

Robert Bąk, Maria Sierpińska

Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie

PRZESŁANKI POWODZENIA FUZJI I PRZEJĘĆ PRZEDSIĘBIORSTW

1. Wstęp

Problematyka przesłanek powodzenia przedsięwzięć fuzji i przejęć przedsiębiorstw stanowi zagadnienie o szczególnym znaczeniu dla praktyki gospodarczej. Wynika to ze skali procesów przejęć i fuzji (*mergers and acquisitions* – M&A) we współczesnej gospodarce oraz liczby akwizycji zakończonych niepowodzeniem. Ze względu na wieloaspektowość przedsięwzięć fuzji i przejęć, a także związaną z tym złożoność i niejednoznaczność problemów dotyczących tych procesów, za celową uznać należy próbę klasyfikacji przesłanek powodzenia przedsięwzięć M&A. W literaturze przedmiotu [Szczepankowski 2000, s. 61] oraz w opiniach specjalistów praktyków zajmujących się tą tematyką zauważyć można bogactwo poglądów i zaleceń, których przydatność ograniczana jest niekiedy brakiem ich usystematyzowania. Próba kategoryzacji tej problematyki służyć ma uporządkowaniu przedstawianych poglądów oraz uczynieniu ich bardziej przejrzystymi, a przez to też użytecznymi w podejmowaniu decyzji dotyczących poszczególnych akwizycji.

2. Powodzenie fuzji i przejęć

Dokonując próby zarysowania problematyki czynników określających powodzenie fuzji i przejęć, należy wskazać na kwestię złożoności samego pojęcia **powodzenia** fuzji lub przejęcia. Podjęto więc próbę wyjaśnienia:

- co oznacza powodzenie akwizycji (co decyduje o tym, że przedsięwzięcie M&A uznać należy za sukces); kryterium powodzenia może tu być wzrost wartości dla akcjonariuszy, wzmocnienie pozycji rynkowej, wzrost udziału w rynku, zwiększenie przepływów pieniężnych itd.,

- z czyjego punktu widzenia należy ten sukces oceniać (powodzenie akwizycji może być ocenianie z punktu widzenia którejkolwiek z grup interesariuszy, ale także z punktu widzenia gospodarki narodowej – przejęcia firm odgrywających decydującą rolę w zapewnieniu bezpieczeństwa energetycznego, obronności itd.) [Pocztowski 2004, s. 33].

Omawiając przesłanki powodzenia fuzji i przejęć, należy wskazać na główne przyczyny niepowodzeń tych przedsięwzięć, które na zasadzie przeciwstawienia (odwrotności) charakteryzować będą warunki ich powodzenia. Główne przesłanki niepowodzeń fuzji to [Kode, Ford, Sutherland 2003, s. 29]:

- brak planów integracji bądź problemy integracyjne,
- niepowodzenie w zrozumieniu formuły „gry M&A”,
- przecenianie potencjalnych synergii oraz ich konsekwencji,
- powolne tempo integracji,
- nieodpowiednie *due diligence*, brak strategii, słabe przygotowanie oraz niepotrzebny pośpiech,
- strata wartości w wyniku niepowodzenia planów strategicznych,
- zbyt wysoka premia za przejęcie.

Przeprowadzone badania literaturowe wskazują wyraźnie, że zbyt wysoka cena płacona za przejęcie i brak planowania procesu integracji organizacji po połączeniu są podstawowymi powodami niepowodzenia przedsięwzięć M&A. Oba te czynniki nawiązują do problemu niezrealizowanych synergii. Zakłada się jednocześnie, że synergie mogą zostać osiągnięte jedynie poprzez właściwie przeprowadzoną integrację procesów i ludzi, która dokonywana jest po połączeniu jednostek. W przypadkach, w których została zapłacona premia, im wolniej przeprowadzana będzie integracja, tym bardziej spowolniona będzie realizacja synergii i trudniejszy do osiągnięcia zwrot zapłaconej premii [Lajoux 1997]. Autorzy tacy jak: F.M. Horwitz, K. Anderssen, A. Bezuidenhout, S. Cohen, F. Kirsten, K. Mosoeunyan, N. Smith, K. Thole oraz A. van Heerden [2002] pokazują, że zaniedbanie „miękkich” czynników *due diligence* – kulturowego i ludzkiego źródła potencjału połączonych podmiotów utrudnia transformację i efektywną integrację nowych jednostek. K. Bijlsma-Frankema [2001] bada źródła tarć między łączącymi się organizacjami oraz sposoby efektywnego ich redukowania.

