

Fuzje i przejęcia – faza negocjacyjna

<https://doi.org/10.33141/po.2003.78.07>

Halina Chwistecka-Dudek

Przeгляд Organizacji, Nr 7/8 (762/763), 2003, ss. 29-31
www.przeглядorganizacji.pl
Towarzystwo Naukowe Organizacji i Kierownictwa (TNOiK)

Po dokonaniu oceny przedsiębiorstwa – kandydata do fuzji lub przejęcia (faza I) opracowuje się strukturę operacji przejęcia, obejmującą wycenę oraz sposoby finansowania, kwestie podatkowe, ewentualne zobowiązania socjalne i inwestycyjne. Problemy te wymagają negocjacji z zarządem i kluczowymi akcjonariuszami przejmowanego przedsiębiorstwa, reprezentantami pracowników, instytucjami mającymi sfinansować operację, a także urzędami dającymi zgodę na dokonanie operacji. Według R. Aiello i M. Watkinisa¹⁾ należy negocjować „na wielu frontach” równocześnie, a więc stosować wiele kanałów negocjacyjnych. Działanie to polega na podzieleniu grupy negocjacyjnej na dwie, trzy podgrupy obejmujące: menedżerów, prawników oraz czasami bankierów inwestycyjnych. Tego typu specjalizacja przynosi wiele korzyści. Pozwala na równoczesne zajmowanie się wieloma aspektami negocjacji oraz ułatwia nieformalną komunikację. Menedżerowie zazwyczaj używają bankowców inwestycyjnych lub prawników do przekazywania nieprzyjemnych wiadomości lub zajęcia twardych pozycji negocjacyjnych. Zapobiega to pogorszeniu przyjaznych stosunków między grupami zarządzającymi obu przedsiębiorstw.

Pomocne jest także równoczesne negocjowanie z alternatywnymi przedsiębiorstwami – celami. Analiza najlepszej alternatywy w aspekcie innych kandydatów jest niezwykle przydatna w ocenie relatywnej wartości transakcji oraz może pomóc w uzyskaniu lepszej pozycji negocjacyjnej. W momencie, gdy grupa negocjacyjna uświadamia sobie, że istnieje jeszcze inna możliwość zawarcia transakcji, wówczas jej zachowanie charakteryzuje większa pewność siebie, co ma duży wpływ na wyniki negocjacji.

Podczas negocjacji istotne jest także, aby zachować określoną dyscyplinę i nie dać ponieść się emocjom. Jeżeli wyliczenia pokazują, iż zakup po określonej cenie będzie nieopłacalny, należy go zaniechać. Bardzo często jednak emocje wpływają na proces negocjacyjny, gdyż menedżerowie odpowiedzialni za przejęcie uważają, iż będzie to ich porażka osobista, jeżeli określona transakcja nie dojdzie do skutku. Dlatego osoba negocjująca nie powinna równocześnie decydować o cenie.

Nie należy także przykładać zbyt dużej wagi do ceny na samym początku negocjacji, gdyż na tym etapie nie posiada się wystarczającej ilości informacji. Istotna natomiast jest identyfikacja roli najwyższej kadry kierowniczej oraz utrzymanie przyjaznej at-

mosfery podczas negocjacji. Traktowanie menedżerów z przejmowanych firm z szacunkiem powoduje, iż są oni znacznie mniej nerwowi i skłonni do ustępstw. Równocześnie menedżerowie odpowiedzialni za przejęcie powinni zawierać znajomości z zarządem firmy – kandydata oraz poznać jej kulturę organizacyjną, zanim zaczną się właściwe negocjacje. Jest to ważne, gdyż taka konfrontacja umożliwi obiektywizm oceny wartości całego przedsiębiorstwa – zarówno dla zainteresowanej firmy, jak i dla konkurentów.

Istotnym etapem fazy negocjacyjnej jest ustalenie ceny w efekcie procesu wyceny przejmowanego przedsiębiorstwa.

