

Katarzyna Mikołajczyk

Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie

KREACJA WARTOŚCI W PROCESACH FUZJI I PRZEJĘĆ W SEKTORZE BANKOWYM

Streszczenie: Artykuł koncentruje się na finansowych aspektach bankowych fuzji i przejęć. Jako oznakę sukcesu w transakcjach M&A przyjmuje się wzrost wartości dla akcjonariuszy, warto jednak rozszerzyć perspektywę i uwzględnić także ich wpływ na szerokie grono podmiotów związanych z tymi instytucjami: pracowników, klientów, podmiotów konkurencyjnych, obligatariuszy, państwa. Część korzyści uzyskanych przez łączące się banki wynika bowiem z wzmocnienia ich siły rynkowej i może odbywać się kosztem szerokiego kręgu interesariuszy. W kontekście ostatniego kryzysu finansowego na szczególną uwagę zasługują fuzje banków motywowane chęcią uzyskania statusu banku „za dużego, aby upaść”, w przypadku których wzrost wartości wykreowany przez fuzje odbywał się kosztem całego społeczeństwa, narażonego na konieczność ratowania tych instytucji z funduszy publicznych.

Słowa kluczowe: sektor bankowy, fuzje i przejęcia, kreacja wartości.

1. Wstęp

Kryzys na rynkach finansowych spowodował gwałtowną przecenę aktywów i silne zmiany wartości rynkowej przedsiębiorstw. Okres wyjątkowej zmienności cen i zaburzenie stabilności warunków funkcjonowania przyniósł wiele zagrożeń dla podmiotów funkcjonujących na rynku, ale równocześnie stworzył niepowtarzalne szanse, z których mogły skorzystać te podmioty, które w okres kryzysu weszły zrestrukturizowane organizacyjnie, z mocnym zapleczem finansowym i ustabilizowaną pozycją rynkową. W okresie kryzysu szczególnego znaczenia nabiera możliwość szybkiego, skokowego wzrostu, który zapewnić może zaangażowanie się w transakcje połączeniowe typu fuzje i przejęcia (*Mergers and Acquisitions*, M&A). Trudna sytuacja ekonomiczno-finansowa stawiająca wiele przedsiębiorstw na granicy bankructwa czyni je łatwym i tanim obiektem przejęć, często za ułamek ich wartości z okresu przedkryzysowego. Jednak nawet „okazyjne” transakcje, jeżeli nie mają racjonalnych podstaw wskazujących na istnienie obszarów będących źródłem potencjalnej synergii, mogą doprowadzić do destrukcji wartości firmy przejmującej i zakończyć się niepowodzeniem. W okresie kryzysu szczególną uwagę przyciągały fuzje i przejęcia w sektorze finansowym, te o charakterze zarówno rynkowym, jak i restrukturyzacyjnym. Silne zaangażowanie rządów wielu państw w celu zapobieżenia upadłości banków przeja-

wiało się z jednej strony w aranżowaniu i wspomagananiu przejęć zagrożonych podmiotów przez inne, zdrowe instytucje finansowe, z drugiej zaś w ich bezpośrednim zasilaniu kapitałowym z funduszy publicznych. Celem artykułu jest analiza bankowych fuzji i przejęć w kontekście kreowania przez nie wartości dla właścicieli instytucji uczestniczących w transakcjach oraz wpływu tych transakcji na inne powiązane z nimi podmioty. Zwrócono uwagę na specyfikę fuzji i przejęć w czasach kryzysu, gdyż to właśnie one okazują się najlepiej oceniane przez rynek i generują największą wartość dodaną.

2. Kreacja wartości w procesach fuzji i przejęć

Procesy fuzji i przejęć, ze względu na ich złożony charakter, można rozpatrywać i oceniać z różnej perspektywy, zarówno mikro-, jak i makroekonomicznej. W literaturze przedmiotu najczęściej analizuje się procesy M&A z perspektywy:

- ekonomicznej: ze szczególnym uwzględnieniem czynników zewnętrznych, struktury rynkowej, wpływu na konkurencyjność,
- strategicznej: fuzje postrzegane jako strategia pozyskania przewagi konkurencyjnej, sposób pozyskiwania zasobów i wykorzystania potencjału,
- finansowej: fuzja jako sposób na kreowanie wzrostu wartości dla akcjonariuszy oraz narzędzie kontroli korporacyjnej,
- zarządczej: ze szczególnym uwzględnieniem wpływu fuzji na pozycję zarządu – fuzja jako proces utraty lub wzmocnienia kontroli nad przedsiębiorstwem,
- organizacyjnej: fuzja jako proces zmian organizacyjnych, kreujący wewnętrzne konflikty interesów, analiza problemów integracyjnych [Sudarsanam 2010, s. 80].

