

Malwina Szczepkowska
Uniwersytet Szczeciński
Instytut Ekonomiki i Organizacji Przedsiębiorstw
Zakład Ekonomiki Przedsiębiorstwa

PRZEJĘCIA I POŁĄCZENIA NA RYNKU NARODOWYCH FUNDUSZY INWESTYCYJNYCH

1. Wprowadzenie

Postępujący w ostatnich latach proces globalizacji gospodarki oraz związana z tym ekspansja firm ponadnarodowych na rynki światowe znacząco wpłynęły na powstawanie aliansów strategicznych oraz przyczyniły się do zintensyfikowania zjawisk fuzji i przejęć. Połączenia i przejęcia przedsiębiorstw są reakcją obronną tychże podmiotów na coraz silniejszą globalną konkurencję oraz gwałtowny postęp technologiczny. Ich głównym celem jest uzyskanie przewagi konkurencyjnej, jakiej nie byłoby w stanie osiągnąć przedsiębiorstwa pojedynczo (efekt synergii) lub poprzez tradycyjne formy współpracy między podmiotami.

W Polsce procesy łączenia i przejęcia przedsiębiorstw nie są nowym zjawiskiem, choć ich znaczenie zdecydowanie wzrosło po roku 1989 wraz ze zmianą systemu gospodarczego. Procesy te zostały zainicjowane przez holdingi powstałe na bazie central handlu zagranicznego oraz firmy polonijne. Obecnie uczestniczą w nich niemal wszystkie podmioty funkcjonujące na rynku: przedsiębiorstwa krajowe i zagraniczne, banki czy też fundusze inwestycyjne. Przedsiębiorstwa, które mogą być przedmiotem przejęcia, na polskim rynku jest znacząca liczba. Są to przedsiębiorstwa państwowe, czy jednoosobowe spółki Skarbu Państwa, które dążą do prywatyzacji, czy różnego typu holdingi, grupy kapitałowe, które planują poszerzyć swoją działalność albo „oczyszczyć się” ze zbędnej działalności¹. Do tej grupy zaliczyć również można Narodowe Fundusze Inwestycyjne, które są specjalnym tworem stworzonym na potrzeby powszechnej prywatyzacji. Procesy przejęć i połączeń realizowane w ramach NFI miały przede wszystkim charakter działań restrukturyzacyjnych choć często podyktowane były potrzebami finansowymi.

2. Fuzje i przejęcia – podstawowe pojęcia

W języku angielskim, w którym literatura na temat fuzji i przejęć jest najobszerniejsza, najczęściej używa się ogólnego terminu Mergers & Acquisitions (M&A). Istnieje wiele, różnorodnych definicji tych terminów. Fuzją zazwyczaj określa się połączenie dwóch (lub więcej), początkowo niezależnych podmiotów, które w wyniku zawartej umowy tworzą nowy podmiot. Cechą charakterystyczną tego procesu jest dobrowolne działanie partnerów. Mianem fuzji w polskiej terminologii określa się łączenie bądź połączenie przedsiębiorstw. Procesy te mogą mieć dwojaki charakter: jeśli

¹ Por. B. Haus, Fuzje i przejęcia w NFI, w: Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym, pr. zb. pod red. J. Duraja, KAiSP UŁ, Łódź 2000, s. 16.

w wyniku połączenia z dwóch niezależnych bytów prawnych pozostaje jeden, można mówić o inkorporacji bądź wcieleniu ($A+B=A$ (lub B)). W sytuacji natomiast, gdy obie łączące się jednostki tracą osobowość prawną, a zamiast nich z połączonych majątków i kapitałów powstaje nowe przedsiębiorstwo, to proces ten nazywa się konsolidacją ($A+B=C$). Można powiedzieć, że konsolidacja jest szczególną odmianą fuzji, przy czym odnosi się do sytuacji, gdy siła obu podmiotów jest względnie równa. Gdy siła ekonomiczna łączących się stron jest nierówna, co oznacza, że silniejszy wchłania słabszego mamy do czynienia z fuzją².

