



NIM NASTĄPIĄ FUZJE I PRZEJĘCIA

Trawestując pewnego Brodacza z Trewiru rzec można, iż widmo fuzji i przejęć krąży nad światem. Obecny wstrząs zachwiał całymi sektorami i to w stopniu na tyle istotnym, że otworzył drogę do gruntownej przebudowy podmiotowej wielu branż. Również tych, które do niedawna mogły uchodzić za niewzruszone.

Proces powszechnego upubliczniania korporacji, który miał miejsce w okresie ostatniego ćwierćwiecza spowodował, że zasadniczym teatrem tych wydarzeń stał się rynek kapitałowy. Tym samym, przed całą branżą skupioną wokół giełdy otwierają się niesłychanie kuszące perspektywy. Beneficjentami tych wydarzeń będą nie tylko bankierzy inwestycyjni, maklerzy i prawnicy, ale też inwestorzy indywidualni. Ci ostatni powinni jednak mieć świadomość, że najbardziej racjonalną formą zaangażowania finansowego (zwłaszcza w tych czasach) będzie taktyka oparta na starej giełdowej kolokacji o „kupowaniu plotek, a sprzedawaniu faktów”. Jeśli ktoś miałby wątpliwości dlaczego - o tym za chwilę. Bez względu natomiast na rodzaj uczestnictwa w rynku - systematyczna analiza: tendencji kursowych, wielkości obrotów i *free float* oraz zmian struktury własnościowych w spółkach, wyznaczają tutaj podstawowy kanon funkcjonowania, co nie dla wszystkich uczestników rynku kapitałowego (zwłaszcza rodzimego) jest to w pełni jeszcze zrozumiałe. To zaś oznacza, że być może przyswoją sobie zagadnienia *post factum* w dość osobliwych wtedy okolicznościach.

Doświadczenia doradców wskazują, że np. gros zarządów spółek legitymuje się dość ograniczoną percepcją problematyki wrogiego przejęcia, której towarzyszy jeszcze mniejsze rozeznanie w międzynarodowym układzie branżowym. W przypadku rynku polskiego, nader często nie docenia się też i tego, że w przeciwieństwie choćby do poprzedniej wielkiej fazy konsolidacji z lat 1998 – 2002, podczas której na warszawskiej giełdzie miało miejsce ponad 120 wezwań na akcje, gospodarka nasza wstępując do UE stała się już systemem w pełni otwartym świat i konkurencję.

Wśród metod zapobiegających nieprzyjaznemu przejęciu kontroli nad firmą w największym stopniu zastosowanie znajdują różnorakie zapisy prawne, w tym również te odnoszące się do aspektów ambicjonalnych wobec dotychczasowych właścicieli (np. personifikowane klauzule wyłączności dotyczące relacji z kontrahentami). Aspekty ekonomiczne są na ogół znacznie słabiej reprezentowane, mimo, że np. świadomość wysokiej wyceny rynkowej spółki, jako najskuteczniejszego sposobu zniechęcającego agresorów, jest powszechnie uznawana. Analiza gospodarczo – finansowych efektów przeprowadzanych procesów łączeniowych wskazuje, że to właśnie na tym polu należy szukać najbardziej racjonalnych przesłanek ograniczających fuzje i przejęcia. Przeprowadzone nie tak dawno badania KPMG, obejmujące 700 największych na świecie transakcji z lat 1996 – 1998 wykazały, że 83 % tego typu operacji zakończyło się



niepowodzeniem, przynajmniej jeśli chodzi o powiększenie rynkowej wartości firmy. Wyniki te znalazły swoje potwierdzenie w komplementarnych niejako studiach McKinsey & Co.

Przedmiotem obserwacji było ok. 500 procesów konsolidacyjnych przeprowadzonych również w okresie 1996 – 1998, ale w tym przypadku jako kryterium oceny przyjęto bardzo krótkie przedziały czasowe (5 dni przed i po ogłoszeniu połączenia). Okazało się, że jedynie połowa zrealizowanych transakcji doprowadziło do wzrostu kapitalizacji przejmowanego przedsiębiorstwa.

Powyzsze empiria na pewno nie mogą podważyć sensu strategii rozwoju opartej o zewnętrzne źródła wzrostu, lecz na pewno podpowiadają wstrzeźliwość i umiar. Warto o tym pamiętać odpowiadając lub nie na wezwania. Ich zapowiadany wysyp jest na naszym rynku pewnie jeszcze kwestią czasu, na co wskazuje dość prosta arytmetyka. Wbrew bowiem temu, co się dość powszechnie artykułuje bieżący okres nie jest, póki co, ze względu na istniejące przepisy, optymalnym. Wazone obrotami średnie ceny walorów z ostatnich sześciu miesięcy generują znaczne rozbieżności między tym, co dyktuje teraz rynek, a tym co było w poprzednich kilku miesiącach. Przekłada się to na ciągle relatywnie wysokie pułapy cen akcji, które należałoby zaoferować podczas ewentualnego wezwania.

Dynamika bieżących wydarzeń może też sprawić, że to co dziś postrzega się jako atrakcyjne - wkrótce takim już nie będzie i na odwrót. Skala regresu, jaki dotknął globalną gospodarkę powoduje, iż należy liczyć się i z tym, że twórcami największych przetasowań na poszczególnych rynkach branżowych nie będą menedżerowie i ich doradcy, ale stanie się to skutkiem działania rynku, a ściślej fazy, w jakiej się on znajduje. Taką optykę można było dostrzec w wypowiedziach prezesa koncernu Fiata Sergio Marchionne (ur. 1952 r.), który w styczniu br. publicznie stwierdził, że kryzys wymusi na producentach aut konsolidację. W jego przewidywaniach na europejskim rynku motoryzacyjnym miałyby pozostać co najwyżej sześć koncernów. Z drugiej strony czasy takie, jak obecne - implikują właściwy tylko im „ruch dwustronny”. W wielu obszarach gospodarki, diametralnie obniżyły się tzw. bariery wejścia, co stanowi niepowtarzalną okazję, aby zaistnieć i tam, gdzie do niedawna byłoby nie sposób. Według np. Richard`a Branson`a (ur. 1950), założyciela linii lotniczych Virgin Airlines, najlepsze perspektywy oferuje sektor bankowy. „Kryzys upokorzył dotychczasowych gigantów, a zawiedzonych klientów skłonił do szukania alternatyw. Daje to nowym przedsiębiorcom duże szanse na podbicie rynku”. Spostrzeżenia znanego z zamiłowania do baloniarstwa i przygody miliardera, odnoszą się nie tylko do bankowości komercyjnej (depozytowo – kredytowej), ale jak najbardziej adresowane są też w stronę usług z zakresu bankowości inwestycyjnej. Lojalność, umiar, dyskrecja i skromność, przez dekady, jak nie przez stulecia, tworzyły fundament brytyjskich banków kupieckich. Firmy te ceniły sobie przede wszystkim długoterminowe związki z klientami. Potrafiły nierzadko nawet odradzać transakcję, chociaż oznaczało to dla nich utratę prowizji. Na początku lat 80. na Wyspach (i z czasem w Kontynentalnej Europie) nastąpił „import pazerności” z Wall



Street. Który styl prowadzenia biznesu zwycięży brytyjska flegma, czy amerykańska chciwość – pozostaje ciągle sprawą otwartą.

Wojciech Szymon Kowalski
Główny Ekonomista
INWEST CONSULTING S.A.