

Rozdział 2

ETAPY ŁĄCZENIA SIĘ PRZEDSIĘBIORSTW

Agnieszka Herdan

Ogólna charakterystyka procesu łączenia się przedsiębiorstw

Fuzja czy przejęcie jest niewyalgicznym etapem w działalności każdego podmiotu gospodarczego. Towarzyszące temu procesy są niezwykle złożone i wywołują zmiany we wszystkich obszarach łączących się podmiotów. Zmiany te obejmują sferę własnościową, prawną, rynkową, produkcyjną, handlową, kadrową, finansową oraz wiele innych. Mają one długofalowe skutki, a ich przeprowadzenie wymaga znacznych nakładów finansowych oraz kompleksowego podejścia. Nie są to działania typowe czy rutynowe i wymagają specyficznej wiedzy i kwalifikacji. Sprawia to, że bardzo istotne staje się właściwe zaplanowanie i przeprowadzenie całego procesu. Jak bowiem pokazuje praktyka, wiele decyzji o przeprowadzeniu fuzji czy przejęcia podejmuje się zbyt pośpiesznie i w sposób nieprzemyślany, co sprawia, że uzyskane w rzeczywistości efekty znacznie odbiegają od zakładanych. Szacuje się, że tylko jedna na pięć transakcji kończy się sukcesem³³.

W momencie kiedy firma podejmie decyzję o wyborze zewnętrznej ścieżki rozwoju poprzez fuzję lub przejęcie, zarząd musi odpowiedzieć na następujące pytania³⁴:

- 1) jakie są przesłanki tej decyzji,
- 2) kiedy proces powinien się rozpocząć,
- 3) jaką formę ma przyjąć transakcja³⁵,
- 4) jaki ma być harmonogram działań i jakie mają być zastosowane procedury,
- 5) kto powinien wziąć udział w procesie połączenia³⁶,
- 6) jak należy sfinansować transakcję³⁷,
- 7) jakie działania powinny być podjęte, aby transakcja zakończyła się sukcesem.

Złożoność procesu łączenia się przedsiębiorstw wymaga wyodrębnienia następujących po sobie i ściśle za sobą powiązanych etapów. W literaturze przedmiotu etapy te

³³ B. Kaźmierska-Jóźwiak, *Kluczowe czynniki powodzenia fuzji i przejęć przedsiębiorstw*, „Przegląd Organizacji” 2002, nr 9, s. 18.

³⁴ J.P. Szczepankowski, *op.cit.*, s. 77.

³⁵ Połączenie czy przejęcie, wrogie czy przyjazne etc.

³⁶ Firmy doradcze, banki inwestycyjne, własni pracownicy.

³⁷ Ze środków własnych czy obcych.

czasami są traktowane jako fazy, innym razem jako kroki czy też działania. Najczęściej wyróżnia się trzy fazy:

- 1) przedakwizycyjną, nazywaną też przygotowawczą,
 - 2) negocjacyjną,
 - 3) poakwizycyjną, nazywaną też integracyjną.
- Wielu autorów inaczej klasyfikuje te procesy (zob. tabela 5).

Tabela 5. Fazy i etapy fuzji i przejęć – przegląd stanowisk

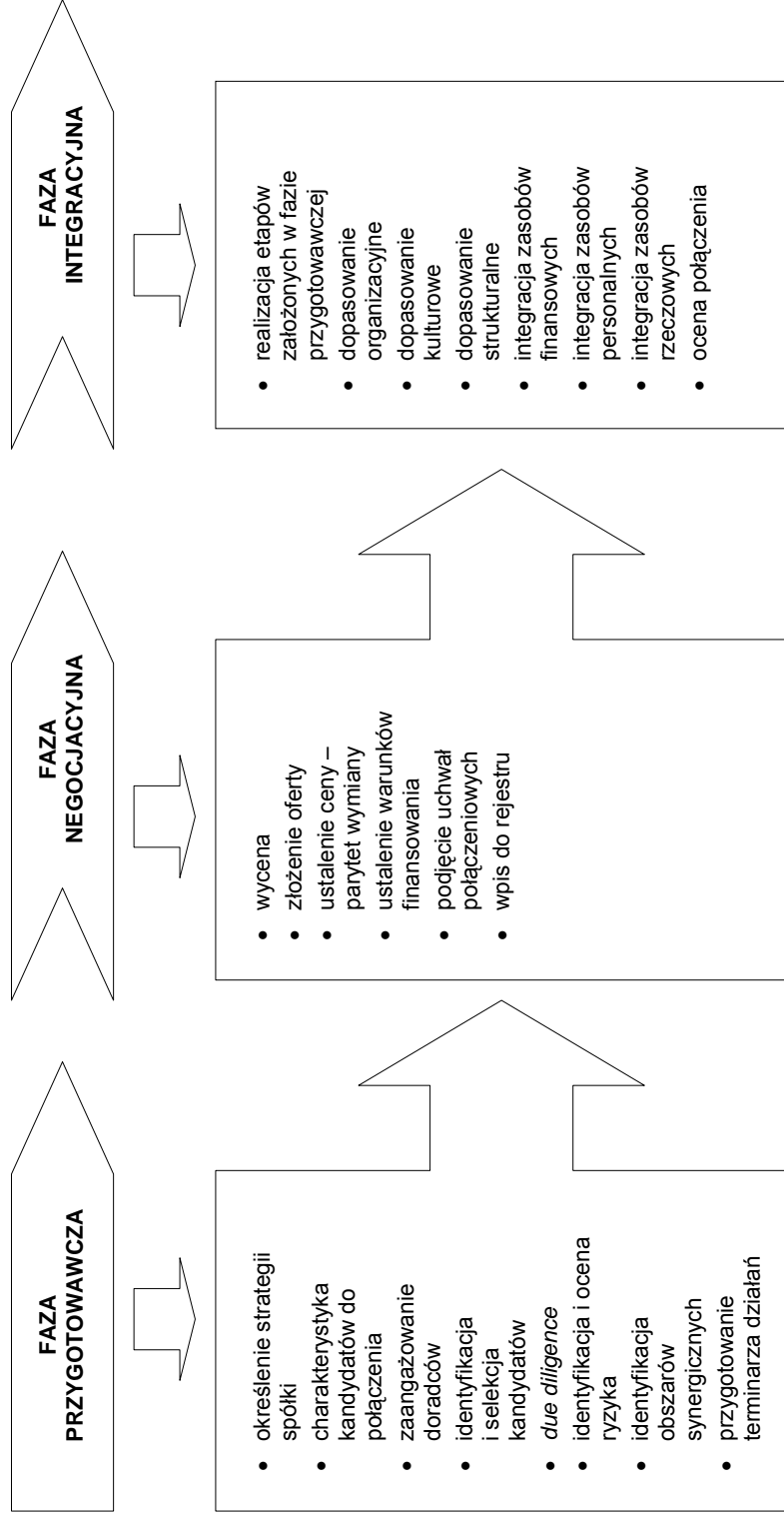
Faza	Działania strategiczne według:				
	S. Sudarsanama	W. Frąckowiaka	P. Haspelagha i D. Jemisona	A. Damodarana	A. Payne'a – etapy
I	<ul style="list-style-type: none"> • strategia połączenia i kryteria transakcji • poszukiwanie i identyfikacja firm-celów • ocena firmy-celu oraz możliwości transakcji 	<ul style="list-style-type: none"> • identyfikacja możliwości wzrostu • określenie strategicznych przesłanek i celów wzrostu zewnętrznego • poszukiwanie i analiza kandydatów 	<ul style="list-style-type: none"> • określenie celów strategicznych • poszukiwanie firmy-celu • analiza i ocena strategiczna firmy-celu 	<ul style="list-style-type: none"> • rozwijanie strategii połączenia 	<ul style="list-style-type: none"> • formułowanie strategii nabywcy • określenie kryteriów wykupu • analiza potencjalnych celów
II	<ul style="list-style-type: none"> • rozwój oferty • ocena finansowa firmy-celu • negocjowanie i finansowanie • zawarcie transakcji 	<ul style="list-style-type: none"> • analiza opłacalności połączenia • złożenie oferty i negocjacje 	<ul style="list-style-type: none"> • ocena finansowa • negocjacje • zawarcie transakcji 	<ul style="list-style-type: none"> • wybór firmy-celu i jej ocena 	<ul style="list-style-type: none"> • finansowa ocena wybranych celów • negocjowanie ceny połączenia
III	<ul style="list-style-type: none"> • ocena dopasowania organizacyjnego i kulturowego • integracja • wyniki 	<ul style="list-style-type: none"> • integracja podmiotów po nabyciu • ocena i kontrola efektów połączenia 	<ul style="list-style-type: none"> • integracja 	<ul style="list-style-type: none"> • ustalenie celu i sposobu finansowania 	<ul style="list-style-type: none"> • integracja
IV				<ul style="list-style-type: none"> • integracja 	