3. Przesłanki powodzenia fuzji i przejęć – propozycja klasyfikacji

Ze względu na motywy podejmowania decyzji o przeprowadzeniu fuzji i przejęć przesłanki powodzenia tych procesów podzielić można na:

- 1) ekonomicznie efektywne,
- 2) niezasadne ekonomicznie.

Podział motywów przeprowadzania fuzji na rozsądne i wątpliwe jest, podobnie jak szereg innych tez dotyczących skuteczności akwizycji, względny i kontrower-

syjny. Nawet wtedy, gdy szereg logicznych argumentów przemawia za tym, że fuzja powinna być dobrym posunięciem, często okazuje się, że inne, niedoceniane czynniki doprowadziły do spektakularnego przejęcia [Obłój 2006].

Z zagadnieniem motywów podejmowania fuzji łączy się kwestia „myślenia życzeniowego”, objawiającego się w przypadku akwizycji upatrywaniem w nich korzyści, które w rzeczywistości mają małe szanse urzeczywistnienia się. Powinno to prowadzić do zwracania szczególnej uwagi na cenę, po której zawiera się transakcję, tak aby uniknąć niszczącego wartości firmy przeplacenia [Lewandowski 2001, s. 234].

Ze względu na źródło oczekiwanych korzyści z transakcji M&A przesłanki powodzenia fuzji i przejęć dzieli się na:

- 1) korzyści synergiczne,
- 2) korzyści niesynergiczne.

Zdecydowana większość fuzji przeprowadzana jest w związku z oczekiwanymi efektami synergii. W opinii badaczy najistotniejszymi czynnikami osiągnięcia efektywnych synergii są posiadanie planu integracji po połączeniu oraz wprowadzenie systemu odpowiednich nagród i motywacji dla pracowników i kadry zarządzającej. Ekspozują oni wagę powiązania wielkości płaconej premii ze spodziewaną synergią, co wskazuje na znaczenie procesów następujących po zawarciu transakcji, wtedy bowiem nowy podmiot ma generować wartości, które miały powstać w wyniku połączenia przedsiębiorstw [Kode, Ford, Sutherland 2003].

Jednocześnie trudno jest wskazać na niebudzące wątpliwości kryteria pozwalające na rozróżnienie motywów synergicznych i niesynergicznych, co wynika m.in. z wieloznaczności samego pojęcia synergii. Przykłady zrealizowanych fuzji wskazują, że kończą się one sukcesem, gdy ich głównym celem było obniżanie kosztów. Gdy przyjęcie ma przynieść wzrost przychodów, ryzyko niepowodzenia jest znacznie większe [Carey 2006, s. 11].

Charakteryzując przesłanki powodzenia akwizycji wyróżniane ze względu na etap transakcji M&A, należy wskazać na czynniki występujące w fazie przedakwizycyjnej, negocjacyjnej oraz poakwizycyjnej [Kowalski 2004, s. 22; Copeland, Koller, Murrin 1997, s. 409-425]. Do najważniejszych przesłanek powodzenia fuzji i przejęć związanych z fazami przeprowadzanego procesu zaliczyć należy:

1) w etapie przedakwizycyjnym (przedtransakcyjnym) – wyeliminowanie czynników związanych z ambicjami menedżerów oraz „modą” na akwizycje, które mogłyby wpływać na podjęcie korzystnej dla przedsiębiorstwa decyzji o przejęciu lub innym sposobie rozwoju przedsiębiorstwa, właściwe przeprowadzenie procesu wyłaniania i selekcji kandydatów do przejęcia, zdyscyplinowanie pracowników co do wymogu zachowania tajemnicy odnośnie do planów przejęcia;

2) w etapie negocjacyjnym (transakcyjnym) – właściwe ustalenie ceny zakupu przejmowanego przedsiębiorstwa i niedopuszczanie do jej przekroczenia, ustalenie strategii negocjacyjnej oraz zachowanie należytej staranności, profesjonalne prze-

prowadzenie *due diligence* połączone z analizą i wykorzystaniem jego wyników [Bąk 2006, s. 79]¹;

3) w etapie poakwizycyjnym (potransakcyjnym) – prowadzenie przemysłanej polityki personalnej i unikanie zwolnień grupowych (problem „utraconych talentów”), szybkie realizowanie zaplanowanych celów przejęcia.