Przez przejęcie należy rozumieć zdobycie kontroli przez przedsiębiorstwo (najczęściej silniejsze ekonomicznie) nad innym poprzez nabycie jego akcji w takiej liczbie aby uzyskać nad nim kontrolę. Dotychczasowi akcjonariusze nabytego podmiotu tracą niezależność na rzecz kontroli kapitałowej objętej przez spółkę nabywającą. Transfer kontroli może nastąpić przez:

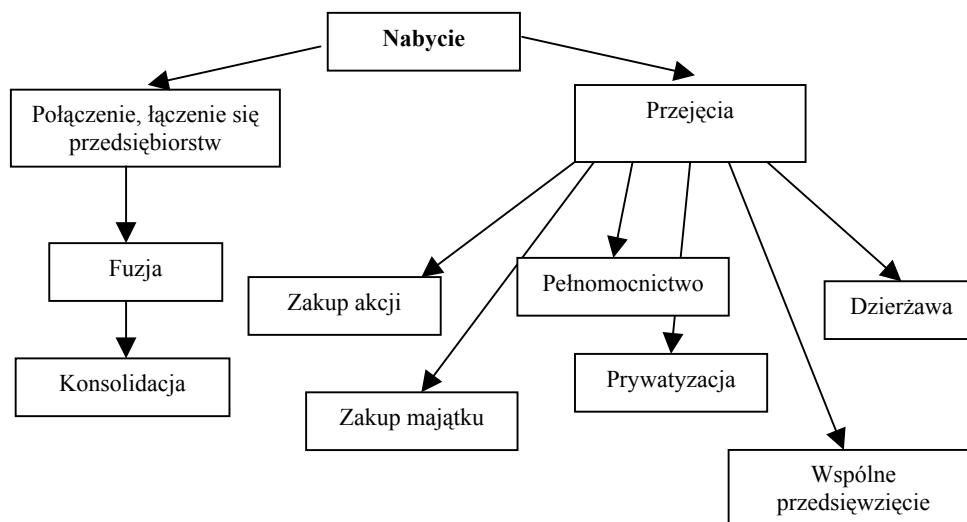
- zakup akcji/udziałów,
- zakup majątku (aktywów),
- uzyskanie pełnomocnictwa, które umożliwia uzyskanie większościowego prawa głosu na walnym zgromadzeniu,
- prywatyzację, gdy mała grupa inwestorów (zwykle kierownictwo danego przedsiębiorstwa oraz inwestorzy z zewnątrz) wykupuje akcje notowane na giełdzie i przejmuje kontrolę nad podmiotem,
- dzierżawę z uprawnieniami do otrzymania prawa głosu na walnym zgromadzeniu,
- wspólne przedsięwzięcie polegające na tym, że z wydzielonych przez obu partnerów aktywów tworzy się wspólne przedsiębiorstwo, przy czym jeden z nich obejmuje pozycję akcjonariusz większościowego co do prawa głosu.

Wspólną cechą wszystkich form przejęcia, w odróżnieniu od połączeń, fuzji i konsolidacji, jest fakt, iż wchłaniane przedsiębiorstwa nie tracą podmiotowości prawnej. Przejęcie może stanowić pierwszy etap pełnego zespolenia interesów podmiotów realizowanych w formie fuzji czy konsolidacji.

Rozgraniczone znaczeniowo grupy działań polegających na połączeniach lub łączeniu się przedsiębiorstw i przejmowaniu kontroli dają się zagregować w jedną wspólną rodzinę procesów, które można określić mianem nabycia. Przez nabycie należy zatem rozumieć fuzję, a w ich ramach konsolidację oraz wszelkie formy przejęć³. Zależności pojęciowe prezentuje rysunek 1.

² Por. Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw, pr. zb. pod red. W. Frąckowiaka, PWE, Warszawa 1998, s. 18-21.

³ Por. Fuzje i przejęcia ..., op. cit., s. 22, także P.J. Szczepankowski, Fuzje i przejęcia, PWN, Warszawa 2001, s. 25 – 27.



Rysunek 1. Formy nabycia przedsiębiorstw

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw, pr. zb. pod red. W. Frąckowiaka, PWE, Warszawa 1998, s. 22.