Niniejszy artykuł koncentruje się na finansowych aspektach procesów fuzji i przejęć, związanych z możliwością kreowania nowych wartości (synergii) w wyniku połączenia dwóch funkcjonujących dotąd niezależnie podmiotów. Najważniejszą rolę w wyjaśnianiu tego zjawiska odgrywają teorie, w których fuzje postrzega się jako racjonalny wybór strategiczny, ukierunkowany na wzrost wartości dla akcjonariuszy (por. tab. 1).

Tabela 1. Teorie finansowe wyjaśniające motywy fuzji i przejęć

	Motywy fuzji i przejęć	Teoria
maksymalizacja korzyści dla akcjonariuszy jako efekt:	kreacja wartości wynikająca z synergii	teoria efektywności (<i>efficiency theory</i>)
	transferu wartości od klientów	teoria monopolu (<i>monopoly theory</i>)
	transferu wartości od właścicieli spółki przejmowanej	teoria najeźdźcy (<i>raider theory</i>)
	kreacji wartości dzięki przewadze informacyjnej	teoria wyceny (<i>valuation theory</i>)
maksymalizacja korzyści dla kadry zarządzającej		teoria budowania imperium (<i>empire-building theory</i>)

Źródło: [Bösecke 2009, s. 26].

Korzyści uzyskiwane przez właścicieli mogą być efektem zarówno kreacji wartości (w wyniku synergii lub wykorzystania informacji niedostępnych dla innych uczestników rynku), jak i transferu wartości od innych podmiotów: klientów (w wyniku wzrostu cen, możliwego dzięki silniejszej pozycji rynkowej) lub właścicieli spółki przejmowanej. W silnie skonsolidowanym sektorze finansowym ważną rolę odgrywają też korzyści będące efektem transferu wartości od państwa, zmuszonego do ratowania zagrożonych instytucji, jeżeli są one wystarczająco duże i ważne systemowo, aby ich upadek stanowił istotne zagrożenie dla stabilności finansowej. Decyzje o zaangażowaniu przedsiębiorstwa w procesy łączeniowe często są podejmowane z inicjatywy kadry zarządzającej. W spółkach, w których istnieje problem agencji, pojawia się zatem zagrożenie, że motywem takich działań jest nie tyle maksymalizacja interesu właścicieli, ile realizacja przez zarząd własnych celów, często kosztem akcjonariuszy. Efektem takich działań może być forsowanie przez zarząd decyzji o zaangażowaniu w transakcje nieprzynoszące wzrostu wartości, w oczekiwaniu na uzyskanie premii za samo sfinalizowanie transakcji lub też w celu maksymalizacji skali działania przedsiębiorstwa (wyższe wynagrodzenia, prestiż, ambicje).

Źródłem korzyści z procesów łączeniowych może być zatem albo kreacja wartości, albo jej transfer od innych podmiotów. Kreacja wartości dla akcjonariuszy jest przede wszystkim utożsamiana z efektem synergii, która może mieć charakter:

- synergii finansowej – wynika z redukcji kosztu kapitału w wyniku dywersyfikacji ryzyka i stabilizacji przepływów pieniężnych oraz wzrostu skali działania,
- synergii zarządczej – wynika z przejęcia kontroli nad przedsiębiorstwem przez bardziej efektywną kadrę zarządzającą, które potrafi lepiej rozporządzić przejętymi aktywami,
- synergii operacyjnej – wynika głównie z efektywności skali i zakresu.

W teoriach finansowych sukces fuzji jest najczęściej utożsamiany ze wzrostem wartości dla akcjonariuszy połączonych podmiotów. Przedsiębiorstwo kreuje wartość dla akcjonariuszy, jeżeli stopa zwrotu z zainwestowanego kapitału przewyższa koszty utraconych możliwości. Wzrost wartości może być analizowany w horyzoncie krótkoterminowym – jako natychmiastowa reakcja rynku na informację o planowanej transakcji, lub w horyzoncie średnio- i długoterminowym – uwzględniającym kilkuletni okres po dokonaniu transakcji. W literaturze dominują analizy krótkoterminowe, oparte na założeniu, że rynek jest efektywny, a inwestorzy potrafią szybko i prawidłowo ocenić wartość ogłoszonej fuzji. Dla spółek giełdowych najczęściej wzrost wartości mierzy się za pomocą nadzwyczajnych stóp zwrotu (*Abnormal Returns* – AR) lub wartości dodanej transakcji (*Deal Value Added* – DVA) – odzwierciedlających nadwyżkę stopy zwrotu ponad wartość oczekiwaną, gdyby informacja o fuzji nie została ogłoszona. Słabością analiz krótkoterminowych, klasyfikowanych jako analiza zdarzeń (*event study*), jest silne uzależnienie uzyskanych wyników od długości okresu, w którym analizuje się zmiany (zwykle od kilku do kilkunastu dni przed ogłoszeniem i po ogłoszeniu informacji), oraz wyboru punktu startowego (często bowiem informacja o planowanej transakcji pojawia się na rynku jeszcze przed oficjalnym komunikatem).

