

KRZYSZTOF MELNAROWICZ

TRANSAKCJE FUZJI I PRZEJĘĆ W FAZACH CYKLÓW KONIUNKTURY GOSPODARCZEJ W EUROPIE ORAZ W POLSCE

WSTĘP ORAZ CEL OPRACOWANIA

Transakcje fuzji i przejęć są jedną z ważniejszych form rozwoju i restrukturyzacji przedsiębiorstw. Spora liczba publikacji naukowych oraz badań na ten temat nawiązuje do wpływu zmiany aktywności gospodarczej na te transakcje, które powtarzają się z pewną zaobserwowaną cyklicznością¹. Niniejsze opracowanie jest wstępem do analizy wpływu cykli koniunkturalnych na transakcje fuzji i przejęć a w zasadzie na ich determinanty sukcesu. Niezmiernie interesujące z punktu widzenia poznawczego jest zbadanie wpływu cykli koniunktury na cykliczność zmian poziomu aktywności transakcji na rynku fuzji i przejęć. Co więcej, wydaje się potrzebne zweryfikowanie hipotezy istnienia wyraźnych zależności pomiędzy determinantami sukcesu transakcji fuzji i przejęć a koniunkturą ogólnogospodarczą, w szczególności zaś wpływu na jednego z uczestników rynku kontroli przedsiębiorstw. Celem publikacji jest wstępne zidentyfikowanie i opis zależności pomiędzy fazami cyklu koniunkturalnego a determinantami aktywności uczestników rynku kontroli przedsiębiorstw. Posłuży to dalszemu zgłębianiu tematyki z tego obszaru oraz określi podstawy do dalszych rozważań dotyczących określenia determinant

Dr KRZYSZTOF MELNAROWICZ – Wydział Nauk Społecznych Instytut Ekonomii i Zarządzania Katolicki Uniwersytet Lubelski, Aleje Raławickie 14, 20-950 Lublin; e-mail: krzysztof.melnarowicz@gmail.com

¹ R. ORŁOWSKA, S. PANGSY-KANIA, *Cykle koniunkturalne. Teoria, analiza i praktyka*, Gdańsk: Fundacja Rozwoju Uniwersytetu Gdańskiego 2003, s. 11.

sukcesu transakcji fuzji i przejęć wcześniej już częściowo badanych przez autora. Wydaje się także celowe prześledzenie wpływu wniosków wynikających z badanych zależności na uczestników lub przynajmniej jednego z ważniejszych uczestników tego rynku.

1. ZARYS TRANSAKCJI FUZJI I PRZEJĘĆ W UJĘCIU HISTORYCZNYM

Rynek transakcji fuzji i przejęć, zwany zamiennie rynkiem kontroli przedsiębiorstw², podobnie jak koniunktura gospodarcza różnych krajów jest cykliczny, a jak wskazują doświadczenia historyczne – jego przebieg jest zbliżony do schematu fal. Schemat fal w tym kontekście oznacza, że lata dużej intensywności konsolidacji przedsiębiorstw przeplatają się z latami względnego spokoju. S. Sudarsanam, ekonomista badający problemy fuzji i przejęć na świecie stwierdza, że: „częstość fuzji i przejęć zdaje się potwierdzać znany dobrze w historii schemat «fal» z okresami charakteryzującymi się prawdziwą gorączką przejęć przeplatany latami względnego spokoju. [...] Dlaczego firmy czasami ulegają gorączce przejęć, a kiedy indziej wybierają rozwój w oparciu o zasoby wewnętrzne? Jest to zjawisko, którego mechanizmu do końca jeszcze nie rozumiemy [...]”³. Warunki makroekonomiczne, w tym wzrost PKB, stóp procentowych oraz zmiany polityki pieniężnej odgrywają kluczową rolę w projektowaniu procesu fuzji i przejęć przedsiębiorstw lub organizacji.

Według H. Levy oraz M. Sarnat⁴ pierwsza fala fuzji miała miejsce w latach 1883-1904. Były to wówczas połączenia przedsiębiorstw z takich sektorów, jak koleje czy energia elektryczna, a zatem w większości połączenia horyzontalne, które miały miejsce w ciężkim przemyśle wytwórczym. Większość połączeń, które zostały stworzone w tym okresie, zakończyła się niepowodzeniem, ponieważ nie można było osiągnąć pożądaną ich efektywności. Brak efektywności był tłumaczony spowolnieniem gospodarek w 1903 r. oraz krachem na giełdzie w Nowym Jorku w tamtym czasie.

² M. ROMANOWSKA, *Planowanie strategiczne w przedsiębiorstwie*, Warszawa: PWE 2005, s. 217.

³ S. SUDARSANAM, *Fuzje i przejęcia*, Warszawa: WIG-Press 1998, s. 1.

⁴ H. LEVY, M. SARNAT, *Principles of Financial Management*, Englewood Cliffs: Prentice Hall 1988, s. 525.

Druga fala fuzji miała miejsce w latach 1916-1929. Polegała ona na tworzeniu oligopoli, a nie monopolu jak w poprzednim etapie. Do tych połączeń doprowadziło ożywienie gospodarcze, które nastąpiło po I wojnie światowej. Polityki rządów zachęcały do zmian technologicznych, takich jak rozwój kolei i transportu samochodowego czy niezbędnej infrastruktury. Podobnie jak pierwsza fala fuzji druga polegała na łączeniu przedsiębiorstw z tej samej branży⁵. Sektory, które były aktywne w transakcjach fuzji i przejęć, to producenci metali, produktów żywnościowych, produktów naftowych, substancji chemicznych oraz transportu. Tę falę fuzji i przejęć zakończył krach na giełdzie w Nowym Jorku w latach trzydziestych XX w.

Trzecia fala transakcji miała miejsce w latach sześćdziesiątych XX w., a dokładnie w latach 1965-1970⁶. Do największych transakcji z tego okresu należało połączenie INCO-ESB i United Technologies czy połączenie Colt Industries i Garlock Industries. Charakterystyczne dla tego okresu były połączenia konglomeratowe, które były finansowane z własnych kapitałów. Banki inwestycyjne nie odgrywały ważnej roli w tej fali fuzji. Trzecią falę zakończył spadek cen na rynku kapitałowym w 1970 r.