Źródło: H. Chwistecka-Dudek, *Połączenia i połączenia – faza przygotowawcza*, „Przegląd Organizacji” 2003, nr 6, s. 27–29.

Mimo że niektórzy autorzy dzielą cały proces na więcej niż trzy fazy³⁸ bądź też w ogóle nie grupują wyróżnionych przez siebie etapów w większą całość³⁹, wszyscy są zgodni co do tego, że proces fuzji i przejęć zaczyna się od przygotowań, poprzez negocjacje, zawarcie transakcji, a następnie integrację połączonych przedsiębiorstw. Etapy procesu łączenia się przedsiębiorstw przedstawia rysunek 7.

³⁸ A. Damodaran, *Valuing acquisitions*, <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar>, 24.11.2003.

³⁹ H. Chwistecka-Dudek, *Fuzje i przejęcia – faza przygotowawcza*, „Przegląd Organizacji” 2003, nr 6, s. 28.



Rysunek 7. Struktura transakcji połączeniowej

Źródło: opracowanie własne.

Faza przygotowawcza

Przed każdym podmiotem gospodarczym stoją dwie podstawowe drogi rozwoju:

- rozwój wewnętrzny poprzez budowanie kolejnych filii i oddziałów przy użyciu własnych zasobów,
- rozwój zewnętrzny poprzez połączenia lub przejęcia.

Bez względu na to, które rozwiązanie zostanie wybrane, musi być ono poprzedzone dogłębną analizą strategiczną. Jak pokazują badania, znaczna liczba fuzji kończy się niepowodzeniem, gdyż już na tym wstępnym etapie zarządy firm popełniają błędy. Etapy fazy przygotowawczej przedstawia rysunek 8.

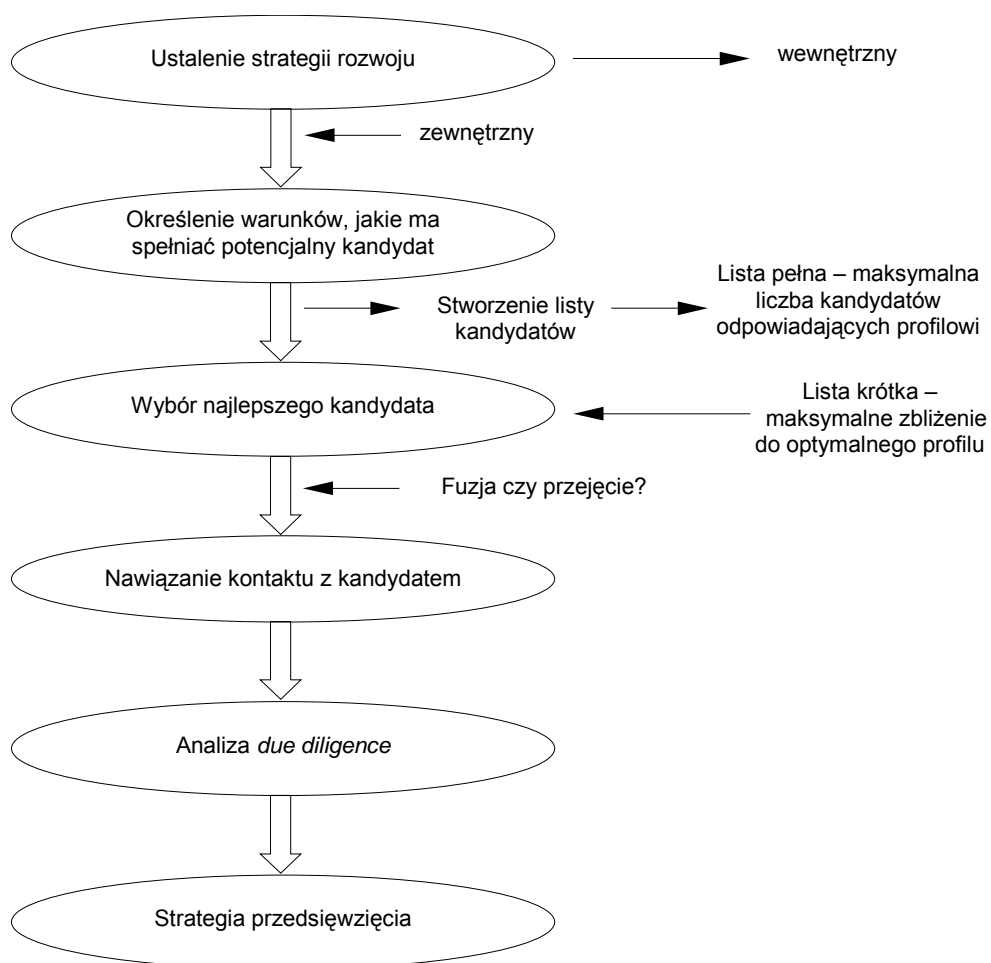
Często w fazie wstępnej zapomina się o złożoności procesów połączeniowych oraz dużej liczbie czynników, które mają wpływ na ich powodzenie. Wiele z tych czynników może mieć negatywny wpływ na przebieg połączenia i odpowiednio wczesne zidentyfikowanie tych czynników umożliwia ich skuteczną neutralizację.