Motywy, które skłaniają właścicieli przedsiębiorstwa do fuzji lub przejęć można ogólnie podzielić na cztery grupy:

1. Techniczne i operacyjne, czyli dążenie do zwiększenia efektywności działania przedsiębiorstwa.
2. Rynkowe i marketingowe, chęć zwiększenia siły rynkowej przedsiębiorstwa-nabywcy.
3. Finansowe, to najczęstsze motywy skłaniające firmy do podjęcia decyzji o fuzji lub przejęciu. Menedżerowie oczekują, iż w wyniku tych procesów nastąpi polepszenie sytuacji finansowej przedsiębiorstw uczestniczących w nabyciu, lub też w ocenie inwestorów wzrośnie wartość rynkowa przedsiębiorstwa. Jednakże w praktyce okazuje się, iż ten najbardziej pożądaný rezultat dokonuje się dość rzadko. W przypadku 11 z 20 największych fuzji w 2000 r. w rok od ogłoszenia transakcji notowania kursów akcji nowo powstałych przedsiębiorstw spadły, a w przypadku 12 obniżyły się również w porównaniu do konkurencyjnych firm⁴.
4. Menedżerskie - kadra kierownicza, zwłaszcza najwyższego szczebla ma wiele powodów, szczególnie osobistych, aby angażować się w procesy fuzji i przejęć. Otrzymują oni ogromne premie i dodatkowe wynagrodzenia za przeprowadzone fuzje.

Szczegółową charakterystykę każdej z grup motywów skłaniających do podjęcia decyzji o przeprowadzeniu fuzji bądź przejęcia prezentuje tabela 1.

⁴Więcej na ten temat zob. Krach gigantów, „Newsweek” 07.07.2002, s. 35-37.

Tabela 1

Motywy nabywcy w procesie fuzji i przejęć przedsiębiorstw

Grupy motywów	Motywy szczegółowe
Motywy techniczne i organizacyjne	<ol style="list-style-type: none"> 1. Zwiększenie efektywności zarządzania 2. Pozyskanie bardziej efektywnego kierownictwa – Usunięcie nieefektywnego kierownictwa 3. Synergia operacyjna – Korzyści skali, – Komplementarność zasobów i umiejętności, – Ograniczenie kosztów transakcyjnych, – Korzyści integracji technicznej.
Motywy rynkowe i marketingowe	<ol style="list-style-type: none"> 1. Zwiększenie udziału w rynku 2. Zwiększenie wartości dodanej 3. Wylimitowanie konkurencji 4. Komplementarność produktów i/lub rynków 5. Dywersyfikacja ryzyka 6. Wejście w nowe obszary działalności
Motywy finansowe	<ol style="list-style-type: none"> 1. Wykorzystanie funduszy nadwyżkowych 2. Zwiększenie zdolności zadłużenia 3. Przejęcie gotówki 4. Obniżenie kosztu kapitału 5. Korzyści podatkowe 6. Niedoszacowanie wartości nabywanej firmy – Niedoszacowanie przez rynek kapitałowy – Doskonalsza wycena przez nabywcę
Motywy menedżerskie	<ol style="list-style-type: none"> 1. Wzrost wynagrodzeń kierownictwa 2. Zrost prestiżu i władzy 3. Zmniejszenie ryzyka zarządzania 4. Zwiększenie swobody działania

Źródło: Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw, pr. zb. pod red. W. Frąckowiaka, PWE, Warszawa 1998, s. 23.

Z punktu widzenia sprzedawcy również występuje wiele interesujących przyczyn, które skłaniają do pozbycia się przedsiębiorstwa. Motywami sprzedaży mogą być następujące⁵:

- ponoszenie strat i nie radzenie sobie z przedsięwzięciem,
- reorganizacja, restrukturyzacja, prywatyzacja,
- zapotrzebowanie na środki finansowe dla inwestowania w inne przedsięwzięcia,
- chęć ograniczenia działalności,
- chęć niedopuszczenia do wrogiemu przejęcia,
- możliwość zarobienia na sprzedaży przedsiębiorstwa,
- przymus administracyjny.