Rozwianie niepewności, która jest powszechnym odczuciem pracowników (zwłaszcza firmy przejętej) w trakcie fazy integracji pozwala się skupić na „sprawach zewnętrznych” (rynek, klienci, konkurenci, dostawcy), a nie na polityce wewnętrznej firmy. Jednym z największych błędów, jakie można popełnić podczas integracji, jest osłabienie czy wręcz zerwanie kontaktu ze sferą zewnętrzną, co prowadzi do utraty najlepszych pracowników i klientów [Carey 2006, s. 19].

Ze względu na procedurę i specyficzne cechy przedsięwzięcia M&A wskazać można na przesłanki powodzenia akwizycji związane ze stopniem zaplanowania poszczególnych procesów, modelem przywództwa (w tym jasnością określanych celów przejęcia) i tempem przeprowadzania przedsięwzięcia.

W zależności od źródła badań przyjmuje się, że od 30 do 60% zarządów firm dysponuje jasną strategią fuzji i przejęć (konceptcją podnoszenia efektywności przedsiębiorstwa poprzez fuzje i przejęcia). Choć w przypadku tych firm skutkuje to otwartością na wychwytywanie korzystnych okazji, to jednak spośród grupy starannie planujących przedsiębiorstw tylko połowa osiągała zamierzone rezultaty. W osiągnięciu sukcesu przejęcia duże znaczenie ma stosowanie jasnych reguł nabywania firm oraz systematyczne gromadzenie doświadczeń zdobywanych w tej sferze [Rankine 1995; Lewandowski 2001, s. 235]².

Specjaliści z firmy Bain&Co twierdzą, że, wbrew obiegowej opinii, szybka integracja nie zawsze jest konieczna do uzyskania korzyści oczekiwanych po fuzji czy przejęciu. W niektórych sytuacjach zbyt szybka i silna integracja przejętej firmy może przynieść wręcz negatywne skutki. Decydującym czynnikiem wydaje się tu być problem zbieżności lub rozbieżności dotychczasowej działalności nabywcy. Jeśli akwizycja rozszerza dotychczasową działalność przejmującego, to integracja jest potrzebna, ale musi ją poprzedzić określenie dziedzin priorytetowych. W przypadku gdy przejęcie oznacza dołączenie całkiem nowej dziedziny działalności, potrzebna jest wyłącznie integracja selektywna, tzn. obejmująca jedynie niektóre obszary działalności firm, jak np. wspólne zaopatrzenie. Gdy połączenie firm prowadzi zarówno do rozszerzenia dotychczasowej działalności, jak i zaangażowania

¹ W trakcie finalizowania transakcji należy pamiętać, że ponieważ wynagrodzenie doradcy zewnętrznego (bank inwestycyjny, biuro maklerskie itp.) zależy od zakończenia negocjacji powodzeniem, może on dążyć do sfinalizowania akwizycji nawet wtedy, gdyby jej warunki nie były dla przejmującego optymalne. Osobiste uwarunkowania wynikające z motywacji menedżerów mogą również wywierać negatywny wpływ na trafność decyzji dotyczących przejęcia.

² W literaturze zaleca się na przykład zachowanie ścisłej kontroli nad przejętym przedsiębiorstwem oraz niezwłoczne wprowadzenie swojego przedstawiciela do kierownictwa nabytej firmy. Wskazuje się też na zasadność oferowania niższej premii w przypadku przejmowania firmy prywatnej, będącej własnością rodziny, kierownictwa itp., niż w sytuacji nabywania spółki publicznej.

się w nowe dziedziny, konieczne staje się wytyczenie priorytetów oraz określenie, w jakich kwestiach integracja jest niezbędna do osiągnięcia oczekiwanych rezultatów (zob. „Zarządzanie na Świecie” 2005 nr 2, s. 16).

Ze względu na rodzaj zasobów stanowiących o wzroście wartości w transakcji M&A wyróżnić trzeba czynniki „miękkie” (w tym HR oraz kultura organizacyjna) oraz „twarde”. Rola czynników „miękkich” jest zazwyczaj nieoszacowana [Kulturowy... 2006, s. 101-105]. Kultura firmy bowiem jest w dużej części „niewidzialna”. Tworzą ją rutyna, normy, wartości, ukryte przekonania o tym, jak powinno się prowadzić przedsiębiorstwo. Przygotowując akwizycję, trzeba wychodzić z założenia, że kultury łączących się firm są różne i będą pozostawać w konflikcie, nawet wtedy, gdy są do siebie pozornie podobne. Dlatego, oprócz *due diligence*, „twardych” danych o produkcji, sprzedaży, finansach, których oczekują analitycy, inwestorzy giełdowi, przygotowując akwizycję, przeprowadzić należy audyt kultury organizacyjnej, tak aby zidentyfikować podobieństwa, które mają być motorem integracji, oraz różnice, które będzie trzeba likwidować czy marginalizować w fazie integracji [Oblój 2006].