Połączenia przedsiębiorstw wiążą się ze znacznymi wydatkami finansowymi. Wydatki te obejmują nie tylko cenę, jaką trzeba zapłacić w wypadku przejęcia, czy też dopłaty, jakie należy uiścić w wypadku fuzji, ale także kosztowną restrukturyzację operacyjną i finansową. Dlatego w fazie przygotowawczej na etapie podejmowania decyzji co do dalszej strategii rozwojowej trzeba przeprowadzić analizę potencjalnych korzyści i zagrożeń, które mogą być następstwem fuzji czy połączenia. Należy zwrócić uwagę między innymi na:

- produkowane wyroby,
- rynki zbytu,
- centra kosztów,
- zasoby kapitałowe,
- ograniczenia konkurencyjne,
- zasoby technologiczne i rzeczowe,
- niezbędne nakłady inwestycyjne,
- zasoby personalne.

Szczególną uwagę trzeba zwrócić na krótko- i długookresowe konsekwencje finansowe.

W większości przypadków, aby połączenie zakończyło się sukcesem, należy poprzedzić je drobiazgowymi przygotowaniem. Szczególnie starannie powinno się przygotować profil idealnej firmy do połączenia lub przejęcia. Na podstawie tego profilu poszukuje się odpowiednich kandydatów do przeprowadzenia transakcji. Jednocześnie należy zdecydować, czy firma sama zajmie się poszukiwaniami kandydatów, czy też zostanie to zlecone wyspecjalizowanej firmie konsultingowej. Decyzja ta jest uzależniona od zasobów finansowych i personalnych oraz doświadczenia, jakie posiada firma. O ile podczas ekspansji poziomej konkurenci są dobrze znani (potencjalni „partnerzy”), o tyle, gdy w grę wchodzi ekspansja pionowa lub konglomeratowa, pozyskanie właściwych informacji jest dużo bardziej skomplikowane. Zbieranie tych informacji należy przeprowadzać bardzo dyskretnie i ostrożnie, by zapobiec powstawaniu fałszywych sygnałów, które mogłyby w dalszych etapach uniemożliwić zajęcie dobrej pozycji przetargowej.



Rysunek 8. Etapy fazy przygotowawczej

Źródło: opracowanie własne.

Na początku tworzona jest tzw. długa lista (*long list*), która zawiera nawet kilkudziesięciu kandydatów. Na podstawie tej listy przeprowadza się pobieżną analizę poszczególnych firm tzw. *preliminary due diligence*⁴⁰. Obejmuje ona zwykle analizę ogólnie dostępnych danych finansowych zawartych w prospektach emisyjnych lub oficjalnych raportach rocznych⁴¹. Opierając się na wyniku tych analiz, eliminuje się podmioty, które nie odpowiadają założonemu profilowi.

⁴⁰ A. Helin, K. Zorde, *op.cit.*, s. 31.

⁴¹ *Ibidem*.

Następnie formułuje się tzw. krótką listę (*short list*), obejmującą kilka spółek wyselekcjonowanych z długiej listy kandydatów, które spełniają jak najwięcej warunków zawartych w profilu. W ramach analizy kandydatów z tej listy przeprowadza się⁴²:

- *analizę strategiczną* – przy wykorzystaniu na przykład analizy pięciu sił M.E. Portera, łańcucha tworzenia wartości dodanej, mapy grup strategicznych, analizy SWOT,
- *analizę zdolności kandydata do generowania zysku* – za pomocą analizy wskaźnikowej opartej na takich wskaźnikach, jak: zysk/akcja (EPS), cena/zysk (P/E), stopa zwrotu z kapitałów własnych (ROE),
- *analizę kierownictwa firmy-celu*.

Po zidentyfikowaniu odpowiedniego kandydata zostaje nawiązany kontakt z zarządem firmy-celu. Pozytywny przebieg pierwszego kontaktu jest zasadniczy dla zbudowania atmosfery wzajemnego zaufania. Jednocześnie na tym etapie dochodzi do ustalenia podstaw dalszych procesów oraz warunków połączenia. Dalsze działania uzależnione są od tego, jaką postawę przyjmie zarząd spółki-celu. Jeśli zarząd jest przychylny, to może dojść do fuzji lub przyjaznego przejęcia, jeśli zaś zarząd nie jest przychylny połączeniu, to będziemy mieć do czynienia z wrogim przejęciem.

Firmy biorące udział w połączeniu powinny wspólnie opracować krótki list intencyjny, pozwalający precyzyjnie określić zamiary stron w trakcie realizacji procesu połączenia⁴³. Jednocześnie firmy powinny podpisać umowę o zachowaniu poufności. Umowa ta ma zapobiec wykorzystaniu uzyskanych w trakcie *due diligence* informacji ze szkodą dla ujawniającego.

Do listu intencyjnego należy dołączyć ustalenia dotyczące analizy *due diligence*, takie jak⁴⁴:

- cel *due diligence*,
- regulamin przebiegu *due diligence*,
- obszary objęte *due diligence*,
- opis zestawu niezbędnej dokumentacji,
- lista osób, które będą przeprowadzać *due diligence*,
- opis pomieszczenia, w którym zostanie przeprowadzona analiza *due diligence*,
- harmonogram przeprowadzenia badań i analiz,
- lista osób wyznaczonych do kontaktów,
- sposoby raportowania,
- lista osób odpowiedzialnych za informacje,
- dodatkowe źródła informacji.

Przeprowadzenie analizy *due diligence* jest możliwe tylko wtedy, gdy zarząd spółki-celu jest przychylny połączeniu i wyrazi zgodę na wgląd w wewnętrzne informacje firmy.

Analiza *due diligence* to proces gruntownego zbadania przedsiębiorstwa lub przedsiębiorstw, które zamierzają wziąć udział w połączeniu czy też przejęciu. Ma ona za zadanie ocenę aktualnego stanu przedsiębiorstwa w celu określenia jego silnych i słabych stron oraz wskazania możliwości i potencjalnych zagrożeń. Rezultaty analizy *due*

⁴² *Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw...*, s. 144–170.

⁴³ W przypadku przejęcia spółka przejmująca może także umieścić w liście klauzulę o zachowaniu wyłączności na dalsze negocjacje.

⁴⁴ A. Helin. K. Zorde, *op.cit.*, s. 37.

diligence pozwalają określić dalsze kierunki działań, takie jak: rozwiązania organizacyjne, logistyczne, prawne, finansowe itp.

Celem analizy *due diligence* jest określenie ryzyka związanego z planowanym połączeniem i ustalenie sposobów jego ograniczenia. W szczególności trzeba starać się ograniczać ryzyko⁴⁵:

- *operacyjne* – związane z brakiem oceny lub nieprawidłową oceną działalności operacyjnej spółki-celu,
- *przeplacenia* – związane z koniecznością zapłacenia zbyt wysokiej ceny za połączenie, co powoduje, że zakładane korzyści są niemożliwe od osiągnięcia⁴⁶,
- *finansowe* – związane z koniecznością finansowania transakcji przy wykorzystaniu zadłużenia, co powoduje, że niemożliwe staje się finansowanie własnej działalności spółki inicjującej połączenie.

Analiza *due diligence* obejmuje wszechstronne badanie każdego aspektu działalności spółki w celu szczegółowego zidentyfikowania i zweryfikowania źródeł wartości przedsiębiorstwa. Składa się ona zazwyczaj z trzech etapów (zob. rysunek 9).

