

Aleksandra Gašior

Uniwersytet Szczeciński

MOTYWY FUZJI I PRZEJĘĆ A KONFLIKTY WYNIKAJĄCE Z ICH REALIZACJI NA PRZYKŁADZIE FUZJI AOL Z TIME WARNER

Streszczenie: Motywy przeprowadzenia fuzji bądź przejęcia są tak różne jak różne są przedsiębiorstwa, które się ich podejmują. Proces fuzji i przejęcia nie należy do najłatwiejszych i nie za każdym razem kończy się sukcesem. Można być silnym przedsiębiorstwem o dobrej kondycji finansowej, ale nieprawidłowy dobór kontrahenta może doprowadzić do wyniszczenia kondycji finansowej przejmowanego i nie pomóc przejmującemu. Należy pamiętać, że fuzja bądź przejęcie powinna być dobrze zaplanowana, gdzie dba się o najdrobniejsze szczegóły i przestrzega rzetelności w przygotowywaniu oceny kontrahenta, są to rzeczy, bez których firmy nie powinny podejmować decyzji o realizacji M&A.

Słowa kluczowe: fuzje, przejęcia, motywy, niepowodzenie, *due diligence*

1. Wstęp

W literaturze przedmiotu prezentowana jest cała gama przesłanek sugerujących, że fuzje i przejęcia są dobrym sposobem na poprawienie kondycji finansowej jednostek gospodarczych uczestniczących w tym procesie. Rozwój fuzji i przejęć został podzielony na pięć fal. Z punktu widzenia czasowego najbardziej interesująca jest ostatnia z nich, piąta, która trwała w okresie od 1993 do 2000 r. Interesująca, gdyż na naszych oczach tworzone zostały potężne kontrakty i jesteśmy świadkami ich sukcesów bądź niepowodzeń. Ł. Komuda uszeregował przyczyny, które wpłynęły istotnie na powstanie tejże piątej fali fuzji i przejęć, są to¹:

1. globalizacja,
2. nasilenie procesów prywatyzacyjnych,
3. konsolidacja rynku Unii Europejskiej,
4. postęp technologiczny,
5. wysokie kursy akcji,
6. upowszechnianie amerykańskiej filozofii prowadzenia przedsiębiorstw,
7. koncentracja podmiotów na wybranej, profilowej działalności i sprzedaż aktywów związanych z działalnością poboczną.

¹ Ł. Komuda, *Piąta fala już za nami*, „Boss Gospodarka” 2003, marzec, nr 3 (460), s. 43.

Wspomniana piąta fala fuzji i przejęć przyniosła mniejszą liczbę transakcji, zaś ich wolumen wzrósł znacząco. Wiele z nich osiągnęło wartości, jakie do tej pory nie zostały odnotowane (tabela 1).

Tabela 1. Największe fuzje i przejęcia w gospodarce światowej w latach dziewięćdziesiątych XX i na początku XXI w.

Rok	Przedsiębiorstwo przejmujące	Przedsiębiorstwo przejmowane	Wartość transakcji (mln dol.)
2000	AOL	Time Warner	186,2
1999	Vodafone	Mannesmann	185,0
1999	Pfizer	Warner-Lambert	87,3
2006	AT&T	BellSouth Corp.	83,4
1998	Exxon	Mobil	80,3
2001	Comcast	ATT Broadband	76,0
2004	Sanofi	Aventis	72,7
2000	Glaxo	SmithKline	72,4
1998	Verizon	GTE	71,1
1998	Citigroup	Travelers	69,9
1998	SBC	Ameritech	68,2
2002	Pfizer	Pharmacia	64,2
1998	Nationsbank	BankAmerica	57,4
1999	Vodafone	AirTouch	57,3
2005	Procter & Gamble	Gillette	57,2
2006	Suez	Gaz de France	43,1
2006	Mittal Steel	Arcelor	38,4
2006	E.ON	Endesa	34,4

Źródło: M. Lewandowski, *Motywy nabywcy i sprzedawcy*, w: *Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw*, red. W. Frąckowiak, PWE, Warszawa 2009, s. 56.

Wprawdzie przykłady największych fuzji i przejęć XX i XXI w. podane w powyższej tabeli niejednokrotnie czasowo wykraczają poza okres piątej fali, to najistotniejszy jest fakt, że największą wartość transakcji osiągnięto w procesie M&A spółek AOL i Time Warner – 186,2 mln dolarów. Jak wiadomo owa transakcja zakończyła się niepowodzeniem i w 2009 r. Time Warner ogłosił *spin off* firmy AOL. Tym samym rok 2009 zakończył dziesięcioletnią współpracę obu firm.

Artykuł ma na celu zaprezentowanie motywów, jakimi najczęściej kierują się przedsiębiorstwa przy podjęciu decyzji o fuzji bądź przejęciu oraz pojęcia analizy *due diligence*. Następnie podejmie próbę zaprezentowania przesłanek do podjęcia procesu fuzji poprzez AOL i Time Warner, oraz wykazania przyczyn rozpadu tego „związku”.