Przejęcie w sposób naturalny wywołuje stany napięcia, niepewności, a nawet frustracji, szczególnie wśród załogi firmy przejmowanej. Te obawy przynajmniej w części podzielane są również przez pracowników spółki przeprowadzającej akwizycję. Planujący fuzję menedżerowie muszą zdawać sobie sprawę, że ostatecznie to ludzie tworzą wzrost wartości oraz decydują o stworzeniu oczekiwanych synergii. Dlatego o powodzeniu wielu akwizycji decyduje właśnie „czynnik ludzki”, odrywający decydującą rolę w sprawności i skuteczności integracji połączonych przedsiębiorstw [Lewandowski 2001, s. 234].

Biorąc pod uwagę stosunek firmy przejmowanej do podmiotu dokonującego przejęcia, wymienić należy czynniki powodzenia przejęcia, wynikające ze zgody na przejęcie (gdy dochodzi do współdziałania firm na poszczególnych etapach procesu integracji firm, integracja nie jest prowadzona „na siłę”) oraz czynniki będące konsekwencją oporu wobec „najeźdźcy” (podejmowanie działań obronnych, mających uniemożliwić przejęcie lub obniżyć atrakcyjność potencjalnej akwizycji).

Wrogie przejęcia należy uznać za bardziej problematyczne, ponieważ kupujący nie ma wglądu do wielu dokumentów, wskutek czego ponoszone przez niego ryzyko staje się znacznie większe. Ponadto ryzyko napięć, do których może dochodzić w fazie integracji, jest większe niż w przypadku przyjaznych przejęć. Wrogie przejęcie dokonywane przez przejmującego o agresywnym stylu działania może ponadto doprowadzić do zburzenia relacji z klientami, pracownikami czy dostawcami, co może negatywnie wpłynąć na wartość przedsiębiorstwa [Copeland, Koller, Murrin 1997, s. 409]. Mimo to wrogie przejęcia często okazują się celowe i opłacalne. Wynikać to może z wielu względów. Niekiedy zresztą dochodzi do zmiany charak-

teru przejęcia – gdy kluczowi akcjonariusze uznają warunki oraz cenę oferowaną przez „najeźdźcę” za atrakcyjną, wrogie przejęcie zamienić się może w przyjazne³.

Ze względu na podobieństwo lub rozbieżność tożsamości organizacji oraz strategicznych celów przedsiębiorstwa wskazać można czynniki powodzenia przedsięwzięć M&A związane z dywersyfikacją lub zachowaniem dotychczasowego profilu działalności oraz podobieństwem (lub rozbieżnością) kultur organizacyjnych, systemu wartości i motywacji kadry menedżerskiej.

Za powszechnie uznawaną prawdę przyjmuje się tezę, że przejęcie firmy o pokrewnej działalności daje lepsze wyniki niż przejęcie firmy o zupełnie innej działalności. W przypadku gdy przedmiotem przejęcia była firma funkcjonująca w obcej branży, odsetek przejęć nieudanych wynosił ok. 85%. Potwierdza to tezę, że dywersyfikacja nie jest dobrze rokującym motywem zawierania fuzji. Zalecana jest więc ostrożność w podchodzeniu do dywersyfikacji i podejmowanie jej tylko w ramach swoich kluczowych umiejętności [Od czego zależy... 1996, s. 19]. Należy jednak przyjąć, że „pokrewieństwo dziedzin” łączących się przedsiębiorstw, które prowadzić ma do tworzenia podczas fuzji wartości dodanej, nie polega jedynie na tym, że dane firmy zajmują się zbliżonym typem działalności, lecz na możliwości wykorzystania przez przejmującego swoich zasadniczych kompetencji w przejmowanej firmie. Występowanie takiej właśnie sytuacji może uzasadniać decyzje o zakupie pozornie odmiennych przedsiębiorstw [Kay 1996, s. 206-207]. Do najistotniejszych czynników decydujących o powodzeniu fuzji zalicza się ponadto pozycję firmy przejmującej osiągniętą w jej zasadniczej działalności. Gdy przedsiębiorstwo osiąga dobre wyniki w swojej podstawowej działalności oraz gdy przejmowane firmy należą do pokrewnych branż (możliwości zrealizowania synergii są największe), gdy integrowane przedsiębiorstwo jest niewielkie, wówczas szanse na sukces akwizycji istotnie rosną [Copeland, Koller, Murrin 1997, s. 404].