Zakres i charakter *due diligence* zależą od specyfiki badanego przedsiębiorstwa i koncentrują się na najważniejszych obszarach dla łączących się spółek⁴⁷. Zazwyczaj koncentruje się na aspektach techniczno-technologicznych, finansowych i prawnych. Powinna wskazywać ryzyko operacyjne związane z podstawową działalnością przedsiębiorstwa, scharakteryzować istotne czynniki zewnętrzne i wewnętrzne mające wpływ na funkcjonowanie przedsiębiorstwa, określić potrzebę i terminy ewentualnych nakładów oraz stworzyć podstawy do przeprowadzenia prawidłowej wyceny. Zakres informacji, które podlegają analizie *due diligence*, przedstawia rysunek 10.

Analiza *due diligence* stanowi ostatni etap fazy przygotowawczej. Jej następstwem jest faza negocjacji mająca na celu ustalenie warunków połączenia. Wyniki analizy *due diligence* i płynące z niej wnioski mają bezpośredni wpływ na charakter negocjacji i najistotniejsze elementy umowy.

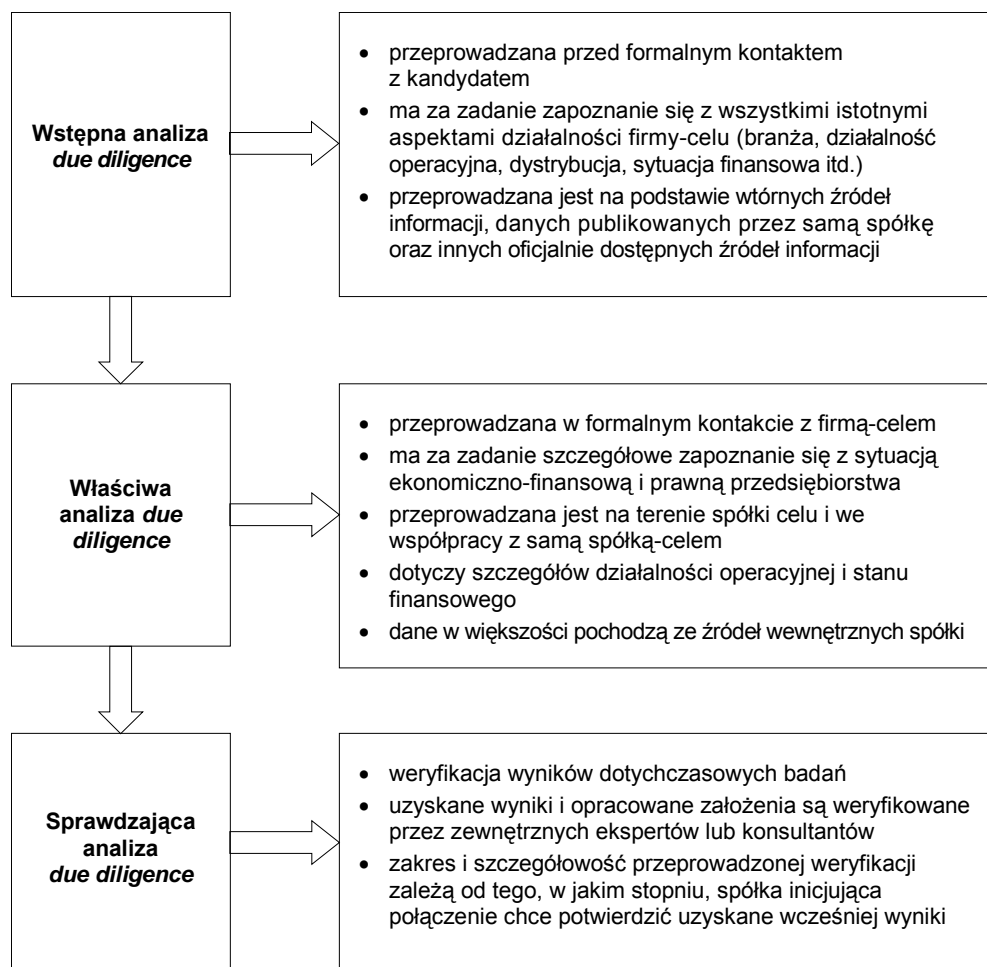
Niestety w wielu wypadkach okazuje się, że menedżerowie przywiązują zbyt mało wagi do fazy przygotowawczej i lekceważą potencjalne niebezpieczeństwa. To sprawia, że elementy pominięte na tym etapie lub potraktowane zbyt pobieżnie ujawniają się na późniejszych etapach i przyczyniają się do niepowodzenia transakcji. Często kandydat do przejęcia jest analizowany zbyt powierzchownie, potencjalne zaś obszary, w których możliwe jest osiągnięcie synergii, bywają przeceniane.

Ponadto zdarza się, że firma chcąc dokonać połączenia nie ma jasno określonego strategicznego planu poszczególnych działań, a przedsiębiorstwa, przystępując do realizacji przejęcia, często nie mają ustalonych ani celów i oczekiwań, ani dokładnego planu działania wobec przejmowanej firmy. Osoby odpowiedzialne za przeprowadzenie transakcji nie zawsze dobrze rozumieją strategię, którą kierowano się, podejmując decyzję o połączeniu.

⁴⁵ A. Cybo-Ottone, M. Murgia, *Merger and shareholder wealth in European banking*, „Journal of Banking & Finance” 2000, vol. 24.

⁴⁶ Sytuacja szczególnie częsta w przypadku wrogich przejęć.

⁴⁷ *Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw...*, s. 172.



Rysunek 9. Etapy analizy *due diligence*

Źródło: opracowanie własne.

Zdarza się, że w fazie przygotowawczej menedżerowie zbyt optymistycznie oceniają potencjał rynkowy firmy-celu. Założenia co do przyszłych tendencji rynkowych powinny być budowane bardzo ostrożnie, gdyż nawet niewielka zmiana na rynku może silnie wpłynąć na efekty, jakie miała przynieść fuzja czy przejęcie.

Często okazuje się, że nieprecyzyjnie określono obszary, w których miało być możliwe osiągnięcie redukcji kosztów czy też zwiększenie efektywności działania łączących się podmiotów (efekty synergii). Warto też pamiętać o tym, że każda wytworzona synergia musi być przeciwważą dla premii, jaka została zapłacona za przejmowaną firmę⁴⁸.

⁴⁸ http://www.kpmg.pl/dbfetch/52616e646f6d495614df15685716675bbef008ca129bf632/kpmg_hbr_brief.pdf, stan z 20.02.2007 r.



Rysunek 10. Grupy informacji wykorzystywane w procesie *due diligence*

Źródło: opracowanie własne na podstawie A. Helin, K. Zorde, *Fuzje i przejęcia*, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1998, s. 38–45, oraz *Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw*, red. W. Frąckowiak, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 1998, s. 173–179.

Zdarza się również, że na etapie wstępnym nie uwzględniono wszystkich potencjalnych kosztów przeprowadzenia transakcji. Zapomina się o tym, że koszty i wydatki związane z fuzją czy przejęciem nie kończą się w momencie zawarcia transakcji. Najczęściej przez co najmniej dwa lub trzy lata po dokonaniu transakcji niezbędne są ogromne nakłady finansowe i organizacyjne.

