

Mirosław Wypych

Uniwersytet Łódzki

STRATEGICZNI INWESTORZY ZAGRANICZNI W POLSKICH SPÓŁKACH GIEŁDOWYCH – MOTYWY PRZEJĘĆ I SPRAWOWANIA KONTROLI

1. Przesłanki bezpośrednich inwestycji zagranicznych na rynku giełdowym

U podstaw podejmowania decyzji o angażowaniu (inwestowaniu) kapitału przez inwestora leży motyw bogacenia się, aczkolwiek przejawia się on w różnych postaciach. Dotyczy to także inwestorów zagranicznych obecnych na giełdzie papierów wartościowych. Inwestycje giełdowe mogą mieć charakter portfelowy lub bezpośredni. Inwestycje portfelowe polegają na zakupie papierów wartościowych, w tym akcji wyemitowanych przez spółki giełdowe, w celach spekulacyjnych – angażowanie kapitału ma charakter przejściowy. Ich poziom zależy głównie od kształtowania się stóp procentowych na międzynarodowych rynkach finansowych. Inwestor osiąga korzyści w postaci odsetek, dywidend, zmiany kursów giełdowych. Przedmiotem naszego zainteresowania są jednak inwestycje bezpośrednie. W tym przypadku inwestor angażuje kapitał w akcje z zamiarem sprawowania nadzoru właścicielskiego i kontroli nad spółką. Kwestia objaśnienia przyczyn podejmowania decyzji inwestycyjnej jest tu o wiele bardziej złożona niż przy inwestycjach finansowych. Pojawia się także problem zbieżności inwestora z oczekiwaniami przejmowanej spółki.

Przesłanki bezpośrednich inwestycji giełdowych mają swoje podłoże głównie w procesach fuzji i przejęć. Można je systematyzować, biorąc pod uwagę motywy tych procesów. Nie podejmując dyskusji na ten temat, podamy przykłady klasyfikacji, które wydają się być ważne z interesującego nas punktu widzenia, uwzględniając kontekst procesów globalizacyjnych i związane z nimi przepływy kapitału między krajami. Na szczególną uwagę zasługuje następująca systematyzacja motywów i fuzji [Szczepankowski 2000, s. 125]:

- szukanie możliwości osiągania korzyści skali, ograniczania kosztów oraz ryzyka poza granicami kraju w drodze inwestycji,
- dążenie do międzynarodowej dywersyfikacji produkcji w celu wykorzystania posiadanego potencjału wytwórczego,
- chęć ograniczania kosztów stałych.

Powołując się na inną literaturę krajową, warto ponadto wskazać na wyodrębnienie motywów technicznych i operacyjnych, rynkowych i marketingowych oraz finansowych [Frąckowiak 1998, s. 23], a także na klasyfikację determinantów lokalizacji bezpośrednich inwestycji zagranicznych: poszukiwanie nowych rynków, poszukiwanie zasobów oraz zwiększanie efektywności [Gorynia 2005, s. 42]. W literaturze zagranicznej popularnością cieszy się systematyka opublikowana w pracy [Brooke, Remmers 1998], ujmująca motywy fuzji i przejęć w trzech grupach: motywy rynkowe, motywy związane bezpośrednio z zyskiem i kosztami oraz motywy zabezpieczenia w surowce i energię.

Analizując zachowania inwestorów na rynku giełdowym, trzeba także zasygnalizować zjawisko tzw. „grabieży” spółek, określane także mianem tunelowania [Zelega 2002, s. 35]. Kojarzone jest ono z naruszaniem praw akcjonariuszy i wynika z rozdzielenia własności od zarządzania. Występuje na wszystkich rynkach kapitałowych, lecz szczególnie narażone są na jego oddziaływanie kraje przechodzące transformację. Tunelowanie definiuje się jako transfer aktywów i zysków ze spółki w celu osiągnięcia korzyści przez kontrolującego spółkę inwestora lub menedżera zarządzającego spółką. Wykorzystuje się tu m.in. ceny transferowe odpłatne pożyczki, gwarancje i poręczenia, opłaty licencyjne. Przejawem tunelowania jest także eksploatacja spółki bez konieczności transferu zasobów, np. przez zwiększanie udziału w drodze zamkniętych emisji akcji po preferencyjnych cenach, wykorzystywanie poufnych informacji czy blokowanie korzystnych dla spółki inwestycji.