Z punktu widzenia obecnej sytuacji na rynku kontroli przedsiębiorstw duże znaczenie miała czwarta fala fuzji i przejęć w latach 1981-1990. Miała ona charakter najbardziej kompleksowy i objęła swoim zasięgiem prawie wszystkie kraje wysoko rozwinięte, chociaż największy zasięg oraz znaczenie miała dla gospodarki USA. Czwartą falę fuzji i przejęć cechowała mniejsza liczba transakcji oraz znacznie większy przepływ kapitału wywołany przez duże transakcje. Na znaczące nasilenie transakcji na rynku kontroli przedsiębiorstw miały wpływ między innymi następujące czynniki⁷:

- dobra koniunktura gospodarcza
- wysoki poziom inflacji w latach siedemdziesiątych i na początku lat osiemdziesiątych XX w., który spowodował wzrost wartości odtworzeniowej firm, podczas gdy nie najlepsza koniunktura na rynku kapitałowym zredukowała ich wartość rynkową

⁵ A. HERDAN, L. ANTOLAK, *Połączenia przedsiębiorstw – teoria i praktyka*, Kraków: Instytut Ekonomii i Zarządzania UJ 2005, s. 23.

⁶ P.A. GAUGHAN, *Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings*, New York: John Wiley&Sons 1996, s. 29.

⁷ B. ROZWADOWSKA, *Fuzje i przejęcia – dlaczego kończą się (nie)powodzeniem*, Poznań: Studio Emka 2012, s. 29.

- duża dostępność źródeł finansowania transakcji na rynku kontroli przedsiębiorstw, co było powodem znacznego popytu na obligacje o wysokim ryzyku i pozwoliło na wykorzystanie kapitału obcego w nabyciach
- pozytywne nastawienie ówczesnych władz USA do konsolidacji
- często stosowane środki obrony przed wrogimi przejęciami
- przeświadczenie przedsiębiorstw działających w sektorach surowcowych o tym, że taniej jest przejmować niż prowadzić własne inwestycje.

Piąta fala przypadła na lata dziewięćdziesiąte XX w., a jej okres trwania zacieśniony jest do nagłego spadku cen akcji na rynku kapitałowym w 2000 r. oraz kryzysu na rynkach finansowych związanego z bańką internetową i przeszacowaniem przez inwestorów wartości *dotcomów*⁸. Była to fala inspirowana globalizacją, wzrostami na giełdach i procesami deregulacji. Obejmowała ona swoim zasięgiem między innymi sektory takie, jak media, sektor spożywczy, budownictwo, usługi dla biznesu, bankowość, przemysł farmaceutyczny, transport lotniczy czy ubezpieczenia. Transakcje były ukierunkowane na pozyskanie nowych umiejętności i szeroko pojętej innowacyjności dotyczącej kultury, komunikacji czy kapitału intelektualnego⁹. Zauważalne były trendy przesuwania ciężaru przez przedsiębiorstwa produkcyjne w kierunku usług i logistyki oraz zacierania się granic pomiędzy sektorami poprzez łączenie firm z różnych sektorów. Przedsiębiorstwa koncentrowały się na wyprzedzaży mniej atrakcyjnych aktywów oraz konsolidowaniu swojej działalności, która była najbardziej dochodowa w danym sektorze.

Po 2-letnim zmniejszeniu transakcji na rynku kontroli przedsiębiorstw od 2003 r., wyraźnie zauważalny jest wzrost intensywności procesów koncentracji, co zostało uznane jako szósta fala fuzji i przejęć¹⁰, która trwa do dnia dzisiejszego. W tym okresie można zaobserwować dużą popularność transakcji w Europie, która zwiększa swój wolumen w porównaniu do tych, które miały miejsce na kontynencie północno-amerykańskim. Jest to także widoczne wśród funduszy *private equity*, będących jednym z ważniejszych graczy na tym rynku¹¹. Wprawdzie kryzys finansowy w 2008 r., rozpoczęty m.in. upadkiem Lehman Brothers, wpłynął na liczbę i wolumen transakcji fuzji i przejęć

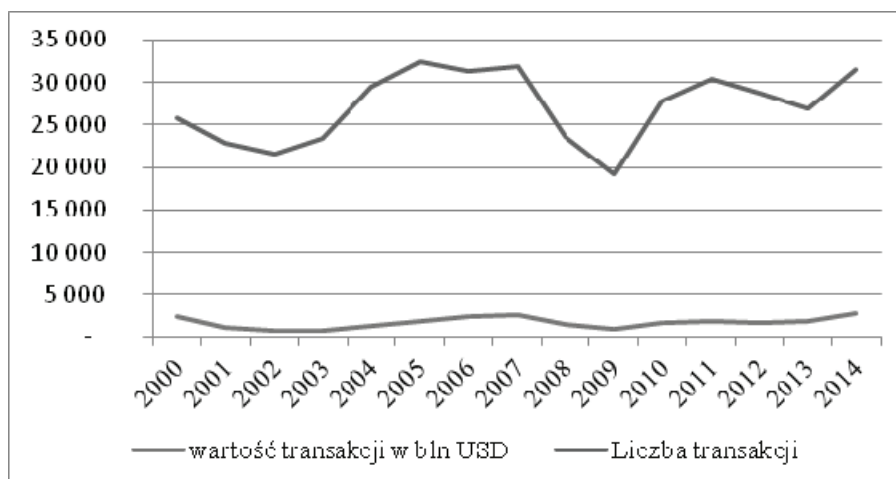
⁸ The Economist, *The dotcom wreckage*, The Economist printed edition, 21 marca 2001, http://www.economist.com/node/540488?story_id=E1_VQDQRR [dostęp: 25.05.2013].

⁹ B. ROZWADOWSKA, *Fuzje i przejęcia*, s. 29.

¹⁰ K. KAMIŃSKA, *Państwa – regiony – świat w kształtującej się rzeczywistości globalnej*, Gdańsk: Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego 2009, s. 50.

¹¹ K. MELNAROWICZ, *Uwarunkowania rozwoju funduszy typu private equity*, „Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów SGH” 2011, nr 110, s. 146.

na świecie w latach 2007-2009, nie mniej od 2010 r. zauważalny jest na świecie trend wzrostowy rynku kontroli przedsiębiorstw (rys. 1).