Dezinwestycje, czyli wyzbycie się przedsiębiorstwa, lub jego części, z reguły traktowane są jako oznaka niepowodzenia. Okazuje się jednak, że przemyślane ich przeprowadzenie może przynieść firmie sprzedającej istotne korzyści jako element restrukturyzacji jej działalności. Dzięki wyzbyciu się części aktywów przedsiębiorstwo

⁵ Por. J. C. Hooke, Fuzje i przejęcia, „Liber”, Warszawa 1998, s. 11-15.

może się skupić na prowadzeniu działalności podstawowej i w ten sposób dążyć do osiągnięcia sukcesu rynkowego. Szczegółowe motywy sprzedawcy w procesie fuzji i przejęć prezentuje tabela 2.

Tabela 2
Motywy sprzedawcy w procesie fuzji i przejęć przedsiębiorstw

Grupy motywów	Motywy szczegółowe
Motywy finansowe	<ol style="list-style-type: none"> 1. Straty finansowe przedmiotu dezinvestycji 2. Reorganizacja portfela inwestycyjnego 3. Dywersyfikacja portfela inwestycyjnego 4. Zamiana na gotówkę 5. Wyjście z inwestycji po zrealizowaniu celów 6. Korzystniejsze warunki działania dla mniejszych firm 7. Uzyskanie wyższej ceny za aktywa niż ich wartość dla obecnych właścicieli 8. Likwidacja 9. Oferta odkupu z premią lub odsprzedaży na korzystnych warunkach 10. Wzrost wartości akcji na rynku kapitałowym
Motywy strategiczne	<ol style="list-style-type: none"> 1. Pozbycie się niepotrzebnych lub niedopasowanych aktywów 2. Pozyskanie pożądanego partnera biznesowego 3. Obrona przed wrogim przejęciem 4. Ograniczone możliwości samodzielnego rozwoju 5. Poprawa pozycji konkurencyjnej
Motywy administracyjne	– Nakaz sprzedaży wydany przez organy państwa, np. antymonopolowe
Motywy menedżerskie	<ol style="list-style-type: none"> 1. Nowe stanowiska kierownicze 2. Większa swoboda działania

Źródło: Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw, pr. zb. pod red. W. Frąckowiaka, PWE, Warszawa 1998, s. 23.

3. Rozwój fuzji i przejęć przedsiębiorstw na świecie i w Polsce

Fale fuzji i przejęć pojawiają się w różnych latach i trwają niejednokrotnie przez dłuższy czas, przebiegają zatem nierównomiernie. Na największą skalę procesy te dokonują się w USA, gdzie wyróżnić można następujące fale: pierwsza przebiegała w latach 1897 – 1904; druga to lata 1916 – 1929; trzecia realizowana w okresie 1965 – 1969 a czwarta w latach 1981 – 1989.

Każda fala fuzji i przejęć, która wystąpiła w USA miała swoją specyfikę. Pierwsza fala charakteryzowała się tworzeniem monopolów, druga zaś oligopolów. Nasilenie pierwszej fali fuzji miało miejsce pod koniec XIX wieku. W tym czasie w Stanach Zjednoczonych doszło do wielu fuzji poziomych, spowodowanych chęcią zdobycia

pozycji monopolistycznej. Powstały wówczas wielkie przedsiębiorstwa przemysłowe znane do dziś, jak: US Steel Corporation, American Tobacco Company czy Standard Oil of New Jersey (przemianowane w roku 1971 na Exxon). Wydaje się, że z tych powodów ta fala fuzji była najistotniejsza, gdyż w dużym stopniu ukształtowała strukturę przemysłu Stanów Zjednoczonych. Pierwszą falę zahamowały regulacje amerykańskiego Sądu Najwyższego, zakazujące tworzenia monopolu przez transakcje połączenia i przejęcia. Podczas drugiej fali zaczęły dominować fuzje oligopolistyczne, przeważał model kilku dominujących korporacji, które wytwarzały większość produkcji danej branży (tzw. wielkie trójki, wielkie czwórki). W owym czasie powstały takie giganty jak: General Motors, John Deere, United Carbide Corporation. Wielki kryzys, który nastąpił w latach 1929 – 1932 spowodował załamanie się procesów fuzji i przejęć.