Jednym z podstawowych czynników budujących jedność celów w nowej organizacji powstałej w wyniku fuzji jest „wspólny rdzeń tożsamości” łączących się firm. Jest to niezbędny warunek praktycznego zrealizowania możliwych do osiągnięcia synergii. Podobieństwo łączących się organizacji musi być uzupełniane przez posiadanie komplementarnych zasobów i umiejętności. Nie powinno się ono jednak ograniczać do wspólnoty branży i rynków, musi również obejmować takie funkcje przedsiębiorstwa, jak zarządzanie, badania i rozwój itd. [Lewandowski 2001, s. 234].

Biorąc pod uwagę wielkość przejmowanego przedsiębiorstwa, wolumen transakcji oraz rozmiar przedsiębiorstwa dokonującego akwizycji, należy wyróżnić czynniki powodzenia procesu M&A wynikające z przejmowania niewielkiego lub dużego przedsiębiorstwa. Najbardziej korzystną sytuacją są zbliżone rozmiary łączących się firm [Kay 1996, s. 204]. Według badań firmy McKinsey sukces akwizycji jest najbardziej prawdopodobny wówczas, gdy firmy posiadające silną pozycję w swojej branży kupowały mniejsze firmy w ramach tej samej branży lub w pokrewnych branżach (co wiąże się z

³ Charakterystycznym zjawiskiem jest upowszechnianie się wrogich przejęć w Europie; wcześniej były one rzadkością, stanowiły natomiast częstą praktykę w USA, zob. „Zarządzanie na Świecie” 2006 nr 3, s. 16.

możliwością osiągania planowanych synergii). Integracja firm jest szczególnie trudna, gdy przejęte przedsiębiorstwo ma wielkość zbliżoną do firmy dokonującej przejęcia. Trudno wtedy o szybkie i zdecydowane działania (które często przesadzają o rezultacie integracji), ponieważ pracownicy równorzędnych firm mogą dążyć do zdobycia dominującej pozycji w przedsiębiorstwie. Szanse powodzenia M&A są szczególnie wysokie, gdy łączą się firmy o stosunkowo niewielkich obrotach. Także wielkie koncerny uznają zazwyczaj, że łatwiej przejąć (a potem zintegrować!) małą lub średnią firmę, niż któregoś z czołowych konkurentów [Copeland, Koller, Murrin 1997, s. 424].

Przyjmując za kryterium rodzaj inwestora podejmującego przedsięwzięcie M&A, przesłanki powodzenia procesu M&A związane będą z przeprowadzaniem przejęcia przez inwestora finansowego – niezwiązanego branżowo z przejmowaną spółką, traktującego M&A jako inwestycję o określonym horyzoncie czasowym, oraz inwestora strategicznego (branżowego), traktującego M&A jako narzędzie wzmacniania swojej pozycji branżowej. Sukces przedsięwzięcia podejmowanego przez inwestora finansowego wynika z restrukturyzacji finansowej i zarządczej, przeprowadzanej w przejmowanym przedsiębiorstwie. Inwestor finansowy, jako niedziałający w branży przejmowanego, nie ma możliwości osiągnięcia synergii między przedsiębiorstwami. W przypadku przejęcia finansowego osiągnięta korzyść nie będzie skutkiem tego, że połączone firmy będą warte więcej niż działające osobno, ale efektem wzrostu wartości przejętej firmy, co wynika z przeprowadzanej przez przejmującego restrukturyzacji. W przypadku inwestorów branżowych głównym celem przejęcia jest osiągnięcie wzrostu wartości obu przedsiębiorstw w wyniku połączenia komplementarnych potencjałów tworzących nowe możliwości wzrostu i rozwoju. Inwestorzy branżowi dążą do zrealizowania synergii we wszystkich obszarach działalności przedsiębiorstwa (działalność operacyjna, marketing, finanse, zarządzanie) [Lewandowski 2001, s. 235].