Wycena przedsiębiorstwa jest skomplikowanym przedsięwzięciem, zdeterminowanym złożoną jego strukturą. Przedsiębiorstwo jest bowiem zbiorem celowo skomponowanych elementów zarówno materialnych, jak i niematerialnych, posiadającym również inne atrybuty, wynikające np. z działania prawa synergii, w rezultacie czego jego wartość nie jest najczęstszą prostą sumą posiadanych aktywów.

Pomijając aspekt identyfikacji poszczególnych grup metod wyceny przedsiębiorstw, gdyż jest on szeroko analizowany w literaturze przedmiotu²⁾, chcemy zwrócić uwagę na to, że wycena przedsiębiorstw będących celem przejęcia nie różni się zasadniczo od wyceny jakiegokolwiek innej firmy. Proces ten jest jednak bardziej skomplikowany ze względu na przejęcie kontroli nad firmą oraz efekty synergiczne, których uzyskanie było między innymi celem jej nabycia. Dlatego według A. Damodarana³⁾ wyceny przedsiębiorstw dokonuje się w trzech etapach:

- wyceny stanu obecnego (*status quo*) – która pełni zarówno funkcję informacyjną, gdyż pokazuje realną wartość przedsiębiorstwa, jak i argumentacyjną – służy do merytorycznego uzasadnienia przeprowadzenia transakcji;
- zmiany wartości związanej z przejęciem – wartość ta jest odwrotnie proporcjonalna do postrzeganej jakości zarządu firmy – celu oraz wewnętrznych możliwości maksymalizowania własnej wartości przez przejmowaną firmę. Oznacza to, że wartość wynikająca z przejęcia kontroli nad źle zarządzanym przedsiębiorstwem będzie większa niż w przypadku firmy zarządzanej dobrze. Wartość ta może zostać osiągnięta poprzez wprowadzenie określonych zmian w poszczególnych sferach działalności przedsiębiorstwa, zaś obliczana jest wg wzoru:



$$W_C = W_1 - W_0$$

gdzie:

W_C – wartość przejęcia kontroli

W_1 – wartość firmy zarządzanej optymalnie

W_0 – wartość firmy z obecnym zarządem

Obliczana wartość jest niewielka w przypadku przedsiębiorstw działających blisko swego poziomu optymalnego, wówczas korzyści wynikające ze zmian mogą być minimalne;

● wartości efektów synergicznych po przeprowadzanej transakcji – wartość ta i możliwość jej wycenienia bywa czasem negowana, gdyż traktowana jest jako zbyt „mgliste” pojęcie związane z przyjęciem zbyt wielu założeń. Dlatego uważa się, że firmy nie powinny płacić wysokich premii za synergii, skoro nie są w stanie przypisać jej wartości. W większości przypadków taki efekt brany jest jednak pod uwagę.

Firmy przejmujące opierają swe wyliczenia na pięciu podstawowych rodzajach synergii⁴:

● oszczędnościach w obszarze kosztów – oszczędności te zaliczane do tzw. synergii twardych są stosunkowo łatwe do oszacowania. Wiązą się najczęściej z likwidacją zbędnych stanowisk i obiektów oraz związanych z nimi wydatków. Przy ocenie wartości tego typu efektów synergicznych pojawiają się najczęściej problemy dotyczące:

✓ klasyfikacji poszczególnych pozycji kosztów, które mogą być ujmowane w odmiennych grupach kosztów obu przedsiębiorstw. Może się wówczas okazać, że istnieje znacznie więcej możliwości redukcji kosztów;

✓ ponoszenia kosztów w różnych miejscach w zależności od struktury danego przedsiębiorstwa i dlatego np. założenia redukcji kosztów administracji na poziomie korporacji lub dywizji mogą okazać się mylne w sytuacji, gdy niezbędne czynności wykonywane są w innych miejscach niż zakładane;

✓ eliminacji stanowisk pracy, która nie zawsze musi wiązać się ze zwolnieniem pracowników, gdyż najczęściej są oni przenoszani na inne stanowiska, a liczba etatów ogółem nie zmniejsza się znacząco;

