejęcia należą również do najbardziej kosztownych operacji, z jakimi przedsiębiorstwo może mieć do czynienia w trakcie całej swojej działalności.

Planowanie transakcji fuzji lub przejęcia musi zakładać dostosowanie jej przebiegu do specyfiki rynku lub rynków, na których przedsiębiorstwo działa, a także musi brać pod uwagę indywidualne potrzeby nabywcy jak i sprzedającego.³⁸ Przy planowaniu tego typu transakcji należy pamiętać, że choć nabycie przedsiębiorstwa będzie wymagało dużej ilości nie rutynowych działań, to należy z całą stanowczością dopilnować, aby odbywała się ona z zachowaniem określonej kolejności

³⁶ M. Wojtunik., B. Draczyński., *Zarządzanie holdingiem i grupą kapitałową*, ODDK, Gdańsk 1997, s. 46

³⁷ S. Sudarsanam , *Fuzje i przejęcia*, WIG-Press, Warszawa 1998, s. 79

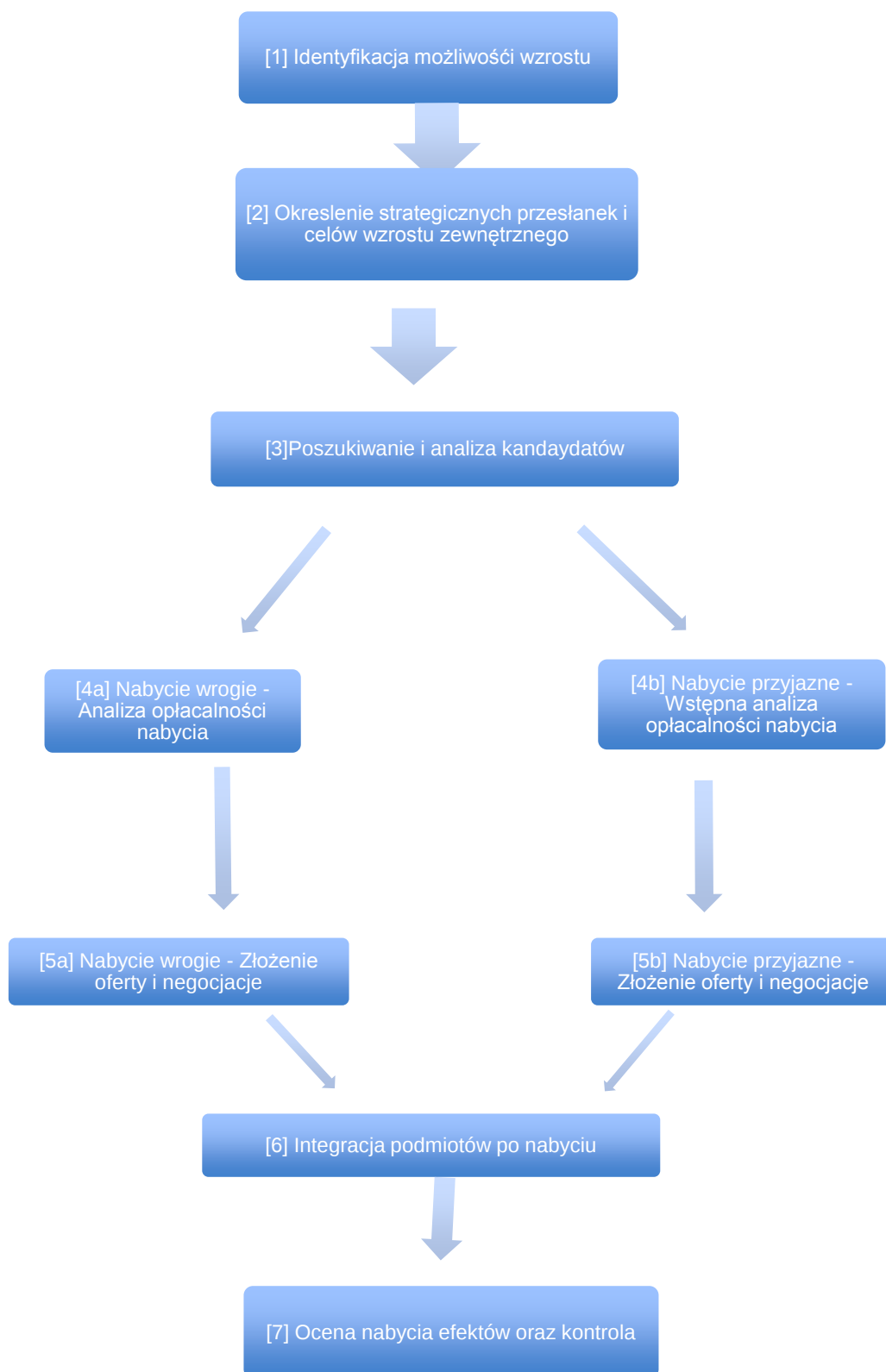
³⁸ S. Sudarsanam , *Fuzje i przejęcia*, WIG-Press, Warszawa 1998, s. 83

działań, zakładając również dopilnowanie ich kosztów oraz czasu, który należy na każde z tych działań poświęcić. W trakcie planowania transakcji kadra zarządzająca przedsiębiorstwem nabywcy musi odpowiedzieć sobie na kilka pytań:

- *„Dlaczego i kiedy należy uruchomić proces fuzji lub przejęcia (motywy i przewidywane korzyści)?*
- *Jak przeprowadzić proces (metody i formy nabycia, procedury i harmonogramy)?*
- *Kto powinien być włączony do procesu (wybór zespołu doradców i ekspertów oraz kierownictwa, określenie uprawnień i odpowiedzialności decyzyjnej, ewentualny wybór sojusznika strategicznego)?*
- *Co trzeba wiedzieć przed podjęciem operacji (Strategie nabycia, analizy i oceny)?*
- *Skąd pozyskać środki na sfinansowanie procesu (źródła finansowania i metody opłacenia nabycia)?*
- *Jak skonsolidować interesy (integracja rachunkowości, organizacji i zarządzania obu podmiotów)?*
- *Jak podnieść wartość rynkową obiektu po nabyciu (program restrukturyzacji, monitoring i kontrola)?”*³⁹

³⁹ W. Frąckowiak, *Fuzje i przejęcia*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2009, s. 49

Rysunek 1.1 Etapy nabycia przedsiębiorstwa



Źródło: W. Frąckowiak, *Fuzje i przejęcia*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2009, s.50

Powyższy schemat przedstawia w sposób graficzny odpowiedniki wcześniej wymienionych pytań i pomaga na nie odpowiedzieć poprzez uściślanie kolejnych kryteriów. Transakcje fuzji i przejęć to bardzo dynamiczne procesy, dlatego odpowiedzi na pytania należy aktualizować zależnie od zmieniającej się sytuacji.

Wg Waldemara Frąckowiaka, etapy nabywania przedsiębiorstwa można podzielić na trzy fazy:

- Przedakwizycyjną (etapy 1,2,3);
- Negocjacyjną (4a, 5a, 4b, 5b);
- Poakwizycyjną.⁴⁰

Faza przedakwizycyjna zakłada zbadanie celowości transakcji, a także to moment, w którym ustaleniu ulegają kryteria nabycia i wybór i analiza kandydatów

Faza negocjacji różni się w zależności od formy transakcji⁴¹ (nabycie wrogie lub przyjazne). Jeśli mamy do czynienia z wrogim nabyciem to potencjalny kupujący musi określić opłacalność transakcji na podstawie z reguły bardzo ograniczonych źródeł danych. Ciężko jest więc zweryfikować swoje założenia na podstawie danych pierwotnych, które mógłby udostępnić kandydat. W przejęciach wrogich bardzo często operacjami kierują udziałowcy przedsiębiorstwa, marginalizując udział kierownictwa firmy. Ze względnie łatwiejszą sytuacją mamy do czynienia przy transakcji nabycia przyjaznego. Ten typ transakcji umożliwia zbudowanie partnerskich relacji między stronami transakcji, współpracę między nimi na różnych polach, co może ułatwić również późniejszą fazę, poakwizycyjną.

Faza poakwizycyjna⁴² to przede wszystkim czas na podjęcie działań, dzięki którym dojdzie do integracji działania podmiotów biorących udział w transakcji, ale również ocenie podlega przebieg tych działań i ich efektywność. Należy wziąć pod uwagę, że faza ta może być utrudniona w wypadku nabycia wrogiego. W takich wypadkach pojawiają się problemy z integrowaniem kultury organizacyjnej przedsiębiorstw, ale także można się spodziewać oporu ze strony kierownictwa firmy nabytej spowodowanego obawą utraty swojej dotychczasowej pozycji w przedsiębiorstwie.

⁴⁰ W. Frąckowiak, *Fuzje i przejęcia*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2009, s. 51

⁴¹ M. Gorynia, B. Jankowska, *Teorie internacjonalizacji*, Gospodarka Narodowa Nr 10/2007, 57

⁴² C.M. Leighton, G.R. Tod *After the acquisition: continuing challenge*, w: *Harvard Business Review*, Marzec – Kwiecień 1969, s. 12

1.5 Rozwój fuzji i przejęć na świecie i w Polsce

Obserwując gospodarki krajów wysoko rozwiniętych można zauważyć okresowe występowanie dużego nasilenia fuzji i przejęć, które nazywane są falami fuzji⁴³. Występują one na całym świecie, jednak najmocniej widoczne są na amerykańskim rynku kontroli, które kształtują zjawiska w skali światowej. W XX wieku zaobserwowano kilka fal fuzji i przejęć dotyczących tego rynku⁴⁴:

- a) Fala I (1893 – 1904)
- b) Fala II (1920 – 1929)
- c) Fala III (1955 – 1970)
- d) Fala IV (lata '80 XX wieku)
- e) Fala V (1993 – 2000)

Ad a) Pod koniec XIX wieku w Stanach Zjednoczonych dochodziło do wielu fuzji poziomych w celu uzyskania pozycji monopolistycznej. Spowodowane to było coraz większą koncentracją kapitału. Doprowadziło to do I fali fuzji i przejęć, w czasie której powstały takie przedsiębiorstwa jak m.in. American Tobacco Company czy Aluminium Corporation of America. Do tej pory w Stanach Zjednoczonych dominowały firmy, które dzisiaj nazwalibyśmy firmami z sektora MŚP, jednak w efekcie fali fuzji sektory rynków, w których działały zostały zdominowane przez duże przedsiębiorstwa, w efekcie czego pierwsza fala została zatrzymana przez Sąd Najwyższy w USA, który zakazał tworzenia monopolu przez fuzje i przejęcia.

Ad b) Druga fala fuzji miała na celu ponowną koncentrację kapitału i produkcji, który uległ decentralizacji na przestrzeni lat, na co duży wpływ miał wybuch i przebieg I Wojny Światowej. W przeciwieństwie do pierwszej fali, tym razem pojawiły się modele fuzji oligopolistycznych, które zakładały dominację kilku dużych firm w danych sektorach gospodarki. Drugą falę fuzji zatrzymał Wielki Kryzys, który rozpoczął się w roku 1929.

Ad. c) W latach pięćdziesiątych XX wieku po raz kolejny pojawił się drastyczny wzrost liczby fuzji i przejęć, których głównym motywem była chęć dywersyfikacji swojej podstawowej działalności. Ogromna część transakcji dotyczyła transakcji konglomeratowych, głównie ze względu na przepisy antymonopolowe. Tak jak i poprzednie fale, ta również miała swój kres, tym razem dzięki spadkowi cen na rynku kapitałowym w roku 1970.

Ad d) O ile trzy poprzednie fale mają dzisiaj znaczenie głównie historyczne, to czwarta fala miała już realny wpływ na sytuację na rynku fuzji i przejęć w dniu dzisiejszym. Czwarta fala fuzji została uruchomiona przez decyzje strategiczne podejmowane w przedsiębiorstwach i miała bardzo

⁴³ W. Frąckowiak, *Fuzje i przejęcia*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2009, s. 42

⁴⁴ H. Levy, M. Sarnat, *Principles of Financial Management*, Prentice Hall, Englewood Cliffs, 1988, s. 129

kompleksowy charakter. Najbardziej charakterystyczną cechą dla czwartej fali fuzji było pojawienie się na szeroką skalę przejęć wspomaganych dźwigniami finansowymi, a duża ilość przejęć miała charakter wrogi. Po raz pierwszy w te transakcje angażowały się największe instytucje inwestycyjne, dzięki czemu, mimo że ilość transakcji nie była szczególnie imponująca to kwoty na jakie opiewały były rekordowo wysokie⁴⁵. Łatwiejsza dostępność do źródeł finansowania, a także m.in. dobra koniunktura gospodarcza, postępująca globalizacja, czy też pozytywne nastawienie administracji rządowej USA do tego typu transakcji to główne czynniki, które wywołały Czwartą falę fuzji, a zatrzymała ją dopiero głęboka recesja, która dotknęła kraje wysoko rozwinięte na początku lat dziewięćdziesiątych i skłoniła przedsiębiorców do koncentracji na rozwoju wewnętrznym.

Ad. e) Piąta Fala fuzji pojawiła się w wyniku dalszemu postępowaniu globalizacji gospodarki, m.in. dzięki próbom stworzenia rynku w ramach krajów członkowskich Unii Europejskiej, czy też postępowi technologicznemu w dziedzinie komunikacji.

Celem transakcji fuzji i przejęć podczas Piątej Fali była konsolidacja zasobów i zwiększanie swojego udziału w rynku.⁴⁶ Po raz kolejny zwiększyła się wartość pojedynczych transakcji, również dzięki temu, że w sposób znaczący wzrosła wartość zasobów niematerialnych przedsiębiorstwa. Wśród przeprowadzanych w owym okresie transakcji można zauważyć dużo częstsze niż dotychczas połączenia międzysektorowe.

Kierunki fuzji i przejęć na początku XXI wieku

Obecne działania na rynku fuzji i przejęć można scharakteryzować jako nawiązujące do trendów pojawiających się w Piątej Fali fuzji, która zamykała XX wiek. Występuje duża ilość transakcji wrogich, a także lewarowych, które obecnie pojawiają się nie tylko, tak jak dotychczas, w USA, ale także na rynkach europejskich. Nadal utrzymuje się również wzmożona aktywność inwestorów finansowych zainteresowanych finansowaniem transakcji fuzji i przejęć.⁴⁷

Rozwój fuzji i przejęć w Polsce

Historia fuzji i przejęć w Polsce jest krótka w porównaniu z resztą świata ze względu na sytuację historyczno – ustrojową kraju. Dopiero na początku lat dziewięćdziesiątych XX wieku staje się możliwe przeprowadzanie w pełni wolnorynkowych transakcji w Polsce. Zmiany ustrojowe

⁴⁵ M. Lewandowski, *Fuzje i przejęcia w Polsce na tle tendencji światowych*, WIG-Press, Warszawa, 2011, s. 96

⁴⁶ P. J. Szczepankowski, *Fuzje i przejęcia. Techniki oceny opłacalności i sposoby finansowania*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2000, s. 44

⁴⁷ P. J. Szczepankowski, *Fuzje i przejęcia. Techniki oceny opłacalności i sposoby finansowania*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2000, s. 79

otworzyły w Polsce etap ‘prywatyzacyjny’⁴⁸. Pierwsze transakcje fuzji i przejęć dotyczyły Skarbu Państwa jako strony sprzedającej i trwały do roku 2001.

W Polsce można zaobserwować wszystkie kategorie działań charakterystyczne dla rynku fuzji i przejęć, ciężko je jednak odnieść do trendów światowych ze względu na brak odpowiednich statystyk i krótką historię transakcji fuzji i przejęć.

Można wyróżnić kilka cech szczególnych dla polskiego rynku kontroli przedsiębiorstw⁴⁹:

- Wysoki udział transakcji o charakterze okazym, często spowodowanych niedoszacowaniem przedsiębiorstw;
- Transakcje o charakterze obronnym. Przedsiębiorstwom łatwiej jest funkcjonować kiedy znajdują się w dużych, międzynarodowych strukturach;
- Rzadko pojawiają się typowe fuzje, często połączenia między firmami występują np. w formie powiązań holdingowych;
- Słaby system bankowy i jego mała aktywność na rynku inwestycyjnym powoduje, że rynek kontroli przedsiębiorstw w Polsce nie jest zbyt złożony;
- Duży wpływ transformacji na rynek kontroli przedsiębiorstw.

Pomimo dosyć dynamicznego rozwoju, rynek fuzji i przejęć w Polsce musi sobie radzić z wieloma przeszkodami, m.in.⁵⁰:

- Brak jasno sprecyzowanych regulacji prawnych;
- Czasochłonność procedur prywatyzacyjnych, często spowodowanych upolitycznieniem tego procesu;
- Niechęć społeczeństwa do prywatyzowania polskich firm, zwłaszcza jeśli nabywcą jest inwestor zagraniczny;
- Szereg dodatkowych zobowiązań nakładanych na inwestorów;
- Brak wiedzy na temat transakcji kapitałowych.

Struktura polskiego rynku kontroli nadal jest w trakcie nabierania kształtu, a brak jednomyślności w sprawie jego wyglądu wśród jego uczestników powoduje, że wciąż dochodzi na nim do różnic poglądów i podejść

⁴⁸ W. Frąckowiak, *Fuzje i przejęcia*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2009, s. 43

⁴⁹ M. Lewandowski, *Fuzje i przejęcia w Polsce na tle tendencji światowych*, WIG-Press, Warszawa, 2011, s. 104

⁵⁰ M. Lewandowski, *Fuzje i przejęcia w Polsce na tle tendencji światowych*, WIG-Press, Warszawa, 2011, s. 106

Rozdział II: Metodologiczne aspekty fuzji i przejęć przedsiębiorstw

2.1. Analiza przedsiębiorstwa jako kandydata do fuzji

Poszukiwanie kandydatów do fuzji to często żmudna i ciężka praca, ale czasami po prostu zbieg przychylnych okoliczności połączony z umiejętnością bycia o właściwym czasie we właściwym miejscu. Nie można jednak powiedzieć, że proces szukania kandydata można ograniczyć do czekania, najlepiej połączyć wszystkie te części składowe w jeden proces.

Rozpoczęcie poszukiwań

Wg Jeffrey'a C. Hooke⁵¹ samo rozpoczęcie poszukiwań powinno zawierać cztery kluczowe kroki:

- „1. Inicjację poszukiwań przez pośredników
2. Rozpoczęcie własnego programu poszukiwań
3. Badanie kandydatów
4. Nawiązanie bezpośredniego kontaktu”

Ad. 1) Spółki o wysokich rocznych obrotach (powyżej 100 mln dolarów) i których akcje są obecne na giełdach papierów wartościowych spotykają się ciągle z ofertami przejęć. Są to oferty składane głównie przez pośredników, do których zaliczyć możemy⁵²:

- Brokerów,
- Firmy prawnicze,
- Banki inwestycyjne,
- Księgowych,
- Pożyczkodawców specjalizujących się w finansowaniu przejęć,
- Firmy zajmujące się wykupami z dźwignią,
- Firmy zajmujące się wyceną majątku i aktywów,
- Innych pośredników.

Należy wziąć pod uwagę, że aby w takiej transakcji interes firmy kupującej był priorytetem, a jej potrzeby zaspokojone, należy kontaktować się i podtrzymywać relacje z różnymi typami pośredników, co z powodów organizacyjnych jest dużo łatwiejsze dla dużych konglomeratów niż dla firm mniejszych rozmiarów, dla których to również same możliwości inwestycyjne i dostępność produktów związanych z fuzjami i przejęciami są ograniczone. Firmy o dużych możliwościach finansowych często same są namawiane przez pośredników do zainteresowania się ich ofertą,

⁵¹ J. C. Hooke, *Fuzje i przejęcia*. Jak skutecznie przeprowadzić transakcję M&A. Wyd. K.E. Liber, Warszawa 1998, s. 96

⁵² W. Frąckowiak, *Fuzje i przejęcia*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2009, s. 142

natomiast mniejsze firmy muszą same zabiegać o uwagę pośredników, często mimo posiadania odpowiednich środków finansowych do przeprowadzenia tej transakcji.

Ad. 2) Własny program poszukiwań jest najczęściej wdrażany w momencie, gdy środowisko praktyków już jest poinformowane o tym, że przedsiębiorstwo jest zainteresowane przejęciem. Przepływ ofert jest wtedy wzmożony, a własny system poszukiwania ma za zadanie zidentyfikowanie potencjalnych kandydatów do przejęcia. Łatwość lub złożoność procesu zależy od ostrości kryteriów, jakimi przy wyborze kieruje się przedsiębiorstwo. Często obejmuje on grupę idealnych kandydatów, które oficjalnie nie są dostępne, ale mimo to prowadzi się program badań dotyczących stanu tego przedsiębiorstwa.

Bierne oczekiwanie na oferty nie jest gwarancją otrzymywania ofert wysokiej jakości. Bierność i powierzenie całej transakcji pośrednikom może spowodować niskie dopasowanie oferty do potrzeb zainteresowanego kupnem przedsiębiorstwa. Największy wpływ na dobór przedsiębiorstwa do własnych potrzeb daje własny program poszukiwań oraz bezpośredni kontakt z potencjalnymi sprzedawcami. Jest to metoda, która wymaga dużej systematyczności oraz zaangażowania. Wielu właścicieli firm bywa zainteresowanych sprzedażą swoich przedsiębiorstw, ale boi się rozgłosu związanego z przetargiem. Poza takimi przypadkami, metoda kontaktu bezpośredniego wiąże się z frustrującą częstymi odmowami ze strony przedsiębiorstw, które nie chcą zmieniać właściciela. Jeśli przedsiębiorstwo samo wdraża program poszukiwawczy musi dotrzeć do danych na temat kandydatów. Dostęp do danych finansowych spółek w obrocie publicznym jest łatwy, ponieważ muszą one publikować szczegółowe raporty finansowe ze swojej działalności. Dane dotyczące przedsiębiorstw prywatnych są trudniejsze do uzyskania, ale dostępne do kupienia są bazy danych (np. Standard & Poor's Corporate Register) i raporty zawierające potrzebne do analizy dane. Badania tego typu można również zlecić firmie, która wykonana to zadanie za przedsiębiorcę, jednak jest to dość kosztowne.⁵³

Ad. 3) Wraz z rosnącym zaangażowaniem potencjalnego nabywcy dokonuje się eliminacji potencjalnych kandydatów do przejęcia. Dzięki temu z ogromnej liczby alternatyw zostaje coraz mniej, ale za to są one lepiej dopasowane do potrzeb potencjalnego kontrahenta.