Trzecia fala pojawiła się pod wpływem liberalizacji rynków, procesy łączeń i przejęć systematycznie wzrastały do 1969 roku, aby w 1970 roku nastąpił ich spadek. Okres ten nazywano erą konglomeratów. Większość procesów realizowanych było w formie fuzji bądź przejęć konglomeratowych, zwykle w celu dywersyfikacji ryzyka⁶.

W latach osiemdziesiątych głównym motywem również była konglomeracja przedsiębiorstw. Udział tego typu transakcji w ogółem realizowanych procesach wynosił 80%. Piąta fala jest w zasadzie kontynuacją czwartej. Ma różnorodny charakter, choć wiele przejęć dokonuje się z wykorzystaniem Management By Out. Radykalny wzrost fuzji i przejęć zaobserwować można dopiero w drugiej połowie lat dziewięćdziesiątych i początku XXI wieku. Wydaje się, że głównym motywem jest postępujący proces globalizacji, dokonujący się nie tylko na rynku USA, ale i światowym⁷. Łączna wartość przejęć i fuzji na świecie osiągnęła w 2000 roku 3,4 bln dolarów⁸. Charakterystykę oraz motywy przejęć i fuzji w każdym z okresów prezentuje tabela 3.

Tabela 3

Okresy narastania fali fuzji oraz przejęć

Okres	Główne motywy	Liczba transakcji
1897 – 1904	Tworzenie monopolu w okresie przyspieszenia rewolucji przemysłowej	1300
1916 – 1929	Ustawy antymonopolowe skłaniają do integracji pionowej	1280
1965 – 1969	Połączenia pod wpływem liberalizacji rynków	5920
1984 – 1989	Strategia dywersyfikacji i tworzenia konglomeratów	3000
Od 1993	Globalizacja, podnoszenie kursu akcji, wykorzystanie internetu	9220 (dane do roku 2000)

Źródło: G. Gierszewska, B. Wawrzyniak, Globalizacja. Wyzwania dla zarządzania strategicznego, Poltext, Warszawa 2001, s. 31.

Jak pokazują badania, zakończenie fuzji bądź przejęcia sukcesem, wcale nie jest łatwe. Wiele międzynarodowych agencji doradczych przestrzega, że ok. 2/3 transakcji

⁶ Por. Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw, pr. zb. pod red. W. Frąckowiaka, PWE, Warszawa 1998, s. 41-47.

⁷ Por. B. Haus, Fuzje i przejęcia..., op. cit., s. 16-18.

⁸ Por. Krach gigantów, „Newsweek” 07.07.2002, s. 35-37, na temat fuzji szerzej w: G. Stonehouse, J. Hamill, P. Cambell, T. Purdie, Globalizacja. Strategia i zarządzanie, Felberg SJA, Warszawa 2001, s. 269-281.

kończy się porażką. W 1997 roku w USA doszło do rekordowej liczby 8000 realizowanych procesów. Jednakże połowa transakcji przyniosła w efekcie spadek stopy zwrotu kapitału w stosunku do osiąganego przed fuzją bądź przejęciem. Jedynie 17% transakcji było udanych i przyniosło znaczący wzrost wskaźnika zwrotu na kapitale, a 33% przyniosło neutralne efekty⁹. Od 60 do 80% wszystkich połączeń przynosi rozczarowania, a prawie 60% ma w sumie negatywne następstwa, oświadczył na Światowym Forum Gospodarczym w Davos (styczeń 2000 roku) szef amerykańskiej firmy konsultingowej A.T. Kearney. Menedżerowie znają powyższe badania, mają jednak nadzieję, że ich firma znajdzie się wśród tej 1/3 przypadków transakcji przynoszących pożądane efekty¹⁰. Według badań przeprowadzonych przez amerykańskie czasopismo „Fortune” kluczowe powody niepowodzeń fuzji i przejęć wynikają przede wszystkim z¹¹:

- przeszacowania synergii kosztowych lub przychodowych,
- braku wizji silnego przywództwa,
- braku koncentracji na wzroście wartości firmy,
- odejścia kluczowych menedżerów lub specjalistów,
- słabej kompatybilności kulturowej organizacji,
- niewłaściwego tempa procesu integracji,
- braku koncentracji na procesie i wyborze właściwego momentu transakcji.