Analizy długoterminowe koncentrują się na efektach fuzji w długim, kilkuletnim okresie i bazują nie tyle na oczekiwaniach inwestorów co do przyszłych korzyści, ile na rzeczywistych efektach odzwierciedlonych we wskaźnikach finansowych przyszłych okresów, silnie uzależnionych od trafności przyjętych założeń oraz skuteczności integracji połączonych podmiotów. Badania w perspektywie długoterminowej bazują na analizie wskaźników wyliczanych na podstawie sprawozdań finansowych lub na analizie efektywności szacowanej z wykorzystaniem modeli nieparametrycznych (np. DEA) i parametrycznych (np. SFA). W podejściu tym porównuje się tempo zmian wybranych mierników w podmiotach uczestniczących w transakcjach M&A z innymi podmiotami, niezaangażowanymi w proces konsolidacji sektora (lub ze średnią branżową). Ostatnio zwraca się jednak uwagę na błędy metodologiczne takich porównań: firmy angażujące się w transakcje M&A mają często inne charakterystyki niż pozostałe przedsiębiorstwa (wielkość, efektywność, ryzyko, profil) – i trzeba to uwzględnić w ocenach fuzji przez odpowiednią konstrukcję grupy bazowej (tła porównawczego) [Behr, Heid 2010]. Inną, powszechnie stosowaną miarą jest ekonomiczna wartość dodana (*Economic Value Added* – EVA), definiowana jako nadwyżka wartości wykreowanej przez firmę nad poniesionymi inwestycjami i w konsekwencji zdeterminowana przez trzy czynniki: wyniki operacyjne, wartość zainwestowanego kapitału i koszt kapitału. Słabość analiz długoterminowych związana jest z trudnością wyizolowania wpływu fuzji od innych czynników determinujących sytuację ekonomiczno-finansową przedsiębiorstwa. Dodatkowy problem wynika z faktu, że wiele przedsiębiorstw traktuje możliwość wzrostu zewnętrznego nie jako jednorazowy proces, ale angażuje się w procesy fuzji i przejęć regularnie, stale poszukując w otoczeniu atrakcyjnych obiektów do przejęcia.

3. Kreacja wartości w bankowych fuzjach i przejęciach

W XXI wieku sektor finansowy należy do najbardziej aktywnych sektorów gospodarczych w zakresie konsolidacji i jak wynika z corocznych raportów publikowanych przez Thomson Reuters, udział sektora finansowego w globalnym rynku fuzji i przejęć wynosił w ostatnich latach ok. 20%. Transakcje zawierane na rynku finansowym są najczęściej transakcjami o wysokiej wartości jednostkowej. Udział sektora finansowego w transakcjach o wartości powyżej 100 mln dol. stanowił w latach 1985-2007 aż 39% (spośród 372 tys. transakcji M&A o wartości 31,3 bln dol. zawartych na świecie w tym okresie w ok. 126,5 tys. transakcji o wartości 12,2 bln dol. uczestniczyły podmioty z sektora finansowego). Transakcje te były najczęściej połączeniami horyzontalnymi na rynku krajowym; udział fuzji koncentrycznych (łączyjących podmioty prowadzące działalność w różnych obszarach rynku finansowego, np. banki z firmami ubezpieczeniowymi) stanowił 24,6% (według wartości), a fuzji transgranicznych 9,2% [Schmid, Walter 2009].

Pomimo licznych analiz efektywności bankowych fuzji i przejęć, badania empiryczne nie potwierdzają teorii zakładających, że podstawowym motywem tych transakcji jest kreowanie wartości dla akcjonariuszy. Współczesna teoria finansów opiera się na założeniu, że wszystkie strategiczne decyzje podejmowane przez przed-