Wg Jeffrey'a C. Hooke'a⁵⁴ pierwszy przesiew potencjalnych kandydatów do przejęcia powinien być oparty na trzech cechach: 1. Sektor, 2. Rozmiar, 3. Proponowana cena. Kryteria te to podstawowe cechy jakie przychodzą na myśl, gdy mowa o przedsiębiorstwie, jednak zdobycie

⁵³ G. van Krogh, A. Sinatra, H. Singh, *The Management of Corporate Acquisitions*, Macmillan Press, Londyn 1994, s. 176

⁵⁴ J. C. Hooke, *Fuzje i przejęcia. Jak skutecznie przeprowadzić transakcję M&A*. Wyd. K.E. Liber, Warszawa 1998, s. 105

dokładnych danych ich dotyczących może być trudniejsze jeśli w transakcja nie jest pilotowana przez pośrednika. Wstępna selekcja ogranicza w dużym stopniu liczbę kandydatów, jednak dalszy przesiew będzie brał pod uwagę już kryteria o większej szczegółowości (np. rentowność, udział w rynku, liczbę zatrudnionych).

Ad. 4) Po przeprowadzeniu selekcji i wyłonieniu liderów wskazany jest kontakt bezpośredni z potencjalnym kontrahentem, w celu zasugerowania zainteresowania przejęciem ich przedsiębiorstwa. Jego sposób jest zależny od etapu zaawansowania selekcji, rozmiaru firm, które potencjalnie wezmą udział w transakcji, ale również od obecności pośredników w negocjacjach. Szczególną ostrożność należy zachować przy kontaktach ze spółkami publicznymi. Menedżerowie zarządzający takimi spółkami są wyczuleni na wszelkie zainteresowanie, gdyż jeśli będzie ono zakomunikowane mało dyskretnie, może oznaczać natychmiastowe ogromne zainteresowanie banków inwestycyjnych i innych pośredników, którzy, nawet bez konsultacji z zarządem, będą oferować spółkę innym potencjalnym kontrahentom.

Bez względu na rodzaj firmy, z którymi nawiązywany jest kontakt – trzeba liczyć się z dużą ilością odmów. Przypominanie właścicielom o aktualności oferty i regularny kontakt to podstawowe kwestie, o których należy pamiętać przy kontakcie bezpośrednim z potencjalnymi kontrahentami.

2.1.2 Rola prognoz finansowych przy ocenie kandydata do fuzji lub przejęcia

Po przygotowaniu listy kandydatów do transakcji i wstępnym wyeliminowaniu przedsiębiorstw nie spełniających niezbędnych dla potencjalnego nabywcy wymogów, kolejnym krokiem przydatnym z punktu widzenia analizy kandydata jest określenie, jaki wkład wniesie dane przedsiębiorstwo do przyszłych zysków i przepływów pieniężnych. Dokonanie tego wymaga stworzenia podstawowych prognoz finansowych, traktujących przedsiębiorstwa jako indywidualne jednostki, a także nie biorąc pod uwagę ewentualnych korzyści płynących z synergii (są one uwzględniane na dalszych etapach).⁵⁵

Wg J.C. Hooke'a, przeprowadzanie prognoz finansowych dla transakcji fuzji lub przejęcia powinno odbywać się w pięciu etapach:⁵⁶

- 1) Analiza finansowa danych historycznych;
- 2) Przygotowanie osobnych prognoz dla kandydata i nabywcy;
- 3) Włączenie korzyści płynących z synergii;

⁵⁵ T. Copeland, T. Koller, J. Murrin, *Valuation, Measuring and Managing the Value of Companies*, McKinsey & Company – John Wiley & Sons, Nowy Jork 1990, s. 102

⁵⁶ J. C. Hooke, *Fuzje i przejęcia. Jak skutecznie przeprowadzić transakcję M&A*. Wyd. K.E. Liber, Warszawa 1998, s. 108

- 4) Włączenie do prognoz sposobu finansowania i księgowania;
- 5) Przygotowanie sprawozdania finansowego 'pro forma'.

Dzięki tym pięciu etapom nabywca jest w stanie ocenić wpływ potencjalnej transakcji na swoje wyniki finansowe, a przy okazji wartość aktywów.

Przygotowywane na tym etapie prognozy należy traktować jako wstępne. Prognozy ostateczne należy tworzyć po wcześniejszym przeprowadzeniu analizy techniczno – operacyjnej i fazy due diligence, ze względu na zdecydowanie większą ilość bardziej szczegółowych informacji jakie nabywca jest w stanie uzyskać od podmiotu nabywanego na późniejszych etapach transakcji

2.1.3 Analiza techniczno – operacyjna

Jednym z etapów badania opłacalności i atrakcyjności przyszłego przejęcia jest analiza techniczno – operacyjna, polegająca na zwróceniu szczególnej uwagi na operacyjną stronę przedsiębiorstwa. Dzięki temu można zyskać dużo wiedzy na temat ewentualnych przeszkód, które mogą stanąć na drodze sukcesowi planowanej transakcji. Do odpowiedniego przeprowadzenia takiej analizy potrzebna jest szeroka wiedza dotycząca danej branży, więc tylko nabywca, którego celem jest rozwinięcie asortymentu lub zwiększenie udziału w rynku jest w stanie w sposób rzetelny taką analizę przeprowadzić. W innych przypadkach, zakładając, że nabywca nie jest zaznajomiony ze specyfiką konkretnej branży, potrzebny jest udział zewnętrznych konsultantów, aby przeprowadzić analizę techniczno – operacyjną na odpowiednim poziomie. W odróżnieniu od fazy przesiewania ofert, analiza techniczno – operacyjna powinna ujawnić potencjalne czynniki lub fakty, które stanowią problem dla potencjalnego nabywcy.

Do przeprowadzenia analizy techniczno – operacyjnej potrzebne są dane i informacje dostarczone lub udostępnione przez właścicieli i pracowników potencjalnie przejmowanego przedsiębiorstwa. Sprzedawcy często wykazują opór jeśli chodzi o tego typu współpracę, ponieważ analiza ta odbywa się na etapie wstępnej oferty, czyli bardzo ogólnej i niezobowiązującej (bardzo łatwo nabywca może się z niej wycofać), która nie musi skutkować w późniejszym czasie jakąkolwiek transakcją. Sprzedawca zdaje sobie sprawę, że zasoby potrzebne do pomocy w tej analizie można spożytkować w inny sposób, który będzie bardziej przydatny dla przedsiębiorstwa, które, de facto, wciąż jest jego własnością. Trzeba więc zakładać, że informacje dostarczone przed sprzedawcą mogą być nieścisłe. Sprzedawcy stanowią największą barierę dla przeprowadzenia pełnej analizy techniczno – operacyjnej.

Badanie techniczno – operacyjne⁵⁷ to analiza szerokiego zakresu zagadnień dotyczących interesującego nas przedsiębiorstwa. Istnieje dużo prawdopodobieństwo, że ze względu na szerokość tematyki, wykroczy ona poza kompetencje i umiejętności zajmującego się badaniem

⁵⁷ J. Duraj, *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym*, PWE, Warszawa, 1996, s. 45

zespołu. W takich wypadkach należy zebrać nieprzetworzone dane, które następnie należy skonsultować z szerszym kręgiem ekspertów lub praktyków.

Wg Jeffreya C. Hooke'a⁵⁸ istotne punkty badania techniczno – operacyjnego to:

- „- Długofalowe trendy w rozpatrywanej branży;
- Przedstawiony biznes plan a rzeczywistość;
- Główny asortyment i produkty potencjalnie starzejące się;
- Siła rzeczywistej i potencjalnej konkurencji: Bariery wejścia; Poziom obecnej konkurencji;
- Główni klienci: Szansa ich utrzymania po przejęciu; Stopień lojalności głównych klientów do określonych sprzedawców;
- Synergia: Czy rzeczywiście nabywca będzie w stanie zredukować koszty bez ograniczenia sprzedaży?; Czy rzeczywiście nabywca będzie mógł z czasem zwiększyć sprzedaż?
- Technologia;
- Dystrybucja i marketing;
- Przywileje i rekompensaty pracownicze;
- Przepisy antymonopolowe;
- Reputacja oferowanej firmy i jej zarządu;
- Regulacje rządowe, kwestie ochrony środowiska, problemy natury prawnej.”

Poniżej opisano kilka wybranych, najbardziej istotnych punktów badania techniczno – operacyjnego.

59

Główni klienci:

W czasie badania kupujący powinien ustalić siłę i jakość relacji klient/sprzedawca. W czasie początkowej fazy transakcji (po sygnowaniu listu intencyjnego) kupujący powinien skontaktować się z kluczowymi klientami w celu rozpoznania ich zamiarów wobec firmy. Każda niepewność w tej kwestii może być użyta jako czynnik argumentujący obniżenie ceny transakcji.⁶⁰

Technologia:

Istnieją branże, w których stosowanie najnowszej technologii nie powinno mieć największego wpływu na wyniki firmy, ale w niektórych dziedzinach technologia odgrywa kluczową rolę i

⁵⁸ J. C. Hooke, *Fuzje i przejęcia. Jak skutecznie przeprowadzić transakcję M&A*. Wyd. K.E. Liber, Warszawa 1998, s. 111

⁵⁹ S. Cartwright, C.L. Cooper, *Kiedy firmy łączą się lub są przejmowane*, Petit, Warszawa 2001, s. 48

⁶⁰ M.E. Porter, *Competitive Strategy. Technique for Analyzing Industries and Competitors*, Free Press, Nowy Jork 1980, s. 6

stanowi największą barierę wejścia. Od branży, w której przedsiębiorstwo działa, należy więc uzależnić wagę technologii w ogólnej ocenie analizy.⁶¹

Jeśli dostęp do konkretnej technologii jest strategicznym motywem przejęcia to należy rozpocząć analizę od tego właśnie punktu, a także postawić pytanie czy wejście w posiadanie tej technologii postawi barierę wejścia dla konkurencji?

Synergia

Brak wzięcia pod uwagę efektów synergii przy analizie techniczno – operacyjnej może sprawić, że stopa zwrotu będzie mało atrakcyjna. Zmniejszenie kosztów, sprzedaż aktywów, które są zbędne czy też zwiększenie obrotów to często czynniki, które potrafią zaważyć na przejściu przedsiębiorstwa przez wstępne fazy eliminacji kandydatów do transakcji. Do przeprowadzenia tej części analizy warto często zaangażować personel, ze względów poufności może być to kilku wyższych rangą pracowników.

Jeśli po przeprowadzeniu analizy techniczno – operacyjnej, zespół nie wykrył żadnych czynników, które stanowczo wskazywałyby na zaniechanie transakcji, należy włączyć nowe dane i fakty do przeprowadzonych wcześniej prognoz finansowych. Zmodyfikowane prognozy finansowe rzucają nowe światło na potencjalną transakcję, a także zwiększa się prawdopodobieństwo ich zbieżności z rzeczywistością. Jeśli przeprowadzona analiza techniczno – operacyjna wykazała, że dotychczasowa selekcja była prawidłowa i potencjalna transakcja, według prognoz, będzie opłacalna dla nabywcy, negocjacje powinny wejść w kolejną fazę.

2.1.4 Negocjacje

Po przeprowadzeniu analizy techniczno – operacyjnej, która nie wykazała żadnych ‘zabójców transakcji’⁶² strony potencjalnej fuzji lub przejęcia powinny przejść do kolejnej fazy negocjacji.

Żeby doprowadzić do startu fazy due diligence w większości wypadków potrzebna będzie fizyczna oferta zakupu. Bez tego empirycznego dowodu na faktyczne zainteresowanie ze strony potencjalnego nabywcy, druga strona transakcji bardzo niechętnie zgodzi się na dalsze badanie przedsiębiorstwa, które jest celem transakcji.

⁶¹ J. C. Hooke, Fuzje i przejęcia. Jak skutecznie przeprowadzić transakcję M&A. Wyd. K.E. Liber, Warszawa 1998, s. 115

⁶² W.I. Jacobs, K.P. Shapiro, *Merging Benefit and Compensation Plans*, w: *The Mergers and Acquisitions Handbook*, jw, s. 187

2.1.5 List intencyjny

List intencyjny, czyli formalna nazwa wstępnej oferty to dokument zawierający proponowane przez nabywcę warunki transakcji, harmonogram przebiegania dalszego procesu oraz inne niezbędne detale, które mają doprowadzić do sfinalizowania transakcji.

Główne elementy listu intencyjnego wg Jeffrey'a C. Hooke'a⁶³:

- Sposób finansowania transakcji;
- Cena
- Klauzule (na przykład: Klauzula poufności, klauzula 'No shop', Limit czasowy, Opłaty)
- Główne warunki do ostatecznego zamknięcia transakcji.

Za przykłady głównych warunków do ostatecznego zamknięcia transakcji mogą posłużyć przytoczone przez Hooke'a:

- „- Otwartość (dostęp do ksiąg i zapisów);
- Pozwolenia (potencjalny nabywca uzyska wszelkie wymagane prawem pozwolenia);
- Faza due diligence (wyniki due diligence są satysfakcjonujące dla potencjalnego nabywcy);
- Kontrakty pracownicze (wybrani członkowie przejmowanej firmy podpiszą umowy o pracę z nabywcą)
- ;- Dokumentacja prawna (wszelka związane z fuzją działania prawne zostaną zakończone;
- Finansowanie (potencjalny nabywca uzyska niezbędne fundusze).”⁶⁴

Większość tych warunków można sprowadzić do tego, że uzależnione są one od wyników przeprowadzonej fazy due diligence.

Przy omawianiu tego zagadnienia warto wziąć pod uwagę, że według polskiego prawa nie wywołuje on żadnych skutków prawnych. Wyraża on chęć zawarcia ostatecznej umowy, nie może być jednak stawiany na równi z umową przedwstępną. Tym samym, podpisanie przez strony listu intencyjnego nie tworzy stosunku zobowiązaniowego.

2.1.6 Audyty/ Due Diligence

Najważniejszym czynnikiem właściwej oceny kandydata do nabycia jest odpowiednie zrozumienie strategii biznesowej przedsiębiorstwa.⁶⁵ Faza due diligence ma za zadanie weryfikację obrazu

⁶³ J. C. Hooke, *Fuzje i przejęcia. Jak skutecznie przeprowadzić transakcję M&A*. Wyd. K.E. Liber, Warszawa 1998, s. 115

⁶⁴ J. C. Hooke, *Fuzje i przejęcia. Jak skutecznie przeprowadzić transakcję M&A*. Wyd. K.E. Liber, Warszawa 1998, s. 116

⁶⁵ R.G. Bernhardt, *The Acquisition Process: A Program for Success*, w: B.J. Miller, *Mergers and Acquisitions*, John Wiley & Sons 1994.

potencjalnie nabywanego przedsiębiorstwa, który został przedstawiony przez jego właścicieli oraz jest momentem pozwalającym na najbardziej szczegółowe zbadanie przedsiębiorstwa oraz potwierdzenie lub zaprzeczenie prognozowanych skutków przejęcia. Dosłowne tłumaczenie tego terminu pochodzącego z języka angielskiego to 'należyta staranność', co można rozumieć jako ostatni moment na merytoryczną weryfikację wartości przedsiębiorstwa, zanim dojdzie do finalizacji transakcji. Przygotowana na tym etapie dokumentacja powinna zostać przedłożona nabywcy, aby mógł on użyć danych w niej zawartych do ewentualnej negocjacji ceny transakcji. Faza due diligence to forma zapobiegania jakimkolwiek problemom, które mogą spotkać którąkolwiek ze stron potencjalnej transakcji, już po jej ostatecznym zatwierdzeniu.⁶⁶

Faza due diligence powinna analizować elementy mierzalne, a więc głównie dane finansowe, ale także dane jakościowe, które często nie są danymi obiektywnie mierzalnymi.

Najważniejsze elementy fazy due diligence wg Jeffrey'a C. Hooke'a⁶⁷ to:

- a) Audyt rachunkowy;
- b) Audyt operacyjno – techniczny;
- c) Audyt prawny;
- d) Audyt ekologiczny;
- e) Audyt nieruchomości.

Ad. a) Przeprowadzający audyt rachunkowy kontrolerzy mają za zadanie zbadanie kwestii, które mają stosunkowo największy wpływ na aktualną wycenę przedsiębiorstwa, czyli sprawozdań finansowych. Od wielkości kosztów przedsiębiorstwa, przychodów czy rezerw zależy kondycja finansowa przedsiębiorstwa, które ma być przedmiotem transakcji.

Ad. b) Audyt operacyjno – techniczny⁶⁸ w dużej mierze opiera się na tych samych pryncypiach co omówiona wcześniej analiza techniczno – operacyjna. Dzięki temu, że audyt operacyjno – techniczny jest przeprowadzany na późniejszym etapie negocjacji, kupujący ma swobodniejszy dostęp do danych i procesów nabywanego przedsiębiorstwa, z tego powodu badanie to jest dużo bardziej szczegółowe i dokładne niż to przeprowadzane we wcześniejszej fazie.

⁶⁶ W. Fołtyn: *Analiza due diligence w integracji przedsiębiorstw*. Poltext 2005, s. 59

⁶⁷ J. C. Hooke, *Fuzje i przejęcia. Jak skutecznie przeprowadzić transakcję M&A*. Wyd. K.E. Liber, Warszawa 1998, s. 120

⁶⁸ Fołtyn W., *Analiza due diligence w integracji przedsiębiorstw*, Poltext, Warszawa 2005, s.55

Główne cele wyżej wymienionego audytu to:

- Bezpośredni kontakt z personelem najwyższego szczebla (menedżerowie, kierownicy różnych działów);
- Kontrola danych dotyczących procedur, historii działania czy baz klientów;
- Potwierdzenie lub negacja prognozowanych danych na nadchodzące lata;
- Zidentyfikowanie specyficznych luk, na których można zbudować oszczędności lub dzięki którym można potencjalnie zwiększyć przychody.

.

Ad. c) Audyt prawny ma za zadanie analizę sytuacji prawnej w jakiej znajduje się nabywane przedsiębiorstwo. W optymalnej sytuacji powinien być on przeprowadzany przez prawników, do zadań których należy m.in.:

- analiza historii procesów sądowych firmy;
- dokumentacja znaków firmowych;
- ewentualna dokumentacja patentowa;
- sytuacja podatkowa przedsiębiorstwa;
- analiza kontraktów operacyjnych;
- analiza protokołów spisanych podczas posiedzeń zarządu.

Ad. e) Audyt nieruchomości należących do nabywanego przedsiębiorstwa powinien być przeprowadzany przez specjalistów w tej dziedzinie, niekoniecznie powiązanych z firmą nabywcą. Do zadań tego audytu należy m.in.:

- ustalenie wartości aktualnej i potencjalnej nieruchomości należących do przedsiębiorstwa;
- stosunek własności nieruchomości;
- analiza warunków najmu/leasingu nieruchomości.

Z kolei Marcin Lewandowski⁶⁹ kreśli zdecydowanie szerszy zakres, według którego należy przeprowadzać analizę due diligence przedsiębiorstwa, które ma zostać nabyte. Autor wymienia takie elementy jak:

- „ - *Profil przedsiębiorstwa – kandydata do nabycia;*
- *Analiza procesu produkcji, technologii i zaopatrzenia;*
- *Analiza organizacji i systemu informacji;*
- *Analiza sytuacji finansowej, podatkowej i systemów rachunkowości;*
- *Analiza ekologiczna;*
- *Analiza rynków, produktów, konkurencji;*

⁶⁹ M. Lewandowski w: W. Frąckowiak, *Fuzje i przejęcia*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2009, s. 142

- Analiza kierownictwa i personelu;
- Analiza planowania i kontroli;
- Analiza systemu badań i rozwoju;
- Analiza prawna.⁷⁰

Podejście Lewandowskiego do tego problemu jest dużo szersze od podejścia Hooke'a. Marcin Lewandowski, poza kwestiami bezpośrednio powiązanymi z aktualną sytuacją finansową przedsiębiorstwa, zwraca również uwagę na jego otoczenie (konkurenci, struktura udziału w rynku, substytuty, bariery wejścia i wyjścia), strukturę organizacyjną (jej typ, wymiary, jakość, kontrola), czy też system badań i rozwoju.

Po fazie due diligence po raz kolejny należy przeanalizować przygotowaną dokumentację, w celu znalezienia informacji, które mogą doprowadzić do weryfikacji prognoz zysków, oczekiwanej synergii oraz do korekty ceny. Są to kluczowe elementy teoretycznego modelu fuzji, które są również najważniejszymi danymi, jakie trzeba brać pod uwagę w procesie negocjacji. Analiza due diligence ma za zadanie przeanalizowanie elementów i znalezienie czynników, które często mogą pozostać niezauważone w trakcie przeprowadzania klasycznej analizy strategicznej przedsiębiorstwa.

