

Nowe idee i rozwiązania

Dr Małgorzata Iwanicz-Drozdowska

FUZJE I PRZEJĘCIA W SEKTORZE BANKOWYM

Tematyka fuzji i przejęć (ang. *mergers and acquisitions*, M&A) jest ważna nie tylko dla podmiotów finansowych chcących się w nie zaangażować, ale również dla instytucji nadzorujących funkcjonowanie rynków finansowych i zainteresowanych ich stabilnością. Przyczyną ukształtowania tak szerokiego kręgu zainteresowanych była rosnąca fala fuzji i przejęć oraz wynikające stąd konsekwencje dla funkcjonowania rynków finansowych. W 1999 r. wartość fuzji i przejęć ogółem wyniosła ok. 3500 mld USD (ponad 10% światowego PKB¹⁾), co oznaczało wzrost o 33% w porównaniu z rokiem poprzednim i o 100% w porównaniu z 1997 r. W 2000 r. wartość fuzji i przejęć nieznacznie się obniżyła²⁾. Poza sektorem nowych technologii sektor finansowy zajmował drugie miejsce w zakresie skali fuzji i przejęć. Niniejszy artykuł stanowi syntezę rozważań w tej dziedzinie odnoszącą się do banków. Należy mieć jednak na względzie to, iż fuzje i przejęcia mogą zachodzić na styku sektora bankowego z innym segmentem rynku finansowego, np. ubezpieczeniowym (zob. Dresdner Bank i Allianz). Przyjmujemy więc do dalszych rozważań, iż koncentrujemy się na sektorze bankowym, przy czym w uzasadnionych przypadkach będą przywoływane i inne segmenty rynku finansowego.

W artykule skupiono się na następujących kwestiach:

- ❖ zdefiniowaniu pojęć fuzji i przejęć oraz ich typów,
- ❖ określeniu przesłanek fuzji i przejęć,
- ❖ określeniu ryzyka towarzyszącego fuzjom i przejęciom,
- ❖ ocenie efektywności fuzji i przejęć,
- ❖ przyszłości fuzji i przejęć.

Definicja pojęć oraz systematyka fuzji i przejęć

Fuzja następuje wtedy, gdy dwa (lub więcej) podmioty, początkowo autonomiczne, w wyniku umowy łączą się, tworząc nową spółkę. Cechą fuzji jest zasadniczo zgodne, dobrowolne działanie partnerów, często podobnej wielkości. W wyniku fuzji może powstać nowy podmiot bądź też jedno przedsiębiorstwo zostaje przyłączone

Bezpieczny Bank

(inkorporowane) do drugiego. Przejęcie zaś to nabycie co najmniej 50% wartości kapitałów spółki lub takiej ich wartości, która zapewnia przewagę decyzyjną. Przejęcie może spowodować zniknięcie nabywanego przedsiębiorstwa. Można wyróżnić przejęcia przyjazne i wrogie.

W wielu przypadkach analizę fuzji i przejęć prowadzi się łącznie i takie podejście zastosowano w niniejszym opracowaniu. Aby wprowadzić systematykę tych transakcji w sektorze bankowym, przyjmujemy dwa kryteria⁹⁾:

- ❖ lokalizacji przejmowanego podmiotu bądź partnera fuzji (operacja krajowa bądź międzynarodowa),
- ❖ sektorowe (operacja w ramach sektora bankowego bądź wykraczająca poza ten sektor – ang. *cross-sector*).

Określenie tych dwóch kryteriów pozwala wyróżnić cztery typy transakcji fuzji i przejęć (zob. rys. 1). W każdym z czterech przypadków co najmniej jeden z podmiotów zaangażowanych w transakcję pochodzi z sektora bankowego.

Rysunek 1. Systematyka fuzji i przejęć

Typ I <i>Fuzja bądź przejęcie wewnątrz danego kraju w ramach sektora bankowego</i>	Typ III <i>Fuzja bądź przejęcie wewnątrz danego kraju wykraczające poza sektor bankowy</i>
Typ II <i>Fuzja bądź przejęcie międzynarodowe w ramach sektora bankowego</i>	Typ III <i>Fuzja bądź przejęcie międzynarodowe wykraczające poza sektor bankowy</i>

Źródło: EBC, *Mergers and acquisitions involving the EU banking industry*, December 2000, s. 10; opracowanie własne.

Instytucje nadzorujące sektor bankowy nie gromadzą w sposób ujednoczony statystyk określających liczbę i wartość fuzji oraz przejęć. Z tego względu wszelkie prezentowane dane mają charakter przybliżony. W latach 1995–2000 (I półrocze) w kra-

Tabela 1. Liczba fuzji i przejęć w sektorze finansowym w Unii Europejskiej

Kraje UE	Lata	1995	1996	1997	1998	1999	VI'2000
Liczba fuzji i przejęć		326	343	319	434	497	234
– z tego w ramach danego kraju		275	293	270	383	414	172
– z tego w ramach UE		20	7	12	18	27	23
– z tego poza UE		31	43	37	33	56	39

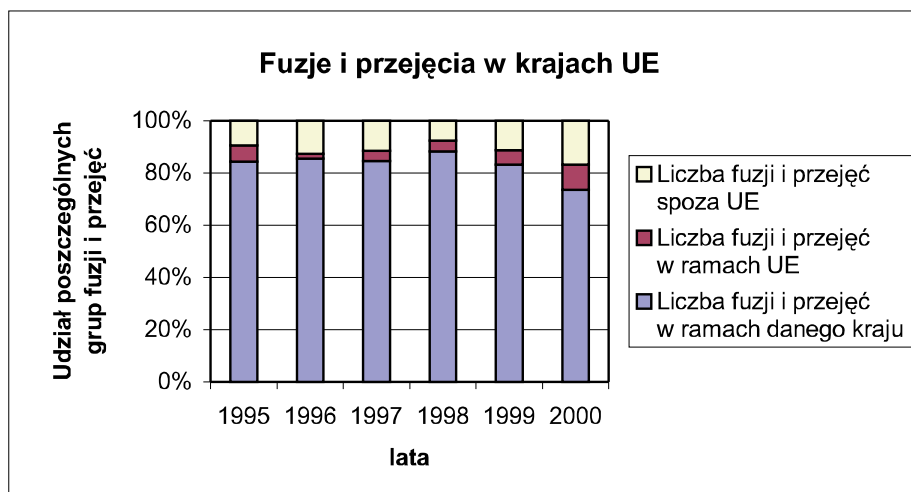
Źródło: EBC, *Mergers and acquisitions involving the EU banking industry*, December 2000, s. 10.