2. Motywy procesów fuzji i przejęć

Istnieją różnego rodzaju motywy, jakimi spółki się kierują w dążeniu do osiągnięcia zamierzonych celów. Zaś motywy ewoluują wraz ze zmianami np.: gospodarczymi, technologicznymi, a na ich istotność ma ogromny wpływ czas, w jakim zostają podjęte decyzje o fuzji bądź przejęciu. Przewartościowane zostały cele: z koncentracji na procesach produkcji surowców, na dostępność do klientów. Wiąże się to również z przekształceniem regulacji prawnych oraz strategii firm. Wynikłe zmiany spowodowały narastającą koncentrację kapitału, które wpłynęły na coraz częstsze powstawanie fal fuzji i przejęć². Realizacja procesów fuzji i przejęć w przypadku skutecznego zarządzania, ma niejednokrotnie na celu zabezpieczenie firm przed ich bankructwem.

Należy jednak podkreślić, że przeprowadzenie tych procesów wiąże się z kosztami, które są niejednokrotnie wyższe aniżeli zyski. Do tego dochodzi duży ubytek zasobów ludzkich firmy przejmowanej, który negatywnie wpływa na oczekiwany wzrost wartości firmy przejmującej³. Pomimo trudności, a nawet niepowodzeń w realizacji omawianych procesów, przedsiębiorstwa dążą do ich przeprowadzenia, aby poprawić swoją wewnętrzną i zewnętrzną sytuację. Zatem należy się skoncentrować na tym, jakie są motywy, bodźce, którymi kierują się zarządzający przedsiębiorstwami przy wyborze kandydata do nabycia.

Łączenie się firm uznawane jest niejednokrotnie za ucieczkę przed bankructwem lub też za sposób na zwiększenie siły rynkowej. Wyniki badań analizy ekonomicznej wskazują, że poprzez dokonanie procesów fuzji i przejęć przedsiębiorstwa osiągają efekt synergii, ale również doprowadzają do spadku kosztów funkcjonowania, a także dochodzi do innych oszczędności, w zamian za zwiększenie mocy produkcyjnych, czy też udziału w rynku. Wzajemne wynikające z M&A korzyści mają na celu zwiększenie dodatnich przepływów pieniężnych, a w rezultacie ma doprowadzić do podwyższenia wartości przedsiębiorstwa. Działania te również pozwalają jednostkom łączącym się na skorzystanie ze zmniejszenia obciążeń podatkowych⁴.

Przyczyny procesu fuzji i przejęć można rozpatrywać z punktu widzenia nabywcy lub sprzedawcy. Każdy z nich oczekuje innych korzyści płynących z wdrożenia omawianych procesów, tym samym będą się kierowali innymi motywami.

Istnieją usystematyzowane przesłanki, które zostały określone w wyniku realizacji fuzji lub przejęcia. Wywodzą się one z doświadczeń rynków zachodnich, gdyż wiadomym jest, że to właśnie tam zarejestrowano najwcześniejszą falę tego procesu⁵.

² Szerzej: Ł. Komuda, *Piąta fala już za nami...*, dz. cyt., s. 43–46.

³ J.C. Hook, *Fuzje i przejęcia. Jak skutecznie przeprowadzić transakcję*, Wydawnictwo Liber, Warszawa 2002, s. 7.

⁴ M. Kadryś, *Fuzje, konsolidacje, przejęcia*, „Manager” 2002, nr 7, s. 26.

⁵ Szerzej na temat fal fuzji i przejęć oraz miejsca ich powstawania: D.C. Mueller, *The Corporation. Investment, mergers, and growth*, Routledge Taylor & Francis Group, New York 2003, s. 156–157,

Literatura polska w głównej mierze opiera swe spostrzeżenia na literaturze i praktyce anglojęzycznej. Pionierami w tej dziedzinie są takie kraje, jak Stany Zjednoczone oraz Wielka Brytania, gdzie badacze tychże krajów, jako jedni z pierwszych, podjęli trud zebrania i opracowania materiału badawczego, tego jakże złożonego tematu, jakim jest fuzja i przejęcie. Przesłanki, jakimi kierują się poszczególne organizacje przy podejmowaniu decyzji o realizacji M&A, są w każdym przypadku odmienne, potwierdza to również rosnąca na przestrzeni lat ich liczba. W 1978 r. Arthur D. Little Inc. przedstawił w Financial Executives Institute 21 motywów⁶, lecz już w 1980 r. w U.S. Federal Trade Commission wymieniono 31 przyczyn powstawania tego procesu⁷.

W polskiej literaturze przedmiotu można się spotkać z pogrupowaniem motywów według W. Frąckowiaka na nabywców i sprzedawców (tabela 2)⁸.

Nieco odmienne podejście do grupowania przesłanek realizacji fuzji i przejęć wykazał P.J. Szczepankowski, konstruując macierz klasyfikacji motywów, gdzie wyróżnił następujące ich grupy⁹:

1. motywy inwestycyjne,
2. motywy rynkowe,
3. motywy oparte na łańcuchu wartości,
4. motywy oparte na chęci wykorzystania potencjału wytwórczego.