2.2 Analiza opłacalności transakcji

Liczba fuzji i przejęć na świecie rośnie z roku na rok, mimo że od lat wiadomo, że większość z nich nie przynosi oczekiwanych przez przedsiębiorstwa korzyści. Odpowiadać za taki stan rzeczy mogą m. in.: źle przebiegający proces integracji przedsiębiorstw, zbyt ni entuzjazm na etapie negocjacji, czy też zdecydowane wyolbrzymianie strategicznej funkcji tych transakcji. Wraz z liczbą fuzji i przejęć, rosną także kwoty zaangażowane w transakcje. Często są one zawyżone w stosunku do tego jaką realną wartość wniesie nabywana przez kupującego firma, ponieważ ta nie została właściwie skalkulowana.

2.2.1 Wartość przejmowanej firmy

Podstawą analizy opłacalności fuzji lub przejęcia powinno być ustalenie wartości przejmowanej firmy. Wg Eccles, Lanes i Wilson⁷¹, aby realistycznie odzwierciedlić wartość przedsiębiorstwa, należy wziąć pod uwagę kilka kategorii przedstawienia tej kwestii:

a) Wartość wewnętrzna,

⁷⁰ W. Frąckowiak, *Fuzje i przejęcia*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2009, s.174-175.

⁷¹ R.G. Eccles, K. L. Lanes, T. C. Wilson w: *'Harvard Business Review on Mergers and Acquisitions*, Harvard Business School Publishing Corporation, 2001, s. 49

- b) Wartość rynkowa,
- c) Cena przejęcia,
- d) Luka przejęcia,
- e) Wartość synergii.

Ad. a) Wartość niezależna od ewentualnych transakcji, oparta na założeniu, że przedsiębiorstwo będzie dalej działać w niezmienionej formie i przy podobnych perspektywach rozwoju.

„Wartość wewnętrzna firmy to inaczej wartość bieżąca netto oczekiwanych przyszłych strumieni gotówki z tytułu wypłaty dywidend bądź sprzedaży akcji tej firmy.”⁷²

Ad. b) Wartość rynkowa, nazywana również kapitalizacją rynkową, ustalana jest na podstawie rynkowej ceny akcji oraz ich ilości. Zazwyczaj wartość rynkowa jest wyższa od wartości wewnętrznej, ponieważ bierze ona pod uwagę spekulacje inwestorów, odnoszące się do nie przyszłości przedsiębiorstwa.

Ad. c) Faktyczna propozycja cenowa, jaką nabywca oferuje sprzedającemu. Zazwyczaj przewyższa wartość wewnętrzną i rynkową, ponieważ zawiera premię dla sprzedających.

Ad. d) Lukę przejęcia można opisać jak różnicę między ceną przejęcia a wartością wewnętrzną. Jest ona spowodowana wspomnianą w Ad. c) premią, dzięki której sprzedający są bardziej skłonni do zbycia przedsiębiorstwa.

Ad. e) Wartość synergii to *„wartość strumieni gotówki, które planujemy uzyskać po przejęciu (w wyniku wprowadzonych ulepszeń)”⁷³*. Jej kalkulacja powinna być oparta na realnych założeniach. To od wartości synergii powinna być uzależniona wysokość ‘premii’ jaką można wliczyć w cenę przejęcia. Do przykładowych, najczęściej branych pod uwagę, źródeł efektu synergii można zaliczyć: korzyści podatkowe, ograniczenie kosztów, zwiększenie przychodów, modernizacja procesów.⁷⁴

Według Waldemara Frąckowiaka⁷⁵, na ocenę wartości przedsiębiorstwa trzeba spojrzeć bardziej szczegółowo. Autor wśród elementów, na które trzeba zwrócić uwagę, wymienia:

- Dywidendę,

⁷² R.G. Eccles, K. L. Lanes, T. C. Wilson w: *‘Harvard Business Review: Fuzje i przejęcia’*, Harvard Business School Publishing Corporation, 2001, s.58

⁷³ R.G. Eccles, K. L. Lanes, T. C. Wilson w: *‘Harvard Business Review on Mergers and Acquisitions’*, Harvard Business School Publishing Corporation, 2001, s.60

⁷⁴ T.A. Luehrmann, „Investment Opportunities as Real Options: Getting Started on Numbers”, Harvard Business Review, lipiec – sierpień 1998, s. 101

⁷⁵ W. Frąckowiak, *Fuzje i przejęcia*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2009, s. 149

- Rozmiary zysku na akcję, stopy wzrostu zysku i zysku na akcję,
- Cenę rynkową akcji,
- Wartość aktywów netto/akcja,
- Kapitał obrotowy netto/akcja,
- Ryzyko.

Dzięki wyżej wymienionym częściom składowym, które należy ocenić przy wycenie przedsiębiorstwa, działanie to jest w stanie spełnić dwie podstawowe funkcje, jakie powinno sobą reprezentować: informacyjną oraz argumentacyjną. Obie strony transakcji, dzięki wycenie wartości przedsiębiorstwa, są w stanie merytorycznie uzasadnić swoje oczekiwania w stosunku do drugiej strony.

Wybór metody wyceny wartości nabywanego przedsiębiorstwa jest zależny od motywu, jaki kieruje kupującym ku przeprowadzeniu transakcji. Metody te można podzielić na kilka, ogólnych, grup:⁷⁶

- a) Wyceny majątkowe – opiera się na kalkulacji wartości składników tworzących majątek przedsiębiorstwa;
- b) Wyceny dochodowe – koncentrują się na przewidywaniu i aktualizowaniu dochodów, które staną się możliwe do wygenerowania przez dane przedsiębiorstwo;
- c) Wyceny mieszane – łączy elementy dwóch powyższych grup;
- d) Wyceny porównawcze – ich istota polega na porównywaniu wycenianych przedsiębiorstw z innymi, podobnymi podmiotami, biorąc pod uwagę wartość rynkową;
- e) Wyceny rynkowe – najczęściej stosowane przez inwestorów giełdowych, oparte są na wartości rynkowej kapitału własnego spółki oraz jej zadłużenia.

2.2.1 Wybrane metody wyceny wartości przedsiębiorstwa.

2.2.1a Metoda likwidacyjna.

Metoda pozwalająca na prognozę, odpowiadającą na pytanie jak wysokich wpływów netto może oczekiwać nabywca przedsiębiorstwa, jeśli chciałby zdecydować się na jego likwidację, czyli wyprzedaż majątku potencjalnie nabytej firmy.

⁷⁶ T. Waśniewski, *Analiza finansowa przedsiębiorstwa*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1993, s. 96

Stosując tę metodę należy kalkulować wartość przedsiębiorstwa według wzoru:

$$WP = WLA - Z - KL^{77}$$

gdzie:

WP – wartość przedsiębiorstwa,

WLA – wartość likwidacyjna aktywów,

Z – bilansowe zobowiązania pieniężne do spłaty

,KL – koszty likwidacji.

Za wartość likwidacyjną aktywów uznaje się środki, które przedsiębiorca jest w stanie uzyskać z wyprzedaży składników majątku nabywanego przedsiębiorstwa w momencie przygotowywania kalkulacji. Wartość materialnych składników majątku należy wyceniać na podstawie cen i stawek rynkowych.⁷⁸

W skład wartości likwidacyjnej aktywów mogą również wchodzić składniki finansowe, czy też papiery wartościowe. Można je wyceniać, o ile to możliwe, na podstawie kursów rynkowych, lub kalkulując oczekiwane ceny sprzedaży tych aktywów innym podmiotom.

Jako Bilansowe zobowiązania pieniężne należy rozumieć kredyty bankowe, zarówno krótko jak i długoterminowe czy też wyemitowane obligacje. W skład tego pojęcia wchodzi również wszelkie zobowiązania wobec pracowników czy zobowiązania handlowe.

Do kosztów likwidacji zaliczyć należy m.in. odprawy dla pracowników, odszkodowania z tytułu zaprzestania działalności, opłaty sądowe, a także koszty wynagrodzeń dla zespołu likwidacyjnego (prawnicy, konsultanci, rzeczoznawcy).

W sytuacji kiedy zobowiązania oraz koszty likwidacji są wyższe niż wartość likwidacyjna aktywów ryzyko transakcji jest bardzo duże dla potencjalnego nabywcy. Wycena według tej metody jest również jedną z podstawowych, jeśli chodzi o motywację przejęcia wykorzystaniem okazji rynkowej.

⁷⁷ W. Frąckowiak, *Fuzje i przejęcia*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2009, s. 177

⁷⁸ B. Cornell, *Corporate Valuation. Tools for Effective Appraisal and Decision Making*, Business One Irwin, 1993, s. 29

2.2.1b Metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych.

Metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych (z ang. Discounted Cash Flow⁷⁹) to jeden z głównych i najczęściej stosowanych sposobów wyceny wartości przedsiębiorstwa⁸⁰. Metoda ta jest oparta na założeniu, że kapitał własny przedsiębiorstwa jest równy sumie różnych strumieni pieniężnych, które zostały zdyskontowane i utworzą łączny strumień pieniężny, który pozostanie w rękach właściciela kapitału własnego⁸¹.

Wg Waldemara Frąckowiaka „*Za łączny strumień pieniężny pozostający do dyspozycji właściciela kapitału własnego uznaje się przepływ pieniężny przed finansowaniem, pomniejszony o strumienie pieniężne skierowane do właścicieli długu przedsiębiorstwa. Zdyskontowane przepływy pieniężne skierowane do właścicieli długu przedsiębiorstwa stanowią natomiast wartość rynkową długu.*”⁸²

Definicję tej metody można również zapisać za pomocą rozbudowanego wzoru:

Wartość zaktualizowanych wolnych operacyjnych przepływów pieniężnych + Wartość wolnych nieoperacyjnych przepływów pieniężnych + wartość wolnych przepływów pieniężnych + Aktywa nieuwzględnione w kalkulacji wolnych przepływów pieniężnych + Zaktualizowana wartość rezydualna = Wartość brutto przedsiębiorstwa – Rynkowa wartość długu przedsiębiorstwa = Wartość netto przedsiębiorstwa (czyli Wartość kapitału własnego)⁸³

Metoda DCF opiera się na szczegółowej interpretacji położenia wycenianego przedsiębiorstwa pod względem korzyści z jego nabycia. Nie bierze pod uwagę trendów, zarówno obecnych jak i przyszłych, na rynku kapitałowym. Omawiany sposób wyceny wartości przedsiębiorstwa skupia się na wyrażaniu danych w jednostkach pieniężnych, dotyczy to także korzyści nabycia. Zmusza to do kwantyfikacji wszelkich danych jakościowych w celu uzasadnienia nabycia przedsiębiorstwa.⁸⁴

Wycenę uzyskaną metodą zdyskontowanych przepływów pieniężnych należy porównać z wycenami dokonanymi przy pomocy innych metod, aby skonfrontować ewentualne różnice w wynikach i zainwestygować skąd się one wzięły.

⁷⁹ C. M. Mellen, F. C. Evans, *Valuation for M&A: Building Value in Private Companies*, John Wiley & Sons, Nowy Jork 2010, s. 197

⁸⁰ W. Frąckowiak, *Fuzje i przejęcia*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2009, s. 185

⁸¹ T. Copeland, T. Koller, J. Murrin, *Valuation, Measuring and Managing the Value of Companies*, McKinsey & Company – John Wiley & Sons, Nowy Jork 1990, s. 111

⁸² W. Frąckowiak, *Fuzje i przejęcia*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2009, s.195

⁸³ B. Cornell, *Corporate Valuation. Tools for Effective Appraisal and Decision Making*, Business One Irwin, Homewood, 1993, s. 150

⁸⁴ T. Copeland, T. Koller, J. Murrin, *Valuation, Measuring and Managing the Value of Companies*, McKinsey & Company – John Wiley & Sons, Nowy Jork 1990, s. 149

2.2.1c Metoda porównań rynkowych

Metoda porównań rynkowych oparta jest na wycenie wartości przedsiębiorstwa na podstawie zestawienia cen analogicznych do wycenianego przedsiębiorstwa, firm, które w ostatnim czasie brały udział w podobnej transakcji.⁸⁵ Głównym założeniem tej metody jest to, że porównywalne aktywa powinny charakteryzować się zbliżoną wartością. Dzięki temu założeniu, można wycenić walor analizując jego cenę uwzględnioną przy transakcji kupna – sprzedaży, która miała miejsce w przeszłości.

Konfrontowanie przedsiębiorstw jest możliwe, jeśli podmioty wykazują podobieństwo w takim zakresie jak m.in.:

- płynność finansowa,
- wartość księgowa,
- rodzaj posiadanych aktywów,
- produkt,
- zyskowność,
- sposób prowadzenia rachunkowości,
- rating instytucji finansowych,
- struktura kapitałowa.⁸⁶

Dla dokładnego porównania przedsiębiorstw niezbędne jest ustalenie mnożników, które odpowiadają indeksowi cen rynkowych, które zostały zapłacone za podobne przedsiębiorstwa w niedalekiej przeszłości, czyli przedział cen, które były akceptowalne dla obu stron transakcji. Po ustaleniu kluczowych kryteriów porównawczych oraz odpowiedniego mnożnika, można przejść do kalkulacji wartości aktywów, za pomocą następującego wzoru:

$$Wp = Pe * Mr^{87}$$

gdzie:

Wp – wartość nabywanego przedsiębiorstwa;

Pe – wskazany parametr ekonomiczny, ukazujący określoną cechę przedsiębiorstwa;

⁸⁵ W. Frąckowiak, *Fuzje i przejęcia*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2009, s. 193

⁸⁶ M. Kufel, *Metody wyceny przedsiębiorstw*, Wyd. Park, Bielsko – Biała 1992, s. 64

⁸⁷ W. Frąckowiak, *Fuzje i przejęcia*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2009, s. 201

Mr – mnożnik rynkowy, wycena rynkowa przedsiębiorstwa, z punktu widzenia tej określonej cechy przedsiębiorstwa.

Wycena przedsiębiorstwa przy pomocy metody porównań rynkowych pokazuje, jak dany podmiot jest wyceniany przez rynek. Nie bierze więc ona pod uwagę wartości dodanej, jaką niesie przedsiębiorstwo dla nabywającego. Bazuje na konkretnych waluacjach, nie rozpatruje korzyści płynących np. z efektów synergii. Dlatego też strona kupująca powinna stosować ją jako metodę pomocniczą, która może być użyta np. w czasie negocjacji, natomiast strona sprzedająca przy pomocy tej metody może prognozować, jakiej ceny może się spodziewać w sytuacji potencjalnej sprzedaży.

2.2.1d Metoda odtworzeniowa

Metoda odtworzeniowa to sposób wyceny przedsiębiorstwa oparty na kalkulacji rozmiaru nakładów, jakie należy ponieść w celu stworzenia od podstaw przedsiębiorstwa o podobnym profilu i potencjale.⁸⁸

Wg Waldemara Frąckowiaka tę metodę wyceny da się opisać za pomocą wzoru:

$$W_p = W_a + \Delta C - U_m$$

gdzie:

W_p – wartość przedsiębiorstwa,

W_a – wartość bilansowa aktywów,

ΔC – różnica między nakładami a wartością bilansową aktywów,

U_m – stopień umorzenia aktywów.

Istnieją dwa podejścia do tej metody⁸⁹. Węższe spojrzenie na tę metodę bierze pod uwagę tylko koszty odtworzenia potencjału materialnego, ale w szerszym ujęciu należy również w wycenę wliczyć koszty pozyskania klientów, obecnego udziału w rynku, a także marki przedsiębiorstwa. Metoda odtworzeniowa koncentruje się na oszacowaniu kosztów, jakie należy ponieść, aby móc prowadzić określoną działalność w danych warunkach. Nie rozważa ona natomiast, w żaden sposób, np. sposobów połączenia aktywów, a także innych czynników wpływających na efekty synergii.

⁸⁸ T. Copeland, T. Koller, J. Murrin, *Valuation, Measuring and Managing the Value of Companies*, McKinsey & Company – John Wiley & Sons, Nowy Jork 1990, s. 109

⁸⁹ *Report on investment activity*, British Venture Capital Association, Londyn, 1996, s. 34

Metoda odtworzeniowa nie odpowiada na pytanie o zasadność ekonomiczną potencjalnej transakcji. Jest natomiast pomocna przy negocjacjach, gdyż pozwala wyznaczyć kupującemu górną granicę ceny, ponieważ powyżej tej ceny, teoretycznie mniej opłaca się kupującemu nabyć wyceniane przedsiębiorstwo, niż zbudować od podstaw podmiot o takim samym profilu.

2.3 Formy prawne w Polsce w kontekście fuzji i przejęć

Transakcje fuzji i przejęć to procesy skomplikowane, wymagające wiedzy i umiejętności z wielu zakresów, także prawa, którego prawie wszystkie gałęzie, w mniejszym lub większym stopniu, są zaangażowane w wyżej omawianą tematykę. Niestety, polskie prawo nie stworzyło do tej pory kompleksowych regulacji, które spełniłyby wymogi współczesnej gospodarki i precyzowałyby wiele kwestii związanych z fuzjami i przejęciami, w

szczegółności dotyczy to prawa podatkowego.

2.3.1 Klasyfikacja form prawnych

Przy omawianiu tematyki fuzji i przejęć, podstawowym terminem wartym prawnego zdefiniowania jest pojęcie przedsiębiorstwa. Przedmiotowe ujęcie przedsiębiorstwa w ten sposób określa Kodeks Cywilny:

„Przedsiębiorstwo jest zorganizowanym zespołem składników niematerialnych i materialnych przeznaczonym do prowadzenia działalności gospodarczej.

Obejmuje ono w szczególności:

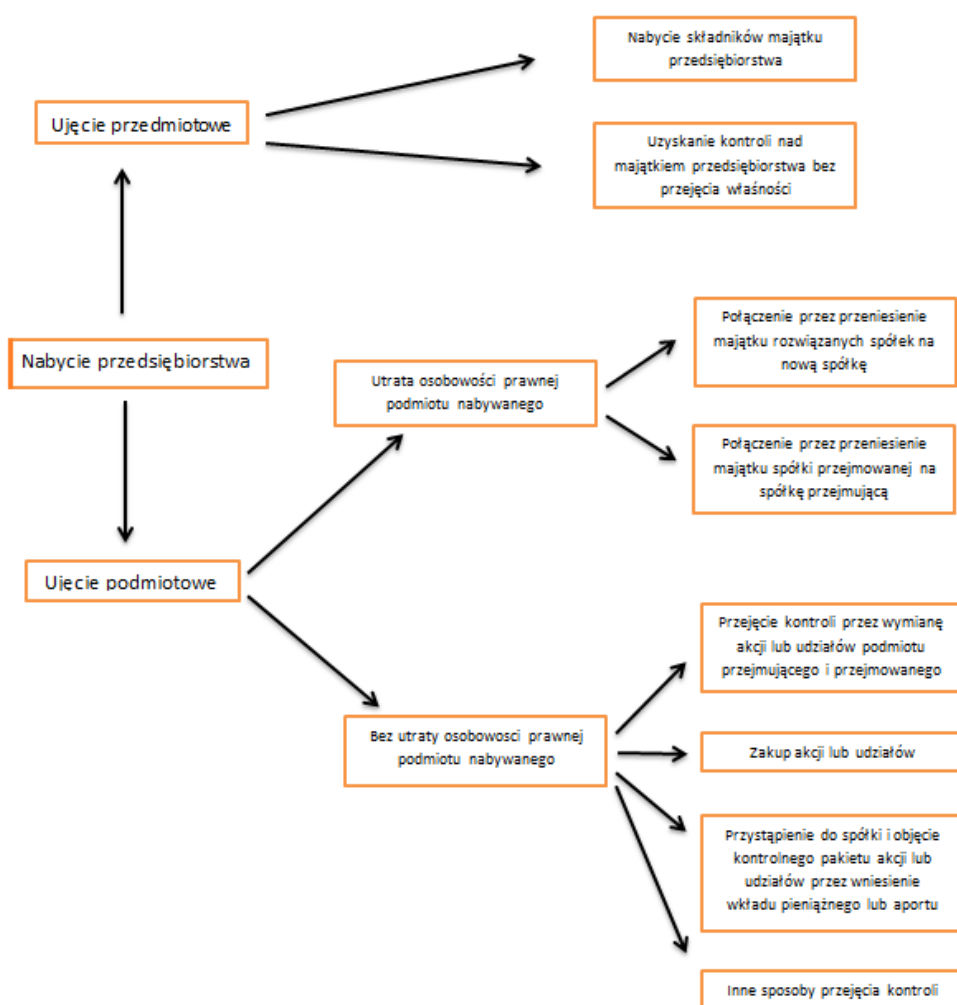
- 1) oznaczenie indywidualizujące przedsiębiorstwo lub jego wyodrębnione części (nazwa przedsiębiorstwa);*
- 2) własność nieruchomości lub ruchomości, w tym urządzeń, materiałów, towarów i wyrobów, oraz inne prawa rzeczowe do nieruchomości lub ruchomości;*
- 3) prawa wynikające z umów najmu i dzierżawy nieruchomości lub ruchomości oraz prawa do korzystania z nieruchomości lub ruchomości wynikające z innych stosunków prawnych;*
- 4) wierzytelności, prawa z papierów wartościowych i środki pieniężne;*
- 5) koncesje, licencje i zezwolenia;*
- 6) patenty i inne prawa własności przemysłowej;*
- 7) majątkowe prawa autorskie i majątkowe prawa pokrewne;*
- 8) tajemnice przedsiębiorstwa;*

9) księgi i dokumenty związane z prowadzeniem działalności gospodarczej.”⁹⁰

Wg Ryszarda Sowińskiego⁹¹, warto wyróżnić także podmiotowe ujęcie przedsiębiorstwa, które wg niego można uznać za synonim pojęcia ‘przedsiębiorca’, które jest zdefiniowane między innymi przez w ustawie o swobodzie działalności gospodarczej: „Osoba fizyczna, osoba prawna i jednostka organizacyjna niebędąca osobą prawną, której odrębna ustawa przyznaje zdolność prawną – wykonująca we własnym imieniu działalność gospodarczą.”⁹²

Bazując na tym podziale można wyodrębnić wiele możliwości prawnych, na których potencjalny nabywca może oprzeć procesy zmierzające do kontroli nad nabywanym przedsiębiorstwem. Poniżej schemat zawierający kilka z nich:

Rysunek 1.2 Formy prawne nabycia przedsiębiorstwa



Źródło: W. Frąckowiak, *Fuzje i przejęcia*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2009, s. 99

⁹⁰ Art. 55¹ Kodeksu cywilnego

⁹¹ R. Sowiński w: W Frąckowiak, *Fuzje. i przejęcia*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2009, s. 210

⁹² Dz. U. Nr 173, poz. 1807 z późn. zmianami

Przy wyborze formy prawnej, jaką ma mieć transakcja przejęcia, powinno się brać pod uwagę między innymi takie czynniki jak:

- Podatkowe aspekty transakcji;
- Szanse i zagrożenia prawne;
- Niezbędność uzyskania praw do wartości niematerialnych i prawnych nabywanego przedsiębiorstwa;
- Stopień rozbudowania procedury przejęcia konkretnego przedsiębiorstwa;
- Szerokość zakresu integracji przedsiębiorstwa.⁹³

2.3.2 Charakterystyka nabycia przedsiębiorstwa w ujęciu przedmiotowym

Odwołując się do wcześniej przytaczanej już definicji przedsiębiorstwa w ujęciu przedmiotowym, kodeks cywilny określa kilka jego składników materialnych i niematerialnych, m.in.:

- nieruchomości oraz ruchomości;
- obciążenie i zobowiązania;
- nazwa przedsiębiorstwa, znaki towarowe oraz inne elementy identyfikacyjne;
- księgi handlowe.⁹⁴

Poza elementami wymienionymi przez ustawodawcę należy również wspomnieć o papierach wartościowych oraz środkach pieniężnych.⁹⁵ Wartość przedsiębiorstwa to nie tylko aktywa, ale także pasywa, jak zobowiązania wynikające z prowadzenia przedsiębiorstwa. Nabywca zatem przejmuje kontrolę nad aktywami, ale tym samym również odpowiedzialność za pasywa. Działanie to wyjaśnia Art. 55² Kodeksu cywilnego:

„Czynność prawna mająca za przedmiot przedsiębiorstwo obejmuje wszystko, co wchodzi w skład przedsiębiorstwa, chyba, że co innego wynika z treści czynności prawnej albo z przepisów szczególnych..”⁹⁶

⁹³ W Frąckowiak, *Fuzje. i przejęcia*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2009, s. 98

⁹⁴ Artykuł 55¹ Kodeksu Cywilnego

⁹⁵ J. Duraj, *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym*, PWE, Warszawa 1996, s. 79

⁹⁶ Artykuł 55² Kodeksu Cywilnego.