Nowe idee i rozwiązania

jach Unii Europejskiej nastąpiło ponad 2000 fuzji i przejęć, z czego większość (84%) koncentrowała się na rynku krajowym (tab. 1).

Strukturę fuzji i przejęć w tych krajach przedstawiono na rysunku 2.

Rysunek 2



Źródło: EBC, *Mergers and acquisitions involving the EU banking industry*, December 2000; opracowanie własne.

Jak wskazują badania Europejskiego Banku Centralnego, większość fuzji i przejęć zachodzi wśród firm działających na danym segmencie rynku finansowego w danym kraju. Większość fuzji i przejęć w sektorze finansowym w latach 90. dotyczyła banków. Operacje z zaangażowaniem banków stanowiły 60% ogólnej liczby operacji i 70% ich wartości. Stwierdzono, iż fuzje i przejęcia w Unii Europejskiej przebiegają głównie wewnątrz krajów, poszczególne kraje bowiem są bardzo niechętnie przekazywaniu sektora finansowego w „obce” ręce⁴⁾, choć zdarzają się również spektakularne przejęcia wykraczające poza granice danego kraju. Biorąc pod uwagę kraje UE, w latach 1997/1998⁵⁾ doszło m.in. do połączenia fińskiej Merity ze szwedzkim Nordbanken oraz przejęcia belgijskiego Bank Brussels Lambert (BBL) przez holenderski ING, w latach 1999/2000 zaś do przejęcia przez grupę MeritaNordbanken duńskiego Unibanku.

Dodatkowo warto wspomnieć, iż w latach 90. istotnie wzrosła liczba *joint-ventures* i aliansów strategicznych, które mogą stanowić wstęp do ewentualnej fuzji bądź przejęcia.

W Polsce w II połowie lat 90. również występowały liczne fuzje i przejęcia w sektorze bankowym. Ich liczba różniła się w poszczególnych latach, a szczyt w przypadku banków komercyjnych przypadł na rok 1996 – 11 (tab. 2), w przypadku zaś banków spółdzielczych na rok 1999 – aż 407 (tab. 3).

Bezpieczny Bank

Tabela 2. Liczba fuzji i przejęć w sektorze banków komercyjnych w Polsce

Lata	1995	1996*	1997	1998	1999	2000	Łącznie
Liczba fuzji i przejęć	7	12	6	4	11	6	46
– z tego w ramach restrukturyzacji**	7	7	2	1	3	1	21
– z tego z udziałem podmiotów zagranicznych**	2	5	2	1	8	6	34

Źródło: Dane NBP; opracowanie własne.

* W tym grupa Pekao S.A. ** Część operacji występuje w obu grupach.

Tabela 3. Liczba fuzji i przejęć w sektorze banków spółdzielczych w Polsce

Lata	1995	1996	1997	1998	1999	2000	Łącznie
Liczba fuzji i przejęć	45	86	93	101	407	101	834
– z tego przejęcia przez banki komercyjne	8	11	13	5	1	2	40

Źródło: Dane NBP; opracowanie własne.

Fuzje i przejęcia przebiegały głównie w ramach sektora bankowego, często z udziałem podmiotów zagranicznych w przypadku banków komercyjnych. W sektorze banków spółdzielczych fuzje i przejęcia albo zamykały się w tej grupie banków, tj. następowała konsolidacja co najmniej dwóch banków spółdzielczych, albo w operacje te angażowały się banki komercyjne, które przejmowały banki spółdzielcze.

W ostatnich latach część fuzji i przejęć w sektorze banków komercyjnych w Polsce jest implikowana przez zmiany własnościowe w polskim systemie bankowym oraz zmiany, jakie zachodzą w zagranicznych (głównie europejskich) systemach bankowych. Jako przykład może posłużyć docelowa konsolidacja trzech banków działających w Polsce: Powszechnego Banku Kredytowego SA, Banku Austria Creditanstalt (Poland) SA oraz Banku Przemysłowo-Handlowego SA⁶⁾. W 2000 r. doszło do połączenia dwóch pierwszych, co było wynikiem zwiększenia udziałów w PBK SA przez jego austriackiego inwestora strategicznego i chęci skupienia operacji w jednym podmiocie. W związku zaś z fuzją austriackiej spółki-matki oraz Bayerische Hypo- und Vereinsbanku dojdzie w 2001 roku do połączenia PBK SA i BPH SA. Podobnym przypadkiem jest połączenie Banku Komunalnego SA (inwestor strategiczny – skandynawska grupa Nordea) i BWP-Unibanku SA (inwestor strategiczny – duński Unibank A/S). A więc można powiedzieć, iż w sektorze banków komercyjnych w naszym kraju kolejne fuzje i przejęcia będą głównie efektem zmian dokonujących się na rynkach zagranicznych.

W przypadku banków spółdzielczych zaś liczne fuzje i przejęcia były implikowane przepisami prawnymi – głównie wymogami kapitałowymi oraz restrukturyzacją słabych banków spółdzielczych przez silniejszych partnerów. Sytuacja ta jest w tym drugim aspekcie podobna to obserwowanej w sektorze banków komercyjnych w I połowie lat 90.

Przesłanki fuzji i przejęć

Za podstawową przesłankę fuzji i przejęć można uznać to, że powinny one – w określonych warunkach – generować dodatnią wartość zaktualizowaną netto (NPV) i dzięki temu zwiększać majątek właścicieli. Akcjonariusze w coraz większym stopniu naciskają na osiąganie korzystnych wyników, ich niezadowolenie zaś może przejawiać się w wyprzedzaży akcji, co z kolei może doprowadzić do przejęcia danej firmy przez inny podmiot. Aby zwiększyć wartość majątku dla akcjonariuszy, zarządzający dążą do wykorzystania korzyści skali⁷⁾ i zakresu⁸⁾ (*economies of scale and scope*) oraz obniżenia kosztów działania⁹⁾. Z punktu widzenia akcjonariuszy istotną miarą efektywności dokonanej inwestycji jest wysokość SVA (*shareholder value added* – wartości dodanej dla akcjonariusza). Zwiększenie tej wartości jest możliwe albo dzięki rozszerzeniu skali działalności, co pozwalałoby na zwiększenie przychodów, albo dzięki obniżeniu kosztów. Należy jednak pamiętać, iż rozszerzanie skali działalności może prowadzić do konieczności zwiększenia również bazy kapitałowej, co z kolei ogranicza korzyści dla akcjonariuszy.