Rysunek 1. Wartość i liczba zrealizowanych transakcji fuzji i przejęć na świecie

Źródło: Opracowanie własne na podstawie M&A Report 2015, [www.wilmerhale.com-M&A Report2015](http://www.wilmerhale.com-M&A-Report2015) [dostęp: 25.11.2015].

2. ZARYS PROBLEMATYKI CYKLÓW KONIUNKTURALNYCH I ICH PRZEBIEG W POLSCE ORAZ W EUROPIE

Treścią teorii cyklu koniunkturalnego jest wyjaśnienie przyczyn fluktuacji koniunktury gospodarczej (stopy zatrudnienia, stopy inflacji, ale głównie realnego PKB), okresu ich trwania i poszukiwanie ewentualnych środków zaradczych. Jednak zadaniem niniejszej publikacji nie są rozważania dotyczące teorii cyklu koniunkturalnego, ale krótkie opisanie problematyki dotyczącej cyklu koniunkturalnego oraz przedstawienie założeń z tego obszaru. Będą one stanowić podstawę dalszych rozważań dotyczących wpływu cykli koniunkturalnych na transakcje fuzji i przejęć, co jest głównie przedmiotem omawianego problemu.

Cykl koniunkturalny to powtarzające się, choć nie zawsze regularne pod względem długości i amplitudy wahania aktywności gospodarczej o okresie od 2 do 10 lat. Wahania te przejawiają się w zmianach absolutnych, odchyleniach od trendu lub wahaniami dynamiki (stopy wzrostu) różnych zmiennych eko-

nomicznych, które opisują poziom aktywności gospodarczej¹². We współczesnych gospodarkach obniżanie się absolutnej wielkości PKB zdarza się sporadycznie, odchodzi się więc od jej badania na rzecz oceny odchylenia od długookresowej ścieżki wzrostu lub wahań stopy wzrostu realnego PKB. Pozwala to na zobrazowanie cykli koniunkturalnych, w których wyodrębnia się cztery fazy:

- ożywienie – wskaźnik poniżej trendu, malejące odchylenie
- ekspansja – wskaźnik powyżej trendu, rosnące odchylenie
- spowolnienie – wskaźnik powyżej trendu, malejące odchylenie
- depresja – wskaźnik poniżej trendu, rosnące odchylenie¹³.

Szczyt cyklu to przejście ze stanu ekspansji do stanu spowolnienia. Z kolei dno cyklu to przejście ze stanu depresji do stanu ożywienia. Zaproponowany podział wydaje się najprostszy, najmniej arbitralny i najbardziej odporny na zmianę metody wyodrębniania cyklu, gdyż sama odległość od trendu (mocno zależna od wykorzystanej metody filtrowania danych) odgrywa w nim drugorzędną rolę¹⁴. We współczesnych gospodarkach występuje tendencja wzrostu koniunktury, która nie jest jednak równomierna z powodu pojawiających się fluktuacji wielkości PKB w stosunku do długookresowego trendu. Okresy ekspansji i recesji następują po sobie, przy czym dla dynamicznie rozwijających się krajów recesja nie musi oznaczać obniżenia się wielkości ogólnej produkcji (realnego PKB). W krajach strefy euro procentowe zmiany PKB w ujęciu realnym prawie zawsze były dodatnie (poza kryzysem finansowym w latach 2008-2009), co oznaczało permanentny wzrost gospodarczy, choć o różnej sile.

Przed analizą przypadku Polski w kontekście cykli koniunkturalnych warto zadać jednak pytanie, czy w gospodarkach podlegających transformacji można mówić w ogóle o cyklach koniunkturalnych. Cykle koniunkturalne mogą być pojmowane jako odchylenia od trendu potencjalnego wzrostu. Odchylenia te mówią nam, gdzie się znajdujemy w cyklu koniunkturalnym. Szok transformacji należy rozumieć przede wszystkim jako szok powodujący przesunięcie się potencjalnej ścieżki wzrostu gospodarczego, a nie fluktuację powyżej/poniżej jakiegoś wyznaczonego trendu. Transformację można zatem

¹² D. HÜBNER, M. LUBIŃSKI, W. MAŁECKI, Z. MATKOWSKI, *Koniunktura gospodarcza*, Warszawa: PWE 1994, s. 12.

¹³ A.F. BURNS, W.C. MITCHELL, *Measuring Business Cycle*, "Studies in Business Cycles NBER" 1946, No 2, s. 5.

¹⁴ R. ORŁOWSKA, S. PANGSY-KANIA, *Cykle koniunkturalne-teoria, analiza i praktyka*, Gdańsk: Fundacja Rozwoju Uniwersytetu Gdańskiego 2003, s. 8.

traktować jako szok powodujący cykl koniunkturalny. Transformacja systemowa, która miała miejsce w wielu krajach Europy Środkowej i Wschodniej wiązała się przede wszystkim z przejściem od systemu gospodarki planowanej do systemu gospodarki rynkowej. Taka zmiana wymagała przeprowadzenia istotnych reform instytucjonalnych, prawa oraz liberalizacji życia gospodarczego (m.in. w zakresie przepływów kapitałowych, działalności gospodarczej, wymiennalności walut itp.). Wszystkie te reformy miały na celu unormowanie i uzdrowienie gospodarek. Stanowiły one ogromny szok gospodarczy i wymagały dużych kosztów¹⁵. Dlatego w początkowej fazie reform następowało załamanie wzrostu gospodarczego. Po okresie gwałtownego szoku dostosowawczego następowała stabilizacja w nowych warunkach ekonomiczno-społeczno-politycznych, która dawała podstawy do dynamizowania wzrostu gospodarczego. Zmiana struktury gospodarki (przekształcenia własnościowe, modernizacja przedsiębiorstw) oraz napływ kapitału zagranicznego powodowały silny wzrost inwestycji, który potęgowany był przez rosnące prywatne i publiczne spożycie¹⁶. W takim ujęciu szok transformacji może tłumaczyć jedynie jeden cykl koniunkturalny. Jeśli zatem jest to jednorazowy incydent, to nie należy oczekiwać, że mechanizmy tego cyklu będą się powtarzać w przyszłości. Wraz z rozwojem gospodarczym i integracją z gospodarką światową czynniki kształtujące cykle koniunkturalne ulegają ewolucji. W okresie doganiania najbardziej rozwiniętych gospodarek większe znaczenie odgrywać będą czynniki niestrukturalne, takie jak: szoki podażowe (np. światowe ceny ropy naftowej) czy popytowe (związane z polityką gospodarczą i koniunkturą zewnętrzną). Oczekuje się, że procesy tworzenia cykli koniunkturalnych będą się normalizować, a wraz z nimi także relacje pomiędzy pewnymi wielkościami ekonomicznymi w poszczególnych fazach cyklu oraz cykliczność faz. Obecnie można przyjąć, że Polska ma już szok transformacji za sobą, a zatem to, co przyczyniło się do spowolnienia gospodarczego obserwowanego w 2001 r. Tłumaczyć je można konsekwencjami czterech czynników: bumu inwestycyjnego z połowy lat dziewięćdziesiątych, szoku polityki monetarnej, realnego