Z zagadnieniem podziału inwestorów na finansowych i strategicznych wiąże się klasyfikacja przedsiębiorstw dokonujących akwizycji ze względu na kompetencje i doświadczenie podmiotu dokonującego przejęcia. Wyróżnić można podmioty specjalizujące się w transakcjach M&A, w których rozwój zewnętrzny jest podstawą strategii rozwoju, oraz podmioty dokonujące akwizycji okazjonalnie. Duże koncerny dysponują często specjalnymi działami, których zadaniem jest wyszukiwanie, a potem realizowanie intratnych przejęć. Prowadzi to do zmniejszenia zależności od banków inwestycyjnych i kancelarii prawnych, co jest najczęściej korzystne dla takich firm. Wcześniej bowiem wiele decyzji podejmowano za namową banków, ze zrozumiałych względów eksponujących argumenty przemawiające za przejęciem, które były potem źródłem prowizji⁴. Gdy łączyło się to z manią wielkości

⁴ W literaturze zwraca się uwagę na niebezpieczeństwa wynikające z korzystania z pomocy konsultantów zewnętrznych jako doradczy przy reorganizacjach firm. Główną przyczyną jest tu otrzymywanie przez konsultantów informacji o danym zakładzie wyłącznie od jego kierownictwa. Dlatego nie znają oni stosunków między pracownikami, poziomu ich zaangażowania, a więc czynników odgrywających bardzo ważną rolę w sytuacjach kryzysowych przedsiębiorstwa (taką sytuacją bez wątpienia jest integracja firm), por. [Rosnące wymagania... 1999, s. 28].

szeffów firm, dochodziło często do kosztownych przejęć, które przynosiły słabe rezultaty. Prognozy i kalkulacje dokonywane z zaangażowaniem własnych specjalistów należy uznać za bardziej wyważone.

Uwzględniając branżę działania przejmowanej firmy, mówić można o branżach uchodzących za ryzykowne oraz branżach bezpiecznych w przeprowadzaniu przedsięwzięć M&A. Z podziałem tym wiąże się zwłaszcza kwestia akwizycji dokonywanych wśród przedsiębiorstw zaawansowanych technologii. Aktywność inwestorów w tym sektorze była jedną z głównych przyczyn zjawiska fuzjomanii w ostatniej dekadzie, mimo że według niektórych badań wskaźnik niepowodzeń przedsięwzięć M&A wynosił tu nawet 70-80% (zob. „Zarządzanie na Świecie” 2005 nr 2, s. 17).

Na efektywność wykorzystywania akwizycji w sektorze tzw. nowej ekonomii wpływa wymagana tam szybkość rozwoju: przejęcia zawsze dadzą możliwość szybszego wzrostu niż samodzielne budowanie. Akwizycje dają też możliwość szybszego osiągnięcia masy krytycznej i skokowego powiększenia bazy użytkowników, co pozwoli na wykorzystywanie efektów skali. Jednak przeprowadzanie przejęć w branżach opartych na wiedzy, a do takich bez wątpienia należy „nowa ekonomia”, wiąże się ze znacznym ryzykiem wynikającym z braku akceptacji przejęcia przez personel przejętej firmy. Kompetentni pracownicy, czując się niedoceniani (np. poprzez pomijanie w awansach, likwidację kierowanych przez nich komórek), opuszczają pracodawcę. W ocenie eksperta przedsięwzięć M&A przejmowanie firm technologicznych wiąże się z dużym ryzykiem, ponieważ rozwijają się one znacznie szybciej niż przedsiębiorstwa tradycyjne i mają inne zasady działania. Dlatego zamiast przejmować takie firmy, lepiej zawierać z nimi układy partnerskie [Carey 2006, s. 8-15].

Biorąc pod uwagę formę zapłaty za przejmowaną firmę, przesłanki powodzenia fuzji i przejęć można dzielić w zależności od sposobu rozliczenia transakcji na opłacone:

- 1) wyłącznie gotówką,
- 2) wyłącznie akcjami, a ich cena określona jest według liczby akcji,
- 3) wyłącznie akcjami, a ich cena określona jest według wartości akcji,
- 4) częściowo gotówką, a częściowo akcjami.

Od wybranej formy zapłaty za przejęcie zależy podział ryzyka pomiędzy przejmującego i przejmowanego. W przypadku transakcji rozliczanej w gotówce przejmujący bierze na siebie całość ryzyka występującego zarówno w okresie pomiędzy ogłoszeniem zamiaru przejęcia i datą rozliczenia transakcji, jak i w okresie po rozliczeniu transakcji. Gdy transakcja rozliczana jest w akcjach, a ich cena określana jest według liczby akcji, przejmujący ryzykuje, że jego udział własnościowy w firmie powstałej w wyniku połączenia będzie mniejszy, niż oczekiwano. W sytuacji gdy transakcja rozliczana jest w akcjach, a ich cena określana jest wartościowo, przejmujący ponosi całe ryzyko do daty rozliczenia transakcji, potem zaś ponosi ryzyko operacyjne w stopniu odpowiadającym jego udziałowi własnościowemu w połączonych

firmach. W przypadku gdy rozliczenie transakcji następuje częściowo w akcjach, a częściowo w gotówce, dochodzi do podziału ryzyka pomiędzy przejmującego i przejmowanego. Wielkość ryzyka podejmowanego przez strony zależy od udziału akcji i gotówki. Po rozliczeniu transakcji obie strony ponoszą ryzyko zmiany udziału własnościowego oraz ryzyko operacyjne, zależne od udziałów akcji i gotówki w rozliczeniu transakcji [Rappaport, Sirower 2006, s. 79-108].