W świetle prawa, odpowiedzialność za zobowiązania ponosi właściciel przedsiębiorstwa, a nie przedsiębiorstwo.⁹⁷ Jeśli dojdzie do sprzedaży przedsiębiorstwa to w stosunku zobowiązaniowym mamy do czynienia z dwoma dłużnikami – sprzedający, odpowiadający osobiście i bez żadnych ograniczeń, oraz kupujący, który odpowiada osobiście, ale tylko do wartości kupowanego przedsiębiorstwa.⁹⁸ Do zwolnienia sprzedającego od zobowiązań, niezbędna jest zgoda wierzycieli. Odpowiedzialność nabywcy nie występuje jednak jeśli w momencie nabycia przedsiębiorstwa nie miał świadomości występowania tych zobowiązań, a dotrzymał należytej staranności. W ten sposób nabywca jest chroniony przed zadłużeniem nie ujętym w bilansie czy innych dokumentach finansowych, które badał przed nabyciem przedsiębiorstwa. Często praktyką jest przygotowywanie przez strony transakcji listy zobowiązań przedsiębiorstwa, wraz z oświadczeniem sprzedającego, że lista ta jest kompletna.

2.3.3 Obrót spółkami kapitałowymi

Spośród wielu form przedsiębiorstw, jakie pojawiają się przy okazji omawiania tematyki fuzji i przejęć, warto wyróżnić spółki kapitałowe, ponieważ obrót nimi jest regulowany przez kodeks spółek handlowych, wg którego spółki kapitałowe można łączyć dwojako:

„Art. 492. § 1. Połączenie może być dokonane:

1) przez przeniesienie całego majątku spółki (przejmowanej) na inną spółkę (przejmującą) za udziały lub akcje, które spółka przejmująca wydaje wspólnikom spółki przejmowanej (łączenie się przez przejęcie);

2) przez zawiązanie spółki kapitałowej, na którą przechodzi majątek wszystkich łączących się spółek za udziały lub akcje nowej spółki (łączenie się przez zawiązanie nowej spółki). (...)”⁹⁹

Ad. 1) Aby chronić interesy wierzycieli nabywanego przedsiębiorstwa, majątek łączonych spółek pozostaje rozdzielny aż do momentu, w którym wszystkie wierzytelności zostaną zabezpieczone. Wierzytelności te muszą jednak powstać przed połączeniem i tylko w wypadku, gdy wierzyciele domagają się pisemnie zapłaty nie później niż 6 miesięcy od ogłoszenia o zamiarze połączenia.

Wraz z wykreśleniem spółki kupionej z rejestru handlowego mamy do czynienia z sukcesją uniwersalną – czyli nabywca przejmuje wszelkie prawa i obowiązki.¹⁰⁰

⁹⁷ Artykuł 55⁴ Kodeksu Cywilnego

⁹⁸ R. Mojak [w:] *Kodeks cywilny. Komentarz do art. 1-449*¹⁰. Tom I, Legalis, Warszawa 2011, s. 86

⁹⁹ Artykuł 492¹ Kodeksu Spółek Handlowych

Ad. 2) Połączenie dwóch spółek jest możliwe po uchwaleniu przez ich władze statutu nowej, powstającej spółki. Może to zostać dokonane w spółce akcyjnej przez walne zgromadzenie, a w spółce z ograniczoną odpowiedzialnością przez zgromadzenie wspólników.¹⁰¹

Po wpisaniu do rejestru handlowego nowej spółki, łączące się spółki zostają z niego wykreślone. Tym samym tracą one swoją osobowość prawną, a majątek, należący do nich wcześniej, przechodzi na własność nowopowstałej spółki.¹⁰²

Do połączenia lub przejęcia spółek kapitałowych niezbędne jest ujednolicenie ich formy prawnej. Przykładowo, łączyć się ze sobą dwie mogą spółki akcyjne lub dwie spółki z ograniczoną odpowiedzialnością, ale jeśli spółka akcyjna i spółka z ograniczoną odpowiedzialnością zechcą połączyć się ze sobą – potrzebne jest doprowadzenie do ich jednorodnej formy prawnej.¹⁰³

Nie może łączyć się spółka w stanie likwidacji, jeśli już rozpoczęła proces podziału majątku, podobnie jak spółka będąca w stanie upadłości.¹⁰⁴

2.3.4 Fuzje i przejęcia a restrykcje antymonopolowe

Częstym celem fuzji lub przejęcia jest ambicja dominacji rynku, w sektorach, które są już mocno rozwinięte. W celu zapobiegnięcia monopolizacji tych sektorów, transakcje takie monitoruje i weryfikuje Urząd Ochrony Konkurencji i Konsumentów.

Wg ustawy o ochronie konkurencji i konsumentów¹⁰⁵ zabrania się nadużywania pozycji dominującej na rynku. Za pozycję dominującą zaś uznaje się taką, kiedy udział przedsiębiorcy w rynku wynosi więcej niż 40%. Aby zapobiec takim sytuacjom, Urząd Ochrony Konkurencji i Konsumentów:

- występuje przeciwko przedsiębiorstwom, których udział w rynku przekracza 40% i stosuje praktyki monopolistyczne;
- nie dopuszcza do zbytnej koncentracji podmiotów gospodarczych.

¹⁰⁰ T. Copeland, T. Koller, J. Murrin, *Valuation, Measuring and Managing the Value of Companies*, McKinsey & Company – John Wiley & Sons, Nowy Jork 1990, s. 98

¹⁰¹ T. Copeland, T. Koller, J. Murrin, *Valuation, Measuring and Managing the Value of Companies*, McKinsey & Company – John Wiley & Sons, Nowy Jork 1990, s. 101

¹⁰² Artykuł 493 Kodeksu Spółek Handlowych

¹⁰³ W. Frąckowiak, *Fuzje i przejęcia*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2009, s. 211

¹⁰⁴ Artykuł 491³ Kodeksu Spółek Handlowych

¹⁰⁵ Dz.U. z 2007 r. Nr 50, poz. 331.

Do praktyk monopolistycznych można zaliczyć m.in.:

- „1) ustalaniu, bezpośrednio lub pośrednio, cen i innych warunków zakupu lub sprzedaży towarów;*
- 2) ograniczaniu lub kontrolowaniu produkcji lub zbytu oraz postępu technicznego lub inwestycji;*
- 3) podziale rynków zbytu lub zakupu;*
- 4) stosowaniu w podobnych umowach z osobami trzecimi uciążliwych lub niejednorodnych warunków umów, stwarzających tym osobom zróżnicowane warunki konkurencji;*
- 5) uzależnianiu zawarcia umowy od przyjęcia lub spełnienia przez drugą stronę innego świadczenia, niemającego rzeczowego ani zwyczajowego związku z przedmiotem umowy;*
- 6) ograniczaniu dostępu do rynku lub eliminowaniu z rynku przedsiębiorców nieobjętych porozumieniem;*
- 7) uzgadnianiu przez przedsiębiorców przystępujących do przetargu lub przez tych przedsiębiorców i przedsiębiorcę będącego organizatorem przetargu warunków składanych ofert, w szczególności zakresu pracy lub ceny. „¹⁰⁶*

Na czele Urzędu Ochrony Konkurencji i Konsumentów stoi jego Prezes, któremu, wg ustawy o ochronie konkurencji i konsumentów, należy zgłaszać zamiar przejęcia lub połączenia przedsiębiorstw, uruchomienia przez przedsiębiorców wspólnego podmiotu lub nabycia przez przedsiębiorstwo części mienia firmy, (jeżeli obrót nabywanego przedsiębiorstwa na terenie Rzeczypospolitej Polskiej w którymkolwiek z ostatnich dwóch lat przekroczył 10 milionów euro) jeżeli:

- „1) łączny światowy obrót przedsiębiorców uczestniczących w koncentracji w roku obrotowym poprzedzającym rok zgłoszenia przekracza równowartość 1 000 000 000 euro lub*

¹⁰⁶ Ustawa z dnia 16 lutego 2007 r. o ochronie konkurencji i konsumentów, art.6

2) łączny obrót na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej przedsiębiorców uczestniczących w koncentracji w roku obrotowym poprzedzającym rok zgłoszenia przekracza równowartość 50 000 000 euro.”¹⁰⁷

Do momentu ustalenia przez Urząd Ochrony Konkurencji i Konsumentów stanowiska w sprawie transakcji, podmioty są zobowiązane do wstrzymania wszelkich działań mogących wzmocnić ich pozycję dominującą. Stojący na czele Urzędu Ochrony Konkurencji i Konsumentów prezes może w swojej decyzji nie przedstawić żadnych zastrzeżeń dotyczących potencjalnej transakcji, ale także na mocy swoich uprawnień jest w stanie zakazać fuzji lub przejęcia podmiotów gospodarczych, jeśli na mocy tej transakcji doszłoby do uzyskania lub utrwalenia pozycji dominującej, któregoś z przedsiębiorstw ujętych w transakcji.¹⁰⁸

2.4 Integracja przedsiębiorstw

Podpisanie kontraktu i dopełnienie formalności związanych z transakcją fuzji lub przejęcia oficjalnie rozpoczyna etap integracji łączonych przedsiębiorstw. Podstawowe założenie tej fazy to unifikacja działalności operacyjnej łączonych podmiotów w taki sposób, aby były w stanie realizować cele i czerpać korzyści płynące z przeprowadzonej transakcji. Jest to proces o newralgicznym znaczeniu, a jego trwanie może zająć długi czas i setki decyzji, przez co jego koszty często bywają porównywalne do wartości samej transakcji.¹⁰⁹

Wg R.A. Howella o powodzeniu integracji przedsiębiorstw decydują trzy podstawowe powody:¹¹⁰

- Zgodność kultur organizacyjnych, które powinny być co najmniej częściowo zgodne ze sobą. W wypadku zdecydowanej niezgodności kultur organizacyjnych, należy przeanalizować, czy nie warto odstąpić od nabycia przedsiębiorstwa, ponieważ pojawiające się problemy mogą zniwelować korzyści z tej transakcji.
- Plan integracji, który powinien autoryzować przeprowadzenie całego procesu integracji przedsiębiorstw biorąc pod uwagę plan strategiczny firmy jako całości.
- Właściwe tempo integracji pozwala na maksymalizację oszczędności płynących z integracji przedsiębiorstw tak szybko, jak tylko jest to możliwe.

¹⁰⁷ Ustawa z dnia 16 lutego 2007 r. o ochronie konkurencji i konsumentów, art. 13

¹⁰⁸ https://uokik.gov.pl/kompetencje_prezesa_uokik.php [dostęp na 11-11-2015]

¹⁰⁹ F.W. Searby, *Control Postmerger Change*, w: *Harvard Business Review*, Wrzesień – Październik, 1969, s. 124

¹¹⁰ R.A. Howell, *Plan to integrate your acquisitions*, w: *Harvard Business Review*, Listopad – Grudzień 1970, s. 52

2.4.1 Zakres integracji

Proces integracji przedsiębiorstw powinien być skrupulatnie zaplanowany, oparty na procedurach oraz kontrolowany. Jego przebieg, zakres i metody jakie zostaną użyte, zależą od tego jakie są motywy i cele stojące przed powstającym przedsiębiorstwem, natomiast zakres i wszechstronność integracji zależy od podobieństwa łączonych podmiotów, a także jak bardzo komplementarne są względem siebie.¹¹¹

Przy planowaniu procesu integracji należy wziąć pod uwagę takie kwestie jak:¹¹²

- cele i motywy jakie przyświecały transakcji przed podjęciem finalnej decyzji o jej ostatecznym przeprowadzeniu;
- Integracja poszczególnych procesów, ich koszty, bariery i korzyści;
- Struktura organizacyjna procesów;
- Szczegółowy harmonogram działań integracyjnych.

Nowe warunki, w jakich stawia się przedsiębiorstwo, a także towarzyszące transakcji motywy nabycia decydują o wszystkich poziomach podejmowania decyzji, czyli strategicznym, taktycznym i operacyjnym.¹¹³

Tabela 2.1 Zależności między planem integracji a motywem nabycia

Motyw nabycia	Założenia krótkookresowe	Założenia długookresowe
Czysta dywersyfikacja	- zatrzymanie kluczowego personelu potrzebnego do kierowania nabytą firmą; - utrzymanie orientacji na klientów, w celu uniknięcia zmniejszenia udziału w rynku.	- integracja kluczowych procesów biznesowych w obszarach wspomagających (obsługa klientów, logistyka itp.) - ustalenie metody oceny efektywności nabycia
Poprawa pozycji rynkowej	- integracja procesów	- przemieszczenie

¹¹¹ W. Frąckowiak, *Fuzje i przejęcia*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2009, s. 336

¹¹² C.M. Leighton, G.R. Tod *After the acquisition: continuing challenge*, w: *Harvard Business Review*, Marzec – Kwiecień 1969, s. 16

¹¹³ W.I. Jacobs, K.P. Shapiro, *Merging Benefit and Compensation Plans*, w: *The Mergers and Acquisitions Handbook*, jw., s. 139

	sprzedaży i marketingu oraz powiązanych procesów biznesowych - utrzymanie udziału w rynku	przebiennie kluczowego personelu pomiędzy firmami - integracja procesów biznesowych dla wyeliminowania nadmiaru potencjału oraz standaryzacji operacji i produktów/usług
Przejęcie bankrutującego przedsiębiorstwa	- przeprowadzenie natychmiastowej redukcji kosztów - koncentracja na programach szkoleniowych związanych z podstawami biznesu - rozwinięcie funkcji kontroli jakości	- wzmocnienie kadry kierowniczej - ulepszenie i restrukturyzacja procesów biznesowych nabytej firmy - integracja procesów biznesowych (o ile jest to racjonalne)
Nabycie technologii / zdolności	- zatrzymanie kluczowego personelu potrzebnego do ochrony nabytej technologii - zmaksymalizowanie wykorzystania nabytej technologii	- szukanie możliwości poszerzenia obszaru działania nabytej firmy przez zastosowanie nabytej technologii - upewnić się, że zostały poczynione odpowiednie inwestycje w celu utrzymania przedsiębiorstw na wysokim poziomie technologicznym

Źródło: W. Frąckowiak, *Fuzje i przejęcia*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2009, s. 338

2.4.2 Etapy integracji

Niezależnie od motywu transakcji, zawsze zmienia ona okoliczności działania w trzech obszarach¹¹⁴: sferze ludzkiej, procesów, a także technologii.

Wg Marcina Lewandowskiego¹¹⁵, proces integracji przedsiębiorstw składa się z 5 etapów:

1. Przygotowanie strategiczne;
2. Przygotowanie taktyczne i operacyjne;
3. Działania natychmiastowe;
4. Stabilizacja nabytego przedsiębiorstwa;
5. Korekty dostosowawcze i asymilacja.

Dwa pierwsze etapy (Przygotowanie strategiczne oraz Przygotowanie taktyczne i operacyjne) mają charakter planistyczny i powinny mieć miejsce we wcześniejszej fazie transakcji.

Etap działań natychmiastowych zakłada przeprowadzenie akcji w ciągu kilku pierwszych tygodni po zatwierdzeniu transakcji. Do przykładowych działań, które należy niezwłocznie przeprowadzać na tym etapie można zaliczyć m.in.:

- przejęcie faktycznej kontroli nad przedsiębiorstwem;
- sprzedaż niepasujących do planów rozwoju aktywów firmy;
- rezygnacja ze współpracy z niespełniającymi wymagań członkami kadry kierowniczej.¹¹⁶

Inne, bardziej kluczowe decyzje, podejmować i wdrażać powinno się po upływie okresu kilku miesięcy, kiedy to będzie już można zweryfikować przyjęte wcześniej (przed nabyciem) założenia. Etap nazywany stabilizacją nabywanego przedsiębiorstwa ma za zadanie głównie neutralizowanie i ograniczanie uczucia niepewności wewnątrz firmy, a także w jego bezpośrednim i pośrednim otoczeniu, czyli wśród pracowników, a także konkurencji, klientów czy świadczeniodawców.

Podstawowym celem tego etapu jest odbudowa przywództwa w przedsiębiorstwie, który osiągnąć można poprzez jasną komunikację obu stron, czyli nabywcy oraz pracowników i kierownictwa nabytego przedsiębiorstwa. Komunikacja skoncentrowana na celach oraz strategii ma za zadanie wyjaśnienie zachodzących zmian oraz rozwianie potencjalnych wątpliwości. Dialog ten powinien być szczery, a nie malujący optymistyczną przyszłość i zbywający konkretne pytania ogólnikami,

¹¹⁴ R.G. Bernhardt, *The Acquisition Process: A Program for Success*, w: B.J. Miller, *Mergers and Acquisitions*, John Wiley & Sons 1994, s. 64

¹¹⁵ M. Lewandowski w: *Fuzje i przejęcia*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2009, s. 125

¹¹⁶ W. Frąckowiak, *Fuzje i przejęcia*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2009, s. 345

ponieważ efekt jaki zostanie osiągnięty może być odwrotny niż pierwotnie założony.¹¹⁷ Linia komunikacji wszystkich reprezentantów nabywcy powinna być spójna. Zaangażowanie kierownictwa, oraz epatowanie jego kompetencją na tym etapie jest uznawane za jeden z najczęstszych czynników udanej integracji przedsiębiorstw.

Deklaracja braku drastycznych i natychmiastowych zmian w polityce kadrowej i płacowej wpływa pozytywnie na pracowników, którzy znajdują się w sytuacji zmiany kierownictwa. W sytuacji kiedy zmiany takie są nieuniknione, na przykład w celu ujednolicenia polityk dwóch spółek, powinny być one wprowadzane stopniowo. Drastyczne zmiany kadrowe i płacowe mogą doprowadzić do sytuacji, w której dotychczas zatrudniony personel odbierze nowego właściciela przedsiębiorstwa jako 'najeźdźcę'¹¹⁸, który neguje wszystkie dotychczasowe procesy i standardy zastane w nabytym przedsiębiorstwie.

Na etapie stabilizacji nabytego przedsiębiorstwa dochodzi również do identyfikacji menedżerów o największym znaczeniu. Jest to możliwe dzięki poznaniu takich wymiarów przedsiębiorstwa jak m.in. motywacje różnych grup pracowników, a także poziom ich lojalności, zastane konflikty w przedsiębiorstwie, a także relacje nieformalne. Dzięki rozpoznaniu kluczowych menedżerów, do których nie muszą należeć wszyscy formalnie najważniejsi w firmie, jest możliwe wdrożenie nowej strategii, a także osiągnięcie wszelkich pierwotnych założeń dla nowo nabytego przedsiębiorstwa.

Kontakt z przedsiębiorstwami z najbliższego otoczenia nabytego podmiotu jest istotne, zwłaszcza w sytuacji firm, które znajdują się w złej sytuacji finansowej. Do tego otoczenia należy zaliczyć dostawców, dystrybutorów czy banki i inne instytucje finansowe. W większości przypadków, otoczenie jest żywo zainteresowane losami nabywanego przedsiębiorstwa ze względu na niepewność wcześniejszej współpracy / rywalizacji czy też obustronne zobowiązania.