Uwzględniając podejście Millera-Modiglianiego (M&M)¹⁰⁾, aby operacja fuzji bądź przejęcia mogła doprowadzić do zwiększenia wartości firmy, konieczna jest zmiana wysokości zobowiązań podatkowych, zmiana wysokości kosztów bądź zmiana bodźców inwestycyjnych. Można to ująć również w kategoriach przepływów pieniężnych (*cash flow*), co sygnalizowano na początku tej części artykułu. Wtedy przyjmujemy, że wartość, momenty wpływu oraz ryzyko poszczególnych przepływów pieniężnych połączonych podmiotów będą bardziej korzystne niż *cash flow* uzyskane przez podmioty działające oddzielnie, a więc NPV projektu połączenia będzie dodatnie. Z dążeniem do zwiększenia wartości w taki sposób wiąże się 6 hipotez¹¹⁾:

- 1) hipoteza informacji – zarządzający daną instytucją wierzą, iż mają powszechnie niedostępne informacje na temat innych instytucji i są w stanie ocenić, iż są one niedowartościowane;
- 2) hipoteza siły rynkowej – dzięki fuzji bądź przejęciu zwiększa się siła rynkowa (ogólnie „duży może więcej”, w przypadku zaś sektora bankowego można by jeszcze dodać „zbyt duży, żeby upaść”, tzw. doktryna TBTF), a przez to możliwość dyktowania cen na rynku;
- 3) hipoteza synergii – fuzja bądź przejęcie pozwalają na wykorzystanie faktu, iż możliwości rynkowe nowego podmiotu są większe niż suma możliwości każdego z nich oddzielnie;
- 4) hipoteza podatkowa – fuzja bądź przejęcie mogą zmniejszyć obciążenie podatkowe;
- 5) hipoteza nieefektywnego zarządzania – firmy źle zarządzane i nie zwiększające wartości firmy dla właścicieli mogą stać się przedmiotem wrogiego przejęcia, które umożliwi wykorzystanie tkwiącego w nich potencjału;
- 6) hipoteza dywersyfikacji źródeł zysku – dywersyfikacja źródeł zysku pozwala na zwiększenie odporności danego podmiotu na załamania na poszczególnych rynkach, np. bankowym czy ubezpieczeniowym bądź „klasycznym” depozytowo-kredytowym czy kapitałowym, nie miałyby ona jednak większego znaczenia w przypadku powszechnej dekonjunkury.

Bezpieczny Bank

Istotną – choć często pomijaną – przesłanką fuzji jest restrukturyzacja banków przeżywających kłopoty finansowe. Fala fuzji i przejęć tym motywowanych zazwyczaj następuje w okresie rozwiązywania sytuacji kryzysowej w danym kraju. Możliwe są przy tym zarówno fuzje i przejęcia krajowe, jak i zagraniczne. Jako inną przesłankę podaje się czasem pychę zarządzających i ich wiarę, że są w stanie znaleźć „tanie” spółki do przejęcia.

Biorąc pod uwagę wprowadzoną systematykę fuzji i przejęć, korzyści skali i obniżenie kosztów działania występują najczęściej w przypadku fuzji krajowych w ramach sektora bankowego (typ I). Wskazuje się przy tym, iż korzyści skali odnoszą zazwyczaj banki niewielkie (do 1 mld EUR aktywów), duże banki zaś nie zyskują na samym zwiększeniu skali działalności. Zarówno w przypadku małych, jak i dużych banków możliwa jest redukcja kosztów działania dzięki zlikwidowaniu dublujących się jednostek organizacyjnych. W przypadku krajowych fuzji i przejęć wykraczających poza sektor bankowy (typ III) możliwe jest osiągnięcie korzyści zakresu i zdwersyfikowanie zarówno palety produktów, jak i generowanych przychodów, korzyści skali zaś i redukcja kosztów działania mogą mieć niewielkie znaczenie. Dodatkowym plusem jest zwiększenie udziału w rynku krajowym w wyniku fuzji bądź przejęcia.

W przypadku fuzji i przejęć międzynarodowych można generalnie podawać w wątpliwość występowanie wymienionych wcześniej korzyści. Gdy zachodzą takie fuzje i przejęcia w ramach sektora bankowego (typ II), pod znakiem zapytania stają 3 z wymienionych korzyści, tj. skali i zakresu oraz redukcja kosztów działania. Korzyścią niepodważalną jest natomiast zdobycie nowych rynków, a tym samym klientów. Pozwala to – w przypadku atrakcyjnego rynku – na przysporzenie wartości właścicielom banku. Ewentualne korzyści zakresu zależą od tego, o jakim profilu podmiot działania stanowił obiekt zainteresowania. Jeżeli np. bank depozytowo-kredytowy przejąłby bank inwestycyjny, wtedy mogłyby wystąpić korzyści zakresu. Biorąc pod uwagę możliwości wykorzystania korzyści skali i redukcji kosztów działania, mogłoby to wystąpić jedynie w przypadku międzynarodowego scentralizowania określonych rodzajów działalności na szczeblu banku przejmującego bądź wiodącego w ramach fuzji.

Ostatni wyodrębniony rodzaj operacji to fuzje i przejęcia międzynarodowe wykraczające poza sektor bankowy (typ IV), które w zasadzie nie dają możliwości wykorzystania korzyści skali i redukcji kosztów działania. Ponieważ segment rynku jest inny niż bankowy i dodatkowo jest zlokalizowany w innym kraju, trudno byłoby doprowadzić do ich urzeczywistnienia. Mogłoby to jednak nastąpić, gdyby bank będący podmiotem wiodącym posiadał już w swoich strukturach holdingowych podmioty z innych segmentów rynku finansowego, np. jako spółki-córki. Wtedy mogliśmy rozważać podobne przypadki, jak przy typie II.