4. Zakończenie

Wbrew zarysowywanym często zbyt optymistycznie perspektywom i prognozom, każda firma decydująca się na strategię rozwoju zewnętrznego musi mieć świadomość, że prawdopodobieństwo zwiększenia wartości akcjonariuszy drogą akwizycji jest niskie. Jednocześnie jednak prowadzone badania wskazują, że wśród przedsiębiorstw osiągających największe wzrosty większość (ok. 75%) do swojego rozwoju wykorzystywała akwizycje lub łączyła przejęcia z rozwojem wewnętrznym. Fakt ten, podobnie jak logika rozwoju gospodarczego zarysowująca się w ostatnich latach, przesądza o tym, że akwizycje będą niezwykle ważnym elementem światowego życia gospodarczego. Dlatego tak istotne jest podejmowanie decyzji o przejęciu wyłącznie po przeprowadzeniu rzetelnej analizy na podstawie wypracowanych przez badaczy i praktyków narzędzi. Należy jednak przy tym pamiętać, że podobnie jak we wszelkich przedsięwzięciach gospodarczych, tak i przypadku fuzji i przejęć, na ich powodzenie mają wpływ zarówno czynniki poddające się racjonalnej ocenie, jak i te, których zaplanowanie jest w praktyce niemożliwe. Wynika to ze złożoności procesu fuzji czy przejęcia, który, mimo profesjonalizmu menedżerów, zawsze podlegać będzie oddziaływaniu czynników niemożliwych do skwantyfikowania. Sukces przedsięwzięcia będzie więc zależał w dużej mierze od tego, jak wiele czynników (przesłanek powodzenia) uda się przewidzieć, zaplanować i wykorzystać.

Literatura

- Bąk R., *Kadra menedżerska wobec fuzji i przejęć Zmiany przedsiębiorstw*, [w:] M. Sierpińska (red.), *Controlling w zarządzaniu przedsiębiorstwem*, Vizja Press & IT, Warszawa 2006.
- Bijlsma-Frankema K., *On Managing Cultural Integration and Cultural Change Processes in Mergers and Acquisitions*, „Journal of European Industrial Training” 2001 no 25 (2/3/4).
- Carey D. (prowadzący dyskusję), *Dyskusja – mistrzowie fuzji i przejęć*, [w:] *Fuzje i przejęcia*, „Harvard Business Review”, Wydawnictwo Helion, Gliwice 2006.
- Campbell A., Goold M., *Synergy: Why Links between Business Units Often Fail and How to Make them Work*, Capstone Publishing Limited, Oxford 1998.
- Copeland T., Koller T., Murrin J., *Wycena. Mierzenie i kształtowanie wartości firm*, WIG-Press, Warszawa 1997.
- Co robić, by kupiona firma przysparzała zysków, a nie problemów*, „Zarządzanie na Świecie” 2005 nr 2.
- Eccles R.G., Lane K.L., Wilson T.C., *Are You Paying too Much for that Acquisition?*, „Harvard Business Review”, July-August 1999.
- Fuzje i przejęcia*, „Harvard Business Review”, Wydawnictwo Helion, Gliwice 2006.