Fuzje i przejęcia są na rynku polskim nowym zjawiskiem, które pojawiło się wraz z transformacją systemu ekonomicznego. Przed rokiem 1990 przedsiębiorstwa również były przedmiotami połączeń i podziałów, jednakże działo się to w warunkach gospodarki centralnie planowanej. Decyzje podejmowane były poza przedsiębiorstwami, na szczeblach administracji państwowej i z reguły nie kierowano się względami efektywności ekonomicznej tych transakcji. Fuzje i przejęcia występujące w Polsce związane są z procesami prywatyzacyjnymi, gdy nabycie wiąże się z przejęciem własności i kontroli nad innym przedsiębiorstwem. Transakcje te dotyczą zwłaszcza kapitałowej ścieżki prywatyzacji, gdzie następuje sprzedaż pakietu akcji/udziałów, najczęściej kontrolnego w celu pozyskania inwestora strategicznego. Tak więc nabywanie polskich przedsiębiorstw dokonuje się przede wszystkim przez uczestnictwo w prywatyzacji, w której udział biorą zarówno inwestorzy polscy jak i zagraniczni.

Innym przykładem procesów są dezinwestycje, czyli transakcje związane z likwidacją i sprzedażą części aktywów, które są charakterystyczne dla restrukturyzowanych przedsiębiorstw. W ich wyniku podmioty pozbywają się majątku produkcyjnego, jak i nieprodukcyjnego, lub wręcz likwidują niektóre obszary działalności. Typowe przejęcia, takie jakie występują na Zachodzie, zdarzają się w Polsce rzadziej. Najczęstsze przykłady spotkać można w sektorze finansowym, gdzie duże banki nabywają mniejsze, mające kłopoty finansowe. Przykładem transakcji takiego typu jest przejęcie PBI przez Kredyt Bank oraz powstanie Grupy PEKAO S.A. Klasycznymi przykładami fuzji jest połączenie POLIFARB-u Cieszyn z POLIFAR-bem Wrocław oraz powstanie PKN Orlen z połączenia CPN-u i Petrochemii Płock.

⁹ Dane pochodzą z opracowania An integrated Approach to Growth Strategy Development and Implementation przygotowanego przez Ernst&Young w czerwcu 1998 roku, za: J. Pieniak, Łączenie organizmów, „Manager” 1999, nr 2, s. 19-20.

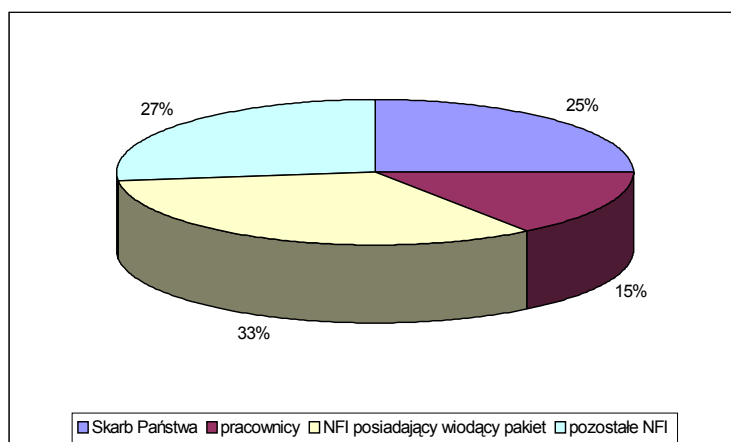
¹⁰ Por. Rekordowa fala połączeń przedsiębiorstw, „Zarządzanie na Świecie” 2000, nr 5, s. 10.

¹¹ Por. J. Pieniak, Łączenie organizmów, „Manager” 1999, nr 2, s. 19, więcej na temat czynników powodzenia procesów łączenia i przejęć przedsiębiorstw w: E. Knap, Determinanty powodzenia transakcji fuzji i przejęć, „Ekonomika i Organizacja Przedsiębiorstwa” 2001, nr 11, s. 19 – 28.