Osoby, które są odpowiedzialne za transakcje połączeniowe, napotyka wiele barier. Należą do nich⁴⁹:

- 1) bariery prawno-organizacyjne
 - brak przepisów określających sposoby i formy połączenia,
 - konieczność samodzielnego wyszukiwania sposobu realizacji połączenia,
 - brak przykładów rozwiązań organizacyjnych połączenia,
 - brak przepisów regulujących techniki połączenia, na przykład wykupu menedżerskiego, wykupu z wykorzystaniem dźwigni finansowej,
 - nieuregulowane sprawy własnościowe firmy,
 - zła wycena firmy-celu;
- 2) bariery społeczne
 - brak zaufania właścicieli, menedżerów i załogi do potencjalnego inwestora zewnętrznego,
 - obawa pracowników przed konsekwencjami nowej formy własności firmy;
- 3) bariery kapitałowo-finansowe
 - zakładany program realizacji połączenia – proponowany współczynnik konwersji akcji,
 - słabo rozwinięty i kosztowny system finansowania transakcji połączeniowych,
 - sztuczne zawyżanie wartości firmy-celu,
 - zła sytuacja finansowa firmy-celu – konieczność pokrycia jej wysokiego zadłużenia,
 - wysoka wartość przedsiębiorstwa, nieodzwierciedlająca rynkowej ceny jego aktywów.

Dlatego najważniejsze zadania fazy przygotowawczej są następujące:

- 1) precyzyjne określenie przesłanek fuzji lub przejęcia,
- 2) powołanie zespołu odpowiedzialnego za przeprowadzenie przedsięwzięcia,
- 3) precyzyjne określenie wymagań co do spółki-celu,
- 4) wybór właściwego kandydata,
- 5) dokładna analiza *due diligence*,
- 6) dogłębna analiza i precyzyjne określenie możliwych do osiągnięcia korzyści, a także poziomu ryzyka,
- 7) szczegółowe zaplanowanie procesu zarządzania całym przedsięwzięciem.

Faza negocjacyjna

Po dokonaniu oceny przedsiębiorstwa-kandydata do fuzji lub połączenia opracowuje się strukturę operacji połączenia, obejmującą wycenę oraz sposoby finansowania, kwestie podatkowe, ewentualne zobowiązania socjalne i inwestycyjne. Problemy te wymagają negocjacji z zarządem i kluczowymi akcjonariuszami spółki-celu, reprezentantami

⁴⁹ P.J. Szczepankowski, *op.cit.*, s. 140–146.

pracowników, instytucjami mającymi sfinansować operację, a także urzędami dającymi zgodę na dokonanie transakcji⁵⁰.

Na etapie negocjacyjnym bardzo ważne jest, by zachować dyscyplinę i nie dać się ponieść emocjom. W wielu wypadkach, zwłaszcza gdy mamy do czynienia z wrogim przejęciem, nabywający zachowuje się jak hazardzista. Wpada w cykl licytacji, podbija cenę, nie biorąc pod uwagę wartości firmy-celu. Zamiast opierać się na zdroworozsądkowych przesłankach, nabywca kieruje się tylko chęcią zrealizowania transakcji bez względu na cenę. W efekcie cena zapłacona za firmę-cel jest znacznie wyższa niż wartość określona w drodze wyceny. Zjawisko to znane jest w literaturze pod nazwą „klątwa zwycięzcy” (*winner's curse*)⁵¹. Wygrywając licytację, zwycięzca ponosi jednocześnie porażkę, gdyż zapłacił najwyższą cenę, której żaden inny licytant nie zgodził się zaoferować.

Na podstawie informacji zebranych w procesie *due diligence* następuje wycena łączących się przedsiębiorstw. Wycena ta jest podstawą określenia ceny nabycia przedsiębiorstwa lub parytetu wymiany dla łączących się podmiotów.

Etap wyceny jest jedną z najistotniejszych faz transakcji fuzji i przejęć. Jednocześnie jest to jeden z najtrudniejszych etapów całego procesu. Przed złożeniem oferty w wypadku⁵² przejęcia nabywca musi zdecydować, jaką cenę chce zapłacić za przejmowaną firmę, z kolei firma-cel musi określić swoją wartość, gdyż porównanie tych dwóch wartości zadecyduje o przyjęciu lub odrzuceniu oferty; w wypadku połączenia zaś wycena łączących się spółek jest podstawą ustalenia tzw. współczynnika wymiany akcji (*exchange ratio*)⁵³.

Wycena firmy to nauka, ale i wielka sztuka⁵⁴. Gdy oszacowane zostaną prognozowane strumienie pieniężne, ich wartość może być wyznaczona za pomocą narzędzi naukowych, takich jak: metoda zdyskontowanych strumieni pieniężnych (DCF), wewnętrzna stopa zwrotu (IRR) czy metoda wartości bieżącej netto (NPV). Zanim jednak będzie możliwe wyznaczenie prognozowanych strumieni pieniężnych, trzeba wziąć pod uwagę wiele różnych czynników, przedsiębiorstwo bowiem charakteryzuje się złożoną strukturą i posiada wiele elementów składowych, co sprawia, że jego wartość nie jest najczęściej prostą sumą posiadanych aktywów czy możliwych do wygenerowania środków pieniężnych⁵⁵. Właśnie uwzględnienie tych czynników i atrybutów stanowi element sztuki wyceny.

Oprócz wyceny przedsiębiorstwa i określenia ceny połączenia na tym etapie musi zostać także podjęta decyzja, w jaki sposób zostanie sfinansowana transakcja. Źródłem zapłaty mogą być własne zasoby spółki⁵⁶ lub zewnętrzne źródła finansowania, zapłata

⁵⁰ Na przykład Urząd Ochrony Konkurencji i Konsumenta lub Komisja Papierów Wartościowych i Giełd.

⁵¹ M. Baserman, W. Samuelson, *I won the auction but I don't win the prize*, „Journal of Conflict Resolution” 1983, nr 27, s. 618–634.

⁵² A. Damodaran, *Investment valuation*, John Wiley & Sons, New York 1996, s. 6.

⁵³ Współczynnik ten nazywany jest także parytetem wymiany.

⁵⁴ H. Johnson, *Fuzje i przejęcia. Narzędzie podejmowania decyzji strategicznych*, Liber, Warszawa 2000, s. 103.

⁵⁵ H. Chwistecka-Dudek, *Fuzje i przejęcia – faza negocjacyjna*, „Przegląd Organizacji” 2003, nr 7–8, s. 29–31.

⁵⁶ Co należy do rzadkości.

zaś może przyjąć na przykład formę gotówki lub akcji. Oprócz czystych transakcji gotówkowych i akcyjnych występują również formy pośrednie: część transakcji opłacana jest gotówką, a pozostała – udziałami bądź akcjami. Część płatności może być również dokonana przy wykorzystaniu papierów wartościowych o stałym oprocentowaniu⁵⁷.

Po dokonaniu wyceny, negocjacjach związanych z ceną oraz warunkami płatności, następuje ostateczne podjęcie decyzji w formie umowy, która jest prawnie wiążącą wersją wszystkich dotychczasowych ustaleń pomiędzy stronami.