siębiorstwa powinny służyć realizacji nadrzędnego celu, jakim jest wzrost wartości dla inwestorów. Dlatego też kryterium wzrostu wartości jest głównym – choć nie jedynym – elementem rozpatrywanym przy próbie oceny sukcesu bądź porażki podjętych działań. Wyniki badań empirycznych wskazują na ogromną rolę czynników indywidualnych decydujących o efektach transakcji M&A, co utrudnia wnioskowanie na poziomie ogólnym i zniekształca obraz tych zjawisk budowany na uśrednionych tendencjach. Duży wpływ na uzyskane wyniki badań miały zarówno okres analizy (lata 80. i 90. XX wieku vs. okres po 2000 r.), obszar geograficzny (banki amerykańskie vs. europejskie), zakres połączenia (fuzje krajowe vs. transgraniczne), charakter fuzji (horyzontalna vs. koncentryczna), wielkość i efektywność łączących się podmiotów (podobne vs. zróżnicowane). Dokonując dużego uproszczenia, można przyjąć, że fuzje banków amerykańskich (szczególnie przed 2000 r.) prowadziły – ze względu na wysokie premie akwizycyjne – do transferu wartości od akcjonariuszy banku przejmującego do akcjonariuszy banku przejmowanego (neutralny efekt łączny). Z drugiej jednak strony analizy długoterminowe wskazywały na efekt generowania synergii, stąd formułuje się wnioski o dużym udziale kadry zarządzającej w przejmowaniu korzyści (teoria budowania imperium). Efekty badań prowadzonych na bankach europejskich prowadzą do bardziej optymistycznych konkluzji: są one postrzegane jako zdolne do tworzenia w procesach M&A zarówno wartości dla akcjonariuszy (w ujęciu krótkoterminowym), jak i długoterminowych zmian efektywnościowych [Fiordelisi 2009, s. 85-106]. DeLong [2001], porównując efektywność fuzji koncentrujących i fuzji dywersyfikujących, wyciąga wnioski, że tylko te pierwsze (zarówno koncentracja profilu działania, jak i koncentracja geograficzna) prowadzą do wzrostu wartości dla akcjonariuszy, ze względu na większe potencjalne oszczędności wynikające z redukcji kosztów, natomiast fuzje dywersyfikujące nie wpływają na wzrost wartości, a nawet mogą powodować jej spadek. Jest to zgodne z obserwacjami Altunbasa i Marques-Ibaneza [2008], którzy ponadto zauważyli, porównując fuzje transgraniczne i krajowe w aspekcie podobieństw między bankami, że w fuzjach krajowych do wzrostu efektywności może przyczynić się zróżnicowanie w kapitalizacji i inwestycjach w innowacje technologiczne i finansowe, podczas gdy zróżnicowanie wyników oraz udziałów kredytów i depozytów w strukturze bilansu prowadzi do spadku wartości, w fuzjach transgranicznych zaś sytuacja jest odwrotna (zróżnicowanie strategii zarządzania kredytami oraz ryzykiem kredytowym podnosi efektywność, natomiast zróżnicowanie kapitalizacji i inwestycji w innowacje obniża). Wielu autorów zwraca też uwagę na istnienie „dyskonta konglomeratowego” – spadku wartości w przypadku fuzji koncentrycznych, prowadzących do powstania konglomeratu finansowego [Schmid, Walter 2009].

Analizując źródła kreacji (lub transferu) wartości w bankowych fuzjach i przejęciach, warto jednak rozszerzyć perspektywę i uwzględnić wpływ transakcji nie tylko na sytuację finansową właścicieli łączących się instytucji, ale także na szerokie grono podmiotów związanych z tymi instytucjami: pracowników, klientów, podmioty konkurencyjne, obligatariuszy, a także państwo. Korzyści uzyskane z fuzji mogą wynikać albo ze wzrostu efektywności, albo ze wzrostu siły rynkowej. Jeżeli efek-

tem połączenia będzie wzrost efektywności, to wygenerowana synergia nie tylko będzie korzystna dla podmiotów uczestniczących w transakcji, ale także może korzystnie wpłynąć na zachowania i sytuację innych uczestników rynku. Jeżeli rynek jest konkurencyjny, to w konsekwencji także inne podmioty konkurujące na rynku właściwym podejmą próbę podniesienia efektywności, aby bronić swojej pozycji rynkowej. Analizy dotyczące sektora bankowego wskazują na istnienie statystycznie istotnego efektu wzrostu efektywności w bankach nieuczestniczących bezpośrednio w transakcjach M&A, ale je obserwujących wśród swoich rywali [Evanoff, Örs 2008]. Z kolei wzrost efektywności w bankach działających na konkurencyjnym rynku powinien obniżyć cenę i zwiększyć dostępność do usług i produktów oferowanych klientom. Pośrednim beneficjentem uzyskanej synergii będzie także państwo, uzyskujące wyższe dochody podatkowe od bardziej rentownych przedsiębiorstw (zarówno banków, jak i ich klientów).