Charakterystykę i segregację motywów przedstawili również T. Czechowicz i G. Piecek¹⁰. Poza już wymienionymi przyczynami, dodali dodatkową grupę motywów dotyczącą giełdy, wymieniając w tej grupie motyw specyficzny, mówiący o potrzebie zaistnienia na giełdzie.

W głównej mierze na zmiany przesłanek M&A i ich coraz bardziej wyspecjalizowaną postać ma wpływ okres, w którym zostały przeprowadzone fuzje i przejęcia, a także obszar działania przedsiębiorstwa.

Można z tego wysnuć wniosek, że determinanty decydujące o podjęciu decyzji o M&A dzielą się na zewnętrzne i wewnętrzne uwarunkowania oraz ograniczenia

188; P.A. Gaughan, *Mergers, acquisitions, and corporate restructurings*, John Wiley & Sons Inc., New York 2002, s. 23–56; M. Thom, *Deal shaping in Merger-and-Acquisition negotiations – an exploration of organizational learning*, Difo-Druck GmbH, Bamberg 2003, s. 73–75.

⁶ S.F. Reed, L.A. Reed, *The art of M&A integration*, McGraw Hill, New York 1998, s. 8.

⁷ Por.: D. DePamphilis, *Mergers, acquisitions, and other restructuring activities. An integrated approach to process, tools, cases, and solutions*, Academic Press, London 2001, s. 17 oraz M.L. Rock, R.H. Rock, M. Sikora, *The Mergers & Acquisitions Handbook*, wyd. 2, McGraw Hill Inc., New York 1994, s. 51–75.

⁸ Szerzej: *Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw*, red. W. Frąckowiak, PWE, Warszawa 1998, s. 22–38.

⁹ Szerzej: P.J. Szczepankowski, *Fuzje i przejęcia. Techniki oceny opłacalności i sposoby finansowania*, PWN, Warszawa 2000, s. 110–134.

¹⁰ Szerzej: T. Czechowicz, G. Piecek, *Analiza motywów realizacji przez przedsiębiorstwo transakcji fuzji i przejęć*, Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu, nr 916, Wrocław 2001, s. 82–95.

Tabela 2. Przesłanki w procesie fuzji i przejęć przedsiębiorstw

Motywy nabywcy w procesie fuzji i przejęć przedsiębiorstw	
Grupy motywów	Motywy specyficzne
Motywy techniczne i operacyjne	Zwiększenie efektywności zarządzania Pozyskanie bardziej efektywnego kierownictwa Eliminacja nieefektywnego kierownictwa Synergia operacyjna Korzyści skali Komplementarność zasobów i umiejętności Ograniczenie kosztów transakcyjnych Korzyści integracji technicznej
Motywy rynkowe i marketingowe	Zwiększenie udziału w rynku Zwiększenie wartości dodanej Wylimitowanie konkurencji Komplementarność produktów (rynków) Dywersyfikacja ryzyka działalności Wejście w nowe obszary działalności
Motywy finansowe	Wykorzystanie nadmiernych funduszy Zwiększenie zdolności do zadłużenia Przejęcie gotówki Obniżenie kosztu kapitału Korzyści podatkowe Niedoszacowanie wartości nabywanej firmy Nieoszacowanie przez rynek kapitałowy Dokonałsza wycena przez nabywcę
Motywy menedżerskie	Wzrost wynagrodzeń kierownictwa Wzrost prestiżu i władzy Zmniejszenie ryzyka zarządzania Zwiększenie swobody działania
Motywy sprzedawcy w procesach fuzji i przejęć	
Grupy motywów	Motywy specyficzne
Motywy finansowe	Straty finansowe przedmiotu dezinvestycji Reorganizacja portfela inwestycyjnego Dywersyfikacja portfela inwestycyjnego Wycofanie się z inwestycji po osiągnięciu zaplanowanych celów Korzystniejsze warunki działania dla mniejszych firm Uzyskanie wyższej ceny za aktywa niż ich wartość dla obecnych właścicieli Likwidacja Oferta odkupu z premią lub odsprzedaż na korzystnych warunkach Wzrost wartości akcji na rynku kapitałowym
Motywy strategiczne	Pozbycie się niepotrzebnych lub niedopasowanych aktywów Pozyskanie pożądanego partnera biznesowego Obrona przed wrogim przejęciem Ograniczone możliwości samodzielnego rozwoju Poprawa pozycji konkurencyjnej
Motywy administracyjne	Nakaz sprzedaży wydany przez organy państwa, np. antymonopolowe
Motywy menedżerskie	Nowe stanowiska kierownicze Większa swoboda działania

Źródło: M. Lewandowski, *Motywy nabywcy i sprzedawcy*, w: *Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw*, red. W. Frąckowiak, PWE, Warszawa 2009, s. 32–33, 45.