2. Aktywność inwestorów zagranicznych w procesach przejęć i fuzji polskich spółek publicznych

Spółka publiczna jest kontrolowana przez zagranicznego inwestora strategicznego, gdy podmiot zagraniczny posiada przeważający udział głosów na WZA (ponad 50%) lub gdy ponad połowę głosów ma grupa podmiotów zagranicznych powiązanych kapitałowo bądź ściśle ze sobą współpracujących. O sprawowaniu kontroli można także mówić w sytuacji, gdy podmiot zagraniczny posiada znaczący pakiet akcji, nie gwarantujący wprowadzie większości głosów na WZA, ale sprawiający, że jest on akcjonariuszem dominującym i pozostałe akcje są rozproszone (wystarczy 30-40% głosów) – podmioty takie określa się niekiedy mianem partnerów strategicznych. Wskazane jest wyodrębnienie jeszcze jednej formy kontroli inwestorów zagranicznych nad spółkami publicznymi – chodzi o polskie spółki giełdowe, w których większościami akcjonariuszami są inwestorzy zagraniczni, a one mają

przeważające udziały w innej spółce publicznej: jest to pośrednia forma nadzoru właścicielskiego [Wypych 2005, s. 341].

W latach 1991-2004 przejęte zostały przez inwestorów zagranicznych 74 spółki, co stanowiło 27,4%, łącznej liczby krajowych spółek publicznych notowanych w tym okresie. Interesujące wydaje się być rozpatrzenie procesu przejęć z punktu widzenia rodowodu spółek giełdowych. Informacje na ten temat przedstawia tab. 1.

Tabela 1. Przejęcia przez strategicznych inwestorów zagranicznych spółek notowanych na warszawskiej GPW w latach 1991-2004 z uwzględnieniem ich rodowodu ^a

Rodowód spółek giełdowych	Spółki giełdowe ogółem	Spółki przejęte przez zagranicznego inwestora strategicznego	Relacja procentowa 3:2
1	2	3	4
Oferta Skarbu Państwa	54	28	51,2
Wchodzące w skład grup kapitałowych	27	8	29,6
Mieszana forma własności	16	9	47,4
Prywatne o państwowym rodowodzie	49	9	18,4
Prywatne od początku	98	13	13,2
Spółki parterowe programu NFI	26	7	26,9
Ogółem	270	74	27,4

^a – dane dotyczą spółek krajowych.

Źródło: opracowanie własne na podstawie [Rocznik Giełdowy... 2005; *Almanach spółek...*].

Okazuje się, że najczęściej przejmowane były spółki Skarbu Państwa oraz spółki o mieszanej formie własności. Około połowa spółek, które w momencie debiutu giełdowego miały taką formę własności, pozyskała zagranicznego inwestora strategicznego. Sprzedaż akcji przez Skarb Państwa i gminy jest rzeczą naturalną, zwłaszcza przy trudnościach w finansowaniu deficytu budżetowego. Przyzwolenie na wejście inwestorów zagranicznych motywować można także brakiem kapitału rodzimego.

Najbardziej odporne na przejęcia przez inwestorów zagranicznych są spółki prywatne od początku oraz spółki prywatne o państwowym rodowodzie. Wydaje się być to oczywiste, albowiem w tych przypadkach dominujące lub kontrolne pakiety akcji od początku obecności na giełdzie posiadają założyciele spółek, a oni nie zawsze są zainteresowani zmianą struktury własnościowej. W większości tych spółek akcjonariuszami są osoby fizyczne, sprawujące nadzór właścicielski mimo rozproszenia akcjonariatu. Wejście zagranicznego inwestora strategicznego jest najczęściej konsekwencją trudności finansowych i kłopotów z utrzymaniem się na rynku lub sytuacji konfliktowych między akcjonariuszami.