Rozgraniczanie operacji przebiegających w ramach sektora bankowego i danego kraju będzie najprawdopodobniej traciło na znaczeniu w obliczu globalizacji działalności finansowej i zacierania się granic między różnymi segmentami rynku finansowego na skutek bądź to tworzenia, bądź to zwiększania znaczenia holdingów finansowych. Nie można wykluczyć zatem, iż część podawanych w wątpliwość kwestii dezaktualizuje się i będzie możliwość wykorzystania przy każdym typie fuzji bądź przejęcia analizowanych tutaj dobrodziejstw.

Nowe idee i rozwiązania

Ryzyko fuzji i przejęć

Ryzyko związane z fuzjami i przejęciami występuje zarówno w okresie przeprowadzania operacji (*ex ante*), jak również po jej sfinalizowaniu (*ex post*). Ma ono jednak inny charakter (zob. rys. 3). Za obarczone najmniejszą liczbą czynników ryzyka uznaje się fuzje i przejęcia krajowe w ramach sektora bankowego, za najbardziej ryzykowne zaś – międzynarodowe wykraczające poza sektor bankowy.

Rysunek 3. Ryzyko fuzji i przejęć

<p>Typ I <i>Ex ante</i>: ryzyko złej wyceny operacji i ryzyko strategiczne <i>Ex post</i>: ryzyko operacyjne i utraty klientów</p>	<p>Typ III <i>Ex ante</i>: ryzyko złej wyceny operacji i ryzyko strategiczne, zwiększone różnicami kulturowymi; ryzyko kursu walutowego <i>Ex post</i>: ryzyko operacyjne i utraty klientów; ryzyko regulacyjne i fiskalne</p>
<p>Typ II <i>Ex ante</i>: ryzyko złej wyceny operacji i zwiększone ryzyko strategiczne; możliwe tarcia wśród kadry <i>Ex post</i>: ryzyko operacyjne i utraty klientów; ryzyko regulacyjne i fiskalne; ryzyko reputacji w perspektywie średnio- i długoterminowej</p>	<p>Typ III <i>Ex ante</i>: maksymalne ryzyko; ryzyko złej wyceny operacji i zwiększone ryzyko strategiczne; możliwe tarcia wśród kadry <i>Ex post</i>: maksymalne ryzyko; ryzyko operacyjne i utraty klientów; ryzyko regulacyjne i fiskalne; ryzyko reputacji w perspektywie średnio- i długoterminowej</p>

Źródło: EBC, *Mergers and acquisitions involving the EU banking industry*, December 2000; opracowanie własne.

Przedstawione na rysunku 3 składniki ryzyka zostały zidentyfikowane z perspektywy podmiotów angażujących się w operację fuzji bądź przejęcia, a obejmują zarówno złą wycenę transakcji, ryzyko operacyjne i utraty klientów, kłopoty ze zintegrowaniem struktur („tarcia” wśród kadry), jak również ryzyko strategiczne. Każdy etap procesu fuzji bądź przejęcia powinien być więc szczegółowo zaplanowany nie tylko przy uwzględnieniu czynników finansowych i organizacyjnych (np. likwidacja określonych komórek organizacyjnych bądź powołanie nowych), ale również powinien obejmować kampanię informacyjną dla klientów i pracowników. Dodatkowo pracowników na każdym szczeblu powinno się informować o konsekwencjach fuzji bądź przejęcia i starać się zapewnić „miękkie wejście” nowych struktur.

Fuzje i przejęcia wywołują ryzyko nie tylko dla podmiotów w nie zaangażowanych, ale powodują też zwiększenie ryzyka systemowego w związku ze wzrostem rozmiarów instytucji oraz powstaniem ewentualnych powiązań międzysektorowych i międzynarodowych. Wymaga to szczególnego zainteresowania i współpracy władz

Bezpieczny Bank

nadzorczych. Z tego względu władze nadzorcze z różnych segmentów rynku oraz krajów dążą do zapewnienia współpracy w zakresie nadzorowania banków działających w skali międzynarodowej oraz holdingów finansowych. Na szczeblu krajowym problem ten staje się mniej palący, jeżeli w danym kraju funkcjonuje nadzór zintegrowany, tj. istnieje jedno ciało nadzorcze dla całego rynku finansowego. Rozwiązanie takie nie jest jednak powszechne. Biorąc pod uwagę kraje UE, w 4 z nich funkcjonuje nadzór zintegrowany, w 1 (Niemcy) zaś planuje się jego wprowadzenie. 4 kraje posiadające zintegrowany nadzór nad działalnością bankową to:

- ❖ Dania (Danish Financial Supervisory Authority, 1988 r.),
- ❖ Finlandia (Financial Supervision Authority, 1993 r.),
- ❖ Szwecja (Financial Supervisory Authority, 1991 r.),
- ❖ Wielka Brytania (Financial Services Authority, 1997 r.).

Dodatkowo w 5 innych krajach UE zostały zawarte odpowiednie umowy umożliwiające współpracę pomiędzy nadzorcami różnych segmentów rynku finansowego. W Holandii powołano w 1999 r. Radę Nadzorców Rynku Finansowego, która skupia przedstawicieli nadzoru bankowego (*de facto* bank centralny), ubezpieczeniowego oraz nadzoru nad rynkiem papierów wartościowych. Działalność tej rady koncentruje się na kwestiach dotyczących całego rynku finansowego. We Francji – również w 1999 r. – utworzono podobne ciało, które ma za zadanie ułatwienie przepływu informacji oraz zajęcie się sprawami konglomeratów finansowych. Pod koniec 2000 r. takie platformy współpracy powstały w Portugalii i w Niemczech. Nieco inne rozwiązanie przyjęto w Belgii, gdzie doszło tylko do podpisania umowy o współpracy między Komisją Bankowo-Finansową a nadzorem ubezpieczeniowym¹²⁾.

W raporcie G-10 poświęconym konsolidacji w sektorze finansowym stwierdzono, iż trudno jednoznacznie określić wpływ fuzji i przejęć na ryzyko pojedynczego banku oraz całego sektora. W przypadku pojedynczych instytucji konsolidacja powinna pozwolić na dywersyfikację działalności, efekt ten jednak może nie wystąpić, jest to bowiem uzależnione od rzeczywistej struktury utrzymwanego portfela. Zaobserwowano, iż w niektórych przypadkach instytucje po fuzji bądź przejęciu zwiększają ryzyko portfela, aby w krótkiej perspektywie czasowej poprawić efektywność. W odniesieniu do całego sektora bankowego stwierdzono, iż w przypadku kłopotów instytucji działających w skali międzynarodowej znacznie utrudnione będzie przeprowadzenie procedury upadłościowej, co może wywołać zaburzenia na rynkach finansowych. Dodatkowo należy mieć na względzie to, iż kłopoty niewielkiego banku z dużego kraju mogą przyczynić się do znacznych kłopotów małego kraju, w którym bank ten prowadzi działalność, jeżeli posiada tam znaczący udział w rynku¹³⁾.