● zwiększeniu obrotów zaliczanych do tzw. synergii miękkich. Ten rodzaj synergii powstaje w wyniku wykorzystania kanału dystrybucji przedsiębiorstwa przejmowanego lub sprzedaży jego produktu poprzez własne kanały. Oszacowanie tych efektów jest jednak dużo trudniejsze, dlatego wiele firm zajmujących się fuzjami i przejęciami nie uwzględnia ich w swoich kalkulacjach, np. australijski Bank of Melbourne wprawdzie modeluje potencjalne zwiększenie obrotów, lecz nie umieszcza go w swoich wyliczeniach;

● ulepszeniu procesów, czyli wzajemnych transferach wiedzy i doświadczenia z zakresu organizacji i zarządzania pomiędzy przedsiębiorstwami po zawarciu transakcji. Synergie tego rodzaju są również trudne do poprawnego oszacowania ze względu na takie czynniki, jak: presja czasu, ograniczenie informacji oraz konieczność zachowania szczegółów transakcji w tajemnicy;

● synergii finansowej, która jest efektem motywów finansowych procesów fuzji i przejęć (wzrostu zdolności kredytowej, dostępu do wolnych środków finan-

sowych, poprawy struktury źródeł finansowania, niedowartościowania spółki – celu);

● korzyściach podatkowych, które występują np. w sytuacji, gdy jedna ze spółek przynosi straty, a wtedy podstawę opodatkowania podatkiem dochodowym stanowi dochód netto obu przedsiębiorstw potraktowanych jako jedna całość⁵.

Synergia finansowa i podatkowa są stosunkowo łatwe do oszacowania. Jednak transakcje fuzji i przejęć nie powinny opierać się wyłącznie na poszukiwaniu tego typu korzyści. Owszem, powodują one wzrost wartości dla akcjonariuszy firm, lecz nie wpływają na poprawę pozycji konkurencyjnej przedsiębiorstw.

Analizując wszystkie efekty synergiczne występujące w procesie fuzji i przejęć należy zwrócić uwagę, że istotnym elementem wpływającym na wartość badanego efektu jest czas potrzebny do jego zaistnienia. Synergia nie pojawia się zazwyczaj natychmiastowo, lecz dopiero po pewnym czasie. Opierając się na kalkulacjach aktualnej wartości przepływów pieniężnych wiadomo, że im później wystąpi zjawisko synergii, tym mniejsza będzie jego wartość⁶.

Oprócz wyceny przedsiębiorstwa i możliwych do osiągnięcia efektów synergicznych, faza negocjacyjna obejmuje etap sposobu finansowania fuzji i przejęć. Problem ten szeroko jest omawiany w cytowanej literaturze przedmiotu. W tym miejscu chcemy jedynie zwrócić uwagę na to, że w obszarze wyboru formy zapłaty należy poddać analizie następujące aspekty transakcji:

■ Kapitał obcy lub własny – zebranie funduszy na zakup przejmowanej firmy może polegać na uzyskaniu kredytu lub zwiększeniu kapitału własnego. Czynnikiem determinującym jest poziom zdolności kredytowej firmy przejmującej i przejmowanej. Za pomocą długu można raczej przejąć spółkę, która nie wykorzystuje możliwości dźwigni finansowej, aniżeli tę, która posiada optymalny stosunek kapitału obcego do własnego. Z drugiej strony firma nabywająca może posiadać nadmiar zdolności kredytowej, który wykorzystuje do wykupienia spółki – celu.

■ Gotówka lub akcje – w przypadku wykorzystania kapitału własnego firma może skorzystać z nagromadzonych rezerw gotówkowych, wyemitować akcje w celu zebrania gotówki lub zaoferować swoje akcje w zamian za akcje firmy – celu.