rozwojowe przedsiębiorstw, jak również ofensywne i defensywne charakteryzujące daną organizację. Bodźce ofensywne sprzyjają przejmowaniu w krótkim czasie dużej ilości firm znajdujących się w różnych segmentach rynku. Ma to na celu zwiększenie rynków zbytu oraz zmniejszenie kosztów produkcji. W wyniku tego przedsiębiorstwa kładą duży nacisk na ukierunkowanie działań w stronę pozyskiwania technologii, bądź zdolności wytwórczych lub też zwiększenie rentowności itp. Przedsiębiorstwa przeprowadzając fuzję lub przejęcie, mogą również sugerować się bodźcami defensywnymi, które wiążą się z obroną pozycji danej organizacji na rynku. Sprzyjają one: zapobieżeniu przejęcia przez konkurencję, pozwalają omijać bariery handlowe, ochraniają rynki eksportowe¹¹.

Istnieją badania¹² dotyczące istotności poszczególnych przesłanek fuzji i przejęć, które zostały opracowane przy wykorzystaniu danych rynku amerykańskiego. Wynika z tego badania, iż najistotniejszym motywem, jakim kierują się przedsiębiorstwa przy podejmowaniu decyzji o przeprowadzeniu M&A, jest wejście na nowe rynki lub obszary technologiczne.

Szeroka gama przyczyn przeprowadzania fuzji i przejęć wskazuje, jak ogromnie trudną sprawą jest podjęcie właściwej decyzji, aby poprawić swoją pozycję na rynku. Mając do czynienia z wyjątkowo szybkim postępem istotną rolę odgrywa czas, który jest głównym motorem prowadzącym do wzrostu przedsiębiorstw.

Przedstawione przyczyny prowadzą do poprawy konkurencyjności. Związane jest to z postrzeganiem takiej jednostki na rynku, ponieważ większa konkurencyjność to pewniejsza pozycja na rynku, a funkcjonowanie na nim mniej narażone jest na bodźce zewnętrzne i niepomyślną koniunkturę. Istnieje wiele czynników, które mają wpływ na konkurencyjność spółek, najważniejsze z nich to¹³:

- innowacyjność i zaawansowanie technologiczne danego podmiotu gospodarczego,
- sieć kontaktów i kooperantów,
- ceny produktów i usług,
- jakość produktów usług,
- inwestycje własne oraz możliwość pozyskania kapitału,
- dostępność i sposób finansowania działalności,
- otoczenie biznesowe (np.: pomoc rządu lub samorządu).

Wskazuje to na fakt dążenia przedsiębiorstw do opanowania rynku, a jednocześnie do obrony przed dominacją konkurentów na rynku, doprowadzając do jak największej kontroli nad kanałem dystrybucji, dostępu do rynku oraz redukcji kosz-

¹¹ A. Poczowski, *Zarządzanie zasobami ludzkimi w procesach fuzji i przejęć*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2004, s. 13–14.

¹² H. Levy, M. Sarnat, *Principles of financial management*, Prentice Hall, Englewood Cliffs 1988, s. 830, za: M. Lewandowski: *Fuzje i przejęcia w Polsce na tle tendencji światowych*, WIG-Press, Warszawa 2001, s. 208.

¹³ http://www.exporter.pl/zarzadzanie/pme/6msp_kon.html.

tów wskutek osiągania korzyści skali. Niezmiernie ważna stała się technologia informacyjna, która jest nieoceniona przy skutecznym zarządzaniu dużymi i skomplikowanymi jednostkami gospodarczymi¹⁴.

Wraz z upływem lat wzrasta liczba przesłanek, które decydują o realizacji fuzji bądź przejęcia. W miarę upływu czasu będą się pojawiały inne czynniki i niewykluczone, że obecne będą traciły na swej sile i znaczeniu. Wniosek, jaki z tego płynie, to taki, że przesłanki przeprowadzania procesu M&A są żywym tematem i wraz ze zmianami gospodarczo-ekonomicznymi będą wciąż ewoluować. Zaś analiza opłacalności projektowanej fuzji lub przejęcia powinna przebiegać zgodnie z procedurą oceny dowolnej formy inwestycji. Jako że inwestycją w tym przypadku jest zakup lub związanie się z inną firmą, ocena jej opłacalności bazować musi w dużej mierze na poznaniu wartości przedsiębiorstwa nabywanego, jak i oszacowaniu późniejszej wartości powiązanych podmiotów¹⁵.

3. Analiza *due diligence*

Wspomniane powyżej czynności poznawcze kandydata do nabycia są możliwe do zrealizowania za pomocą analizy *due diligence*. Pojęcie *due diligence*, które uznane jest w praktyce międzynarodowej, pochodzi z prawa amerykańskiego. Godnym podkreślenia jest fakt, że w prawie amerykańskim pod pojęciem *due diligence* nie ukrywa się żadne znaczenie związane ze sprzedażą przedsiębiorstwa. Powszechnie rozumie się pod tym pojęciem to, co w polskim prawie oznacza „należyta staranność”¹⁶.