W stosunkowo małym stopniu inwestorzy zagraniczni zaangażowani są w procesy przejęć spółek wchodzących w skład grup kapitałowych. Wynika to z silnych

powiązań kapitałowych między spółkami tworzącymi grupę kapitałową. Sporadyczne są przypadki wyrażania zgody dotychczasowych akcjonariuszy na zmianę właściciela spółki zależnej. Z podobną sytuacją mamy do czynienia w odniesieniu do spółek, które uczestniczyły w programie powszechnej prywatyzacji. Wejście na giełdę miało stanowić dla nich szansę pozyskania inwestora strategicznego. Inwestorzy zagraniczni dość szybko zainteresowali się spółkami o dobrej kondycji finansowej i ugruntowanej pozycji rynkowej. Pozostałe spółki zostały przejęte przez krajowych inwestorów strategicznych, a niektóre ogłosiły upadłość. Połowa spółek mających rodowód w programie NFI opuściła giełdę – na koniec 2005 r. notowane były jeszcze akcje 13 spółek parterowych, przy czym większość z nich nie miała w ogóle inwestora strategicznego, a zagranicznego inwestora posiadały jedynie dwie spółki.

Charakteryzując procesy przejęć, należy uwzględnić motywy inwestorów zagranicznych związane z celowością pozostawiania kontrolowanej spółki w obrocie giełdowym. Generalnie wskazać można na dwa typy zachowań.

Po pierwsze – strategia wycofania spółki z giełdy. Najczęściej jest ona realizowana w odniesieniu do spółek przemysłowych o ugruntowanej pozycji i rozwiniętej sieci dystrybucji. Inwestor, przejmując spółkę, unika ponoszenia znacznych nakładów na inwestycje bezpośrednie i kosztów wejścia na rynek oraz omija trudny i długotrwały etap budowania wizerunku. Realizuje swój rozwój strategiczny w drodze kupowania potencjału na rynku [Wojciechowski 1999, s. 30]. Z czasem obecność spółki na giełdzie staje się dla inwestora uciążliwa ze względu na obowiązek publikowania informacji i ujawniania decyzji strategicznych dotyczących rozwoju spółki. Najczęściej spółka jest wyprowadzana z obrotu publicznego w ciągu 4-5 lat po przejęciu przez inwestora (np. Agros, Drosed, Famot, Góraždze, Icopal, Morliny, WKSM, Warta). Znane są przypadki zarówno skracania tego okresu (np. wycofanie w ciągu 3 lat po przejęciu spółek Polar, Stomil Bełchatów, Polifarb Dębica), jak i jego wydłużania (np. dziesięcioletnia obecność Stomilu Olsztyn czy Okocimia), a także natychmiastowe wyprowadzenia po przejęciu wyjścia z giełdy (np. Polfa Kutno).

Po drugie – strategia utrzymywania spółki na giełdzie bez deklaracji zamiaru jej wycofania. Dotyczy to większości banków giełdowych, a także niektórych spółek przemysłowych (Grajewo, Świecie, Dębica, Kruszwica, Permedia). Obecność spółki na giełdzie traktowana jest przez inwestora jako ważny element kształtowania wizerunku i umacniania pozycji konkurencyjnej na rynku. Nakłady poniesione wcześniej na przejęcie spółki i jej restrukturyzację dyskontowane są m.in. przez wypłatę stosunkowo wysokich dywidend.

Charakteryzując aktywność strategicznych inwestorów zagranicznych na giełdzie, nie można pominąć procesów fuzji. Pozostają one w ścisłym związku z przejęciami spółek. Zachowania inwestorów na tym polu są dwojakiego rodzaju. Inwestor przejmuje kontrolę nad spółkami i następnie doprowadza do fuzji. Przykładem jest połączenie banków LG Petrobank oraz BK Gdynia kontrolowanych przez Nordea Bank Sweden. Nieco inny charakter miały: fuzja banków BPH z PBK, będąca na-