¹⁵ R. BARCZYK, M. KOKOCIŃSKA M., W. PRZYBYLSKA-KAPUŚCIŃSKA, *Zatrudnienie w ocenach przedsiębiorstw w Polsce w okresie transformacji*, w: *Rynek pracy w trakcie transformacji systemowej w Polsce. Raport z badań*, red. U. Sztanderska, Warszawa: Uniwersytet Warszawski 1992, s. 18.

¹⁶ M. KOKOCIŃSKA, W. PRZYBYLSKA-KAPUŚCIŃSKA, *Stan świadomości ekonomicznej kierownictw polskich przedsiębiorstw w świetle badań metodą testu koniunkturalnego*, w: *Drogi wyjścia z polskiego kryzysu gospodarczego*, red. W. Wilczyński, Warszawa-Poznań: PWN 1992, s. 6.

wzmocnienia się złotego oraz szoków po stronie popytu zewnętrznego. Załamanie się inwestycji w 2001 r. (o prawie 14%) było główną przyczyną wyhamowania dynamiki PKB w Polsce¹⁷. Sytuacja ta mogła wynikać z bardziej pesymistycznej oceny przyszłości gospodarczej w świetle słabnącego popytu gospodarstw domowych. Ponadto wyhamowanie inwestycji mogło w części wynikać z bumu inwestycyjnego, który miał miejsce w połowie lat dziewięćdziesiątych XX w. Mogło dojść do tymczasowego przeinwestowania.

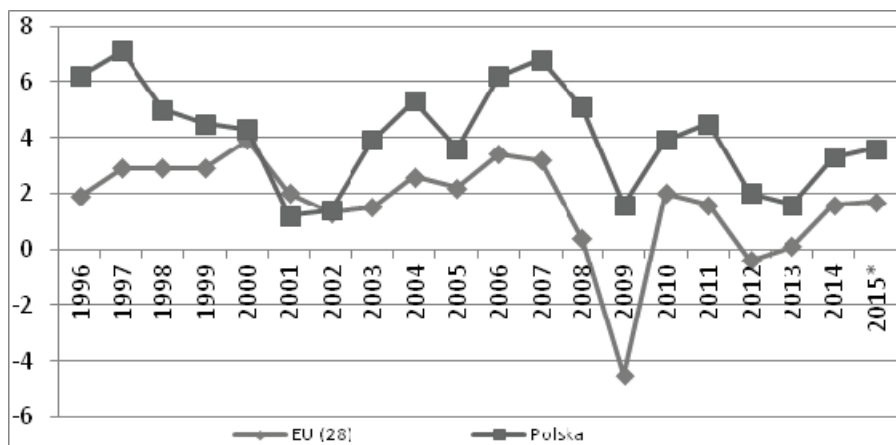
Zatem analizując PKB można uznać, że jest to zmienna referencyjna oraz miarodajna wielkość opisująca przebieg aktywności gospodarczej w całej gospodarce. To wskazuje zatem na przebieg cykli koniunktury w danych krajach czy regionach¹⁸.

Z danych statystycznych pokazywanych przez Eurostat wynika, że na początku lat dziewięćdziesiątych najwyższy wzrost PKB odnotowano w Belgii. W 1995 r. tempo wzrostu rozwoju gospodarczego w tym kraju wyniosło blisko 23,0%. Z kolei rekordowy spadek wystąpił na Łotwie w 1992 i był na poziomie 32,1%. W Polsce nie zaobserwowano w omawianym okresie spektakularnych wzrostów ani spadków. Najgorsza sytuacja miała miejsce w 1990 r., kiedy tempo wzrostu rozwoju gospodarczego osiągnęło wartość -11,6%. W kolejnych latach sytuacja zaczęła się systematycznie poprawiać. W rezultacie realny wzrost PKB w Polsce w 1996 roku wyniósł 6,2% (rys. 2)¹⁹.

¹⁷ Z. MATKOWSKI, M. PRÓCHNIAK, *Zbieżność rozwoju gospodarczego Polski i innych krajów Europy Środkowowschodniej w stosunku do Unii Europejskiej*, „Zarządzanie Ryzykiem” 2009, nr 30, s. 53-97.

¹⁸ K. WALCZYK, E. ADAMOWICZ, J. KLIMKOWSKA, *Wahania koniunkturalne w Polsce, Zmiany aktywności gospodarczej w świetle wyników badań koniunktury*, „Prace i Materiały Instytutu Rozwoju Gospodarczego” 2012, nr 87, s. 9.

¹⁹ http://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/Eurostat_yearbook [dostęp: 25.11.2015].



Rysunek 2. Realny wzrost PKB w Polsce i EU w latach 1996-2015
(% zmiana w porównaniu z poprzednim rokiem)

* Dane za III kwartał 2015 r.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych EUROSTAT.