- Galpin T.J., Herndon M., *The Complete Guide to Mergers and Acquisitions – Process Tools to Support M&A Integration at Every Level*, Jossey-Bass Inc., San Francisco 1999.
- Haspeslagh P.C., Jemison D.B., *Managing Acquisitions – Creating Value through Corporate Renewal*, The Free Press, New York 1991.
- Haunschild P.R., *How Much is that Company Worth? Inter-organisational Relationships, Uncertainty, and Acquisition Premiums*, „Administrative Science Quarterly” 1994 no 39.
- Horwitz F.M., Anderssen K., Bezuidenhout A., Cohen S., Kirsten F., Mosoeunyan K., Smith N., Thole K., Van Heerden A., *Due Diligence Neglected: Managing Human Resources and Organisational Culture in Mergers and Acquisitions*, „SA Journal of Business Management” 2002 no 33 (1).
- Howell R.A., *Plan to Integrate Your Acquisitions*, „Harvard Business Review” November-December 1970.
- Jemison D.B., Sitkin S.B., *Acquisitions: The Process Can be a Problem*, „Harvard Business Review” March-April 1986.
- Kay J., *Podstawy sukcesu firmy*, PWN, Warszawa 1996.
- Key S.L. (ed.), *The Ernst & Young Management Guide to Mergers and Acquisitions*, John Wiley & Sons, New York 1989.
- Kode G.V.M., Ford J.C., Sutherland M.M., *A Conceptual Model for Evaluation of Synergies in Mergers and Acquisitions: A Critical Review of Literature*, „SA Journal of Business Management” 2003 no 34 (1).
- Kolejna fala przejęć i fuzji*, „Zarządzanie na Świecie” 2005 nr 11.
- Kowalski R., *Główne źródła niepowodzeń procesów fuzji i przejęć*, Zeszyty Naukowe Akademii Ekonomicznej w Krakowie nr 632, AE, Kraków 2004.
- Kulturowy wymiar procesów akwizycji i fuzji*, [w:] W. Sitko (red.), *Problemy współczesnego zarządzania w ujęciu wielowektowym*, Lublin 2006.
- Lajoux A.R., *The Art of M&A Integration – A Guide to Merging Resources, Processes and Responsibilities*, McGraw-Hill, Washington D.C. 1997.
- Lewandowski M., *Fuzje i przejęcia w Polsce na tle tendencji światowych*, WIG-Press, Warszawa 2001.
- Marks M.L., Mirvis P.H., *Joining Forces- Making One Plus Equal Three in Mergers, Acquisitions and Alliances*, Jossey-Bass Inc., San Francisco 1997.
- Od czego zależy udane przejęcie firmy?*, „Zarządzanie na Świecie” 1996 nr 5.
- Obłój K., *Tajemnice nieudanych przejęć*, „Rzeczpospolita” 21.03.2006.
- Pocztowski A. (red.), *Zarządzanie zasobami ludzkimi w procesach fuzji i przejęć*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2004.
- Przyczyny i skutki fuzjomanii*, „Zarządzanie na Świecie” 1999 nr 3.
- Rankine D., *Post-Acquisition Rates of Success*, [w:] A. Jolly, J. Reuvid (ed.), *European Business Handbook*, Kogan Page, London 1995.
- Rappaport A., Sirower M.L., *W akcjach czy w gotówce – formy zapłaty za fuzje i przejęcia*, [w:] „Harvard Business Review”, *Fuzje i przejęcia*, Wydawnictwo Helion, Gliwice 2006.
- Rappaport A., *Wartość dla akcjonariuszy. Poradnik menedżera i inwestora*, WIG-Press, Warszawa 1999.
- Rosnące wymagania wskutek globalizacji i fuzjomanii*, „Zarządzanie na Świecie” 1999 nr 1.
- Rosnące zainteresowanie łączeniem firm*, „Zarządzanie na Świecie” 2006 nr 3.
- Sierpińska M., Bogacz T., *Motywy fuzji i przejęć przedsiębiorstw w wymiarze międzynarodowym (na przykładzie hutnictwa żelaza i stali)*, „Nasz Rynek Kapitałowy” 1999 nr 1.
- Szczepankowski P.J., *Fuzje i przejęcia. Techniki oceny opłacalności i sposoby finansowania*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2000.
- Seyhun N., *Do Bidder Managers Knowingly Pay too Much for Target Firms?*, „Journal of Business” 1990 no 63.
- Sirower M., *The Synergy Trap – How Companies Lose the Acquisition Game*, The Free Press, New York 1997.
- Zweig P. L., *The Case Against Mergers*, „Business Week Special Report” October 1995.

Sirower M., *The Synergy Trap – How Companies Lose the Acquisition Game*, The Free Press, New York 1997.

Zweig P. L., *The Case Against Mergers*, „Business Week Special Report“ October 1995.

CONDITIONS FOR THE SUCCESS OF MERGERS AND ACQUISITIONS OF COMPANIES

Summary

Mergers and acquisitions are one of the most important factors influencing dynamics of the world economy growth. At the same time large number of acquisitions turns out to be unsuccessful. That fact prompts to examine reasons for failures and factors having influence on success of M&A. In the article, an attempt to systematize researchers' and specialists-practitioners' opinions on factors that play a key role in acquisition success was made, as complexity of M&A processes causes that only actions resulting from reliable analysis, that are afterwards well planned and carried out may bring results expected by the entities.