Po ustaleniu warunków połączenia oraz ostatecznym podpisaniu dokumentów łączące się podmioty wchodzi w decydującą fazę połączenia. Proces ten jest długotrwały i nie ogranicza się do jednodniowego, fizycznego mariażu podmiotów. Aby proces ten mógł przebiegać sprawnie, trzeba zwrócić szczególną uwagę na kilka ważnych elementów (zob. rysunek 11).

Poza czysto technicznymi elementami nie można zapominać o elementach socjopsychologicznych, które silnie wpływają na sprawność całej transakcji. Chodzi tu w szczególności o odpowiednią staranność w informowaniu pracowników o działaniach podejmowanych przez zarządy łączących się spółek. Pracownicy powinni zostać poinformowani o zmianach własnościowych, o planowanych procesach restrukturyzacyjnych lub planowanej redukcji zatrudnienia⁵⁸. Niezależnie od tego, czy mamy do czynienia z fuzją, czy przejęciem, należy zadbać o bezwzględną czytelność ruchów kadrowych, z uwzględnieniem obowiązującego prawa pracy.

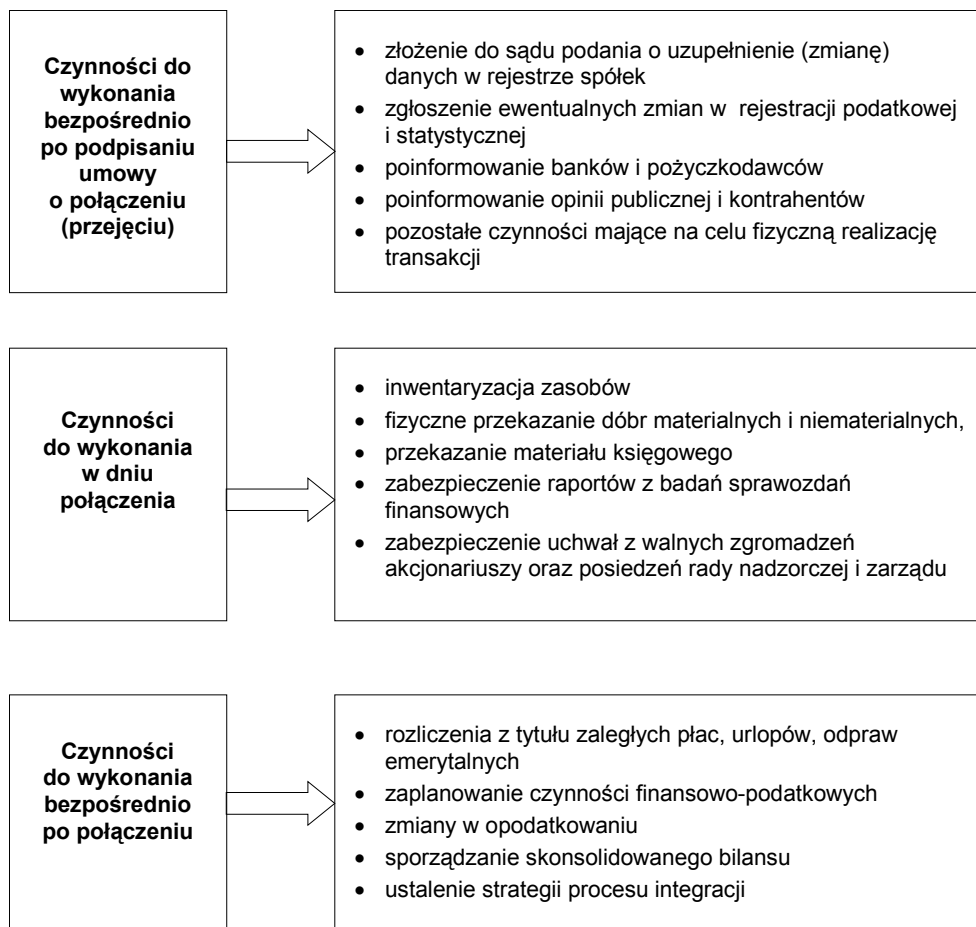
Największymi problemami, z jakimi borykają się na tym etapie łączące się przedsiębiorstwa, są bariery społeczno-polityczne⁵⁹:

- obawa przed całkowitą zmianą systemu gospodarczego przedsiębiorstwa przejawiająca się brakiem zaufania do autorów zmian, nieznanymi nowymi mechanizmami i zasadami funkcjonowania firmy, lękiem przed negatywnymi skutkami nowego systemu, głównie bezrobociem,
- negatywny stosunek do dotychczasowych sposobów podziału i sprzedaży majątku,
- roszczeniowe i konsumpcyjne zachowania pracowników, uzależniających ciche poparcie dla połączenia od spełnienia ich postulatów,
- opór przed wdrożeniem przyjętych procedur procesu połączenia oraz konieczności przystosowania się do funkcjonowania w warunkach zmiennego otoczenia,
- brak umiejętności negocjacyjnych, czego konsekwencją są silne i często trudne do rozwiązania konflikty,
- ograniczone zasoby finansowe,
- utożsamianie przez pracowników połączenia z obniżeniem stopy życiowej oraz utratą bezpieczeństwa socjalnego.

⁵⁷ S. Sudarsanam, *op.cit.*, s. 180–181.

⁵⁸ Szerzej ten temat w rozdziale 4.

⁵⁹ P.J. Szczepankowski, *op.cit.*, s. 140–146.



Rysunek 11. Czynności ułatwiające sprawne przeprowadzenie fazy negocjacyjnej

Źródło: opracowanie własne.

Najważniejszymi działaniami na tym etapie są:

- wybór osób odpowiedzialnych za przeprowadzenie negocjacji,
- ustalenie rzetelnych warunków finansowych,
- wybór menedżera odpowiedzialnego za proces integracji,
- sformowanie zespołu wdrażającego zmiany,
- stworzenie nowej strategii i struktury,
- informowanie o całym procesie zainteresowanych osób oraz włączenie ich w procesy dotyczące zmiany.

Podstawą pozwalającą na sprawne przeprowadzenie procesu negocjacji i połączenia jest rzetelnie przeprowadzona faza przygotowawcza. Pozwala ona – wraz z precyzyjnie skonstruowanymi warunkami umowy – uniknąć nieporozumień i ewentualnych kwestii

spornych. Zarząd spółki może wówczas w pełni skoncentrować się na procesach restrukturyzacyjnych i integracyjnych⁶⁰.

Faza integracyjna

Ostatnią fazą połączenia i przejść jest faza integracyjna, zwana też fazą potransakcyjną (*post-merger integration* – PMI) lub implementacyjną. Obok wyceny faza ta traktowana jest jako jedna z najtrudniejszych w całym procesie, ponieważ działania, od których zależy powodzenie transakcji i pojawienie się efektów synergii, zaczynają się dopiero po zawarciu transakcji i rozpoczęciu fizycznych procesów połączeniowych. Wielu autorów podkreśla, że to właśnie integracja decyduje o sukcesie całego przedsięwzięcia, a jej niedocenianie i pobieżne traktowanie wywołuje szybkie i negatywne skutki⁶¹. Wielu menedżerów uważa, że gdy dokumenty połączeniowe zostały podpisane, a warunki kontraktu w większości wypełnione, jest to koniec ich działań i odpowiedzialności. Jedyne, na co czekają w tym momencie, to ujawnienie się pozytywnych efektów synergii. Jednakże to właśnie etap integracji jest kluczowy dla całości działań połączeniowych i wymaga najwięcej czasu, zasobów i umiejętności.