Podstawowymi zadaniami *due diligence* są badania działalności interesującej nas firmy oraz ustalenie ostatecznej wyceny dającej możliwość negocjacji¹⁷. Najważniejsze dla omawianej analizy powinno stać się znalezienie takich informacji, które zostały pominięte bądź niezauważone podczas analizy strategicznej, a mające znaczący wpływ na wartość firmy¹⁸.

„Analiza *due diligence* (»należyta staranność«) przedsiębiorstwa-kandydata do nabycia, służąca weryfikacji i ustaleniu jego ostatecznej wycenie jako podstawy do negocjacji, różni się od innych analiz przedsiębiorstw, wykonywanych w innych celach niż nabycie. Różnice polegają przede wszystkim na jej szerokim spektrum

¹⁴ Por.: K Przybyłowski, S.W. Hartley, R.A. Kerin, W. Rudelius, *Marketing*, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa 1998, s. 98.

¹⁵ P.J. Szczepankowski, *Fuzje i przejęcia. Techniki oceny opłacalności i sposoby finansowania*, PWN, Warszawa 2000, s. 154.

¹⁶ Za: R. Lewandowski, Znaczenie i funkcja badania „due diligence” w ramach sprzedaży przedsiębiorstwa, <http://www.monitorprawniczy.pl/artukul.php?idart=2977>.

¹⁷ P. Buda-Pawlus, T. Kwiecień, *Dawkujemy informacje*, „Gazeta Wyborcza”, 22.04.2004, http://www.ey.com/GLOBAL/content.nsf/Poland/TAS_-_Library_-_Tajniki_fuzji_i_przejec_-_Dawkuje_my_informacje.

¹⁸ H. Chwistecka-Dudek, *Fuzje i przejęcia faza przygotowawcza*, „Przegląd Organizacji” 2003, nr 6, s. 29.

obejmującym badanie kandydata, oraz na przeprowadzeniu z subiektywnego punktu widzenia potencjalnego nabywcy tejże analizy. Ten ostatni czynnik jest istotny, biorąc pod uwagę możliwość wystąpienia specyficznych synergii oraz zakresu dopasowania przedsiębiorstw¹⁹. A co za tym idzie „w trakcie *due diligence* inwestorzy mają możliwość dokonania weryfikacji informacji przedstawionych w memorandum informacyjnym oraz przeprowadzenia pełnego badania sprzedawanej firmy. Przebieg, *due diligence* zbliżony jest do corocznego badania sprawozdań finansowych (czyli do powszechnie znanego »audytu«)”²⁰.

Wynika z powyższych rozważań, że *due diligence* jest to analiza służąca wszechstronnej weryfikacji działalności podmiotu-kandydata do nabycia oraz ustaleniu jego ostatecznej wyceny jako podstawy do negocjacji²¹.

Zakres i charakter badań zależy od specyfiki kandydata. Wyniki mają udzielić odpowiedzi na pytania dotyczące faktycznej atrakcyjności, jego sił i słabości, efektów synergicznych w obszarze kompatybilności celów strategicznych, kluczowych kompetencji, zarządzania, jak również stopnia integracji operacyjnej i finansowej. Analiza ta powinna być nastawiona na ujawnienie tych elementów, które mogą nie zostać dostrzeżone w toku standardowej analizy strategicznej, a posiadają znaczny wpływ na wartość przedsiębiorstwa²².

Z przedstawionej pokrótce powyższej charakterystyki pojęcia analizy *due diligence* wynika, że bardzo istotną rolę odgrywa ta analiza w momencie podjęcia ostatecznej decyzji o nabyciu przedsiębiorstwa. Przeciwności, na które napotykają się fachowcy przy tej analizie, stawiają ją jako bardzo wartościową i wiele wnoszącą w momencie podejmowania decyzji o wyborze prawidłowego kandydata. Tym samym analiza *due diligence* jest warunkiem *sine quo non* ma mowy o bezpiecznym przejściu i pozwala ocenić ryzyko inwestycyjne i nie tylko.

4. Przesłanki do podjęcia procesu fuzji poprzez AOL i Time Warner²³

W czasie, gdy została ogłoszona fuzja, firma AOL była największym dostawcą usług internetowych, zaś Time Warner był drugim największym operatorem sieci kablowych w Stanach Zjednoczonych oraz jednym z najważniejszych dostawców treści tzw. zawartości mediów, np.: magazyny, filmy, muzyka, książki. Obie firmy zainteresowane były fuzją, z tym, że każda miała inne przesłanki.

¹⁹ *Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw*, red. W. Frąckowiak, PWE, Warszawa 1998, s. 172–173.

²⁰ P. Buda-Pawlus, T. Kwiecień, *Dawkujemy informacje...*, dz. cyt.

²¹ <http://bossa.pl/analizy/fundamentalne/sloownik.html#start>.

²² H. Chwistecka-Dudek: *Fuzje...*, dz. cyt., s. 29.