Należy niewątpliwie zgodzić się z powyższymi stwierdzeniami, obok jednak tak ogólnych wniosków w kwestii wpływu fuzji i przejęć na ryzyko warto powrócić do doktryny zbyt duży, żeby upaść i wiążącym się z nim zjawiskiem *moral hazard*. Do tej pory praktycznie każdy duży bank przeżywający kłopoty finansowe był ratowany – najczęściej przez państwo, które jako jedynie było w stanie wyasygnować na ten cel odpowiednie środki. Na skutek fuzji i przejęć powstaną jeszcze większe niż już istniejące banki, co spowoduje, że będą one „o wiele za duże, żeby upaść”, nie tylko na szczeblu krajowym, ale i międzynarodowym. Z punktu widzenia bezpieczeństwa systemu finansowego wydaje się, iż jest to bardzo istotne zagadnienie.

Nowe idee i rozwiązania

Efektywność fuzji i przejęć

Za zasadniczą przesłankę fuzji i przejęć uznano dążenie do zwiększenia majątku właścicieli i na tym aspekcie skoncentrujemy swoje rozważania. Oprócz tego odnieśliśmy się do efektywności fuzji i przejęć o charakterze restrukturyzacyjnym, w przypadku których należy inaczej podejść do oceny efektywności, odmienny bowiem jest ich cel.

W ujęciu ogólnym korzyści z fuzji bądź przejęcia można przedstawić następująco¹⁴⁾:

$$B = V_{Bank\ 1\&2} - V_{Bank\ 1} - V_{Bank\ 2} \quad (\text{wzór 1})$$

gdzie:

B – korzyści z fuzji bądź przejęcia,

V – wartość banku (-ów) ujęta jako wartość bieżąca.

Drugim parametrem, który powinien być zdefiniowany, są koszty fuzji bądź przejęcia, w których musi być uwzględniona cena płacona przy przeprowadzaniu tej operacji. Zakładamy, że „Bank 1” jest podmiotem przejmującym bądź wiodącym w ramach fuzji¹⁵⁾. Można to wyrazić następującym wzorem:

$$C = P_{Bank\ 2} - V_{Bank\ 2} \quad (\text{wzór 2})$$

gdzie:

C – koszty fuzji bądź przejęcia,

P – cena operacji.

Biorąc pod uwagę zależności wyrażone wzorami 1 i 2, należy stwierdzić, iż operacja fuzji bądź przejęcia będzie efektywna, jeżeli korzyści (wzór 1) przekroczą koszty (wzór 2), co można zapisać następująco:

$$B - C = V_{Bank\ 1\&2} - V_{Bank\ 1} - P_{Bank\ 2} > 0 \quad (\text{wzór 3})$$

Tak można ogólnie przedstawić oceny efektywności operacji fuzji i przejęć. W praktyce najpoważniejszy problem dotyczy oszacowania wartości po przeprowadzeniu operacji. Na jej wysokość wpływają wspomniane wcześniej korzyści skali, zakresu, redukcja kosztów działania oraz nowe możliwości, jakie dają pozyskani klienci i segmenty rynku. Zastosowanie tego modelu do wyceny transakcji fuzji bądź przejęcia może okazać się niemożliwe ze względu na trudności w oszacowaniu poszczególnych składników podanych wyżej formuł. Z tego względu do wyceny najczęściej stosuje się inne metody, które opierają się na wycenie księgowej i rynkowej, a także typowo bankowej wielkości, jaką są depozyty rdzenne (ang. *core deposits*). Dla banków notowanych na giełdzie mogą być również wykorzystywane wskaźniki EPS (zysk na jedną akcję – ang. *earnings per share*) oraz P/E (cena do zysku – ang. *price to earnings*).

Bezpieczny Bank

Tabela 4. Syntetyczne zestawienie wyników badań nad efektywnością fuzji i przejęć

Autorzy badania	Próbka	Efektywność	Cena akcji na giełdzie ¹⁶⁾
A.T. Rad, L. van Beek (1999)	Lata 1989–1996 w Europie (10 krajów UE i Szwajcaria); 56 przejmujących i 17 przejmowanych banków; obie grupy notowane na giełdzie.	Banki małe osiągają większe korzyści skali i zakresu; banki przejmujące o wyższej efektywności przyczyniają się do większej efektywności operacji M&A; fuzje i przejęcia krajowe i międzynarodowe dają zbliżone efekty.	Niewielki wpływ informacji o M&A na cenę akcji przejmującego, istotny zaś na cenę akcji przejmowanego.
A. Cybo-Ottone, M. Murgia (2000)	Lata 1988–1997 w Europie (13 krajów UE i Szwajcaria); 54 operacje, w których oba podmioty były notowane na giełdzie i przynajmniej 1 podmiot był bankiem; operacje duże, tzn. powyżej 100 mln USD.	Bardziej efektywne są M&A krajowe oraz te przeprowadzane przez instytucje małe; M&A w ramach sektora bankowego nie przynoszą znaczących zmian wartości, te wykraczające zaś poza sektor bankowy (z wyjątkiem firm inwestycyjnych) przyczyniają się do zmiany wartości.	Niewielki wpływ informacji o M&A na cenę akcji przejmującego, istotny zaś na cenę akcji przejmowanego.
S.Kwan, R.A. Eisenbeis (1999)	Lata 1989–1996 w USA; 94 banki, których akcje notowane były na giełdzie.	Nie można jednoznacznie stwierdzić, że M&A poprawiają efektywność – część parametrów efektywnościowych kształtuje się na poziomie mniej korzystnym niż przed M&A, część zaś na poziomie lepszym niż przed M&A; im wyższa rentowność przejmującego bądź przejmowanego, tym bardziej negatywny wpływ ma to na wyniki po M&A; im przejmujący większy od przejmowanego, tym bardziej prawdopodobny jest pozytywny wpływ na efektywność.	Rynek tylko nieznacznie pozytywnie reagował na informacje o M&A; im wyższy wskaźnik koszty/aktywa, tym niższe korzyści; im wyższy udział depozytów rdzennych, tym większe prawdopodobieństwo pozytywnego wpływu M&A na cenę akcji; na cenę akcji wpływa wielkość podmiotu przejmowanego oraz relacja wielkości przejmującego do przejmowanego.