Sytuacja jest znacznie bardziej skomplikowana, jeżeli wzrost wartości jest efektem wzmocnienia siły rynkowej, gdyż w takiej sytuacji często ma on charakter nie tyle kreacji, co transferu wartości od innych podmiotów. Dzieje się tak szczególnie wtedy, gdy w wyniku połączenia powstaje podmiot o zbyt silnej pozycji rynkowej, co może zaburzyć warunki konkurencyjności. Dlatego też możliwość zrealizowania transakcji M&A jest uzależniona od zgody władz antymonopolowych, które oceniają wpływ połączeń na rynek właściwy, i gdyby pojawiło się zagrożenie możliwości nadużywania pozycji dominującej uzyskanej w wyniku transakcji, zostanie ona zablokowana. Fuzje banków nakierowane na wzrost siły rynkowej, szczególnie w warunkach istnienia barier wejścia na rynek nowych podmiotów, mogą być szkodliwe zarówno dla klientów (wzrost marży procentowej, wyższe prowizje), jak i dla innych banków, które często w takiej sytuacji, walcząc o utrzymanie udziału w rynku, także zaczynają poszukiwać partnera potencjalnego połączenia. Analiza wpływu fuzji bankowych na sytuację klientów zwykle opiera się na zróżnicowaniu oferty produktowej, jak również grupy docelowych klientów, w zależności od wielkości banku. Można zatem oczekiwać, że wzrost skali działania banku spowoduje przeprofilowanie jego charakteru i otwarcie w większym stopniu na klientów korporacyjnych, za cenę ograniczenia dostępu do kredytów dla drobnych klientów, szczególnie małych i średnich przedsiębiorstw. Nie bez znaczenia pozostają także same zmiany organizacyjne, w obszarze zarówno marketingowym, jak i personalnym czy informatycznym. Ich efektem mogą być zaburzenia relacji bank–klient, utrata zgromadzonych informacji o bazie klientów oraz rozluźnienie czy nawet zerwanie więzi z dotychczasowymi klientami. Utrata dotychczasowych klientów może też wynikać z wprowadzania nowych standardów w zakresie polityki kredytowej czy zamykania części oddziałów. Niekorzystny wpływ przejęć bankowych na sytuację ich klientów (drobnych przedsiębiorstw) przejawia się w potwierdzonym w badaniach empirycznych ograniczeniu dostępu do kredytu. Efektem ogłoszonej akwizycji bankowej jest też spadek wartości rynkowej klientów banku przejmowanego [Bonaccorsi di Patti, Gobbi 2007]. Jednak w perspektywie długoterminowej dla przedsiębiorstw, które utrzymują relacje z bankiem, pojawiają się korzyści, przede wszystkim odzwiercied-

lone w niższym koszcie kredytu. Efekt ten jest silniejszy, jeżeli działalność banków przed połączeniem częściowo się pokrywała, jednak ulega on znacznej redukcji, jeżeli fuzji towarzyszy znaczny wzrost koncentracji na lokalnym rynku bankowym [Montoriol-Garriga 2008]. Inną korzyścią, na jaką mogą liczyć klienci, jest bogatsza oferta produktowa w przyszłości.

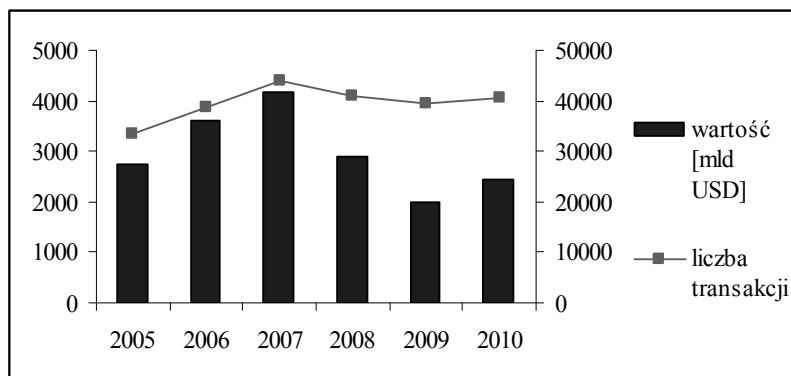
Do grupy beneficjentów bankowych fuzji i przejęć zalicza się też zwykle obligatariuszy łączących się banków. Badania wpływu fuzji banków europejskich w okresie 1998-2002 na wartość obligacji tych banków wykazały wzrost cen rynkowych obligacji na ogłoszenie informacji o planowanym połączeniu, szczególnie w przypadku fuzji krajowych. W przypadku dużych banków krajowych efekt ten jest tłumaczony wzrostem ich siły rynkowej, szczególnie gdy prowadzi do uzyskania statusu *Too-Big-To-Fail* (TBTF). W przypadku transgranicznych fuzji i przejęć obligatariusze mogą liczyć na korzyści w sytuacji połączeń z bankami funkcjonującymi w krajach o bardziej restrykcyjnych zasadach nadzoru [Ongena, Penas 2009].