Tabela 2.2 Obszary decyzji integracyjnych

Organizacja i zarządzanie	- Misja oraz cele strategiczne; - Strategia; - Centra zysków i kosztów; - Struktura organizacyjna.
Marketing	- Łączenie marek lub linii produktowych; - Kanały dystrybucji; - Integracja sieci sprzedaży;

¹¹⁷ M. Lewandowski w: Fuzje i przejęcie, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2009

¹¹⁸ W. Frąckowiak, Fuzje i przejęcia, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2009

	- Konsolidacja wysiłków promocyjnych; - Ujednolicenie komórek marketingu.
Technologia	- Rozwój potencjału materialnego; - Programy badawcze; - Zaopatrzenie; - Plan produkcji; - Standardy jakości produkcji; - Zasady BHP.
Finanse	- Planowanie i kontrola; - Ceny transferowe; - Procedury rachunkowości; - Pomiar wyników finansowych; - Relacje z bankami;
Zarządzanie kadrami	- Rekrutacja i szkolenia personelu; - System ocen i awansów; - Wynagrodzenia oraz plany emerytalne.

Źródło: F.W. Searby, *Control Postmerger Change*, Harvard Business Review, s. 47

Etap korekt dostosowawczych oraz asymilacji to etap najbardziej zróżnicowany w procesie integracji przedsiębiorstw. Zmiany zmierzające ku celowi osiągnięcia założeń integracyjnych można podzielić na strukturalne, operacyjne i kulturowe.¹¹⁹

Zmiany strukturalne to zazwyczaj kładą fundamenty pod zmiany operacyjne. W wielu przypadkach koncentrują się na sprzedaży aktywów uznanych za zbędne, a także racjonalizacji działalności, np. poprzez zamknięcie pewnych linii produktowych, ewentualne zmiany nazwy. To także czas na wyodrębnienie pewnych obszarów produkcyjnych poprzez stworzenie osobnych spółek za nie odpowiedzialnych.

Zmiany operacyjne na tym etapie to koncentracja na funkcjach finansowych łączonych przedsiębiorstw, rozpoczynając od rachunkowości i sprawozdawczości.

Zmiany kulturowe związane są bezpośrednio z czynnikiem ludzkim. Pojęciem kultura organizacyjna określa się wszelkie niepisane prawa, ale także system wartości rządzący w danej organizacji. Bardzo często w wyniku połączenia przedsiębiorstw dochodzi do tzw. zderzenia kultur,

¹¹⁹ M. Lewandowski w: *Fuzje i przejęcie*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2009, s. 147

czyli sytuacji kiedy wartości i style przedsiębiorstw stoją w opozycji w stosunku do siebie nawzajem.

Tabela 2.3 Zestawy przeciwstawnych cech związanych z kulturą organizacyjną

Cecha A	Cecha B
Wynagrodzenia i awanse na bazie stażu pracy	Wynagrodzenia i awanse na bazie osiągniętych wyników
Konserwatyzm	Innowacyjność
Nastawienie na kontrolę kosztów	Nastawienie na jakość
Długookresowe planowanie	Działanie w zależności od sytuacji
Podejście analityczne	Podejście intuicyjne
Styl autokratyczny	Styl partycypacyjny

Źródło: L.E. Senn, *Culture*, w: *Mergers and Acquisitions*, John Wiley & Sons, Nowy Jork 1994, s. 232

Przy przeprowadzaniu procesu integracji kultur organizacyjnych należy wziąć pod uwagę miękkie obszary zarządzania, które wiążą się z tym obszarem przedsiębiorstwa. Główne źródła ryzyka dotyczące kultury organizacyjnej to:¹²⁰

- ryzyko środowiskowe;
- ryzyko międzyorganizacyjne;
- ryzyko wewnątrzorganizacyjne;
- ryzyko operacyjne.

Nabywca, który jest zdeterminowany, aby to ryzyko zminimalizować oraz doprowadzić do co najmniej częściowego ujednolicenia kultur organizacyjnych lub chociaż zbliżenia do siebie ich stanowisk, powinien:¹²¹

- określić misję firmy oraz przedstawić ją w sposób zrozumiały pracownikom;
- sporządzić listę głównych zasad polityki przedsiębiorstwa, np. program wynagrodzeń i awansów, a także zaproponować pracownikom przyjęcie przynajmniej ich części;
- wykorzystać zebrania kierowników spółek do obrania wspólnego punktu widzenia;
- uzależnić premie pracowników od wyników całej grupy;

¹²⁰ G. van Krogh, A. Sinatra, H. Singh, *The Management of Corporate Acquisitions*, Macmillan Press, Londyn 1994, s. 134

¹²¹ L.E. Senn, *Culture*, w: *Mergers and Acquisitions*, John Wiley & Sons, Nowy Jork 1994, s. 247

- umożliwić przepływ pracowników między integrowanymi przedsiębiorcami;
- zachować pewien stopień tolerancji dla specyficznych zwyczajów kierowniczych.

Integracja przedsiębiorstwa oraz jego kolejnych funkcji jest związana nie tylko z nieuniknionym ponoszeniem kosztów. Analizując zakres integracji należy brać pod uwagę nie tylko te elementy, które można zintegrować, ale przede wszystkim te, które rzeczywiście powinny ulec integracji dla osiągnięcia maksymalnych korzyści z transakcji. Dlatego też plan integracji jak i jej sam przebieg powinny być elastyczne i otwarte na zmiany wynikający ze specyfiki konkretnych integrowanych przedsiębiorstw.

Rozdział III: Przejęcie AWT przez PKP Cargo

3.1 PKP Cargo S.A. – charakterystyka przedsiębiorstwa

PKP Cargo S.A. to część Grupy PKP, która powstała na mocy ustawy o komercjalizacji, restrukturyzacji i prywatyzacji przedsiębiorstwa państwowego Polskie Koleje Państwowe z dnia 8.09.2000.¹²² Grupa PKP jest w posiadaniu 33,01% udziałów spółki PKP Cargo. Oprócz PKP Cargo należą do niej lub jest udziałowcem m.in.: PKP Intercity S.A. (100%), PKP Energetyka S.A. (100%), PKP Informatyka Sp. z o.o. (100%), PKP Polskie Linie Kolejowe S.A. (38%), PKP Szybka Kolej Miejska w Trójmieście Sp. z o.o. (64%), Xcity Investment Sp. z o.o. (99%), a także PKP Linia Hutnicza Szerokotorowa Sp. z o.o. (100%).

Tabela 3.1 Struktura przewozów PKP Cargo w roku 2014

PRZEWIEZIONA MASA	
tys. ton	
Paliwa stałe	56 919
z czego węgiel kamienny	51 976
Kruszywa i materiały budowlane	21 525
Metale i rudy	12 292
Produkty chemiczne	5 961
Paliwa płynne	2 692
Drewno i płody rolne	4 709
Przewozy intermodalne	4 535
Pozostałe	2 073
Razem	110 706

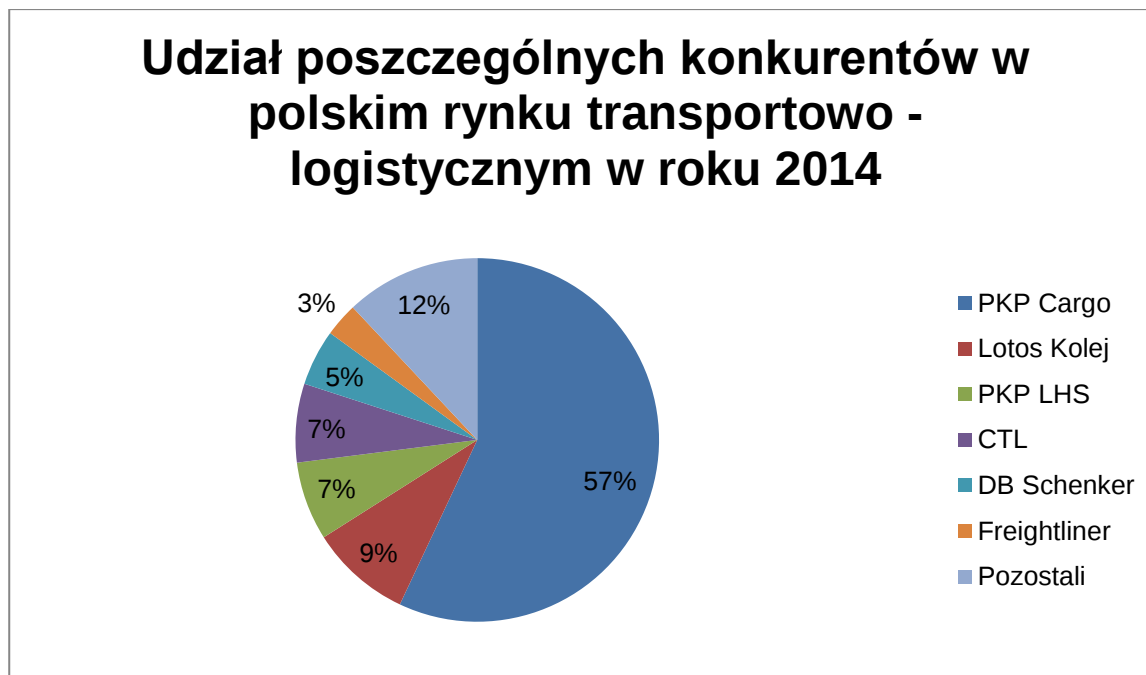
Źródło: https://www.pkpcargo.com/media/324219/wybrane_dane_finansowe_2014.xls [dostęp na 16-04-2016]

PKP Cargo S.A. jest (stan na grudzień 2015) największym w Polsce, ale także drugim w Europie operatorem transportu kolejowego towarów, a jego partycypacja w rynku krajowym sięga ponad 48%.¹²³ Najwięksi konkurenci spółki na rynku polskim to Lotos Kolej, PKP LHS, CTL, DB Schenker, a także Freightliner.

¹²² Dz. U. z 2000 r. Nr 84, poz. 948

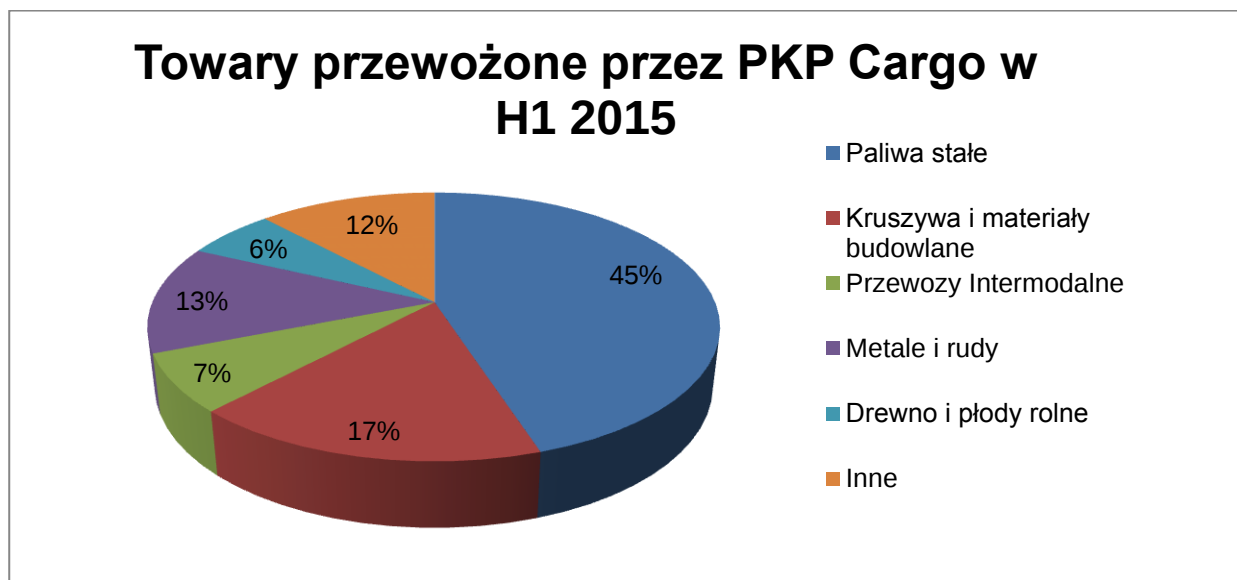
¹²³ <https://www.pkpcargo.com/pl/co-robimy/> [dostęp na 15-12-2015]

Wykres 3.1



Źródło: https://www.pkpcargo.com/media/324232/prezentacja-grupy-pkp_cargo_11032015-final-pl.pdf [dostęp na 16-04-2016]

Wykres 3.2



Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportów spółki PKP Cargo.

Tuż po swoim powstaniu, spółka była oparta na 42 zakładach – 19 zakładach taboru, 21 zakładach przewozów towarowych, 2 zakładach przewozów i przeładunku.

Od roku 2001 spółka przeszła kilkakrotnie reorganizację (m.in. w 2008 roku, 2010, a także 2014 roku), przez co liczba jej zakładów krajowych zmniejszyła się do siedmiu (stan na grudzień 2015):

124

- Zakład Centralny (Warszawa);
- Zakład Północny (Gdynia);
- Zakład Wschodni (Lublin);
- Zakład Południowy (Katowice);
- Zakład Zachodni (Poznań);
- Zakład Dolnośląski (Wrocław);
- Zakład Śląski (Tarnowskie Góry).

Tabela 3.2

	PKP Cargo
Zatrudnienie	24500
Lokomotywy	1250
Wagony	60000
Bocznicie	0

Źródło: Opracowanie własne.

PKP Cargo nie jest posiadaczem ani jednej boczniczy kolejowej, co stwarza konieczność korzystania z infrastruktury innych podmiotów. Dzięki dużej ilości wagonów, jakie ma w swoim taborze PKP Cargo, spółka jest w stanie wynajmować/dzierżawić innym podmiotom ich znaczną liczbę. Odbywa się to głównie przy pomocy spółek – córek. W skład grupy PKP Cargo wchodzi 9 spółek, które są bezpośrednio przez nią kontrolowane.

Tabela 3.3 Spółki kontrolowane przez PKP Cargo

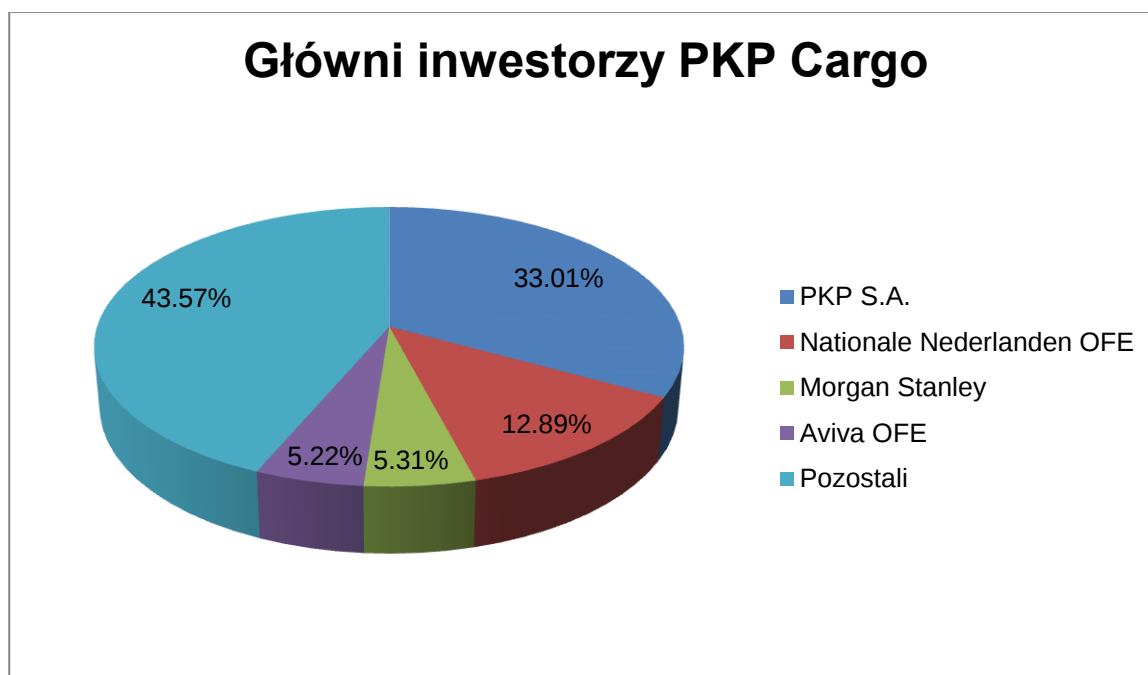
Nazwa spółki	Profil działalności	% udział PKP Cargo
PKP Cargotabor	Naprawa i utrzymanie taboru kolejowego.	100%
Cargotor	Infrastruktura logistyczna i usługowej.	100%
PKP Cargołok	Naprawa lokomotyw.	100%

¹²⁴ <https://www.pkpcargo.com/pl/kim-jestesmy/poznaj-nas> [dostęp na 15-12-2015]

PKP Cargo CL Malaszewicze	Usługi przeładunkowe, spedycja oraz obsługa graniczna handlu.	100%
PKP Cargo CL Medyka-Żurawica	Obsługa wymiany handlowej między Unią Europejską a rynkami wschodnimi (Rosja i Ukraina).	100%
Cargosped	Operator logistyczny.	100%
PKP Cargo Service	Operator logistyczny.	100%
PS Trade Trans	Operator logistyczny.	100%
PKP Cargo International	Przewoźnik i spedytor w ramach Europy Środkowej i Wschodniej (w stanie likwidacji).	51%

Źródło: <https://www.pkpcargo.com/pl/kim-jestesmy/struktura-kapitalowa> [dostęp na 16-04-2016]

Wykres 3.3



Źródło: <http://www.bankier.pl/gielda/notowania/akcje/PKPCARGO/akcjonariat> [dostęp na 17-12-2015]

W roku 2014 przychody operacyjne spółki w porównaniu z wynikiem za rok 2013 zmniejszyły się o 11% (spadek z 4797 mln zł do 4257 mln zł). Udało się jej natomiast w sposób znaczący zredukować koszty operacyjne, z 4478 mln zł do 3915 mln zł (o 12% niższe), dzięki czemu zysk netto w roku 2014 był o 17% wyższy niż w roku 2013.¹²⁵ Wyniki te są skorygowane o jednorazowe zdarzenie, jakim był przeprowadzony w czwartym kwartale 2014 roku, program dobrowolnych odejść, wart ok. 265 mln zł.

¹²⁵ https://www.pkpcargo.com/media/324219/wybrane_dane_finansowe_2014.xls [dostęp na 16-04-2016]

Tabela 3.4 Podstawowe dane finansowe PKP Cargo za rok 2014

Przychody operacyjne	4257 mln zł
Koszty operacyjne	3915 mln zł
Zysk netto	276 mln zł
EBITDA	710 mln zł

Źródło: https://www.pkpcargo.com/media/324232/prezentacja-grupy-pkp_cargo_11032015-final-pl.pdf [dostęp na 16-04-2016]

Raport finansowy PKP Cargo za rok 2014, mówi że aktywa spółki osiągnęły wartość 5 643 966 tys. złotych. Poniżej szczegółowe zestawienie.

Tabela 3.5 Aktywa spółki PKP Cargo za rok 2014 (w tys. złotych)

AKTYWA

Aktywa trwałe	
Rzeczowe aktywa trwałe	4 011 542
Wartości niematerialne	58 288
Wartość firmy	2 712
Nieruchomości inwestycyjne	1 382
Inwestycje wyceniane metodą praw własności	35 248
Pozostałe długoterminowe aktywa finansowe	8 051
Pozostałe długoterminowe aktywa niefinansowe	14 845
Aktywa z tytułu podatku odroczonego	88 273
Aktywa trwałe razem	4 218 099
Aktywa obrotowe	
Zapasy	115 298
Należności z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe należności	528 149
Należności z tytułu podatku dochodowego	3 053
Pozostałe krótkoterminowe aktywa finansowe	308 383
Pozostałe krótkoterminowe aktywa niefinansowe	28 248
Środki pieniężne i ich ekwiwalenty	429 178
	1 408 307
Aktywa trwałe przeznaczone do sprzedaży	17 560
Aktywa obrotowe razem	1 425 867
Aktywa razem	5 643 966

Źródło: https://www.pkpcargo.com/media/324219/wybrane_dane_finansowe_2014.xls [dostęp na 16-04-2016]

W tym samym raporcie, można znaleźć informacje o pasywach spółki, które w 2014 roku warte były 5 643 966 tys. złotych. Poniżej szczegółowe zestawienie.