Aby dokonać trafnego wyboru należy poddać analizie:

● stopień dostępności własnych rezerw gotówkowych;

● rynkową wartość akcji – w przypadku, kiedy kierownictwo przedsiębiorstwa uważa, iż cena akcji ich spółki jest niedoszacowana, wówczas nie należy stosować tego papieru wartościowego jako środka wymiany za akcje spółki – celu. Natomiast, gdy cena akcji postrzegana jest jako zbyt wysoka, wówczas ich wykorzystanie do transakcji zakupu traktowane jest jako korzystne;

● aspekty podatkowe – w przypadku wymiany akcji, akcjonariusze firmy – celu mogą odroczyć podatek związany ze wzrostem wartości ich akcji. Korzyści te mogą być czasem na tyle znaczące, iż przemawiają za wymianą akcji niż uzyskaniem gotówki.

Oprócz czystych transakcji gotówkowych i akcyjnych występują również formy pośrednie, gdzie część transakcji opłacana jest gotówką, a pozostała udziałami bądź akcjami. Część płatności może być również dokonana przy wykorzystaniu papierów wartościowych o stałym oprocentowaniu⁷⁾.

Ponadto, należy zauważyć, że w przypadku transakcji gotówkowych całe ryzyko finansowe związane z niezrealizowaniem założonych celów występuje po stronie przejmującej.

Natomiast transakcje akcyjne charakteryzują się podziałem ryzyka pomiędzy przedsiębiorstwo przejmujące i „ofiare”, bowiem w przypadku spadku ceny akcji połączonego przedsiębiorstwa ucierpią właściciele obu byłych firm.

Na gruncie transakcji akcyjnych lub przynajmniej „częściowo akcyjnych” zacierają się zakresy podmiotowe i przedmiotowe przejęć. Nie wiadomo bowiem do końca, która z firm w zasadzie wykupuje którą, np. przejęcie firmy ITT przez Starwood Lodging w formie transakcji częściowo akcyjnej. W ramach zapłaty oprócz gotówki akcjonariusze ITT uzyskali akcje firmy Starwood. Wartość rynkowa pierwszej z nich stanowiła prawie dwukrotność wartości firmy przejmującej. Po całej operacji akcjonariusze firmy „przejętej” uzyskali 67% akcji połączonej firmy.

Po dokonaniu oceny przedsiębiorstwa – kandydata, negocjacjach związanych z ceną oraz warunkami i formą płatności następuje ostateczne podjęcie decyzji w formie umowy, która jest prawnie wiążącą wersją wszystkich dotychczasowych ustaleń między stronami.

Zdarza się jednak, iż negocjujące firmy nie dochodzą do porozumienia w sprawie niektórych niedoprecyzowanych aspektów transakcji. Presja czasu wymusza wtedy zgodę na „brak zgody” w niektórych punktach umowy.

Pominięcie kluczowych aspektów może mieć negatywny wpływ na powodzenie całej transakcji. Staje się to widoczne dopiero po podpisaniu umowy i najczęściej powoduje narzucenie swoich decyzji firmie przejmowanej oraz problemy w najtrudniejszej fazie procesu fuzji i przejęć – fazie integracyjnej.

Halina Chwistecka-Dudek

PRZYPISY

- ¹⁾ R. AIELLO, M. WATKINS, *The Fine of Friendly Acquisition*, „Harvard Business Review”, 2000 nr 11–12.
- ²⁾ Por. np. D. ZARZECKI, *Metody wyceny przedsiębiorstw*, FRRwP, Warszawa 1999, s. 39. A. KAMELA-SOWIŃSKA, *Wartość firmy*, PWE, Warszawa 1996, s. 135.
- ³⁾ A. DAMODARAN, *Valuing Acquisitions*, www.stern.nyn.edu („adamodar”).
- ⁴⁾ R. ECCLES, K. LANES, T.I. WILSON, *Are You Paying Too Much for that Acquisition?*, „Harvard Business Review”, 1999 nr 7–8.
- ⁵⁾ A. HELLIN, K. ZORDE, *Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw*, FRRwP, Warszawa 1998, s. 13.
- ⁶⁾ A. DAMODARAN, *op.cit.*
- ⁷⁾ S. SUDARSANAM, *Fuzje i przejęcia*, WIG-Press, Warszawa 1998.