Korzyści uzyskiwane przez uczestników bankowych fuzji mogą też być realizowane kosztem państwa. Z sytuacją taką mamy do czynienia szczególnie w dwóch sytuacjach: kiedy korzyści z fuzji wynikają z oszczędności podatkowych lub kiedy w wyniku połączenia powstaje instytucja na tyle duża i ważna systemowo, że w sytuacji zagrożenia niewypłacalnością państwo będzie zmuszone do zaangażowania się w jej ratowanie. Ostatni kryzys finansowy potwierdził, że bycie zbyt dużym, zbyt powiązanym lub zbyt ważnym dla systemu gospodarczego, jest dla banków źródłem dodatkowej wartości. Mając świadomość, że państwo ochroni takie instytucje przed bankructwem, inwestorzy postrzegają je jako mniej ryzykowne, przez co mogą one nie tylko łatwiej, ale i taniej pozyskać kapitał z rynku. Wielkość premii, jaką gotowe były zapłacić banki amerykańskie uczestniczące w fuzjach okresu 1991-2004 za przekroczenie progu wartości aktywów 100 mld dol. (co było postrzegane jako próg uzyskania statusu TBTF), oszacowano na 14-17 mld dol. [Brewer, Jagtiani 2009]. Takie zachowania zaburzają jednak warunki konkurencji oraz uniemożliwiają prawidłową alokację zasobów.

4. Fuzje i przejęcia w warunkach recesji

Zjawisko fuzji i przejęć ma charakter falowy i zwykle nasila się w okresie dobrej koniunktury na rynkach finansowych. Związek ten wynika z przesłanek zarówno finansowych (łatwiejszy dostęp do kapitału oraz wyższe zakumulowane zyski pozwalają podjąć kolejne inwestycje), jak i psychologicznych (wysokie stopy zwrotu zwiększają zaufanie do własnych możliwości, spada awersja do ryzyka). Rzeczywiście, aktywność na rynku M&A wyraźnie zmniejszyła się w czasie kryzysu, a wartość transakcji w 2009 r. stanowiła zaledwie 47% wartości z 2007 r. (rys. 1).

Minimalna wartość transakcji przypadła na 2 kwartał 2009 r., od tego czasu powoli, ale systematycznie wzrastała. W 2010 r. wartość ogłoszonych transakcji osiągnęła w skali globalnej poziom 2,4 bln dol., co oznaczało wzrost w stosunku do roku poprzedniego o 23% (przy wzroście liczby transakcji o 3%). Jednak bezwzględna



Rys. 1. Aktywność na globalnym rynku fuzji i przejęć (transakcje ogłoszone)

Źródło: [Thomson Reuters].

wartość transakcji nie jest idealnym wskaźnikiem aktywności w obszarze M&A, gdyż jest silnie uzależniona od zmienności cen giełdowych. Lepszym i znacznie bardziej stabilnym wskaźnikiem jest wartość transakcji wyrażona jako procent kapitalizacji rynkowej, który w ostatnim okresie utrzymywał się nieznacznie poniżej długoterminowej średniej na poziomie 7-8% (rekordowym rokiem był rok 1999, gdy wartość fuzji i przejęć osiągnęła poziom 11% kapitalizacji rynku) [Cogman, Buch Siversten 2011]. Odwrócenie tendencji spadkowej było efektem coraz silniejszego zaangażowania przedsiębiorstw z rynków wschodzących (szczególnie z Azji i Ameryki Łacińskiej), które w 2010 r. wzrosło aż o 76%, zwiększając swój udział w geograficznej strukturze transakcji M&A do 33,1%. W 2010 r. można było też zaobserwować stopniowy powrót na rynek w roli inwestorów funduszy *private equity*, które zaangażowały się w ok. 9% transakcji [Thomson Reuters 2010].

Jednak – pomimo iż okresy największego nasilenia fuzji i przejęć przypadają na momenty boomu na giełdach finansowych – to właśnie okres recesji jest najwłaściwszym czasem do przeprowadzania takich transakcji. Według badań firmy konsultingowej McKinsey, obejmujących okres 1997-2010, wartość transakcji M&A, rozumiana jako wzrost cen rynkowych w wyniku ogłoszenia informacji o planowanym połączeniu, wyniosła średnio 4,6% i była efektem wzrostu wartości rynkowej firmy przejmowanej o 10% i spadku wartości firmy przejmującej o 5,4%. Jednak w roku 2010 nastąpił silny wzrost korzyści osiąganych przez właścicieli spółki przejmującej: po raz drugi, oprócz 2005 r., odnotowano wzrost wartości rynkowej także spółki przejmującej. W efekcie transakcje z roku 2010 wygenerowały wzrost wartości (łącznie dla obu podmiotów) na poziomie 13%, najwyższy w całym okresie objętym badaniami [Cogman, Buch Siversten 2011].