Tabela 3.6 Pasywa spółki PKP Cargo za rok 2014 (w tys. złotych)

KAPITAŁ WŁASNY I ZOBOWIĄZANIA

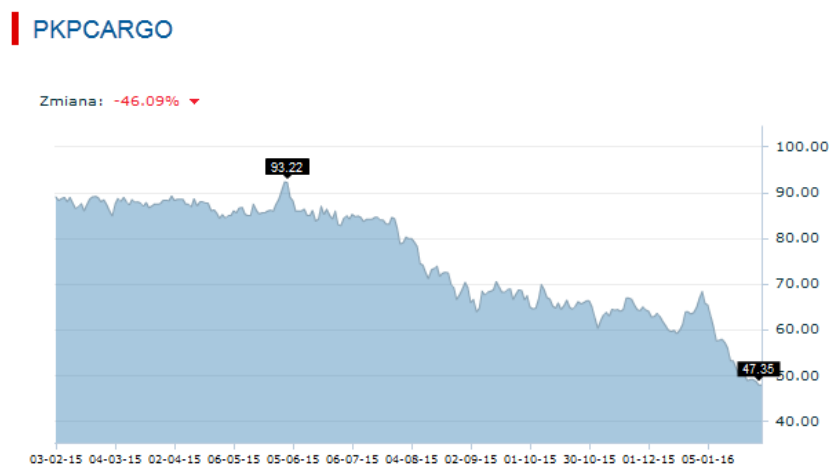
Kapitał własny	
Kapitał zakładowy	2 239 346
Kapitał zapasowy	615 343
Pozostałe składniki kapitału własnego	(51 687)
Zyski zatrzymane	527 670
Kapitał własny przypadający akcjonariuszom jednostki dominującej	3 330 672
Kapitały przypadające udziałom niedającym kontroli	63 500
Razem kapitał własny	3 394 172
Zobowiązania długoterminowe	
Długoterminowe kredyty bankowe i pożyczki	208 077
Zobowiązania długoterminowe z tytułu leasingu oraz umów dzierżawy z opcją wykupu	190 836
Długoterminowe zobowiązania z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe zobowiązania	67 982
Rezerwy długoterminowe z tytułu świadczeń pracowniczych	658 217
Pozostałe rezerwy długoterminowe	8 416
Rezerwa na podatek odroczony	2 328
Zobowiązania długoterminowe razem	1 135 856
Zobowiązania krótkoterminowe	
Krótkoterminowe kredyty bankowe i pożyczki	92 123
Zobowiązania krótkoterminowe z tytułu leasingu oraz umów dzierżawy z opcją wykupu	127 742
Zobowiązania z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe zobowiązania	530 440
Rezerwy krótkoterminowe z tytułu świadczeń pracowniczych	334 844
Pozostałe rezerwy krótkoterminowe	24 214
Pozostałe krótkoterminowe zobowiązania finansowe	3 934
Zobowiązanie z tytułu podatku dochodowego	641
Zobowiązania krótkoterminowe razem	1 113 938
Zobowiązania razem	2 249 794
Pasywa razem	5 643 966

Źródło: https://www.pkpcargo.com/media/324219/wybrane_dane_finansowe_2014.xls [dostęp na 16-04-2016]

PKP Cargo jest spółką notowaną na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Jej giełdowy debiut przypadł na 30 października 2013, dzięki czemu była pierwszą europejską spółką przewozową dostępną w ofercie publicznej. Jej IPO (Initial Public Offer) wynosiła 68 złotych, a pierwszy dzień notowań spółka zamknęła z ceną na poziomie 81,16 złotych.¹²⁶

¹²⁶ Adam Roguski: Akcje PKP Cargo dały zarobić na debiucie nawet 23 proc.. parkiet.com. [dostęp 19-12-2015].

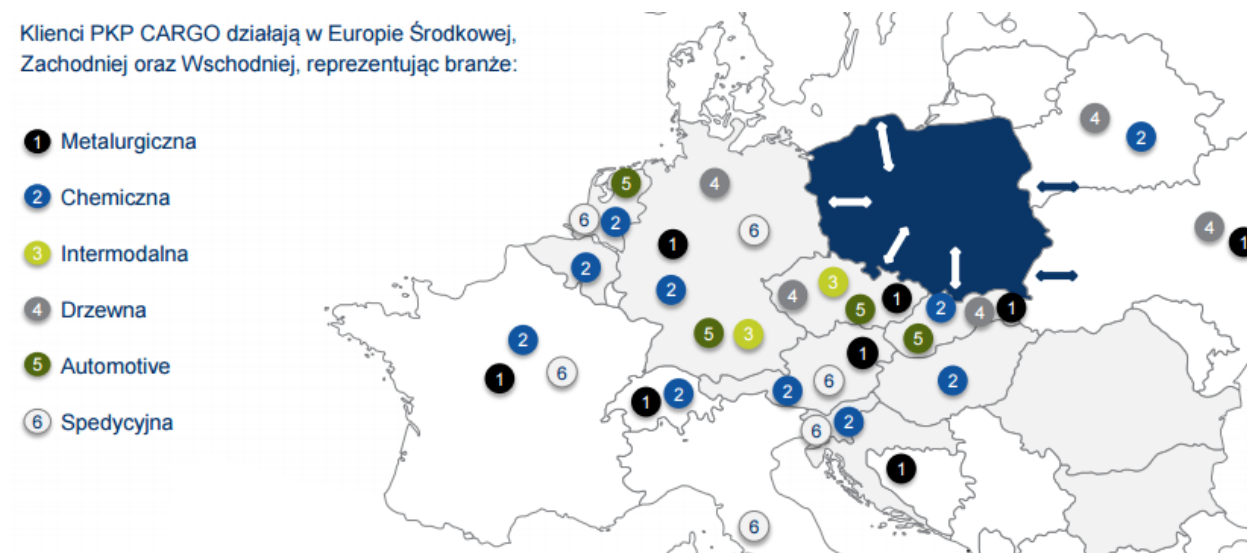
Rysunek 3.1 Średni kurs akcji PKP Cargo w okresie luty 2015 – styczeń 2016



Źródło: http://www.gpw.pl/akcje_i_pda_notowania_ciagle#mwig40 [dostęp 2016-01-17]

Posiadana infrastruktura kolejowa, a także możliwości techniczne taboru, którym operuje spółka PKP Cargo, ogranicza możliwości ekspansji na rynki zagraniczne, dotyczy to głównie południowo – wschodniej części Europy.

Rysunek 3.2 Działalność zagraniczna PKP Cargo



Źródło: <https://www.pkpcargo.com/pl/kim-jestesmy/strategia> [dostęp na 16-04-2016]

Co prawda PKP Cargo prowadzi działalność na terenie prawie całej Europy, ale bariery techniczne, a także prawne (m.in. certyfikaty międzynarodowe, różnica napięć pomiędzy poszczególnymi sieciami kolejowymi na terenie kolejnych państw) sprawiają, że transport w wyżej wymienione regiony jest utrudniony, m.in. poprzez konieczność podstawiania kolejnych lokomotyw w trakcie

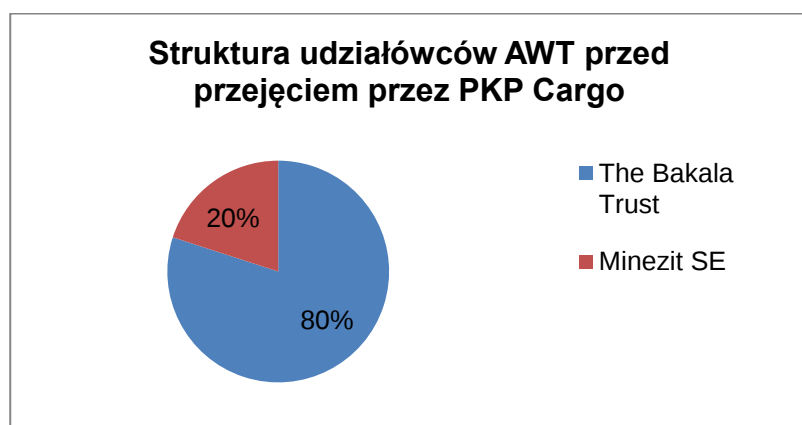
transportu jednego ładunku, lub zatrudniania podwykonawców. Aby te niedogodności w jak największym stopniu zneutralizować, strategia spółki na najbliższe lata zakłada nie tylko innowacje techniczne, ale także wzrost przez fuzje i przejęcia, stąd m.in. niedawne przejęcie Orlen – Koltrans.¹²⁷

3.2 AWT – Advanced World Transport – charakterystyka przedsiębiorstwa.

AWT – Advanced World Transport to czeska firma założona w 1952 roku (pod nazwą AWT występuje od 2010 roku, wcześniej jako OKD oraz Doprava¹²⁸), zajmująca pozycje w czołówce europejskich firm logistycznych i transportowych, biorąc pod uwagę transport kolejowy i drogowy. Jej działalność koncentruje się na obsłudze przewozowej dużych przedsiębiorstw przemysłowych, zlokalizowanych w Europie Środkowo-Wschodniej, a główny nacisk kładzie na transport towarów masowych oraz ciężkich.

Struktura udziałowców grupy AWT do momentu przejęcia składała się z dwóch podmiotów, Bakala Trust, holding kontrolowany przez Zdenka Bakalę, a także Minezit SE.¹²⁹

Wykres 3.4



Źródło: Opracowanie własne

AWT to drugi przewoźnik w Republice Czeskiej, pod względem udziału w rynku transportowo – logistycznym (12,4%, zdecydowany lider pod tym względem - CD Cargo – 69,9%).

¹²⁷ <https://www.pkpcargo.com/pl/kim-jestesmy/strategia> [dostęp na 16-04-2016]

¹²⁸ <http://www.awt.eu/pl/o-nas/historia> [dostęp na 20-12-2015]

¹²⁹ <http://www.railwaygazette.com/news/freight/single-view/view/pkp-cargo-agrees-to-buy-80-stake-in-awt.html> [dostęp na 20-12-2016]

W skład Grupy AWT wchodzi m.in. takie niezależne spółki jak:¹³⁰

- AWT Čechofracht a.s.
- AWT ROSCO a.s.;
- **AWT Coal Logistics s.r.o.;**
- **AWT Rail SK a.s.;**
- **AWT Rail PL Sp. z o.o.**

Tabela 3.7

	AWT
Zatrudnienie	2041
Lokomotywy	166
Wagony	5070 (tylko 3042 własnych)
Bocznice	60

Źródło: Opracowanie własne

Grupa AWT operuje liczbą ponad 5000 wagonów, ale tylko 60% z nich jest własnością spółki. Pozostałe 40% jest dzierżawione od innych podmiotów, co generuje znaczne koszty operacyjne. W posiadaniu czeskiego przewoźnika jest 60 bocznic, co jest dużą liczbą, biorąc pod uwagę rozmiary jego taboru.

Zakłady grupy AWT są skoncentrowane w kilku punktach na terenie Czech:¹³¹

- Praga,
- Lovosice,
- Melnik,
- Koper,
- Trieste,
- Hamburk,
- Bremehaven,
- Ostrava – Paskov (kluczowy terminal intermodalny).

¹³⁰ <http://www.awt.eu/pl/nasze-spolki> [dostęp na 20-12-2015]

¹³¹ http://www.awt.eu/files/Profil-2015-PL-1_4.pdf [dostęp na 16-04-2016]

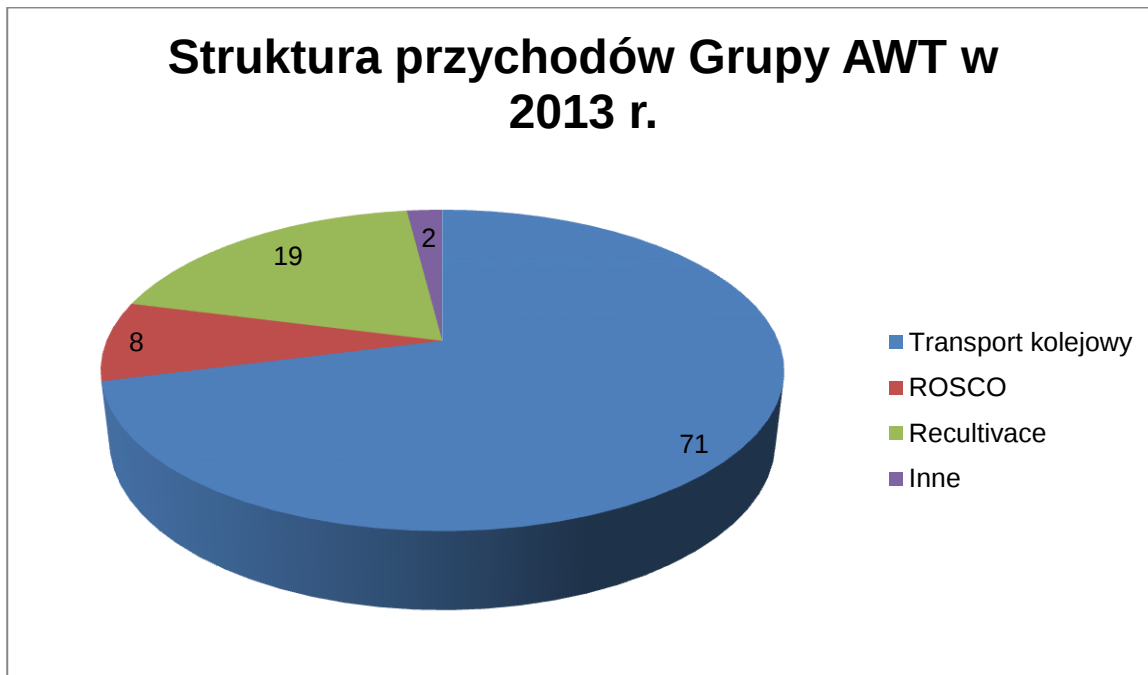
Terminal intermodalny Ostrava – Paskov jest zlokalizowany w okolicy czeskich stref przemysłowych, a także granic polskiej i słowackiej. Biorąc pod uwagę jego położenie geograficzne, a także możliwości operacyjne, ma on ogromne znaczenie dla całego transportu odbywającego się w tym rejonie.

Tabela 3.8

Działalność AWT				
Transport kolejowy	Transport intermodalny	Spedycja kolejowa	Wynajem wagonów kolejowych	Rekultywacja
- Kompleksowe usługi na przemysłowych bocznicach kolejowych; - Budowa i remonty torowisk; - Przeładunek pomiędzy transportem drogowym, wodnym i kolejowym, możliwość składowania; - System ACTS.	- Szeroka sieć partnerów w ramach linii kolejowych i w portach; - Pociągi wahadłowe z możliwością przeładunku kontenerów; - Transport w trybie Just In Time; - Zapewnienie przewozu za pomocą pociągów wahadłowych (regularnie, ad-hoc) w Czechach i w całej Europie; - Usługi transportowe świadczone na rzecz znaczących operatorów transportu intermodalnego, firm spedycyjnych i przedsiębiorstw indywidualnych;	- Rozległa flota towarowych wagonów kolejowych, czołowa pozycja w kategorii wagonów krytych z przegrodami; - Zapewnienie transportu nawiązującego, łącznie z tworzeniem sieci logistycznej typu droga-kolej-droga; - Przewóz towaru do i z krajów Wspólnoty Niepodległych Państw, łącznie z przeładunkiem towaru i reekspedycją przesyłek;	- wynajem wagonów lub wynajem wagonów łącznie z bieżącą konserwacją.	- usługi w zakresie prac rekultywacyjnych, ziemnych, budowlanych, rozbiórek i prac projektowych; - rekultywacja i prace budowlane; - likwidacja obciążeń ekologicznych, składowiska, odpady; - działalność projektowa; - transport za pomocą pojazdów terenowych i drogowych; - transport za pomocą pojazdów terenowych i drogowych; - mechanizacja ciężka; - naprawy pojazdów ciężarowych i maszyn ciężkich.

Źródło: <http://www.awt.eu/pl/transport-kolejowy/transport-kolejowy> [dostęp: 2015-12-19]

Wykres 3.5

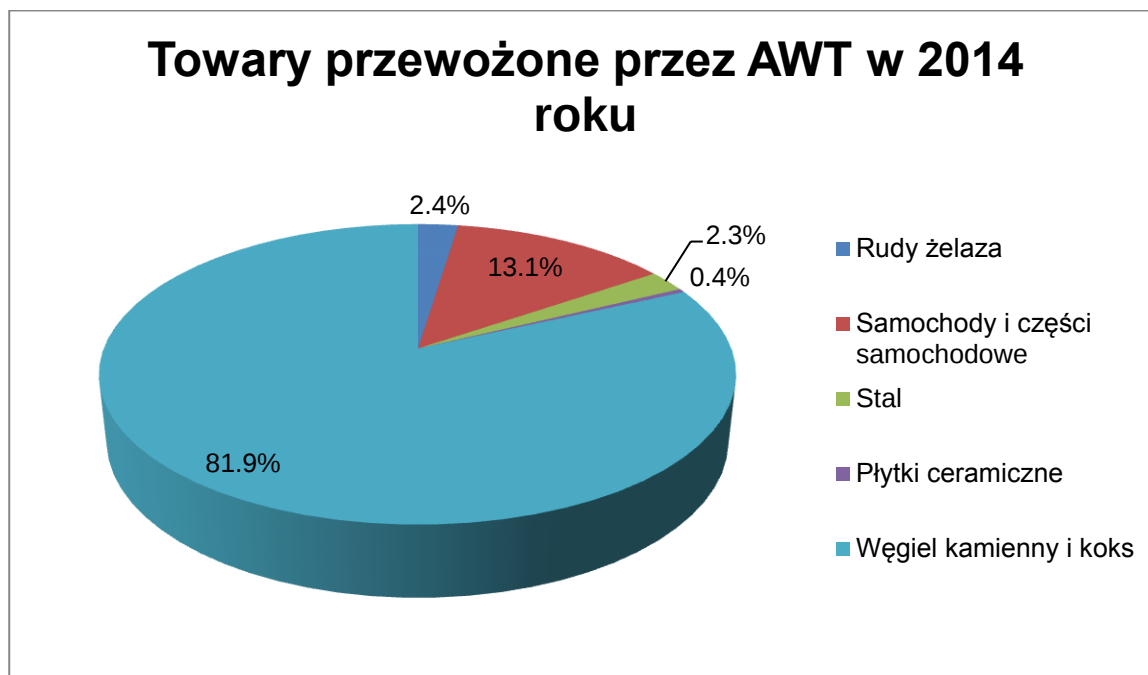


Źródło: <https://www.pkpcargo.com/media/289665/ir-awt-2015-01-08-final.pdf> [dostęp na 19-02-2016]

71% przychodów w 2013 roku, czyli ostatnim przed rozpoczęciem transakcji przejęcia przez PKP Cargo, pochodziło z transportu kolejowego, 19% przyniosły usługi oferujące prace rekultywacyjne i budowlane (spółka Recultivace), a 8% to efekt wynajmu innym podmiotom infrastruktury kolejowej (ROSCO).¹³²

¹³² <https://www.pkpcargo.com/media/289665/ir-awt-2015-01-08-final.pdf> [dostęp na 16-04-2016]

Wykres 3.6



Źródło: Opracowanie własne.

3.3 Oczekiwania korzyści i synergii płynących z połączenia

Dzięki transakcji spółka PKP Cargo spodziewa się określonych korzyści, płynących z synergii powstałej na mocy połączenia dwóch uznanych europejskich przewoźników o ugruntowanej pozycji i infrastrukturze dającej możliwość rozwoju na rynku.

3.3.1 Proces przewozowy

Grupa AWT oraz PKP Cargo to przedsiębiorstwa będące w czołówce firm transportowo-logistycznych działających na terenie Unii Europejskiej. Rynek czeski należy do najbardziej rozwiniętych w regionie, lokując się na siódmej pozycji wśród rynków transportowych Wspólnoty. Czechy posiadają najwyższą w Europie gęstość sieci kolejowej, a ponad 50% transportu kolejowego w tym kraju to przewozy międzynarodowe.

Przejęcie grupy AWT to dla PKP Cargo możliwość wzmocnienia swojej pozycji na rynku czeskim, na którym Grupa AWT posiada 12% udziału.¹³³ Rynek czeski jest dla polskiej spółki kluczowy, głównie ze względu na jego liczne połączenia z polskim Śląskiem.

¹³³ <http://wiadomosci.stockwatch.pl/pkp-cargo-robi-dobry-biznes-przejmujac-czeska-spolke-awt,akcje,124634> [dostęp na 19-02-2016]

Tabela 3.9 Sieci i tory kolejowe w Polsce i Czechach

	Polska	Czechy
<i>Sieci kolejowe (km)</i>	20 094	9 750
<i>Tory kolejowe (km)</i>	37 076	15 636

Źródło: Opracowanie własne.

Przejęcie Grupy AWT otwiera dla grupy PKP Cargo bezpośrednie korytarze transportowe przez Czechy na trasach:

- Niemcy/Czechy;
- Czechy/Austria;
- Niemcy/Austria;
- Austria/Niemcy;
- Niemcy/Polska;
- Polska/Słowacja;
- Polska/Austria.

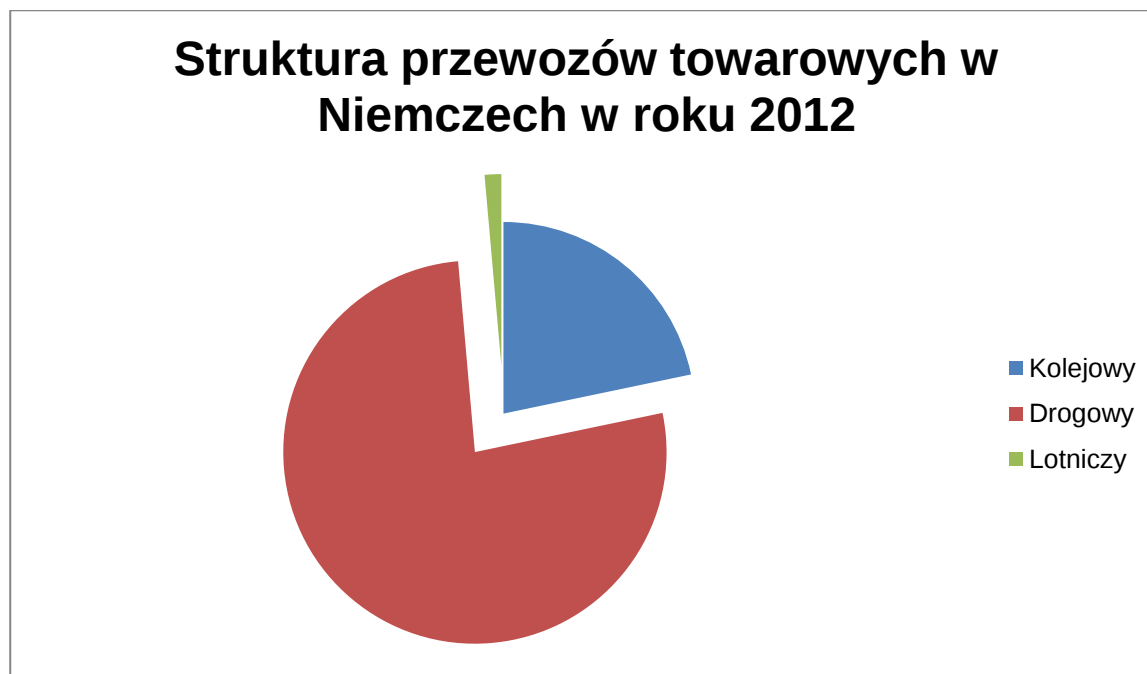
Tabela 3.10 Gęstość sieci kolejowej w wybranych krajach europejskich

Kraj	Gęstość sieci kolejowej (km/100km²)
<i>Czechy</i>	12,1
<i>Polska</i>	6,43
<i>Belgia</i>	11,4
<i>Niemcy</i>	10,5
<i>Węgry</i>	8,3
<i>Słowacja</i>	7,5
<i>Rumunia</i>	4,5

Źródło: Opracowanie własne

Daje to szerszy dostęp do rozwiniętych rynków o wysokiej gęstości sieci kolejowej. Wielkość rynku transportu towarowego w samych tylko Niemczech osiągnęła w 2012 roku rozmiar ponad 42 milionów ton.¹³⁴

Wykres 3.7



Źródło: <http://www.czasopismologistyka.pl/artykuly-naukowe/send/-/4771> [dostęp na 20-12-2015]

Dzięki otworzeniu nowych bezpośrednich korytarzy, a także dzięki dostępowi do wielosystemowych lokomotyw, nie będzie konieczności podstawiania nowych lokomotyw po przekraczaniu granic, w celu dostosowania do siebie systemów napięcia (np. Polska – 3kV stały; Niemcy, Austria – 15 kV, 16,7Hz; Czechy, Słowacja – północ: 3 kV, stały, południe: 25 kV, 50Hz¹³⁵).