²³ http://pl.wikipedia.org/wiki/Fuzja_AOL-Time_Warner.

Motywy fuzji dla AOL

Podstawową przyczyną zawarcia fuzji po stronie AOL była chęć dywersyfikacji oraz powiększenia udziału w sektorze internetowym oraz maksymalna w nim ekspansja. Dla AOL główną przesłanką do wyboru Time Warner jako partnera strategicznego była sieć kablowa jaką firma posiadała, a w której AOL widział potencjał długofalowego rozwoju.

Motywy fuzji dla Time Warner

Koniec lat 90. XX w., to dla Time Warner kontrola wszystkich mediów, poza Internetem, który stanowił zagrożenie dla jego pozycji na rynku. Jednakże dominującą pozycję w biznesie online pod koniec 1999 r. posiadał AOL. Ponadto dla TWX szczególnie przyciągały zdolności menedżerskie kadry zarządzającej AOL. Trzeba również podkreślić, że Jerry Levin (dyrektor zarządzający TWX) obawiał się możliwości wrogiego przejęcia. W ówczesnym czasie wiele wskazywało na to, że sama AOL była gotowa złożyć taką ofertę. Mimo to do fuzji jednak doszło.

5. Przyczyny niepowodzenia fuzji

Nie istnieje jednoznaczna odpowiedź na pytanie, kto jest winien niepowodzenia fuzji AOL i Time Warner. Wyróżnić przy tym można kilka zasadniczych problemów, jakie uwidoczniły się, i stanowiły przyczynę późniejszego rozpadu. Wymienione są one poniżej.

5.1. Problemy w chwili połączenia

Głównym zastrzeżeniem w odniesieniu do fuzji jest sposób przeprowadzenia *due diligence* zaledwie w ciągu dwóch dni. Zespoły zajmujące się przygotowaniem, zamiast przeprowadzić je zgodnie z powszechnie przyjętymi zasadami, zajęły się przede wszystkim przygotowaniem umowy połączeniowej wraz z załącznikami, wzorami umów dodatkowych i statutami. Jeden z prawników z AOL stwierdził, że ich zadanie polegało tylko na niepoduszczeniu żadnych protestów ze strony inwestorów, a odkrycie czegokolwiek w trakcie *due diligence* nie wpłynęłoby na transakcję²⁴.

Uważa się, że najpoważniejszym błędem popełnionym przez TWX było zrezygnowanie z tzw. *collar*, czyli zapisu w warunkach fuzji, dającego możliwość renegegowania warunków transakcji w sytuacji, gdy wartość akcji jednego z partnerów spadnie do bardzo niskiego poziomu (tzw. *floor*). Wielu specjalistów podziela przy tym opinie, że Time Warner popełniło błąd przy wyborze partnera, wycenieniu go i wyborze złego momentu na rynku do tej fuzji.

²⁴ http://pl.wikipedia.org/wiki/Fuzja_AOL-Time_Warner.

5.2. Problemy z kapitałem ludzkim

Samo połączenie z punktu obsadzania najważniejszych stanowisk kierowniczych było również niekorzystne dla TW. I tak, dyrektorzy AOL mieli kierować najważniejszymi działami, zaś dyrektorzy Time Warner byli przesuwani do tych mniej znaczących²⁵. Od władzy został odsunięty także Ted Turner, który zamiast kierowania TWB miał otrzymać tytuł wiceprzewodniczącego Rady Dyrektorów. Odsunięcie od władzy tak ważnej dla nowej spółki osoby, było krokiem krótkowzrocznym i szkodzącym reputacji firmy.

Narastała także frustracja wśród pracowników, którzy czuli się nie tylko oszukani, ale również zdradzeni. Wynikało to z faktu, iż mieli oni poczucie bycia sprzedanym, pomimo tego, iż połączenie było zapowiadane jako fuzja równych sił. Z nowej struktury przedsiębiorstwa wynikało jednak coś zupełnie innego. Jak uważa P.T. Whalen był to jeden z największych błędów tej fuzji: przedstawianie jej jako równorzędnych partnerów, podczas gdy w rzeczywistości taką nie była²⁶.

Nieporozumienia występowały pomiędzy pracownikami AOL a TW. Time Warner uważał pracowników AOL za aroganckich i butnych, bezlitośnie wykorzystujących cudze zasoby dla własnych celów. Przedstawiciele AOL z kolei podnosili, iż dyrektorzy TW to osoby odporne na zmiany, powolne i leniwe²⁷. Cały problem nie byłby przy tym tak istotny, gdyby obie strony starały się zrozumieć siebie nawzajem. Jednak panująca niezgoda, brak zrozumienia oraz szacunku dla siebie powodowały, iż nikt nie robił nic, aby rozwiązać narastający konflikt. Współpraca nie układała się tak, jak było zapewne w zamierzeniach obu podmiotów.