W połowie lat dziewięćdziesiątych realny wzrost PKB w Polsce wynosił średniorocznie ponad 6,0%. W 1997 r. osiągnął rekordową wartość – 7,1%. Następnie zaczął systematycznie spadać, a w 2011 r. wzrost PKB wyniósł zaledwie 2%. Wtedy po raz pierwszy od połowy lat dziewięćdziesiątych tempo wzrostu rozwoju gospodarczego było niższe od średniej unijnej. W kolejnych latach taka sytuacja nie powtórzyła się, a tempo wzrostu w naszym kraju było nawet ponad dwunastokrotnie wyższe od osiągniętego w UE. W latach 2008-2009 dał o sobie znać ogólnoswiatowy kryzys gospodarczy. Znaczne pogorszenie sytuacji wystąpiło zarówno w Polsce, jak i w całej Unii. Realny wzrost PKB wyniósł w naszym kraju 1,6%, a w Unii Europejskiej odnotowano spadek na poziomie -4,5%. Tempo wzrostu PKB w Unii Europejskiej było bardzo zróżnicowane. W 2013 r. „nowe” kraje Unii odnotowały średnie tempo wzrostu na poziomie powyżej 3%²⁰. Realny wzrost PKB na Łotwie wyniósł ponad 4%, z kolei w Rumunii i na Litwie tempo wzrostu rozwoju gospodarczego kształtowało się na poziomie ponad 3%. Na przeciwnym biegunie znalazły się Cypr, Grecja, Włochy, Finlandia i Portugalia, gdzie odnotowano spadek real-

²⁰ http://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/Eurostat_yearbook [dostęp: 01.12.2015].

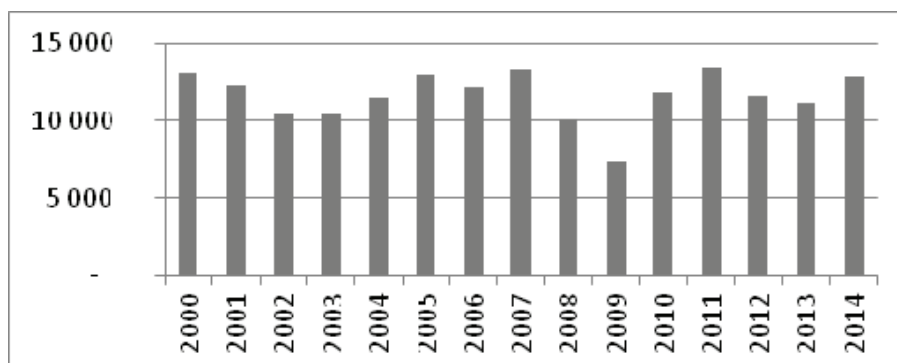
nego PKB na poziomie powyżej 1%. Najgorsza sytuacja wystąpiła na Cyprze i w Grecji. Tam spadek PKB wyniósł odpowiednio 5,4% i 3,9%²¹. Polska pod względem dynamiki zmian PKB znalazła się na ósmym miejscu osiągając wynik 1,6%. To całkiem niezły rezultat, jeśli weźmiemy pod uwagę fakt, że w 2013 r. w 11 krajach wzrost PKB osiągnął ujemne wartości. Od tego roku można zauważyć wzrost realnego PKB, który w III kwartale 2015 r. osiągnął nawet 3,6%. Warty odnotowania jest także fakt, że realny wzrost PKB w Polsce i EU w latach 1996-2015, co odzwierciedla przebieg cykli koniunkturalnych, jest w miarę symetryczny. Załamanie tendencji wzrostowej w drugim cyklu, jakie nastąpiło w 2008 r., jest skutkiem kryzysu na rynkach finansowych. Zmiany te miały charakter nie tylko europejski, ale także globalny. Kryzys finansowy, jaki rozpoczął się na rynku kredytów mieszkaniowych w USA, którego spektakularnym symbolem stał się upadek banku Lehman Brothers, można określić jako światowy kryzys finansowy i gospodarczy²².

3. DYNAMIKA TRANSAKCJI NA RYNKU KONTROLI PRZEDSIĘBIORSTW W POLSCE I EUROPIE

Analizując wykresy wahań koniunktury w gospodarce nasuwa się także pytanie, czy podobne cykle mają zastosowanie na rynku kontroli przedsiębiorstw? Poniżej przedstawiono wykres z liczbami transakcji fuzji i przejęć w Europie (rys. 3) oraz ich wartościami (rys. 4), który pokazuje ich cykliczność. Analizując kształt przedstawionych wykresów można zauważyć, że wartość transakcji podlega stałym wahaniom. Okresowy spadek wartości oraz nieco wolniejszy spadek ich ilości wynika z trudności występujących na rynkach finansowych, a w ostatnich czasach był on oczywiście efektem kryzysu gospodarczego.

²¹ <http://ec.europa.eu/eurostat/data/database> [dostęp: 26.11.2015].

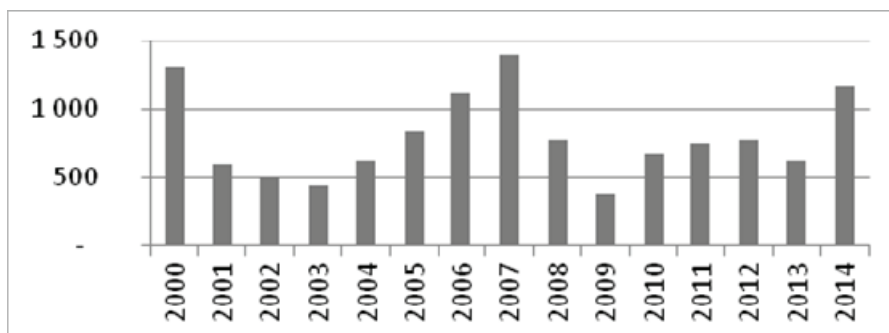
²² K. WALCZYK, S. DUDEK, D. PACHUCKI, E. ADAMOWICZ, *Wahania cykliczne w Polsce i strefie euro*, „Prace i Materiały Instytutu Rozwoju Gospodarczego” 2012, nr 89, s. 22-23.



Rysunek 3. Liczba transakcji fuzji i przejęć w Europie w latach 2000-2014

Źródło: Opracowanie własne na podstawie M&A Report 2015, [www.wilmerhale.com-M&A Report2015](http://www.wilmerhale.com-M&A-Report2015) [dostęp: 25.11.2015].