Źródło: A. Cybo-Ottone, M. Murgia, *Mergers and shareholder wealth in European banking*, Journal of Banking & Finance, vol. 24, 2000; S. Kwan, R.A. Eisenbeis, *Mergers of publicly traded banking organizations revisited*, Economic Review, Federal Reserve Bank of Atlanta, Fourth Quarter 1999; T.A. Rad, L. van Beek., *Market valuation of European bank mergers*, European Management Journal, vol. 17, no. 5, October 1999.

Nowe idee i rozwiązania

Jak wskazywano wcześniej, jednym ze składników ryzyka przy fuzjach i przejęciach jest zła wycena operacji. Można przyjąć, iż przy podejmowaniu decyzji o jej przeprowadzeniu mogą zostać przyjęte zbyt optymistyczne założenia odnośnie do wartości podmiotów po zamknięciu operacji, a to może spowodować, iż cena transakcji będzie zawyżona. Syntetyczne zestawienie wyników badań w zakresie efektywności fuzji i przejęć przedstawiono w tabeli 4. Badania te dotyczyły zarówno rynku europejskiego (głównie UE), jak i amerykańskiego. Wnioski dotyczące efektywności operacji fuzji i przejęć oraz wyceny akcji na giełdzie nie są dla obu tych rynków jednakowe. Jedną z przyczyn może być inna struktura oraz znaczenie rynku bankowego na starym kontynencie i w USA, a także zróżnicowane zasady działania. Do listopada 1999 r. obowiązywało w USA (od 1933 r. tzw. Glass-Steagall Act) oddzielenie działalności depozytowo-kredytowej od inwestycyjnej (Gramm-Leach-Bliley Act).

Z fuzji i przejęć europejskich można wnioskować, że banki relatywnie mało poprawiają swoją efektywność dzięki tym operacjom. Jednakże na skutek rozwoju technologii w przyszłości może to się zmienić. W wyniku fuzji i przejęć najczęściej możliwa jest poprawa zdolności do generowania przychodów zamiast redukcji kosztów. Na operacjach tych najczęściej zyskują – w krótkiej i średnioterminowej perspektywie – właściciele podmiotu przejmowanego, właściciele zaś podmiotu przejmującego takich korzyści nie osiągają. Dodatkowo stwierdzono, że banki, które wcześniej osiągały wyższą rentowność, będą również bardziej efektywne po przeprowadzeniu transakcji niż banki, które wcześniej cechowały się niższą rentownością. Fuzje krajowe i międzynarodowe wykazywały zbliżone cechy. W przypadku rynku amerykańskiego na uwagę zasługuje wniosek, że im większy był podmiot przejmujący, tym wyższe prawdopodobieństwo, że fuzja bądź przejęcie będą miały pozytywny wpływ na efektywność.

Gdyby uwzględnić wartość akcji na giełdzie po ogłoszeniu fuzji, to w przypadku fuzji europejskich występował istotny wzrost ceny akcji podmiotów przejmowanych, niewielki zaś wpływ miała ta informacja na cenę akcji przejmującego. Wniosek ten jest inny od wyciągniętego dla rynku amerykańskiego, gdzie nie stwierdzono silnych zależności między wzrostem ceny akcji a zaanonsowaniem operacji fuzji bądź przejęcia.

Wobec zaprezentowanych wyżej wyników badań można stwierdzić, iż ocena efektywności operacji fuzji i przejęć nie daje jednoznacznych i zgodnych wskazań zarówno w odniesieniu do poprawy efektywności działania, jak również w odniesieniu do krótkoterminowej efektywności tej operacji z punktu widzenia akcjonariusza. W przekonaniu autorki jednoznaczne wnioski mogą dotyczyć jedynie indywidualnie analizowanych przypadków, efektywność fuzji bowiem bądź przejęcia nie zależy tylko od ściśle kwantyfikowalnych czynników, które uwzględniano w przedstawionych badaniach, ale od wielu czynników niemierzalnych, w tym sprawności przeprowadzania i akceptacji ze strony kadry obu zaangażowanych w tę operację instytucji.

Warto dodać, iż firma Arthur Andersen zaproponowała model oceny wartości (*value dynamics framework*), w którym wyróżniła pięć rodzajów aktywów¹⁷⁾:

- ❖ związane z klientami/produktami (*customer/product related*),
- ❖ organizacyjne (*organizational*),
- ❖ finansowe (*financial*),
- ❖ kadrowe (*employee*),
- ❖ rzeczowe (*physical*).

Bezpieczny Bank

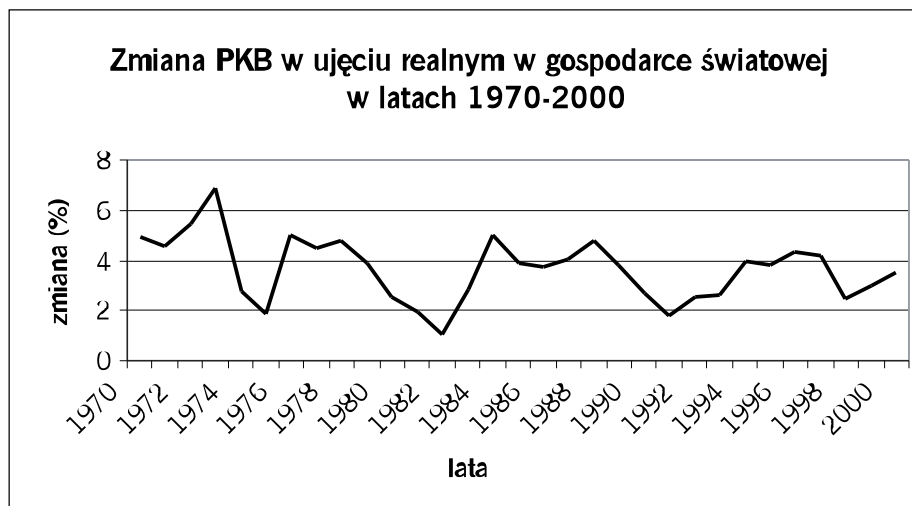
Aby móc zapewnić wzrost wartości w długiej perspektywie, niezbędne jest odpowiednie zarządzanie wszystkimi wymienionymi rodzajami aktywów. W badaniu przeprowadzonym przez firmę Arthur Andersen stwierdzono, że niezbędne jest większe zainteresowanie sprawami kadrowymi i klientów, które do tej pory pozostają na ubo-
czu, a dominują – m.in. przy fuzjach i przejęciach – aspekty *stricte* finansowe. Wiele instytucji podkreślało jednak, iż ważni są dla nich klienci i kadra. Być może przywią-
zywanie większej wagi do tych dwóch czynników umożliwi zakończenie fuzji bądź przejęcia pełnym sukcesem.