Jak podkreśla A. Pablo, faza potransakcyjna obejmuje wprowadzenie zmian we wszystkich dziedzinach działalności łączących się spółek – w obszarze operacyjnym, struktur organizacyjnych, systemów i kultur⁶². Faza ta ma na celu zespolenie łączących się jednostek w jedną sprawnie funkcjonującą całość. Etapy integracji przedsiębiorstwa przedstawia rysunek 12.

Na początku tej fazy trzeba określić, jakie działania muszą zostać podjęte, oraz ustalić ich kolejność z uwzględnieniem niezbędnych zasobów oraz towarzyszącego tym procesom ryzyka. Pozwala to na sporządzenie szczegółowego planu integracji odzwierciedlającego sekwencję poszczególnych działań oraz ich synchronizację w czasie. Przykładowe działania w fazie integracji prezentuje tabela 6.

Proces integracji obejmuje wiele obszarów działalności przedsiębiorstw (zob. rysunek 13). Niektóre z nich zostaną omówione w dalszych rozdziałach.

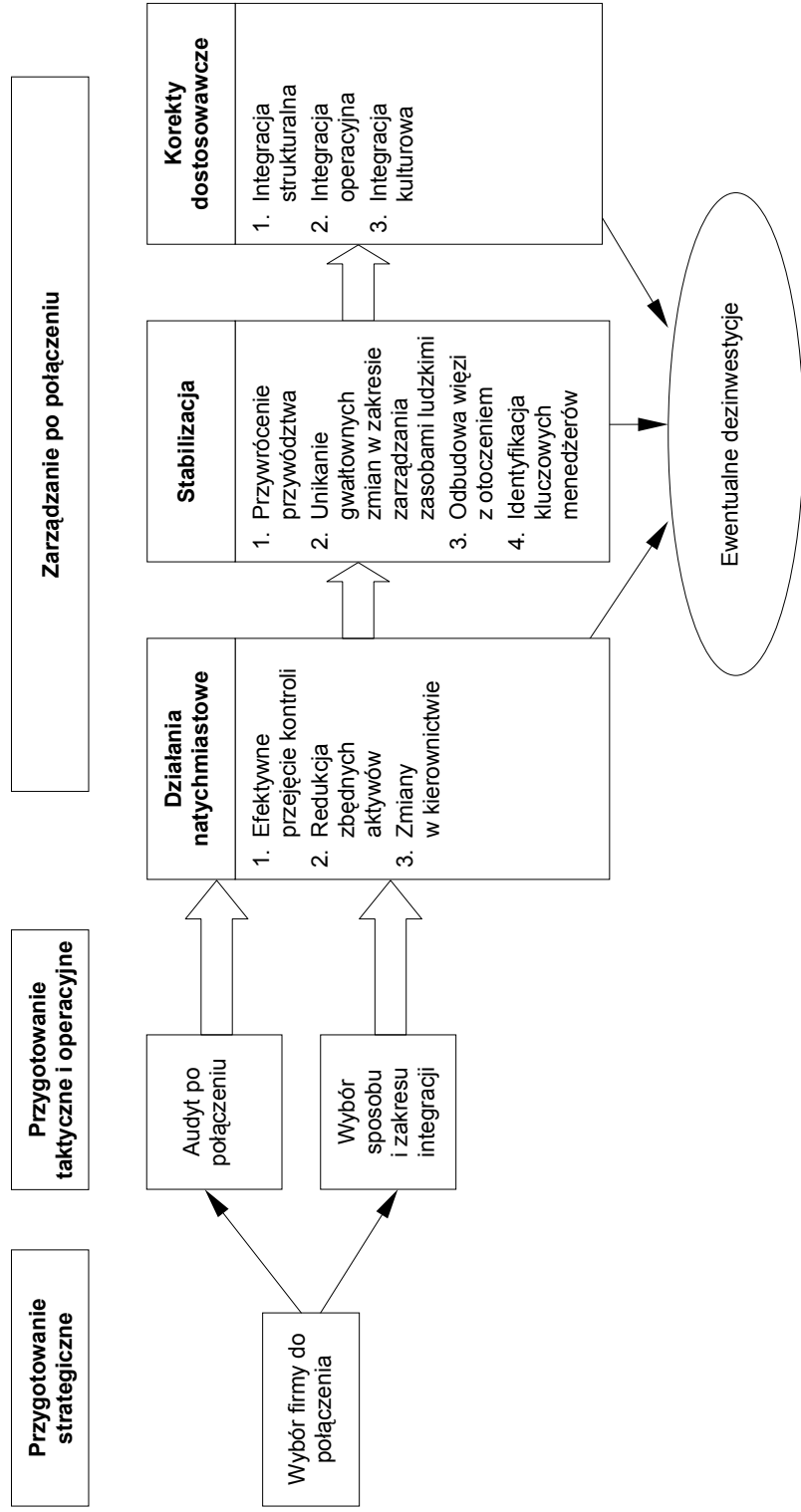
Przeprowadzając proces integracji, trzeba zwrócić uwagę na czynniki psychologiczne, takie jak opór przed zmianą czy generowanie stresu. Jak bowiem wiadomo, są to istotne czynniki powodzenia procesu integracji. Należy jednak pamiętać, że w procesie integracji mamy do czynienia z występowaniem dwóch przeciwstawnych czynników, między którymi zachodzi relacja typu *trade-off* („coś za coś”)⁶³:

⁶⁰ *World class transactions – insights into creating the shareholders' value through mergers and acquisitions*, PMGSurvey 2001.

⁶¹ H. Chwistecka-Dudek, *Fuzje i przejęcia – faza integracyjna*, „Przegląd Organizacji”, 2003, nr 9, s. 27.

⁶² A. Pablo, *Determinants of acquisition level: A decisionmaking perspective*, „Academy of Management Journal” 1994, nr 4 (37), s. 803–836.

⁶³ H. Chwistecka-Dudek, *Fuzje i przejęcia – faza integracyjna...*, s. 27.



Rysunek 12. Etapy integracji przedsiębiorstwa

Źródło: A. Herdan, L. Antolak, *Połączenia przedsiębiorstw – teoria i praktyka*, Wydawnictwo Akademickie, Kraków 2005, s. 57.