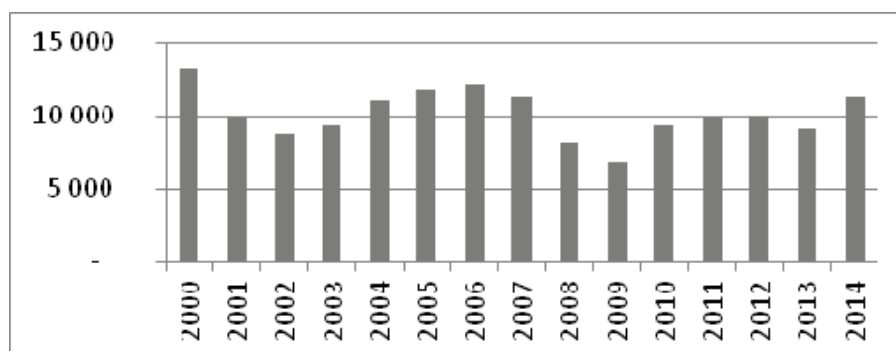
Okresy mniejszej aktywności w zakresie transakcji fuzji i przejęć przeplatają się z okresami charakteryzującymi się niezwykle dużą dynamiką i ilością zawieranych transakcji.



Rysunek 4. Wartość transakcji fuzji i przejęć w Europie w latach 2000-2014 (w mld USD)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie M&A Report 2015, [www.wilmerhale.com-M&A Report2015](http://www.wilmerhale.com-M&A-Report2015) [dostęp: 25.11.2015].

Należy podkreślić, że kryzys gospodarczy spowodował zmniejszenie różnic pomiędzy liczbą transakcji zawieranych w poszczególnych latach.



Rysunek 5. Liczba transakcji fuzji i przejęć w USA w latach 2000-2014

Źródło: Opracowanie własne na podstawie M&A Report 2015, www.wilmerhale.com-M&A-Report2015 [dostęp: 25.11.2015].

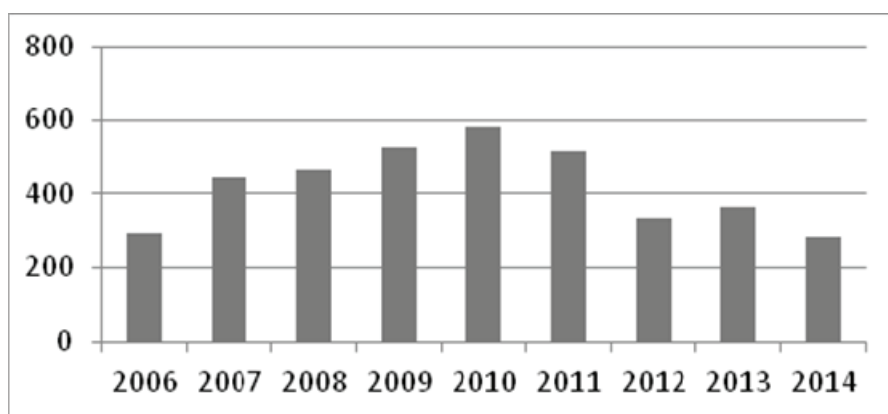
Począwszy od 2007 r. na rynku amerykańskim obserwuje się spadek liczby zawieranych transakcji M&A (rys. 5), co może być odbierane jako zapowiedź nadchodzącego kryzysu na rynku europejskim. Analizując przedstawione wykresy, można wyodrębnić pewną zależność w kształtowaniu się badanego zjawiska oraz postawić tezę o cykliczności zachodzących procesów fuzji i przejęć. Wynika stąd, że procesy fuzji i przejęć są ściśle powiązane z koniunkturą gospodarczą wcześniej opisaną. To od stanu gospodarki zależy kształtowanie się ich poziomu, w dłuższym okresie przyjmują więc kształt fali (rys. 3-5). Zależność tę, nazywaną falami fuzji i przejęć, dostrzeżono już dawno i od wielu lat podlega ona obserwacjom oraz bardziej szczegółowym badaniom²³. Warto zaznaczyć, że wciąż tworzone są nowe teorie, które mają wyjaśnić przyczyny występowania fal. Wydaje się, że zaproponowane w nich rozwiązania nie są satysfakcjonujące, gdyż badania nad falami M&A wciąż trwają²⁴. Przedstawiane w literaturze oraz publikacjach fale fuzji i przejęć zostały opisane w niniejszej publikacji.

W Polsce rynek transakcji fuzji i przejęć podążał za trendem światowym dopiero od 1999 roku, osiągając w 2000 r. rekord pod względem liczby i wartości transakcji. Główną przyczyną tego stanu był młody, rozwijający się rynek oraz wprowadzanie regulacji prawnych wraz z ich dostosowywaniem do wy-

²³ A. HERDAN, L. ANTOLAK, *Połączenia przedsiębiorstw – teoria i praktyka*, Kraków: Instytut Ekonomii i Zarządzania UJ 2005, s. 22.

²⁴ K. KAMIŃSKA, *Państwa – regiony – świat w kształtującej się rzeczywistości globalnej*, Gdańsk: Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego 2009, s. 50.

magań wolnego rynku²⁵. W 2007 r. liczba zawartych transakcji na rynku polskim wyniosła już tyle, co w najlepszym do tej pory roku 2000. W tym samym czasie zwiększyła się również aktywność inwestorów zagranicznych, którzy zrealizowali transakcje o ponad czterokrotnie większej wartości (rys. 6).

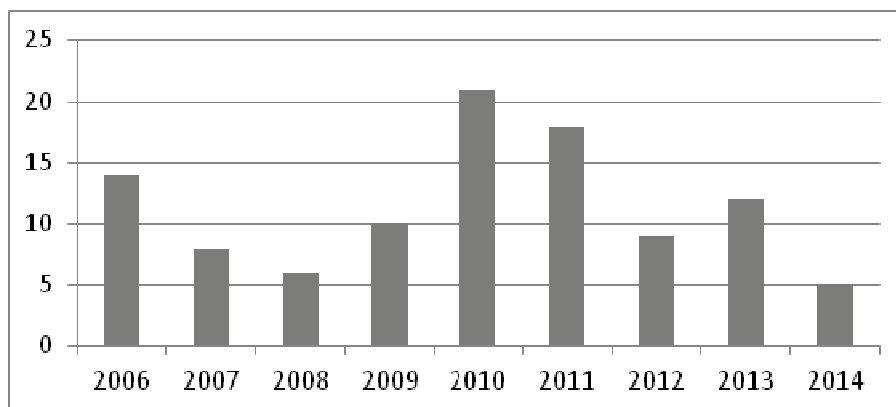


Rysunek 6. Liczba transakcji w Polsce w latach 2006-2014

Źródło: Opracowanie własne na podstawie CMS Emerging Europe M&A report 2014/2015, http://www.psik.org.pl/pliki/psik/Raporty/SCREEN%20FINAL_Emerging%20Europe%20M&A%20Deals%20report%202014%202015.pdf [dostęp: 25.11.2015].