Jak już wspomniano, fuzjom i przejęciom o charakterze restrukturyzacyjnym przyświeca inny cel niż zwiększenie majątku właścicieli. Za zasadniczy cel należy uznać dążenie szeroko rozumianych władz nadzorczych i państwa do podtrzymania bezpieczeństwa sektora bankowego i zaufania doń ze strony deponentów. Efektem satysfakcjonującym w przypadku takiej operacji jest uratowanie banku a wraz z nim zaufania i środków klientów. Ściśle skwantyfikowana ocena efektywności takiej operacji nie jest w zasadzie możliwa, największe znaczenie bowiem mają czynniki niemierzalne.

Przyszłość fuzji i przejęć

Po przedstawieniu aspektów związanych z ryzykiem i efektywnością operacji fu-
zji i przejęć warto zastanowić się nad ich przyszłością. Jako czynniki istotne należy wymienić: koniunkturę gospodarczą, koncentrację rynku i związane z tym bariery administracyjne oraz aspekty społeczne.

Rysunek 4



Źródło: MFW; opracowanie własne.

Nowe idee i rozwiązania

Tabela 5. Koncentracja rynku bankowego w wybranych krajach europejskich

Kraj	Największe banki	Udział w rynku (%)	Udział największego banku (%)	Stopień koncentracji
Francja	Credit Agricole, BNP-Paribas, Societe General	45%	20%	niski
Niemcy	Hypovereinsbank, Deutsche Bank, Dresdner Bank, Commerzbank	22%	8%	niski
Włochy	Banca Intensa, Unicredito Italiano, San Paolo-IMI	30%	12%	niski
Szwajcaria	UBS, Creidt Suisse	45%	25%	średni
Wielka Brytania	Barclays, Natwest, Lloyds	50%	20%	średni
Austria	Bank Austria, Raiffeisen Banking Group, Erste Bank	60%	25%	wysoki
Belgia	Fortis Banque, KBC, BBL-ING, Dexia, Artesia			wysoki
Dania	Den Danske-Realdanmark, Unibank	74%	46%	wysoki
Finlandia	MeritaNordbanken, OKO Bank, Leonia Bank	87%	41%	wysoki
Hiszpania	BSCH, BBVA, La Caixa	55%	20%	wysoki
Holandia	ABN Amro, ING, Rabobank	65%	25%	wysoki
Irlandia	Bank of Ireland, Allied Irish Bank, Irish Life & Permanent			wysoki
Norwegia	Den Norske Bank, Christiania Bank, Union Bank of Norway	66%	23%	wysoki
Portugalia	Caixa Geral de Depositos, Banco Commercial Portugues	65%	25%	wysoki
Szwecja	Svenska Handelsbanken, MeritaNordbanken, Swedbank, SEB	87%	29%	wysoki

Źródło: Bear Sterns, International Ltd., *Sector Focus. Skandinavian Banks*, December 2000.

W ubiegłym stuleciu wyróżniono 5 fal fuzji¹⁸:

- ❖ w latach 1900–1905, tzw. fala przełomu wieku,
- ❖ w latach 20. – do Wielkiego Kryzysu,
- ❖ w II połowie lat 60.,
- ❖ w latach 80.,
- ❖ pod koniec wieku, tj. od 1994 r.

Dobra koniunktura i stabilna gospodarka wpływały pozytywnie na powstawanie fal fuzji i przejęć. W 2001 r. coraz odważniej mówi się o możliwości wystąpienia recesji, a już na pewno o schłodzeniu koniunktury w gospodarce światowej. Może to spowodować obniżenie zainteresowania fuzjami i przejęciami, ale przy okazji z czasem mogłyby nabrać większego znaczenia fuzje i przejęcia o charakterze restrukturyzacyjnym.

Trzeba również pamiętać, że fuzje i przejęcia mogą napotkać na bariery administracyjne, związane z koniecznością zapewnienia ochrony konkurencji i konsumenta (m.in. indeks Herfindahla-Hirchmana – HHI w USA)¹⁹⁾. Niektóre kraje mogą celowo wprowadzać takie bariery, aby zapobiegać międzynarodowym fuzjom i przejęciom. Polski rynek bankowy charakteryzuje się nadal niską koncentracją. Indeks HHI wynosi ok. 900 pkt. (szacunki BFG), a przyjmuje się, że wysoka koncentracja występuje w przypadku wartości indeksu powyżej 1800 pkt. Trzy największe banki mają udział w rynku (mierzony udziałem w portfelu kredytowym) rzędu 40%, największy zaś bank 15,3%. Podobną koncentracją cechuje się Francja (zob. tab. 5).

Niską koncentrację – obok Francji – wykazują systemy bankowe Niemiec i Włoch, średnią zaś – Szwajcarii i Wielkiej Brytanii. Wysoką koncentrację rynku bankowego w Europie Zachodniej osiągnęło 10 krajów spośród 15 (kraje UE bez Grecji oraz Norwegia). W Polsce zostało więc „miejsce” na zwiększenie koncentracji, przy czym należy pamiętać, iż takie operacje będą zależały głównie od zmian, jakie mogą zachodzić w grupie strategicznych inwestorów banków działających w Polsce.