Powyższy fakt ma również duże znaczenie przy transporcie z Polski w rejony Ostravy i znajdującego się tam kluczowego terminalu AWT – Ostrava – Paskov. Terminal jest zlokalizowany w okolicy czeskich stref przemysłowych, a także granic polskiej i słowackiej. Znajdująca się tam infrastruktura, trzy tory do obsługi terminala o łącznej długości 810m, przyległa stacja kolejowa z 9 torami transportowymi, a także 31 000 m² powierzchni magazynowo – manipulacyjnej¹³⁶ pozwala na sprawniejsze odprawy pociągów i przewozów indywidualnych, krótko- i długoterminowy

¹³⁴ Statistischen Jahrbuch Deutschland 2013, www.destatis.de, [dostęp na 20-12-2015]

¹³⁵ <https://www.pkpcargo.com/media/360552/integracja-grupy-pkp-cargo-z-awt-15072015.pdf> [dostęp na 19-02-2016]

¹³⁶ <http://www.awt.eu/pl/transport-intermodalny/terminal-ostrava-paskov> [dostęp na 20-12-2015]

depozyt towarów, naprawę oraz mycie kontenerów, a także ich przeładunek oraz dostarczanie, co ma ogromny wpływ na możliwości logistyczne Grupy PKP w tym rejonie Europy.

Tabela 3.11

Terminal intermodalny Ostrava - Paskov	
Powierzchnia	31 000m ²
Możliwości składowania	2400 TEU
Zdolność przeładunkowa	910 UTI / miesiąc
Tor	810m

Zródło: Opracowanie własne

AWT jest przewoźnikiem o względnie małej liczbie własnych lokomotyw i wagonów na tle PKP Cargo czy innych przewoźników europejskich. Grupa AWT operuje 166 lokomotywami (głównie spalinowymi) oraz 5070 wagonami, jednak tylko niewiele ponad 3000 z nich jest własnością grupy AWT. Pozostałe wagony są dzierżawione od innych podmiotów. PKP Cargo posiada szeroką pulę wagonów oraz lokomotyw, wg ich danych własnych, grupa zarządza około 60000 wagonami oraz 1250 lokomotywami (również elektrycznymi). Przy planowaniu transakcji zakładano, że AWT będzie dzierżawić od PKP Cargo wagony, które do tej pory wynajmowała od innych podmiotów, ale także lokomotywy, w celu zastąpienia spalinowych, które są droższe w eksploatacji, elektrycznymi.

Szacuje się, że każda wymiana lokomotywy jest w stanie wytworzyć synergii w skali około 0,5 mln złotych rocznie. Natomiast przy teoretycznym założeniu, że wszystkie wynajmowane do tej pory wagony, Grupa AWT będzie dzierżawić od PKP Cargo, czyli 3028 sztuk, przewoźnicy są w stanie wypracować synergii na poziomie około 60,5 mln złotych w skali roku.¹³⁷ Dzięki zmianom w procesie transportowym, AWT będzie w stanie zmienić model dotychczasowy model biznesowy i zrezygnować z niskomargowych przewozów, a skoncentrować się na transporcie z wykorzystaniem własnego taboru (lub taboru PKP Cargo), którego to marża jest znacznie wyższa.

3.3.2 Utrzymanie taboru

PKP Cargotabor to jedna ze spółek wchodzących w skład grupy PKP Cargo. Jest jednym z czołowych przedsiębiorstw na terenie Europy, które zajmują się szeroko pojętym utrzymaniem taboru kolejowego, co daje gwarancję wysokiej jakości usług oraz wysoko wykwalifikowanej kadry.

¹³⁷ <https://www.pkpcargo.com/pl/co-robimy/tabor> [dostęp na 16-04-2016]

Do flagowych specjalizacji PKP Cargotabor należą m.in.¹³⁸:

- Modernizacja lokomotyw elektrycznych;
- Przeglądy kontrolne i okresowe;
- Regeneracja zespołów i podzespołów do taboru;
- Fizyczna likwidacja taboru;
- Naprawy bieżące wagonów i lokomotyw.

PKP Cargotabor świadczy swoje usługi na w 15 zakładach, rozmieszczonych na terenie całej Polski.

Rysunek 3.3 Rozmieszczenie Zakładów Napraw Taboru PKP Cargotabor



Źródło: <http://www.cargowag.pl/o-firmie/mapa.html> [dostęp na 15-01-2016]

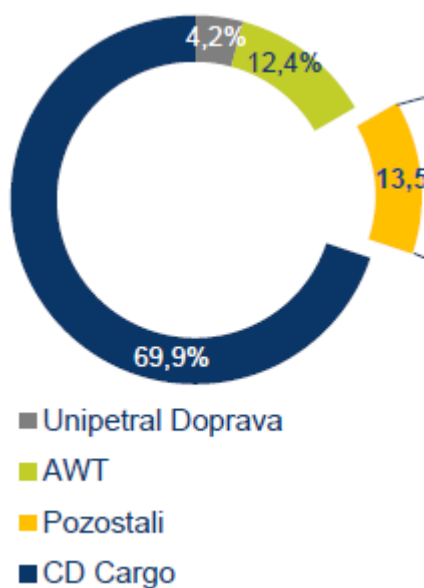
¹³⁸ <http://www.cargowag.pl/o-firmie/index.html> [Dostęp na 15-01-2016]

Połączenie PKP Cargo oraz AWT zwiększa możliwości obu, wcześniej odrębnych, podmiotów. AWT dokonuje napraw średnio 400 wagonów rocznie¹³⁹. Do tej pory wagony te były naprawiane przy współudziale firm zewnętrznych. Teraz, po połączeniu obydwu podmiotów, dokonywanie tych napraw będzie możliwe przy pomocy wiedzy oraz sprzętu PKP Cargotabor. W planach jest także szkolenie pracowników AWT w zakresie przeprowadzania przeglądów infrastruktury. PKP Cargo w ciągu roku przeprowadza ok. 180 powrotów lokomotyw na przegląd kontrolny P1 (sprawdzenie stanu technicznego pod kątem ewentualnych wad, ich naprawy¹⁴⁰). Dzięki szerszemu dostępowi do infrastruktury, powstała synergia szacuje się na ok. 400 tysięcy złotych w skali roku¹⁴¹.

3.3.3 Kontrakty i klienci

Wolumen towarowych przewozów kolejowych na rynku czeskim szacuje się na ok. 84 miliony ton rocznie, a główne towary, które są przewożone to m.in. drewno i produkty rolne (7%), metale i rudy (21%), koks oraz produkty ropopochodne (13%), węgiel kamienny i ropa (36%).¹⁴²

Rysunek 3.4 Struktura rynku czeskiego wg obrotów towarowych



Źródło: <https://www.pkpcargo.com/media/289665/ir-awt-2015-01-08-final.pdf> [dostęp na 12-01-2016]

¹³⁹ <https://www.pkpcargo.com/media/360552/integracja-grupy-pkp-cargo-z-awt-15072015.pdf> [dostęp na 19-02-2016]

¹⁴⁰

[http://www.intercity.pl/pl/dokumenty/przetargi/rok%202013/Wykonanie%20modernizacji%2020%20lokomotyw%20spalinowych%20\(05-03-2013\)/Przepisy%20i%20instrukcje/Instrukcja%20o%20utrzymaniu%20pojazd%C3%B3w%20trakcyjnych%20\(Bt-3\).pdf](http://www.intercity.pl/pl/dokumenty/przetargi/rok%202013/Wykonanie%20modernizacji%2020%20lokomotyw%20spalinowych%20(05-03-2013)/Przepisy%20i%20instrukcje/Instrukcja%20o%20utrzymaniu%20pojazd%C3%B3w%20trakcyjnych%20(Bt-3).pdf) [dostęp na 20-01-2016]

¹⁴¹ <https://www.pkpcargo.com/media/507479/cargo20-prezentacja-strategii-pl.pdf> [dostęp na 15-03-2016]

¹⁴² <https://www.pkpcargo.com/media/289665/ir-awt-2015-01-08-final.pdf> [dostęp na 19-02-2016]

Połączenie z AWT daje grupie PKP Cargo możliwość lepszego wykorzystania certyfikatów przewozowych, w których jest posiadaniu, a także modernizację kluczowych dla siebie korytarzy transportowych. W największej mierze chodzi o wykorzystanie aktywów grupy AWT do prowadzenia samodzielnych przewozów na terenie Węgier, ale zakłada się, że połączenie umożliwi poszerzenie zasięgu działalności grupy PKP Cargo do 12 krajów.¹⁴³ Dotyczy to rozszerzenia oferty tranzytowej głównie na terenie krajów na południu Europy (m.in. Słowacja, Węgry, Bułgaria, Rumunia), ale także na zachodzie tego kontynentu (Niemcy i Austria). Połączenie AWT i PKP Cargo sprawia, że dla grupy pojawia się bezpośredni korytarz transportowy łączący morze Bałtyckie z morzem Adriatyckim, znajdującym się na południu Europy.

Transakcja przejęcia AWT przez PKP Cargo powiększa znacząco portfolio klientów grupy.

Tabela 3.12 Najwięksi klienci grupy AWT

	OKD	Jedyny producent węgla kamiennego w Republice czeskiej ¹⁴⁴
	Carbosped	Znaczący gracz na Europejskim rynku surowców energetycznych ¹⁴⁵
	Alpiq Generation	Producent i dostawca surowców energetycznych. ¹⁴⁶
	Railtrans International	Słowackie przedsiębiorstwo transportowo - logistyczne ¹⁴⁷
	Metalimex	Czeskie przedsiębiorstwo z branży metalurgicznej i transportowej ¹⁴⁸
	Severoceske doly	Czeskie przedsiębiorstwo zajmujące się przetwórstwem i sprzedażą węgla brunatnego i związanych z nim surowców. ¹⁴⁹

Źródło: Opracowanie własne

¹⁴³ <https://www.pkpcargo.com/media/289665/ir-awt-2015-01-08-final.pdf> [dostęp na 19-02-2016]

¹⁴⁴ <http://www.okd.cz/pl/o-nas> [dostęp na 15-03-2016]

¹⁴⁵ <http://www.carbounion.cz/o-skupine-carbosped/> [dostęp na 15-03-2016]

¹⁴⁶ <http://generation.alpiq.cz/about-us/about-us.jsp> [dostęp na 15-03-2016]

¹⁴⁷ <http://www.railtrans.eu/en/> [dostęp na 15-03-2016]

¹⁴⁸ <http://www.metalimex.cz/en/o-spolecnosti> [dostęp na 15-03-2016]

¹⁴⁹ <http://www.sdas.cz/spolecnost/profil-spolecnosti/zakladni-informace-o-spolecnosti.aspx> [dostęp na 15-03-2016]

Dostęp do tych kontraktów pozwoli grupie na dywersyfikację portfela klientów przez co zmniejsza ryzyko prowadzenia działalności. Dywersyfikacja portfolio klientów ma znaczenie także z tego względu, że grupa PKP Cargo do 2020 roku zamierza zmniejszyć udział węgla w swoim portfelu do 40% (obecnie 55%)¹⁵⁰. Daje to również możliwość wdrażanie nowych modeli sprzedaży dzięki zmodernizowanym strukturom i zasobom.

Połączenie spółek sprawia, że PKP Cargo będzie miało łatwiejszy dostęp do dostawców związanych z AWT. Poniżej najważniejsi z nich:

Tabela 3.13 Dostawcy grupy AWT

Infrastruktura	Paliwo	Naprawy taboru	Energia
			

Źródło: <https://www.pkpcargo.com/media/360552/integracja-grupy-pkp-cargo-z-awt-15072015.pdf> [dostęp na 15-03-2016]

Dostęp do dostawców, którzy przy takim obrocie spraw być może będą w stanie w znaczący sposób konkurować lub w jakiś sposób współpracować z dotychczasowymi dostawcami PKP Cargo, stawia przedsiębiorstwo w korzystnej pozycji negocjacyjnej ze względu na warunki w jakich się znajduje – chociażby poprzez stworzenie wspólnej grupy zakupowej.

3. 4 Podstawowe założenia transakcji przejęcia.

W latach 2014 – 2015 miało miejsce jedna z największych transakcji na rynku fuzji i przejęć z udziałem polskiej firmy, czyli przejęcie Grupy AWT przez PKP Cargo S.A. Większościowe przejęcie Grupy AWT przez PKP Cargo należy traktować przede wszystkim jako krok poszerzający w dużym stopniu portfolio usługowe polskiego przewoźnika, zamierzał on umocnić swoją pozycję na rynku transportowo – logistycznym w Polsce i w Europie. Jako że transakcja została zrealizowana korzystając ze środków własnych, jej obsługa przebiegła bezproblemowo, a także nie zakłóca planów rozwoju spółki na kolejne lata.¹⁵¹

¹⁵⁰ <https://www.pkpcargo.com/media/507479/cargo20-prezentacja-strategii-pl.pdf> [dostęp na 15-03-2016]

¹⁵¹ <http://wiadomosci.stockwatch.pl/pkp-cargo-robi-dobry-biznes-przejmujac-czeska-spolke-awt,akcje,124634> [dostęp na 2015-20-12]

Uzgodniona cena za 80% udziałów to 103,2 mln euro.¹⁵² Transakcja została w całości sfinansowana z funduszy własnych PKP Cargo S.A.. Pozostałe 20% firmy pozostało w rękach Minezit SE, jednak na mocy porozumienia, istnieje możliwość odkupienia przez PKP Cargo S.A. 20% pozostających w rękach wymienionej firmy udziałów.

Transakcja uzależniona była od trzech warunków, które były spełniane etapami. Pierwszy z warunków – spełniony 10.02.2015 r. – zakładający naprawę czynności prawnej, polegającej na „przeniesieniu tytułu prawnego do odcinka zbiorowego akcji w spółce Advanced World Transport a.s.”¹⁵³

Drugi z warunków – spełniony 16.03.2015 r. – zakładał uzyskanie od niektórych ze spółek należących do grupy AWT potwierdzenie, że zrealizowanie transakcji nie jest sprzeczne z umowami zawartymi pomiędzy tymi instytucjami.¹⁵⁴ Wspomniane potwierdzenia zostały wystawione przez banki i inne instytucje finansowe.

Trzeci z warunków – spełniony 15.05.2015 r. – polegający na uzyskaniu zgody na transakcję od polskich, czeskich, słowackich oraz niemieckich organów odpowiedzialnych za ochronę konkurencji.¹⁵⁵

Po spełnieniu tych warunków, na mocy holenderskiego aktu notarialnego tytuły prawne do 80% udziałów w spółce AWT zostały przeniesione na spółkę PKP Cargo.

Umowa była obostrzona karą umowną wysokości 10 mln EUR, na wypadek gdyby którakolwiek ze stron postanowiła się wycofać z transakcji pomimo spełnienia warunków zawieszających, czy też ich ewentualnego uchylecia.

Wszelkie roszczenia z tytułu Umowy Sprzedaży zostały zaasekurowane dzięki zablokowanej części ceny, która znalazła się na rachunku powierniczym, a towarzystwa ubezpieczeniowe wystawiły polisy na wypadek niezgodności oświadczeń strony sprzedającej, a stanem zastanym przez nabywcę.

PKP Cargo zawarło z Minezit SE, właścicielem 20% udziałów Grupy AWT, Umowę Wspólników, regulującą ich wzajemne prawa i obowiązki, między innymi Opcję Sprzedaży, czyli prawo do wezwania PKP Cargo przez Minezit SE do odkupienia wszystkich posiadanych udziałów wspomnianej spółki, a także Opcję Kupna, czyli sytuację odwrotną, kiedy to PKP Cargo może wezwać Minezit SE do sprzedaży wszystkich posiadanych udziałów Grupy AWT. Opcje są ważne

¹⁵² <https://www.pkpcargo.com/pl/aktualnosci/pkp-cargo-kupuje-awt-jednego-z-najwiekszych-prywatnych-przewoznikow-w-europie/> [dostęp na 21-12-2015]

¹⁵³ Raport bieżący nr 8/2015 z dnia 10 lutego 2015 roku

¹⁵⁴ Raport bieżący nr 15/2015 z dnia 17 marca 2015 roku

¹⁵⁵ Raport bieżący nr 29/2015 z dnia 15 maja 2015 roku

od 1.01.2017 do 31.12.2020 i cena rynkowa zostanie obliczona na podstawie wzorów ujętych w umowie, a także jest uzależniona od wskaźnika EBITDA oraz wysokości zobowiązań Grupy AWT, jednak cena minimalna dla Opcji Sprzedaży została ustalona na 27 mln Euro, a dla Opcji Kupna na różnicę pomiędzy kwotą 40 mln Euro, a sumą dywidend wypłaconych przez AWT na konta Minezit SE.¹⁵⁶

Harmonogram:¹⁵⁷

- I. 09.2014 - Rozpoczęcie fazy Due Dilligence.
- II. 30.12.2014 - Podpisanie umów.
- III. 25.02.2015 - Start programu integracji w Ostravie.
- IV. 15.05.2015 - Zgoda czeskiego Urzędu antymonopolowego.
- V. 28.05.2015 - Przejęcie kontroli operacyjnej nad AWT.

3.5 Pierwsze efekty, wnioski i perspektywy

W krótkim okresie od przejęcia realnej kontroli przez PKP Cargo nad grupą AWT, udało się w pełni zintegrować ze sobą oba podmioty.¹⁵⁸ Kroki, jakie udało się w tym celu podjąć, to m.in.:

- budowa wspólnej bazy lokomotyw wielosystemowych;
- pozyskanie nowych kontrahentów;
- budowa nowych modeli sprzedaży;
- odcinki czeskie są teraz faktycznie realizowane przez PKP Cargo lub AWT;
- wspólna realizacja napraw;
- jednolity model wyceny kontraktów.