Przykładem ilustrującym różnice kulturowe pomiędzy oboma podmiotami były sposoby funkcjonowania ich Rad Dyrektorów. Posiedzenia TW były poważne, sformalizowane, z konkretnym programem obrad, którego się wszyscy zaproszeni trzymali. W przeciwieństwie do tych zwyczajów, Rada Dyrektorów AOL odbywała spotkania chaotyczne, przerywane nieplanowanymi wystąpieniami dyrektorów.

Time Warner opierał się wszelkimi możliwymi sposobami zmianom oraz uniikał współpracy z AOL. Dochodziło przy tym do absurdów, jak wykupywanie przez Time Warner plakatów wiszących na ścianach w siedzibie firmy, tylko po to, aby nie dostały się w ręce AOL.

Najbardziej zgubny dla fuzji wydaje się być jednak brak zdecydowanego lidera w połączonej firmie. Lidera, który swoją własną wizją potrafiłby przekonać dyrektorów obu firm do współpracy²⁸.

²⁵ M. Dacko, *Wielkie fiasko*, Wydawnictwa Akademickie i Profesjonalne, Warszawa 2007, s. 165.

²⁶ P.T. Wahlen, *Correcting common misconceptions about communicating during Mergers & Acquisitions*, „Communication World” 2002, nr 4.

²⁷ Wywiad z N. Munk, www.harperbizlink.com/munk.html.

²⁸ C. Yang, K. Capell, *Another case entirely*, „Business Week”, 11.04.2005.

5.3. Problemy ze spójnym systemem zarządzania

Kolejnym problemem była inna wizja zarządzania połączonym przedsiębiorstwem. Pracownicy AOL byli przekonani, że dla uzyskania korzyści z połączenia konieczne było szybkie scentralizowanie działań. Time Warner był jednak bardziej złożonym przedsiębiorstwem, posiadającym wiele aspektów działania i wymagającym obserwacji różnych rynków, w przeciwieństwie do dotychczasowego doświadczenia AOL – jako firmy jednego produktu²⁹. Powodowało to konflikty pomiędzy dyrektorami obu łączących się spółek, mającymi inne doświadczenia, jak i wizję nowego przedsiębiorstwa.

Firmy różniło też podejście do *Public Relation*. AOL stosował formę działań o charakterze politycznym, która opierała się na kontroli informacji, blokowaniu przecieków oraz własnych wyraźnych komunikatach. W Time Warner z kolei przecieki były na porządku dziennym – firma była w końcu największym właścicielem mediów w USA. Po połączeniu, styl pracy został powielony z AOL. Powstał między innymi specjalny podręcznik do kontaktowania się z prasą, kontrahentami i pracownikami. Z powodu tego rodzaju działań znacząco ucierpiała wiarygodność firmy, co przełożyło się na jej postrzeganie przez inwestorów giełdowych jako niepewnej³⁰.

Znaczne różnice uwidoczniły się w komunikacji wewnątrz firmy. W AOL komunikowano się głównie za pomocą poczty elektronicznej. Time Warner była natomiast przedsiębiorstwem telefonocentrycznym³¹. Postanowiono przejść na system wykorzystywany w AOL, który miał dać ponad 30 mln USD oszczędności. Szybko jednak okazało się, że ten system nie nadawał się do takiego zastosowania. Blokowane były konta użytkowników, także duże załączniki, fotografie i arkusze kalkulacyjne. System gubił i kasował informacje.

Różnice uwidaczniały się także w podejściu do reklamy. Dla AOL zawartość programów była dopełniaczem pomiędzy reklamami. Dla Time Warner reklamy były złem koniecznym. Niedopasowanie to doprowadzało do licznych konfliktów.

6. Podsumowanie

Wnioski, jakie nasuwają się z powyżej zaprezentowanego problemu, dotyczą niefrasobliwości, lekkomyślności, nierzetelności, nieprzestrzeganiu podstawowych zasad przez firmy o silnej pozycji na rynku, o dużym potencjale, przy podejmowa-

²⁹ N. Munk, *The taking of Time Warner*, „Vanityfair” 2004, January, <http://www.vanityfair.com/politics/features/2004/01/time-warner200401>.

³⁰ A. Klein, *Stealing time: Steve Case, Jerry Levin, and the collapse of AOL Time Warner*, Simon & Schuster Paperback, New York 2003, s. 102.

³¹ K. Swisher, *There must be a pony in here somewhere: The AOL Time Warner debacle and the Quest for a Digital Future*, Three Rivers Press, New York 2003, s. 84.

niu tak poważnego kroku, jakim jest fuzja czy też przejęcie. Specjaliści zajmujący się problematyką niepowodzeń fuzji i przejęć chyba najczęściej podkreślają, że właśnie zaniedbanie analizy *due diligence* prowadzi do porażki w procesie fuzji bądź przejęcia. Złym doradcą również jest pycha, emocje, krótkowzroczność w strategii firmy. Jak wynika z przedstawionego przykładu, obojętnie, jakie mamy przesłanki do realizacji M&A, ważne jest dotrzymanie standardowych procedur – takich jak chociażby sumienne przeprowadzenie analizy *due diligence*, jak również nie można pomijać czynnika ludzkiego.