stępstwem połączenia Banku Austria i HypoVereinsbank, czy fuzja banku WBK z niebędącym spółką giełdową Bankiem Zachodnim (dominującym udziałowcem obu banków był Allied Irish Banks). Innego rodzaju strategia polega na wykorzystaniu w procesach fuzji spółek krajowych, które są inwestorami strategicznymi w innych spółkach giełdowych. Przykładem jest postępowanie firmy Skanska Europe AB, która przejęła spółkę Exbud, posiadającą kontrolne pakiety akcji w spółkach: GPRD i Odlewnie, czy przejęcie spółki Ekodrob przez Animex – spółkę wyprowadzoną wcześniej z giełdy przez strategicznego inwestora firmę Smithfield Foods.

W połowie 2005 r. inwestorzy zagraniczni sprawowali nadzór nad 35 spółkami, a udział będących w ich posiadaniu akcji w kapitalizacji giełdowej spółek krajowych wynosił 32%. Biorąc pod uwagę, że na giełdzie notowane były wówczas akcje 242 spółek (bez NFI), można przyjąć, iż co siódma spółka posiadała zagranicznego inwestora strategicznego. Średni ważony udział inwestora strategicznego w kapitale zakładowym wynosił wówczas 61,2%¹. Obserwujemy kolejne przypadki wyprowadzania spółek z obrotu giełdowego: w drugiej połowie 2005 r. giełdę opuściły Polifarb Cieszyn-Wrocław, Poligrafia, a na początku 2006 r. Warta.

3. Finansowe aspekty sprawowania kontroli nad spółkami publicznymi przez inwestorów zagranicznych

Charakterystyka finansowych aspektów sprawowania kontroli na spółkami publicznymi przez strategicznych inwestorów zagranicznych przeprowadzona zostanie na przykładzie wybranych spółek. Analizie poddano 14 spółek, w których kontrolne pakiety akcji posiadają podmioty zagraniczne, grupując je w pewne kategorie i mając na uwadze opisane wcześniej zachowania inwestorów. Sytuacja finansowa opisana została w każdorazowo w pięciu kolejnych latach na podstawie trzech kryteriów: zyskowności netto (EPS), poziomu rentowności (ROE), wypłacania dywidend (kwota dywidendy na 1 akcję), a w przypadku banków dodatkowo wykorzystano współczynnik wypłacalności. Stosowne informacje przedstawiono w tab. 2.

Tabela 2. Charakterystyka sytuacji finansowej wybranych spółek giełdowych kontrolowanych przez zagranicznych inwestorów strategicznych

Spółka		Kolejne lata				
		1	2	3	4	5
Agros (1997-2001)	EPS	0,49	-4,27	-6,27	-8,44	-0,51
	DYW	-	-	-	-	-
	ROE	1,10	-17,90	-31,20	-1,90	-7,70
Icopal (1997-2001)	EPS	14,97	13,91	8,71	5,57	-9,53
	DYW	-	-	-	-	-
	ROE	18,30	14,90	8,60	5,20	-9,80

¹ Obliczenia własne na podstawie [Przewodnik inwestora... 2005].