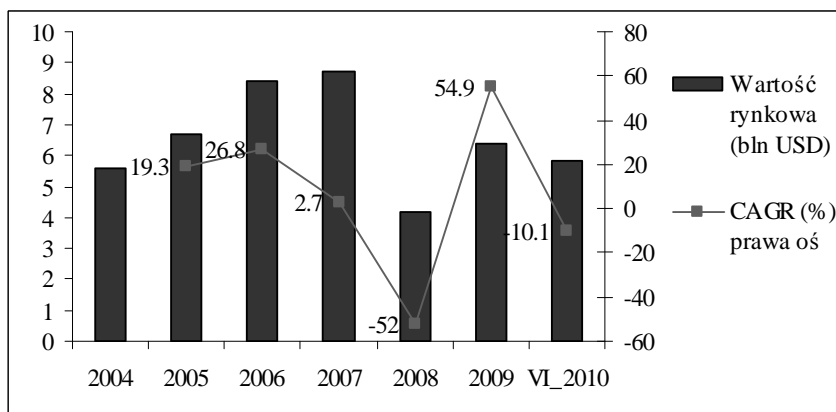
Powstaje zatem pytanie, dlaczego połączenia z okresu recesji są lepiej oceniane przez rynek i kreują więcej wartości. Czynnikiem, które według raportu firmy McKinsey silnie wpływały na wysoką rynkową ocenę fuzji, były:

- większa ostrożność w podejmowaniu decyzji,
- gotówkowy sposób finansowania transakcji (transakcje finansowane gotówką zawsze przynosiły znacznie wyższy wzrost wartości, średnio 11%, a w roku 2010 aż 22%),
- korzystna relacja wielkości łączących się przedsiębiorstw (przejęcia mniejszych przedsiębiorstw – do 5 mld dol. – przynosiły znacznie większe łączne korzyści, ok. 15%, wobec zaledwie 3% w przypadku dużych podmiotów).

Nie oznacza to jednak, że wszystkie fuzje z okresu kryzysu zostały pozytywnie ocenione przez rynek. Pomimo iż udział fuzji przynoszących wzrost wartości dla akcjonariuszy spółki przejmującej wzrósł, nie przekroczył on poziomu 53% (wobec długoterminowej średniej na poziomie 40%).

5. Fuzje bankowe w okresie kryzysu finansowego

Kryzys na rynkach finansowych spowodował gwałtowny spadek wartości rynkowej banków notowanych na światowych giełdach, która – w ujęciu globalnym – osiągnęła maksymalną wartość 8,9 bln dol. pod koniec 2007 r., aby w początkach 2009 r. obniżyć się o 65%, do minimalnego poziomu 3,1 bln dol. (rys. 2).



Rys. 2. Wartość rynkowa globalnego sektora bankowego

Źródło: [BCG, *Creating Value in Banking 2010; An Overview...* 2010].

„Kryzysowe” połączenia w sektorze bankowym przebiegały w wyjątkowych, często dramatycznych okolicznościach. Przed bankami, które były silne kapitałowo, a równocześnie uniknęły zaangażowania w „toksyczne” transakcje, otworzyły się niewyobrażalne wcześniej możliwości szybkiego wzrostu i wejścia na nowe rynki. Z możliwości tych skorzystały m.in. hiszpański Banco Santander czy też banki azjatyckie, coraz odważniej wchodzące na rynek amerykański (m.in. japońskie Mitsubishi UFJ FG, Sumitomo Mitsui FG, Mizuho czy Nomura). Jednak największe znaczenie miały połączenia nie tyle rynkowe, ile restrukturyzacyjne. Były one albo

aranżowane i wspierane przez władze publiczne, albo wręcz polegały na bezpośrednim zaangażowaniu funduszy publicznych w celu dokapitalizowania zagrożonych instytucji. Przejęcie dużych banków, stojących w obliczu bankructwa ze względu na gwałtowną przecenę i utratę płynności dużej części aktywów, było obciążone bardzo wysokim ryzykiem i często, pomimo bardzo korzystnej ceny nabycia, prowadziło do pogorszenia sytuacji finansowej banku przejmującego, niejednokrotnie wymagającej wsparcia kapitałowego przez państwo (m.in. Lloyds Banking Group po przejęciu HBOS, Commerzbank w wyniku przejęcia Dresdner czy Bank of America po przejęciu Countrywide i Merrill Lynch).

Połączenia w sektorze finansowym z czasu kryzysu przyczyniły się do zmiany układu sił na globalnym rynku bankowym (tab. 2). Na koniec 2009 r. największe banki według kryterium sumy bilansowej pochodziły z Europy, według wartości kapitału z USA, natomiast według wartości rynkowej z Chin.

Tabela 2. 10 największych banków na świecie na koniec 2009 r.