Literatura

1. Buda-Pawlus P., Kwiecień T., *Dawkujemy informacje*, „Gazeta Wyborcza”, 22.04.2004, http://www.ey.com/GLOBAL/content.nsf/Poland/TAS_-_Library_-_Tajniki_fuzji_i_przejec_-_Dawkujemy_informacje.
2. Chwistecka-Dudek H., *Fuzje i przejęcia faza przygotowawcza*, „Przegląd Organizacji” 2003, nr 6.
3. Czechowicz T., Piecek G., *Analiza motywów realizacji przez przedsiębiorstwo transakcji fuzji i przejęć*, Prace Naukowe Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu, nr 916, Wrocław 2001.
4. Dacko M., *Wielkie fiasko*, Wydawnictwa Akademickie i Profesjonalne, Warszawa 2007.
5. DePamphilis D., *Mergers, acquisitions, and other restructuring activities. An integrated approach to process, tools, cases, and solutions*, Academic Press, London 2001.
6. *Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw*, red. W. Frąckowiak, PWE, Warszawa 1998.
7. Gaughan P.A., *Mergers, acquisitions, and corporate restructurings*, John Wiley & Sons Inc., New York 2002.
8. Hook J.C., *Fuzje i przejęcia. Jak skutecznie przeprowadzić transakcję*, Wydawnictwo Liber, Warszawa 2002.
9. Kadryś M., *Fuzje, konsolidacje, przejęcia*, „Manager” 2002, nr 7.
10. Klein A., *Stealing time: Steve Case, Jerry Levin, and the collapse of AOL Time Warner*, Simon & Schuster Paperback, New York 2003.
11. Komuda Ł., *Piąta fala już za nami*, „Boss Gospodarka” 2003, marzec, nr 3 (460).
12. Levy H., Sarnat M., *Principles of financial management*, Prentice Hall, Englewood Cliffs 1988.
13. Lewandowski M., *Fuzje i przejęcia w Polsce na tle tendencji światowych*, WIG-Press, Warszawa 2001.
14. Lewandowski M., *Motywy nabywcy i sprzedawcy*, w: *Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw*, red. W. Frąckowiak, PWE, Warszawa 2009.
15. Lewandowski R., *Znaczenie i funkcja badania „due diligence” w ramach sprzedaży przedsiębiorstwa*, <http://www.monitorprawniczy.pl/arttykul.php?idart=2977>.
16. Mueller D.C., *The corporation. Investment, mergers, and growth*, Routledge Taylor & Francis Group, New York 2003.
17. Munk N., *The taking of Time Warner*, „Vanityfair” 2004, January, <http://www.vanityfair.com/politics/features/2004/01/time-warner200401>.
18. Munk N., www.harperbizlink.com/munk.html.
19. Pocztański A., *Zarządzanie zasobami ludzkimi w procesach fuzji i przejęć*, Oficyna Ekonomiczna, Kraków 2004.
20. Przybyłowski K., Hartley S.W., Kerin R.A., Rudelius W., *Marketing*, Dom Wydawniczy ABC, Warszawa 1998.
21. Reed S.F., Reed L.A., *The art of M&A integration*, McGraw Hill, New York 1998.

22. Rock M.L., Rock R.H., Sikora M., *The mergers & acquisitions handbook*, wyd. 2, McGraw Hill Inc., New York 1994.
23. Swisher K., *There must be a pony in here somewhere: The AOL Time Warner debacle and the Quest for a Digital Future*, Three Rivers Press, New York 2003.
24. Szczepankowski P.J., *Fuzje i przejęcia. Techniki oceny opłacalności i sposoby finansowania*, PWN, Warszawa 2000.
25. Thom M., *Deal shaping in Merger-and-Acquisition negotiations – An exploration of organizational learning*, Difo-Druck GmbH, Bamberg 2003.
26. Wahlen P.T., *Correcting common misconceptions about communicating during Mergers & Acquisitions*, „Communication World” 2002, no. 4.
27. Yang C., Capell K., *Another case entirely*, „Business Week”, 11.04.2005.
28. <http://bossa.pl/analizy/fundamentalne/slownik.html#start>
29. http://pl.wikipedia.org/wiki/Fuzja_AOL-Time_Warner
30. http://www.exporter.pl/zarzadzanie/pme/6msp_kon.html

MERGERS AND ACQUISITIONS' MOTIVES VS. CONFLICTS RESULTING FROM THEIR IMPLEMENTATION ON THE EXAMPLE OF AOL–TIME WARNER MERGER

Summary: Motives to carry out a merger or acquisition are as varied as there are different companies that undertake them. The company can be strong with good financial standing, but the wrong choice of contractor may lead to the destruction of the financial condition of the both sides of the process. The activities should be well planned, with attention to the smallest detail and thorough evaluation of the counterparty. The aim of this study is to identify the most important motives in making decisions on mergers and emerging conflicts in their background. Theoretical considerations are supported by a further example of a failed merger between AOL and Time Warner.