Badania rynku fuzji i przejęć w Polsce w 2009 r., który był okresem bezprecedensowego spowolnienia gospodarczego na całym świecie, załamania się rynków finansowych i głębokich restrykcji w obszarze dostępności kapitału pozwala zauważyć, że rynek ten zachowywał się niezwykle stabilnie w porównaniu do 2008 r. (rys. 6-7). Najbardziej zauważalne było pogorszenie wskaźników transakcyjnych, takich jak cena zakupu do sprzedaży czy cena zakupu do EBITDA. Ilość i wartość transakcji ogółem nie odbiegały istotnie od statystyki lat ubiegłych.

²⁵ K. MELNAROWICZ, J. MELNAROWICZ, *Czynniki sukcesu transakcji fuzji i przejęć z udziałem funduszy private equity*, Warszawa: Kolegium Zarządzania i Finansów SGH 2012, s. 32.



Rysunek 7. Wartość transakcji w Polsce w latach 2006-2014 (w mld EUR)

Źródło: Opracowanie własne na podstawie CMS Emerging Europe M&A report 2014/2015, http://www.psik.org.pl/pliki/psik/Raporty/SCREEN%20FINAL_Emerging%20Europe%20M&A%20Deals%20report%202014%202015.pdf [dostęp: 25.11.2015]

Rynek kontroli przedsiębiorstw w Polsce na tle rynku europejskiego nie wygląda jednak obecnie dobrze, co może zaskakiwać. Od kilku lat tkwi on w pewnym marazmie, a jego uczestnicy narzekają na liczbę transakcji. Od 2010 r. liczba transakcji spadła o ponad 49% osiągając w 2014 r. liczbę 285 transakcji, a wartość ich stanowi jedynie 24% (rys. 6-7). Nasz rynek nie jest aż tak aktywny, jak, na przykład, pokazują to dane europejskie (rys. 3-4) i jak mogłaby sugerować poprawiająca się sytuacja w polskiej gospodarce. Lekkie ożywienie na rynku kontroli przedsiębiorstw przyniosła w Polsce jedynie 2. połowa 2014 r. Istotną transakcją z tego okresu było przejęcie Banku BGŻ przez BNP Paribas, sprzedaż spółki Ultimo przez fundusze Adventu i inwestycje funduszy Innova w spółki Delecta i Bakalland²⁶.

4. PODSUMOWANIE

Czynniki wpływające stymulująco na popyt w warunkach spowolnienia gospodarczego determinują zarówno celowe, jak i okazjonalne działania pod-

²⁶ <http://www.psik.org.pl/wiadomosci-psik/items/rosnie-wartosc-fuzji-i-przejec-w-polsce-pod-czas-gdy-w-europie-srodkowo-wschodniej-maleje-fundusze-private-equity-coraz-bardziej-.html> [dostęp: 02.12.2015].

miotów nabywających. Uwarunkowania rynkowe mogą więc stanowić bądź to ułatwienie realizacji wcześniej opracowanej strategii, bądź też nieprzewidzianą szansę realizacji dodatkowych korzyści. W obydwu przypadkach niezbędne jest przeprowadzenie starannego oraz dokładnego procesu *due dilligence*, ponieważ warunki pogarszającej się koniunktury sprzyjają sytuacji nabycia spółki z ukrytymi problemami. Z racji tego, że korzystne oferty sprzedaży przyciągają wielu nabywców, spółki przejmujące stają najczęściej przed problemami presji czasowej oraz również przed koniecznością precyzyjnego oszacowania ryzyka związanego z ewentualnym przejęciem spółki. Wpływ cykli koniunkturalnych ma zatem niezmiernie historyczny wpływ na rynek kontroli przedsiębiorstw. Wzrost i spadek PKB ma wpływ na ilość i wielkość transakcji fuzji i przejęć, co można łatwo zauważyć porównując rys. 2, przedstawiający realny wzrost PKB w Polsce i EU w latach 1996-2015 oraz wykresy przedstawiające fale fuzji i przejęć w Europie czy też Polsce (rys. 3-7). Co więcej, wahania PKB mogą mieć wpływ na sukces czy porażkę transakcji fuzji i przejęć w tym sensie, że w różnych cyklach koniunktury gospodarczej mogą się pojawiać spółki do przejęcia z różnymi problemami, z którymi firmy przejmujące mogą sobie poradzić lub nie, w zależności od tego, czy mamy obecnie do czynienia z ożywieniem, momentem ekspansji, spowolnieniem czy depresją gospodarczą. Wpływ ten oraz determinanty warto byłoby zatem zbadać, a tym samym pomóc spółkom w lepszym oraz trafniejszym podejściu do transakcji fuzji i przejęć.

BIBLIOGRAFIA

- BARCZYK R., KOKOCIŃSKA M., PRZYBYLSKA-KAPUŚCIŃSKA W.: Zatrudnienie w ocenach przedsiębiorstw w Polsce w okresie transformacji, w: *Rynek pracy w trakcie transformacji systemowej w Polsce*, red. U. Sztanderska, Warszawa: Uniwersytet Warszawski 1992.
- BURNS A.F., MITCHELL W.C.: Measuring Business Cycle, "Studies in Business Cycles NBER" 1946, No 2.
- CMS Emerging Europe M&A report 2014/2015, http://www.psik.org.pl/pliki/psik/Raporty/SCREEN%20FINAL_Emerging%20Europe%20M&A%20Deals%20report%202014%202015.pdf [dostęp: 25.11.2015].
- GAUGHAN P.A., *Mergers, Acquisitions and Corporate Restructurings*, New York: John Wiley&Sons 1996.
- HERDAN A., ANTOLAK L.: *Połączenia przedsiębiorstw – teoria i praktyka*, Kraków: Instytut Ekonomii i Zarządzania UJ 2005.
- HÜBNER D., LUBIŃSKI M., MAŁECKI W., MATKOWSKI Z.: *Koniunktura gospodarcza*, Warszawa: PWE 1994.