Po niecałym roku od zakończenia transakcji, widać jej pierwsze efekty:

- obecność spółki PKP Cargo w czterech krajach Europy środkowo – wschodniej;
- rozbudowa terminalu Ostrava – Paskov;
- wzrost liczby przewozów (w mld tkm) z 28,9 do 29,8 (udział AWT to 1,06);
- ilość połączeń międzynarodowych urosła o 336% w stosunku rocznym.¹⁵⁹

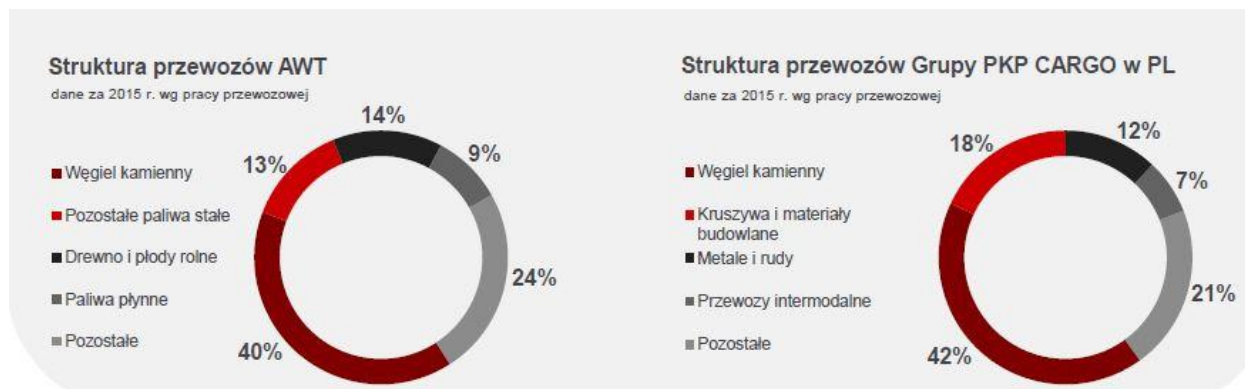
¹⁵⁶ Raport bieżący nr 72/2014 z dnia 31 grudnia 2014 roku

¹⁵⁷ <https://www.pkpcargo.com/media/360552/integracja-grupy-pkp-cargo-z-awt-15072015.pdf> [dostęp na 19-02-2016]

¹⁵⁸ <https://www.pkpcargo.com/media/562226/prezentacja-ye2015-2016-03-18.pdf> [dostęp na 16-04-2016]

¹⁵⁹ <https://www.pkpcargo.com/media/562226/prezentacja-ye2015-2016-03-18.pdf> [dostęp na 16-04-2016]

Wykres 3.8



Źródło: <https://www.pkpcargo.com/media/562226/prezentacja-ye2015-2016-03-18.pdf> [dostęp na 16-04-2016]

Tabela 3.14 Podstawowe dane finansowe PKP Cargo za rok 2015

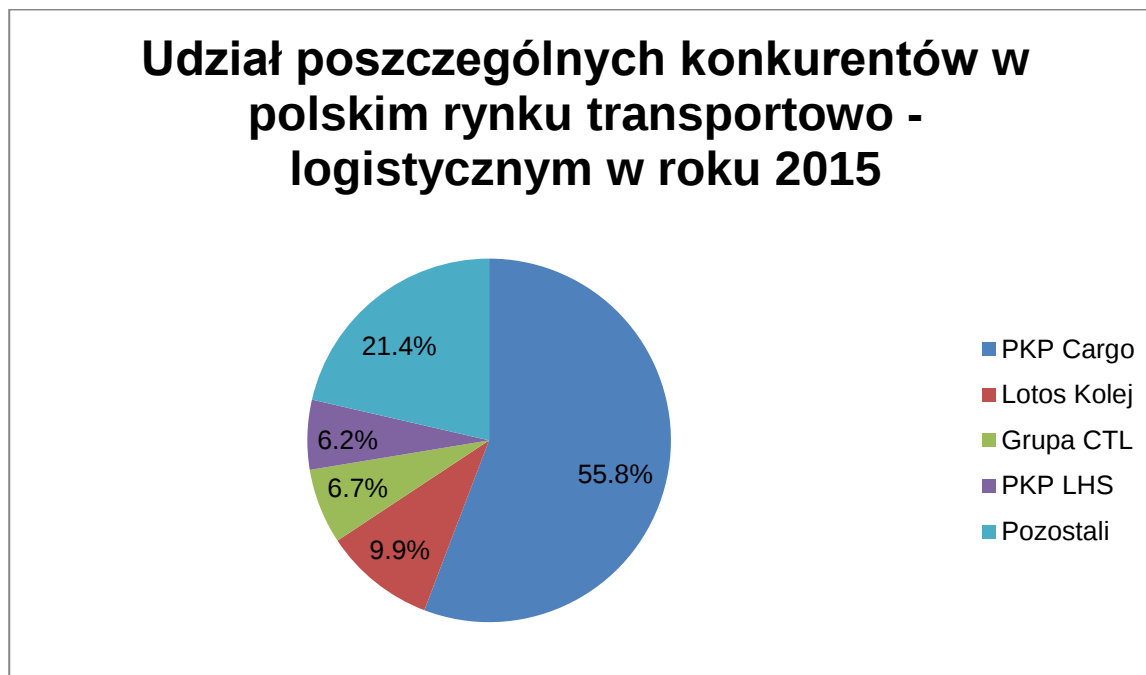
Przychody operacyjne	4554 mln zł
Koszty operacyjne	4498 mln zł
Zysk netto	31 mln zł
EBITDA	705 mln zł

Źródło: https://www.pkpcargo.com/media/562214/skonsolidowany_raport_roczny_grupy_kapitalowej_pkp_cargo_za_2015_rok.pdf [dostęp na 16-04-2016]

W raporcie finansowym za rok 2015 podstawowe wyniki finansowe grupy PKP Cargo nie pozwalają jednoznacznie ocenić sytuacji finansowej przedsiębiorstwa. Przychody operacyjne wzrosły o 7% w stosunku do roku 2014, natomiast drastycznie zmniejszył się zysk netto – spadek z 276 mln zł do 31 mln zł, czyli wynik o 88% gorszy niż w roku 2014.

Koncentracja na ekspansji zagranicznej sprawiło, że podsumowanie roku 2015 przyniosło grupie PKP Cargo zmniejszenie udziału spółki w krajowym rynku transportowo – logistycznym z 57% do 55,8%.

Wykres 3.9



Źródło: Opracowanie własne.

Przejęcie przez PKP Cargo grupy AWT jest jednym z elementów mających za zadanie zbudowania pozycji lidera na rynku środkowoeuropejskim w branży transportu kolejowego. Spółka zamierza to osiągnąć głównie dzięki akwizycji kolejnych podmiotów. W ostatnim czasie poza grupą AWT, PKP Cargo przejęło także Orlen Koltrans oraz ZPC Euronaftrzebinia,¹⁶⁰ a strategia spółki zakłada analizę rynku w celu kolejnych transakcji fuzji lub przejęć. W strategii na lata 2016-2020¹⁶¹ czytamy, że PKP Cargo zakłada dwa główne cele: udział w tzw. Nowym Jedwabnym Szlaku (szlak transportowy do Azji, PKP Cargo zakłada, że do 2020 przewiezie do 850 tysięcy kontenerów z Chin, głównie dzięki użyciu terminala w Małaszewicach), a także zostanie liderem transportu intermodalnego w rejonie Europy środkowo-wschodniej.

¹⁶⁰ https://www.pkpcargo.com/media/512859/prezentacja_pkp-cargo-kupuje-ornen-koltrans-i-zcp-euronaftrzebinia.pdf [dostęp na 15-03-2016]

¹⁶¹ <https://www.pkpcargo.com/media/507479/cargo20-prezentacja-strategii-pl.pdf> [dostęp na 15-03-2016]

Zakończenie

Pierwsze efekty przejęcia AWT przez PKP Cargo pojawiły się dosyć wcześnie, jednak następstw mających znaczący wpływ na pozycję rynkową przedsiębiorstwa należy wypatrywać w przyszłości. Nie wszystkie możliwe synergie i korzyści zostały już wykorzystane, co wynika z czasochłonności integrowania firm na rynku transportowo-logistycznym.

Dużych możliwości dla spółki można upatrywać w nadchodzącej w najbliższych latach reindustrializacji Polski i szeroko pojętych zmianach gospodarczych, m.in.:

- szacowanego zwiększenia produkcji stali o 2-3% rocznie;
- zwiększania się roli polskiego transportu intermodalnego na rynku transportu kontenerowego;
- nadpodaży metali przemysłowych w Chinach i ewentualnego eksportu do Europy;
- inwestycji infrastrukturalnych programów europejskich do roku 2020;
- szacowanego wysokiego zapotrzebowania na kruszywo w branży budowlanej, drogowej i kolejowej.¹⁶²

Najważniejszym elementem, który będzie miał duży wpływ na przyszłość spółki to odpowiedź PKP Cargo na rosnące zapotrzebowanie na transport intermodalny, który jest najszybciej rozwijającym się segmentem rynku transportowego. Dzięki rozbudowanemu terminalowi intermodalnemu Ostrava – Paskov, należącemu do AWT, o zdolnościach przeładunkowych 9 300 UTI / m-c, grupa PKP będzie w stanie obsłużyć zarówno transport na linii ‘północ – południe’, jak i ‘wschód – zachód’ i planowaną ekspansję na rynek azjatycki oraz pozwoli zintegrować Nowy Jedwabny Szlak z siecią transportową w Europie.

Optymalizacja procesów przy tak złożonej transakcji może zająć pewien czas, zwłaszcza w wypadku procesu przewozowego. Jest on szczególnie wymagający, głównie ze względu na różnice technologiczne i infrastrukturalne, które występują między stronami transakcji.

Wg strategii PKP Cargo na lata 2016-2020, spółka w ciągu najbliższych lat zamierza skoncentrować się na szeroko pojętej doskonałości operacyjnej. Można to sprowadzić do czterech głównych fundamentów:

- „1. Optymalizacja realizacji procesu przewozowego;
2. Dostosowanie poziomu zasobów do potrzeb;
3. Nowoczesny tabor oraz narzędzia IT;
4. Wykorzystanie zasobów PKP Cargo poza Polską.”¹⁶³

Już po powierzchownej analizie tych podstawowych założeń strategii na nadchodzące lata, można zauważyć, że przejęcie grupy Advanced World Transport stanowi ważny element jej realizacji.

¹⁶² <http://www.obserwatorfinansowy.pl/dispatches/mfw-obniza-prognoze-wzrostu-pkb-na-swiecie-na-2016-i-2017-rok/> [dostęp na 16-04-2016]

¹⁶³ <https://www.pkpcargo.com/media/507479/cargo20-prezentacja-strategii-pl.pdf> [dostęp na 03-05-2016]

Jednakże to od umiejętności wykorzystania pełni potencjału tego przejęcia będzie w dużej mierze zależało w jakim stopniu PKP Cargo będzie skłonne realizować kolejne transakcje na rynku transportowo-logistycznym.

Pomimo zapewnień spółki o zabezpieczeniu finansowania strategii na lata 2016-202 sama nadchodząca dobra koniunktura w przemyśle wydaje się nie być wystarczającym napędem dla realizacji przez PKP Cargo celu nadrzędnego, jakim jest zostanie czołowym operatorem logistycznym na rynku Europy Środkowo-Wschodniej. Dla sięgania po coraz większą część rynku niezbędne wydaje się być przejmowanie kolejnych średnich graczy na rynku. PKP Cargo nie jest w stanie, w ciągu 4 lat, samodzielnie zbudować infrastruktury i zasobów, która pozwoliłyby spółce na działalność na terenach, które na dzień dzisiejszy są dla spółki z różnych względów niedostępne. Ekspansja zagraniczna wymaga również optymalizacji kosztów, a ciężko byłoby o to stawiając tylko i wyłącznie na wzrost naturalny.

Strategia wzrostu poprzez akwizycję, obrana przez PKP Cargo, wydaje się spełniać swoją rolę. Dzięki ostatnim ruchom istnieje duże prawdopodobieństwo, że uda się spółce zmniejszyć zapotrzebowanie na zewnętrzne lokomotywy i wagony. Zwiększenie wydajności czasu pracy personelu, a także maszyn, spowoduje spadek kosztów transportu przesyłki, a jednocześnie zmniejsza się koszty paliwa oraz energii. Wszystko to pokazuje, że przejmowanie przez PKP Cargo średnich przedsiębiorstw o względnie dużym udziale w rynku to krok w stronę dominacji rynku logistyczno – transportowego w Europie środkowo – wschodniej.

Bibliografia

Pozycje książkowe

1. Bernhardt, R.G., *The Acquisition Process: A Program for Success*, w: B.J. Miller, *Mergers and Acquisitions*, John Wiley & Sons 1994
2. Brealey, R.A., Myers, S.C., *Principles of Corporate Finance*, McGraw-Hill, Nowy Jork 1995
3. Cartwright S., Cooper C.L., *Kiedy firmy łączą się lub są przejmowane*, Petit, Warszawa 2001
4. Copeland, T., Koller, T., Murrin, J., *Valuation, Measuring and Managing the Value of Companies*, McKinsey & Company – John Wiley & Sons, Nowy Jork 1990
5. Cornell, B., *Corporate Valuation. Tools for Effective Appraisal and Decision Making*, Business One Irwin, Homewood, 1993
6. Depamphilis, D., *Mergers, Acquisitions, and other Restructuring Activities. An Integrated Approach to Process, Tools, Cases, and Solutions*, Academic Press, Londyn, 2001
7. Duraj, J., *Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym*, PWE, Warszawa 1996
8. Eccles, R.G., Lanes, K.L., Wilson, T.C., w: *Harvard Business Review on Mergers and Acquisitions*, Harvard Business School Publishing Corporation, 2001
9. Fołtyn, W., *Analiza due diligence w integracji przedsiębiorstw*, Poltext, Warszawa 2005
10. Frąckowiak, W., *Fuzje i przejęcia*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2009
11. Gaughan, P.A., *Mergers, acquisitions, and corporate restructurings*, John Wiley & Sons, Inc., New York 2002
12. Glass, H., *Handbook of Business Strategy, 89/90 Yearbook*, Larren, Gorham and Lamont, Boston 1991
13. Gorynia, M., Jankowska, B., *Teorie internacjonalizacji*, Gospodarka Narodowa Nr 10/2007
14. Hooke, J.C., *Fuzje i przejęcia. Jak skutecznie przeprowadzić transakcję M&A*, Wyd. K.E. Liber, Warszawa 1998
15. Jacobs, W.I., Shapiro, K.P., *Merging Benefit and Compensation Plans*, w: *The Mergers and Acquisitions Handbook*, M.L. Rock, Nowy Jork, 1987
16. Johnson, H., *Fuzje i przejęcia - narzędzia podejmowania decyzji strategicznych*, K.E. Liber, Warszawa 2000
17. Kopaliński, W., *Podręczny słownik wyrazów obcych*, WP, Warszawa 1996
18. Kufel, M., *Metody wyceny przedsiębiorstw*, Wyd. Park, Bielsko – Biała 1992
19. Levy, H., Sarnat, M., *Principles of Financial Management*, Prentice Hall, Englewood Cliffs, 1988
20. Lewandowski, M., *Fuzje i przejęcia w Polsce na tle tendencji światowych*, WIG-Press, Warszawa, 2011
21. Lewandowski, M., w: W. Frąckowiak, *Fuzje i przejęcia*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2009
22. Luehrmann, T.A., *Investment Opportunities as Real Options: Getting Started on Numbers*, Harvard Business Review, lipiec – sierpień 1998
23. Mellen, C.M., Evans, F.C., *Valuation for M&A: Building Value in Private Companies*, John Wiley & Sons, Nowy Jork 2010
24. Mojak, R., [w:] *Kodeks cywilny. Komentarz do art. 1-44910. Tom I*, Legalis, Warszawa 2011
25. Porter, M.E., *Competitive Strategy. Technique for Analyzing Industries and*

- Competitors*, Free Press, Nowy Jork 1980
26. Sasiak, R., *Fuzje i przejęcia spółek publicznych*, Kantor Wydawniczy Zakamycze, Kraków 2000
 27. Senn, L.E., *Culture*, w: *Mergers and Acquisitions*, John Wiley & Sons, Nowy Jork 1994
 28. Sherman, A., Hart, M., *Mergers and acquisitions from A to Z*, Amacom, 2010
 29. Sowiński, R., w: W Frąckowiak, *Fuzje i przejęcia*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2009
 30. Sudarsanam, S., *Fuzje i przejęcia*, WIG-Press, Warszawa 1998
 31. Szczepankowski, P.J., *Fuzje i przejęcia. Techniki oceny opłacalności i sposoby finansowania*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2000
 32. van Krogh, G., Sinatra, A., Singh, H., *The Management of Corporate Acquisitions*, Macmillan Press, Londyn 1994
 33. Waśniewski, T., *Analiza finansowa przedsiębiorstwa*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1993
 34. Wojtunik, M., Draczyński, B., *Zarządzanie holdingiem i grupą kapitałową*, ODDK, Gdańsk 1997

Czasopisma

1. Ambukita, E., *Fuzje i przejęcia jako strategia rozwoju przedsiębiorstwa – aspekty teoretyczne*, w: *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 804, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” nr 67*, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2014
2. Howell, R.A., *Plan to integrate your acquisitions*, w: *Harvard Business Review*, Listopad – Grudzień 1970
3. Leighton, C.M., Tod, G.R., *After the acquisition: continuing challenge*, w: *Harvard Business Review*, Marzec – Kwiecień 1969
4. Searby, F.W., *Control Postmerger Change*, w: *Harvard Business Review*, Wrzesień – Październik, 1969

Akty prawne

1. Artykuł 4913 Kodeksu Spółek Handlowych
2. Artykuł 4921 Kodeksu Spółek Handlowych
3. Artykuł 493 Kodeksu Spółek Handlowych
4. Artykuł 551 Kodeksu Cywilnego
5. Artykuł 552 Kodeksu Cywilnego.
6. Artykuł 554 Kodeksu Cywilnego

Strony internetowe

1. <http://generation.alpiq.cz/about-us/about-us.jsp>
2. <http://wiadomosci.stockwatch.pl/pkp-cargo-robi-dobry-biznes-przejmujac-czeska-spolke-awt,akcje,124634>
3. <http://wiadomosci.stockwatch.pl/pkp-cargo-robi-dobry-biznes-przejmujac-czeska-spolke-awt,akcje,124634>
4. http://www.awt.eu/files/Profil-2015-PL-1_4.pdf
5. <http://www.awt.eu/pl/nasze-spolki>
6. <http://www.awt.eu/pl/o-nas/historia>
7. <http://www.awt.eu/pl/transport-intermodalny/terminal-ostrava-paskov>

8. <http://www.carbounion.cz/o-skupine-carbosped/>
9. <http://www.cargowag.pl/o-firmie/index.html>
10. [http://www.intercity.pl/pl/dokumenty/przetargi/rok%202013/Wykonanie%20modernizacji%20%20lokomotywy%20spalinowych%20\(05-03-2013\)/Przepisy%20i%20instrukcje/Instrukcja%20o%20utrzymaniu%20pojazdu%C3%B3w%20trakcyjnych%20\(Bt-3\).pdf](http://www.intercity.pl/pl/dokumenty/przetargi/rok%202013/Wykonanie%20modernizacji%20%20lokomotywy%20spalinowych%20(05-03-2013)/Przepisy%20i%20instrukcje/Instrukcja%20o%20utrzymaniu%20pojazdu%C3%B3w%20trakcyjnych%20(Bt-3).pdf)
11. <http://www.metalimex.cz/en/o-spolecnosti>
12. <http://www.obserwatorfinansowy.pl/dispatches/mfw-obniza-prognoze-wzrostu-pkb-na-swiecie-na-2016-i-2017-rok/>
13. <http://www.okd.cz/pl/o-nas>
14. <http://www.railtrans.eu/en/>
15. <http://www.railwaygazette.com/news/freight/single-view/view/pkp-cargo-agrees-to-buy-80-stake-in-awt.html>
16. <http://www.sdas.cz/spolecnost/profil-spolecnosti/zakladni-informace-o-spolecnosti.aspx>
17. https://uokik.gov.pl/kompetencje_prezesa_uokik.php
18. <https://www.pkpcargo.com/media/289665/ir-awt-2015-01-08-final.pdf>
19. <https://www.pkpcargo.com/media/289665/ir-awt-2015-01-08-final.pdf>
20. https://www.pkpcargo.com/media/324219/wybrane_dane_finansowe_2014.xls
21. <https://www.pkpcargo.com/media/360552/integracja-grupy-pkp-cargo-z-awt-15072015.pdf>
22. <https://www.pkpcargo.com/media/507479/cargo20-prezentacja-strategii-pl.pdf>
23. <https://www.pkpcargo.com/media/507479/cargo20-prezentacja-strategii-pl.pdf>
24. https://www.pkpcargo.com/media/512859/prezentacja_pkp-cargo-kupuje-ornen-koltrans-i-zcp-euronaft-trzebinia.pdf
25. <https://www.pkpcargo.com/media/562226/prezentacja-ye2015-2016-03-18.pdf>
26. <https://www.pkpcargo.com/pl/aktualnosci/pkp-cargo-kupuje-awt-jednego-z-najwiekszych-prywatnych-przewoznikow-w-europie/>
27. <https://www.pkpcargo.com/pl/co-robimy/>
28. <https://www.pkpcargo.com/pl/co-robimy/tabor>
29. <https://www.pkpcargo.com/pl/kim-jestesmy/poznaj-nas>
30. <https://www.pkpcargo.com/pl/kim-jestesmy/strategia>

Spis tabel

Tabela 1.1 Wybrane definicje

Tabela 1.2 Motywy kupujących w procesie fuzji i przejęć

Tabela 2.1 Zależności między planem integracji a motywem nabycia

Tabela 2.2 Obszary decyzji integracyjnych

Tabela 2.3 Zestawy przeciwstawnych cech związanych z kulturą organizacyjną

Tabela 3.1 Struktura przewozów PKP Cargo w roku 2014

Tabela 3.2 Zatrudnienie i infrastruktura PKP Cargo

Tabela 3.3 Spółki kontrolowane przez PKP Cargo

Tabela 3.4 Podstawowe dane finansowe PKP Cargo za rok 2014

Tabela 3.5 Aktywa spółki PKP Cargo za rok 2014 (w tys. złotych)

Tabela 3.6 Pasywa spółki PKP Cargo za rok 2014 (w tys. złotych)

Tabela 3.7 Zatrudnienie i infrastruktura AWT

Tabela 3.8 Działalność AWT

Tabela 3.9 Sieci i tory kolejowe w Polsce i Czechach

Tabela 3.10 Gęstość sieci kolejowej w wybranych krajach europejskich

Tabela 3.11 Terminal intermodalny Ostrava - Paskov

Tabela 3.12 Najwięksi klienci grupy AWT

Tabela 3.13 Dostawcy grupy AWT

Tabela 3.14 Podstawowe dane finansowe PKP Cargo za rok 2015

Spis rysunków

Rysunek 1.1 Etapy nabycia przedsiębiorstwa

Rysunek 1.2 Formy prawne nabycia przedsiębiorstwa

Rysunek 3.1 Średni kurs akcji PKP Cargo w okresie luty 2015 - styczeń 2016

Rysunek 3.2 Działalność zagraniczna PKP Cargo

Rysunek 3.3 Rozmieszczenie Zakładów Napraw Taboru PKP Cargotabor

Rysunek 3.4 Struktura rynku czeskiego wg obrotów towarowych

Spis wykresów

Wykres 3.1 Udział poszczególnych konkurentów w polskim rynku transportowo - logistycznym w roku 2014

Wykres 3.2 Towary przewożone przez PKP Cargo w H1 2015

Wykres 3.3 Główni inwestorzy PKP Cargo

Wykres 3.4 Struktura udziałowców AWT przed przejęciem przez PKP Cargo

Wykres 3.5 Struktura przychodów Grupy AWT w 2013 roku

Wykres 3.6 Towary przewożone przez AWT w 2014 roku

Wykres 3.7 Struktura przewozów towarowych w Niemczech w roku 2012

Wykres 3.8 Struktura przewozów AWT i Grupy PKP Cargo

Wykres 3.9 Udział poszczególnych konkurentów w polskim rynku transportowo - logistycznym w roku 2015