Morliny (1997-2001)	EPS	2,02	1,85	0,49	0,81	-4,69
	DYW	10,70	10,60	2,70	4,30	-32,90
	ROE	-	-	-	-	10,32
WKSM (1997-2001)	EPS	2,96	3,04	3,97	3,28	1,26
	DYW	4,51	5,01	6,00	5,00	1,90
	ROE	-	-	-	-	-
Grajewo (1998-2002)	EPS	-7,27	-8,76	8,16	6,50	6,28
	DYW	-	-	-	-	10,32
	ROE	-13,90	-27,80	20,60	14,70	12,10
Kruszwica (1999-2003)	EPS	-5,49	0,61	0,62	0,68	3,04
	DYW	-	-	-	-	-
	ROE	-73,40	7,00	7,40	7,50	25,30
Świecie (Mondi) (2000-2004)	EPS	4,43	2,85	3,21	2,95	6,20
	DYW	8,83	1,68	4,79	5,00	4,00
	ROE	24,30	16,90	21,90	20,30	43,60
Dębica (2000-2004)	EPS	3,40	0,65	5,65	7,92	6,81
	DYW	-	0,30	5,60	7,80	6,80
	ROE	8,50	1,60	13,20	17,00	14,40
Budimex (2000-2004)	EPS	1,27	-1,04	-1,49	1,78	0,03
	DYW	-	-	-	-	-
	ROE	1,70	-5,20	-8,00	9,40	0,20
Orfe (2000-2004)	EPS	2,47	2,52	-1,90	0,10	0,44
	DYW	-	-	-	-	-
	ROE	4,80	14,10	-10,40	0,60	2,30
BPH	EPS	19,66	12,51	4,65	11,25	27,45
	DYW	5,62	3,80	1,40	8,70	22,10
	ROE	11,60	7,30	2,70	6,30	14,00
	WWB	16,00	17,00	15,00	13,00	14,00
BZ WBK	EPS	1,90	2,04	3,47	1,77	6,09
	DYW	-	0,42	0,74	0,32	2,43
	ROE	6,80	7,10	11,70	5,10	16,00
	WWB	13,00	13,00	10,00	12,00	13,00
Pekao	EPS	4,80	7,55	4,64	5,54	8,07
	DYW	-	-	4,18	4,50	6,40
	ROE	16,60	19,90	11,00	12,90	17,80
	WWP	14,00	15,00	17,00	17,00	19,00
ING BSK	EPS	16,30	7,71	10,85	2,35	28,15
	DYW	-	-	2,40	0,80	20,50
	ROE	9,80	4,90	5,30	1,10	11,70
	WWB	11,00	12,00	14,00	15,00	15,00

Uwaga: EPS – zysk netto na 1 akcję w zł, DYW – kwota dywidendy na 1 akcję w zł, ROE – rentowność kapitału własnego w %, WWB – współczynnik wypłacalności banku w %. **Wytłuszczonym drukiem** wyeksponowano rok przejścia spółki przez inwestora strategicznego.

Źródło: jak w tab. 1.

Pierwszą grupę reprezentują cztery spółki, które opuściły giełdę (Agros, Icopal, Morliny, WKSM). Informacje o sytuacji finansowej podano dla 2 lat przed przejściem przez inwestora, dla roku przejścia oraz 2 lat po przejściu. Wyraźnie widać, że wraz z wejściem inwestora strategicznego kondycja finansowa spółek uległa wyraźnemu pogorszeniu i żadna ze spółek nie wypłacała dywidend. Tylko w przypadku WKSM dokonano podwyższenia kapitału zakładowego w drodze nowej emisji akcji. Na podstawie tak ogólnych informacji trudno jest wnioskować, czy mamy do czynienia ze wspomnianym zjawiskiem „tunelowania”. Spadek rentowności często towarzyszy procesom restrukturyzacyjnym i nie musi oznaczać celowego zawyżania kosztów. W przypadku wymienionych spółek jednym z czynników niskiej rentowności mogło być osłabienie koniunktury gospodarczej w latach 2000-2001, a w odniesieniu do spółki Agros dodatkowo przejściowe konflikty między akcjonariuszami.

W drugiej grupie wymieniono sześć spółek, które po przejściu przez inwestora strategicznego pozostają na giełdzie i na razie nic nie wskazuje na to, że ją opuszczają. Dla spółek Grajewo i Kruszwica informacje finansowe dotyczą roku poprzedzającego przejście przez inwestora, roku przejścia oraz 3 lat po przejściu. Wejście inwestora strategicznego w tym przypadku doprowadziło do poprawy rentowności: Grajewo zaczęło wypłacać dywidendę w 2002 r. i czyni to dotychczas, Kruszwica po raz pierwszy dywidendę wypłaciła za 2004 r. W spółkach Budimex (przejście przez inwestora w 2000 r.) oraz Orfe (1999) po wejściu inwestora strategicznego obserwowano przejściowe pogorszenie wyników finansowych, dywidenda nie jest wypłacana. Podstawę ewentualnej decyzji o wypłacie dywidendy mogłoby stanowić osiągnięcie dodatniego wyniku finansowego, co zostało zapoczątkowane w latach 2003-2004. Kolejne dwie spółki to renomowane Mondi (dawniej Świecie) i Dębica, mające inwestorów strategicznych od wielu lat. W tym przypadku sytuacja finansowa spółek jest stabilna, co pozwala na systematyczne płacenie wysokich dywidend.