- KAMIŃSKA K.: Państwa – regiony – świat w kształtującej się rzeczywistości globalnej, Gdańsk: Wydawnictwo Uniwersytetu Gdańskiego 2009.
- KOKOCIŃSKA M., PRZYBYLSKA-KAPUŚCIŃSKA W.: Stan świadomości ekonomicznej kierownictw polskich przedsiębiorstw w świetle badań metodą testu koniunkturalnego, w: *Drogi wyjścia z polskiego kryzysu gospodarczego*, red. W. Wilczyński, Warszawa–Poznań: PWN 1992.
- LEVY H., SARNAT M.: Principles of Financial Management, Englewood Cliffs: Prentice Hall 1988.
- MATKOWSKI Z., PRÓCHNIAK M.: Zbieżność rozwoju gospodarczego Polski i innych krajów Europy Środkowowschodniej w stosunku do Unii Europejskiej, „Zarządzanie Ryzykiem” 2009, nr 30.
- MELNAROWICZ K.: Uwarunkowania rozwoju funduszy typu private equity, „Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów” 2011, nr 110.
- MELNAROWICZ K., MELNAROWICZ J.: Pomiar sukcesu w transakcjach fuzji i przejęć „Studia i Prace Kolegium Zarządzania i Finansów” 2013, nr 126.
- ORŁOWSKA R., PANGSY-KANIA S.: Cykle koniunkturalne-teoria, analiza i praktyka, Gdańsk: Fundacja Rozwoju Uniwersytetu Gdańskiego 2003.
- ROMANOWSKA M.: Planowanie strategiczne w przedsiębiorstwie, Warszawa: PWE 2005.
- ROZWADOWSKA B.: Fuzje i przejęcia – dlaczego kończą się (nie)powodzeniem, Poznań: Studio Emka 2012.
- Sudarsanam S.: Fuzje i przejęcia, Warszawa: WIG-Press 1998.
- The Economist, The dotcom wreckage, The Economist printed edition, 21 marca 2001.
- WALCZYK K., ADAMOWICZ E., KLIMKOWSKA J.: Wahania koniunkturalne w Polsce. Zmiany aktywności gospodarczej w świetle wyników badań koniunktury, „Prace i Materiały Instytutu Rozwoju Gospodarczego” 2012, nr 87.
- WALCZYK K., DUDEK S., PACHUCKI D., ADAMOWICZ E.: Wahania cykliczne w Polsce i strefie euro, „Prace i Materiały Instytutu Rozwoju Gospodarczego” 2012, nr 89.
- www.economist.com/node/540488?story_id=E1_VQDQRR [dostęp: 25.05.2013].
- www.ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/Eurostat_yearbook [dostęp: 25.11.2015].
- <http://ec.europa.eu/eurostat/data/database> [dostęp: 26.11.2015].
- <http://www.psik.org.pl/wiadomosci-psik/items/rosnie-wartosc-fuzji-i-przejec-w-polsce-podczas-gdy-w-europie-srodkowo-wschodniej-maleje-fundusze-private-equity-coraz-bardziej-.html> [dostęp: 02.12.2015].
- www.wilmerhale.com-M&ARreport2015 [dostęp: 25.11.2015].

TRANSAKCJE FUZZI I PRZEJĘĆ
W FAZACH CYKLÓW KONIUNKTURY GOSPODARCZEJ
W EUROPIE ORAZ POLSCE)

Streszczenie

Wiele badań oraz publikacji naukowych próbuje pokazać wpływ zmiany aktywności gospodarczej na transakcje fuzji i przejęć, które powtarzają się ze względną regularnością. Niniejsze opracowanie jest wstępem do analizy wpływu cykli koniunkturalnych na determinanty sukcesu transakcji fuzji i przejęć. W publikacji zostały przedstawione zależności pomiędzy czynnikami charakteryzującymi dane fazy cyklu koniunkturalnego oraz poziomem aktywności podmiotów na rynku kontroli przedsiębiorstw, ze szczególnym uwzględnieniem Polski oraz Europy. Celem wprowadzenia do opisywanej tematyki, w pierwszej części publikacji został ujęty zarys historyczny transakcji fuzji i przejęć, przedstawiając opisywane w literaturze ich fale. Następnie opisano problematykę cykli koniunkturalnych pokazując założenia, które posłużą do ich porównania oraz zidentyfikowania zależności z rynkiem kontroli przedsiębiorstw. W dalszej części pokazana została dynamika transakcji fuzji i przejęć celem zwrócenia uwagi na falowość aktywności konsolidacyjnej. W podsumowaniu wskazano na potrzebę zbadania wpływu wahań realnego PKB, nazwanego umownie cyklami koniunkturalnymi, na determinanty sukcesu transakcji fuzji i przejęć.

Słowa kluczowe: transakcje fuzji i przejęć; rynek kontroli; cykle koniunktury gospodarczej.

BUSINESS CYCLE AND THE ACTIVITY OF MERGERS AND ACQUISITIONS
IN EUROPE AND POLAND

Summary

Many researches and academic publications try to show the impact of business cycle on mergers and acquisitions transactions, which show some kind of regularity. This publication is an introduction to the analysis of the impact of business cycles on mergers and acquisitions market. It presents the correlation between factors characterizing the business cycle and the level of company's activity on mergers and acquisitions market particularly in Poland and Europe. In order to present researched subject, in the first part of this publication the historical review of mergers and acquisitions was presented, especially included in the bibliography their waves. Afterwards the subject of business cycles was described, showing the assumptions that will be used to compare and identify their connections with mergers and acquisitions market. Furthermore the dynamics of mergers and acquisitions was shown in order to draw attention to business cycle of merger and acquisition transactions. In the summary it was indicated the need to research the impact of GDP fluctuations, called business cycles, on determinants of mergers and acquisitions success.

Key words: mergers and acquisitions market; merger and acquisition transactions; business cycles.