Last, but not least, nie należy zapominać o konsekwencjach społecznych fuzji i przejęć. Prowadzą one często do ograniczenia zatrudnienia, co spotyka się z oporem i niezadowolaniem społecznym. Międzynarodowa Organizacja Pracy szacuje, że w latach 90. w Europie Zachodniej pracę w wyniku fuzji i przejęć straciło w sektorze finansowym ok. 130 tys. osób.

Jaka jest więc przyszłość fuzji i przejęć? Autorka pozostawia odpowiedź na to pytanie Czytelnikom.

LITERATURA

- Bear Stearns, International Ltd.*, Sector focus.Scandinavian banks, *December 2000*.
A.W.A. Boot, *European lessons on consolidation in banking*, *Journal of Banking & Finance*, vol. 23, 1999.
A. Cybo-Ottone, M. Murgia, *Mergers and shareholder wealth in European banking*, *Journal of Banking & Finance*, vol. 24, 2000.
EBC, *Mergers and acquisitions involving the EU banking industry*, *December 2000*.
J. Gajdka, E. Walińska, *Zarządzanie finansowe*, t. 2, Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa 1998.
G-10, *Consolidation in the financial sector*, January 2001.
M. Iwanicz-Drozdowska, *Determinanty bezpieczeństwa banków w świetle analizy wybranych kryzysów bankowych*, Monografie i Opracowania 479, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2000 (praca habilitacyjna).
S. Kwan, R.A. Eisenbeis, *Mergers of publicly traded banking organizations revisited*, *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Atlanta, Fourth Quarter 1999.
A.T. Rad, L. van Beek, *Market valuation of European bank mergers*, *European Management Journal*, vol. 17, no. 5, October 1999.

Nowe idee i rozwiązania

- J.F. Sinkey jr., *Commercial bank financial management*, Prentice Hall 1998.
P.J. Szczepankowski, *Fuzje i przejęcia. Techniki oceny opłacalności i sposoby finansowania*, PWN, Warszawa 2000.
J. Teplitz, Ch. Mills, *Filling the value gap in mergers*, The Banker, Supplement, March 2001.
R. Wierzba, *Restrukturyzacja sektora bankowego*, Bank 2000, nr 12.

Przypisy

- ¹⁾ Liczonego zgodnie z rynkowymi kursami walut przez MFW.
- ²⁾ R. Wierzba, *Restrukturyzacja sektora bankowego*, Bank 2000, nr 12; J. Teplitz, Ch. Mills, *Filling the value gap in mergers*, The Banker, Supplement, March 2001.
- ³⁾ EBC, *Mergers and acquisitions involving the EU banking industry*, December 2000, s. 10.
- ⁴⁾ Szerzej na ten temat: A.W.A. Boot., *European lessons on consolidation in banking*, Journal of Banking & Finance, vol. 23, 1999.
- ⁵⁾ Zgodnie ze statystyką przedstawianą przez miesięcznik The Banker, który podaje w lipcu wraz z rankingiem największych banków informacje o połączeniach, jakie nastąpiły od ostatniego zestawienia.
- ⁶⁾ Celowo pominięto konsolidację w 1999 r. 3 należących do Bayerische Hypo -und Vereinsbank AG banków. Nowa emisja akcji BPB SA została opłacona wkładem niepieniężnym w postaci prawa własności 100% akcji HYPO-BANKU Polska SA i HypoVereinsbanku Polska SA, który został połączony z BPB SA. HYPO-BANK Polska SA został zaś przekształcony w bank hipoteczny.
- ⁷⁾ Korzyści skali występują, jeżeli średni koszt produkcji obniża się, w długim terminie, przy wzroście produkcji. Przyjmujemy, że posiadane przez bank możliwości „wytwórcze” przy większym wykorzystaniu pozwalają na „wytwarzanie” produktów bankowych po niższych kosztach jednostkowych. Koszty jednostkowe zaś dotyczą tylko tej części kosztów, która jest związana bezpośrednio z „wytwarzaniem” produktów.
- ⁸⁾ Korzyści zakresu występują, jeżeli koszty łącznej produkcji dwóch produktów są niższe niż koszty oddzielne ich produkcji. Wynika to z komplementarności produktów bądź kosztów.
- ⁹⁾ Rozpatrywane tutaj obniżenie kosztów działania wynika z innych czynników niż korzyści skali i zakresu, np. z redukcji zatrudnienia w tzw. sferze wspomagającej, która nie świadczy usług dla klientów.
- ¹⁰⁾ Na temat modelu Millera-Modiglianego pisali m.in. J. Gajdka, E. Walińska, *Zarządzanie finansowe*, t. 2, Warszawa 1998, s. 170–206.
- ¹¹⁾ J.F. Sinkey jr., *Commercial bank financial management*, Prentice Hall 1998, s. 852.
- ¹²⁾ Biorąc pod uwagę doświadczenia międzynarodowe, interesujący wydaje się przykład grupy bankowo-ubezpieczeniowej Nordea (początkowo: MeritaNordbanken), w przypadku której nadzorca z krajów skandynawskich zawarł stosowne porozumienia w celu nadzorowania w skali międzynarodowej działalności całego holdingu. W ramach tym porozumień wybierany był nadzorca wiodący, który koordynował działania z tym związane (za: EBC, op. cit., s. 25).
- ¹³⁾ G-10, *Consolidation in the financial sector (summary report)*, January 2001, s. 14–19.
- ¹⁴⁾ Szerzej na ten temat: J.F. Sinkey jr., op. cit., s. 853–857.
- ¹⁵⁾ W dalszej części artykułu podmiot ten będzie nazywany przejmującym, drugi zaś uczestniczący w transakcji – przejmowanym.

Bezpieczny Bank

- ¹⁶⁾ We wszystkich prezentowanych tutaj badaniach dla oceny wpływu informacji o fuzji bądź przejęciu wykorzystywano wskaźnik CAR (skumulowane ponadprzeciętne zyski – ang. *cumulative abnormal returns*) dla kilkunastodniowego okresu po ogłoszeniu zamiaru przeprowadzenia takiej operacji.
- ¹⁷⁾ J. Teplitz, Ch. Mills, op.cit.
- ¹⁸⁾ P.J. Szczepankowski, *Fuzje i przejęcia. Techniki oceny opłacalności i sposoby finansowania*, PWN, Warszawa 2000, s. 57.
- ¹⁹⁾ HHI – miara koncentracji rynku liczona jako suma kwadratów udziałów poszczególnych uczestników rynku (tu: banków).