Ostatnią grupę uwzględnionych w tab. 2 spółek stanowią cztery banki. Kondycja finansowa polskich banków giełdowych jest zadowalająca, o czym świadczy nie tylko poziom wskaźników rentowności, ale i poziom współczynników wypłacalności. Mogą one zatem pozwolić sobie na wypłatę dywidend.

4. Podsumowanie

Polskie spółki giełdowe są obiektem zainteresowania inwestorów zagranicznych, w tym inwestorów strategicznych. Dzięki pozyskaniu inwestora wiele spółek poddanych zostało restrukturyzacji, umocniło pozycję konkurencyjną, zwiększyło wartość rynkową. Dla niektórych z nich obecność na giełdzie stanowi jedną z faz ich cyklu życia: po opuszczeniu parkietu osiągają one kolejne cele już jako podmioty w pełni zintegrowane z inwestorem strategicznym.

Przeprowadzona analiza aspektów finansowych ma wycinkowy charakter. Nie można na jej podstawie formułować daleko idących wniosków. Niemniej jednak

wykazano, że zachowania inwestorów zagranicznych pozostają w ścisłym związku z osiąganymi przez spółkę wynikami finansowymi. Pogorszenie tych wyników, które niekiedy ma miejsce po przejściu spółki, należy raczej traktować jako rezultat działań restrukturyzacyjnych, a nie przejaw zjawiska tunelowania. Także płacenie relatywnie wysokich dywidend, w przypadku zadowalającego poziomu rentowności, nie powinno być oceniane negatywnie.

Literatura

- Almanach spółek giełdowych za lata 1996-2005*, wydanie specjalne gazety Giełdy „Parkiet”.
- Brooke E.F., Remmers H.L., *Why Do the Corporation Want to Make Mergers?* „Harward Business Press” 1998.
- Frąckowiak W. (red.), *Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw*, PWE, Warszawa 1998.
- Gorynia M. (red.), *Strategie firm polskich wobec ekspansji inwestorów zagranicznych*, PWE, Warszawa 2005.
- Przewodnik inwestora. Almanach polskiego rynku kapitałowego*, wydanie specjalne Gazety Giełdy „Parkiet”, czerwiec 2005.
- Rocznik Giełdowy 2005, GPW w Warszawie, Warszawa 2005.
- Szczepankowski P.J., *Fuzje i przejęcia. Techniki oceny opłacalności i sposoby finansowania*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2000.
- Wojciechowski M., *Inwestorzy i najeźdźcy*, „Parkiet” 1999, nr 61.
- Wypych M., *Inwestorzy zagraniczni na polskim rynku giełdowym – strategie kontroli nad spółkami*, [w:] *Rynek finansowy. Szanse i zagrożenia rozwoju*, red. P. Karpuś, J. Węclawski, Wydawnictwo UMCS, Lublin 2005.
- Zelega K., *Po co nam efektywny nadzór właścicielski?* „Nasz Rynek Kapitałowy” 2002, nr 7/8.

STRATEGIC FOREIGN INVESTORS IN POLISH STOCK ENTERPRISES – REASONS FOR TAKEOVERS AND CONTROL

Summary

Capital market is one of the directions of foreign investments in Poland, stock exchange included as its important element. Foreign investors achieve their defined targets by taking the decisions about buying enterprises' stocks. The paper assesses the scale of foreign investors' involvement in the Polish public stock companies fusions or takeovers processes and discusses their reasons for taking investments decisions. These are the long term decisions and have remarkable influence both on activity of controlled companies and all stock markets. That is why in the last part of the paper the attention has been paid to some financial consequences of international investors' activity. It has been also concluded that international investors' behaviour relates strictly to company's financial results.