Tabela 6. Wybrane działania na etapie integracji

Motywy połączenia	Założenia krótkookresowe	Założenia długookresowe
Czysta dywersyfikacja	<ul style="list-style-type: none"> zatrzymać kluczowy personel potrzebny do kierowania nabytą firmą utrzymać orientację na klientów, aby uniknąć zmniejszenia udziału w rynku 	<ul style="list-style-type: none"> zintegrować kluczowe procesy biznesowe w obszarach wspomagających (obsługa klientów, logistyka itp.) ustalić metody oceny efektywności nabycia
Poprawa pozycji rynkowej	<ul style="list-style-type: none"> zintegrować procesy sprzedaży i marketingu oraz powiązane procesy biznesowe utrzymać udział w rynku 	<ul style="list-style-type: none"> przemieścić przemiennie kluczowy personel pomiędzy firmami zintegrować procesy biznesowe dla wyeliminowania nadmiaru potencjału oraz standaryzacji operacji i produktów/usług
Przejęcie bankrutującego przedsiębiorstwa	<ul style="list-style-type: none"> przeprowadzić natychmiastową redukcję kosztów skoncentrować się na programach szkoleniowych związanych z podstawami biznesu rozwinąć funkcję kontroli jakości 	<ul style="list-style-type: none"> wzmocnić kadre kierowniczą ulepszyć i zrestrukturyzować procesy biznesowe nabytej firmy zintegrować procesy biznesowe, o ile jest to racjonalne
Nabycie technologii/zdolności	<ul style="list-style-type: none"> zatrzymać kluczowy personel potrzebny do ochrony nabytej technologii zmaksymalizować wykorzystanie nabytej technologii 	<ul style="list-style-type: none"> poszukiwać możliwości poszerzenia obszaru działania nabytej firmy przez zastosowanie nabytej technologii upewnić się, że zostały poczynione odpowiednie inwestycje, aby utrzymać oba przedsiębiorstwa na wysokim poziomie technologicznym

Źródło: *Fuzje i przejęcia*, red. W. Frąckowiak, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 1998, s. 338.

- czas, który implikuje szybkość działań w celu uzyskania korzyści i wartości dodanej wynikającej z połączenia,
- rozważa i namysł, które nakazują podejmowanie działań planowych bez wielkiego pośpiechu, z uwzględnieniem także interesów drugiej strony.

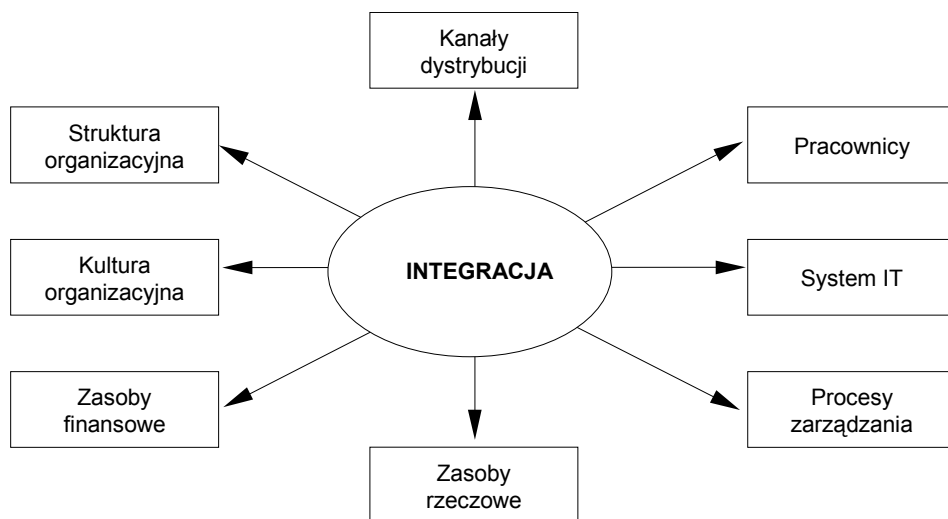
Dlatego też przed osobami odpowiedzialnymi za ten etap połączenia stoi wiele trudności, które muszą zostać przezwyciężone. Wynikają one zarówno z przyjętej procedury realizacji połączenia, wcześniejszego niedopracowania niezbędnych rozwiązań, jak i z braku doświadczenia w prowadzeniu procesów połączenia. Należą do nich między innymi⁶⁴:

1) bariery prawno-organizacyjne

- przyzwyczajenia i mechanizmy funkcjonowania łączących się przedsiębiorstw – wymagają przebudowy i dopasowania struktury organizacyjnej⁶⁵,

⁶⁴ P.J. Szczepankowski, *op.cit.*, s. 140–146.

⁶⁵ Szerzej na ten temat w rozdziale 3.



Rysunek 13. Obszary integracji

Źródło: opracowanie własne.

- kłopoty z tworzeniem nowych kanałów dystrybucji⁶⁶,
 - w wypadku przejęcia przedmiotowe traktowanie nabywanego przedsiębiorstwa – firma-cel jest traktowana jak „towar” na sprzedaż, nie zaś jako podmiot prawny posiadający samodzielność decyzyjną;
- 2) bariery związane ze stanem gospodarki i sytuacją społeczno-polityczną w kraju inwestycji
- recesja gospodarcza, ograniczony popyt,
 - zmienność przepisów prawno-finansowych,
 - niepewność co do długotrwałości przedsięwzięcia,
 - nieumiejętność funkcjonowania w zmiennym otoczeniu;
- 3) bariery społeczne
- zmiana kultury organizacyjnej, związana z filozofią zarządzania firmą oraz wynikająca ze zmiany struktury władz przedsiębiorstwa⁶⁷,
 - duża fluktuacja pracowników, co w konsekwencji może powodować braki wykwalifikowanych kadr⁶⁸,
 - pogłębiające się z czasem niezadowolenie załóg z przeprowadzonej fuzji lub przejęcia spowodowane brakiem podwyżek lub niższe od oczekiwanych wynagrodzenia⁶⁹;
- 4) bariery kapitałowo-finansowe
- brak rozwiniętej infrastruktury kapitałowo-finansowej,
 - brak szerokiej gamy sposobów finansowania,

⁶⁶ Szerzej na ten temat w rozdziale 8.

⁶⁷ Szerzej na ten temat w rozdziale 5.

⁶⁸ Szerzej na ten temat w rozdziale 4.

⁶⁹ Proces ten został szerzej omówiony w rozdziale 6 i 7.

- brak innych form pozyskiwania kapitałów,
- brak silnego rynku kapitałowego, będącego odniesieniem dla realizowanych inwestycji tego typu.

Jednocześnie należy pamiętać, że zaprezentowane fazy transakcji połączeniowych mają charakter bardzo ogólny i stanowią tylko pewien zarys podejmowanych działań. Każda bowiem transakcja to indywidualny przypadek i w takich kategoriach należy ją rozpatrywać. Sprawia to, że poszczególne transakcje różnią się liczbą etapów czy podejmowanych działań. Zróżnicowane są także sposoby podejścia do rozwiązywania pojawiających się problemów, gdyż każde połączenie jest inne, unikatowe i niepowtarzalne. Można zatem stosować podobne techniki, należy jednak przyjmować podejście zindywidualizowane.

Najważniejszymi zadaniami fazy integracji są:

- wdrożenie zmian organizacyjnych,
- kształtowanie nowych praktyk dotyczących zarządzania firmą,
- utrzymanie kluczowych dla firmy pracowników,
- dążenie do zespolenia kierownictwa i pracowników z połączonych firm,
- przeprowadzanie oceny strategii, struktury i kultury i ich prawidłowa restrukturyzacja,
- niwelowanie sytuacji stresogennych,
- informowanie pracowników o podejmowanych działaniach i włączanie ich do poszczególnych procesów.

Sprawnie przeprowadzony proces integracji jest ostatecznym sprawdzianem udanego połączenia przedsiębiorstwa.