Kryterium: Wartość rynkowa	Pozycja na liście wg		Kryterium: wartość aktywów	Kryterium: wartość kapitałów
	aktywów	kapitału		
Industrial Commercial Bank of China (Chiny)	11	7	BNP Paribas (Francja)	Bank of America (USA)
China Construction Bank (Chiny)	18	15	Royal Bank of Scotland (Wielka Brytania)	JP Morgan Chase (USA)
HSBC (Wielka Brytania)	4	5	Credit Agricole Group (Francja)	Citigroup (USA)
JP Morgan Chase (USA)	8	2	HSBC Holdings (Wielka Brytania)	Royal Bank of Scotland (Wielka Brytania)
Bank of China (Chiny)	21	14	Barclays (Wielka Brytania)	HSBC Holdings (Wielka Brytania)
Wells Fargo (USA)	22	6	Bank of America (USA)	Wells Fargo (USA)
Banco Santander (Hiszpania)	14	9	Deutsche Bank (Niemcy)	Industrial Commercial Bank of China (Chiny)
Bank of America (USA)	6	1	JP Morgan Chase (USA)	BNP Paribas (Francja)
BNP Paribas (Francja)	1	8	Mitsubishi UFJ Fin.Gr (Japonia)	Banco Santander (Hiszpania)
Citigroup (USA)	10	3	Citigroup (USA)	Barclays (Wielka Brytania)

Źródło: [Top 1000... 2010].

Wciąż jest za wcześnie, aby ocenić skutki bankowych połączeń z czasu kryzysu w kontekście kreowania wartości oraz wzrostu efektywności. Krótkoterminowa analiza zdarzeń, opierająca się na założeniu efektywności rynku i bazująca na bieżącej reakcji rynku na te wydarzenia, nie wydaje się wiarygodna ze względu na szczególny charakter tego okresu. Na wnioski z analiz długookresowych, w których trzeba będzie wyizolować wpływ fuzji od wpływu wszelkich innych czynników, trzeba

jeszcze poczekać. Jednak lekcja, którą wszyscy wyciągnęli z kryzysu, to świadomość zagrożenia wynikającego z tworzenia instytucji TBTF oraz konieczność objęcia takich instytucji specjalnymi regulacjami nadzorczymi.

Literatura

- Altunbas Y., Marques-Ibanez D., *Mergers and acquisitions and bank performance in europe: the role of strategic similarities*, „Journal of Economic and Business” 2008 no 60.
- BCG, *Creating Value in Banking 2010: After the Storm*, Boston Consulting Group Report, Boston 2010.
- BCG, *Creating Value in Banking 2010; An Overview of Banking Performance for the First Half of the Year*, Report, Boston 2010.
- Behr A., Heid F., *The success of bank mergers revisited. an assessment based on a matching strategy*, „Journal of Empirical Finance” 2010, DOI: 10.1016/j.jempfin.2010.08.006.
- Bonaccorsi di Patti E., Gobbi G., *Winners or losers? the effects of banking consolidation on corporate borrowers*, „Journal of Finance” 2007, vol. LXII, no 2.
- Bösecke K., *Value Creation in Mergers, Acquisitions and Alliances*, Gabler, Wiesbaden 2009.
- Brewer E., Jagtiani J., *How uch did banks pay to become too-big-to-fail and to become systematically important?*, Working Paper Nr 09-34, Federal Reserve Bank of Philadelphia, Philadelphia 2009.
- Cogman D., Buch Siversten C., *A return to deal making in 2010*, „McKinsey Quarterly”, 2011 January.
- DeLong G., *Stockholders gains from focusing versus diversifying bank mergers*, „Journal of Financial Economics” 2001 no 59.
- Evanoff D.D., Örs E., *The competitive dynamics of geographic deregulation in banking: Implications for productive efficiency*, „Journal of Money, Credit, and Banking” 2008 no 40.
- Fiordelisi F., *Mergers and Acquisitions in European Banking*, Palgrave Macmillan, London 2009.
- Montoriol-Garriga J., *Bank mergers and lending relationships*, Working Paper no 934, European Central Bank, Frankfurt 2008.
- Ongena S., Penas M.F., *Bondholders' wealth effects in domestic and cross-border bank mergers*, „Journal of Financial Stability” 2009 no 5.
- Schmid M.M., Walter I., *Do financial conglomerates creates or destroy economic value?*, „Journal of Financial Intermediation” 2009 no 18.
- Sudarsanam S., *Creating value from mergers and acquisitions. The challenges*, Pearson Education Limited, Essex 2010.
- Top 1000 World Banks*, „The Banker”, July 2010.
- Thomson Reuters, *Mergers and Acquisitions Review*, za lata 2006-2010; www.thomsonone.com.

CREATING VALUE IN BANK MERGERS AND ACQUISITIONS

Summary: The paper is focused on the financial perspective of bank mergers and acquisitions. A commonly used indicator of the success is the increase of value for shareholders. However, the analysis of the sources of value creation (or its transfer) should be extended to other stakeholders, including employees, customers, competitors, bondholders, and also the state, since some gains obtained by merging banks result from increasing their market power, and – depending on the market structure – can have harmful effects on different stakeholders. Considering the last financial crisis, special attention should be drawn to the bank mergers aimed at achieving the status “too-big-to-fail”. In these cases, the value created by the merger turned out to be at the expense of the government, put at risk of the potential bailout.