Inni uczestnicy rynku fuzji i przejęć to inwestorzy zagraniczni i krajowi, banki, fundusze inwestycyjne, oraz były centrale handlu zagranicznego. Przyszłość rynku łążeń i przejęć przedsiębiorstw w Polsce i jego potencjał rozwojowy zależy będzie od popytu na koncentrację i kooperację między przedsiębiorstwami, podaży kapitału oraz przyjaznego środowiska dla tego typu transakcji. Dotychczasowa specyfika tego rynku wynika z dokonującej się transformacji gospodarczej, w przyszłości rynek ten przejmą transakcje zwierane pomiędzy podmiotami prywatnymi, tak jak ma to miejsce w rozwiniętych gospodarkach zachodnich¹².

4. Przekształcenia własnościowe w Narodowych Funduszach Inwestycyjnych

Program Narodowych Funduszy Inwestycyjnych został opracowany, aby umożliwić, za niewielką opłatą, udział społeczeństwa w prywatyzowaniu majątku narodowego. Jednocześnie starano się przyspieszyć procesy prywatyzacyjne w przedsiębiorstwach włączonych do programu poprzez ich restrukturyzację przy pomocy zaangażowanych firm zarządzających¹³. Do programu włączono 512 spółek wniesionych do 15 NFI w czterech transzach (losowaniach) na przestrzeni ponad dwóch lat (1993-1995). Zgodnie z ustawą o NFI 15% akcji zostało nieodpłatnie przekazane pracownikom, 25% akcji zachował Skarb Państwa jako rezerwę, do podziału zostało zatem 60% akcji. Fundusz wiodący obejmował jako pakiet większościowy 33% akcji a reszta, czyli 27% podzielono jako pakiety mniejszościowe (po 1,93%) pomiędzy pozostałe fundusze. Strukturę akcjonariatu spółek uczestniczących w programie NFI przedstawia rysunek 2.



Rysunek 2 Struktura akcjonariatu spółek po wniesieniu do programu NFI

Źródło: opracowanie własne

¹² Por. Fuzje i przejęcia..., op. cit., s. 48-52, także P. Pomykalski, Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw w krajach rozwijających się, „Ekonomika i Organizacja Przedsiębiorstwa” 1999, nr 2, s. 23-25, B. Kozyra, Fuzja lub przejęcie jako jedna z form zakończenia aliansów strategicznych, s. 33-43, w: Alianse strategiczne przedsiębiorstw, pod red. K. Kowalskiej, WSB, Dąbrowa Górnicza 2000.

¹³ Szerzej na ten temat w: M. Szczepkowska, Funkcjonowanie przedsiębiorstw ramach grup kapitałowych na przykładzie NFI, materiały konferencyjne V Konferencji Naukowej Młodych Naukowców – Przemiany i perspektywy polskiej gospodarki, Sopot, 13-15.06.2002, również A. Kostrz-Kostecka, Program NFI. Vademecum, Twigger-Rzeczpospolita, Warszawa 1995, tej samej autorki: NFI na giełdzie, Presspublica, Warszawa 1997.

Alokacja, czyli proces wyboru spółek poprzez poszczególne fundusze, był to jeden z najważniejszych etapów programu. Przesądził on bowiem o składzie portfela i znacząco zróżnicował sytuację samych funduszy. Te z nich, które na początku uzyskały lepsze spółki, miały dużo lepszą pozycję wyjściową niż pozostałe fundusze i szybko uwidoczniło się to w ich wynikach finansowych.

W początkowym okresie funkcjonowania NFI, poza rozwiązywaniem samych problemów związanych z działaniem, NFI zajęły się przeprowadzaniem działań restrukturyzacyjnych w spółkach znajdujących się w ich portfelach. Skoncentrowano się na spółkach o trudnej lub bardzo trudnej sytuacji ekonomiczno-finansowej, gdzie dokonano działań nie wymagających zaangażowania kapitałowego. Restrukturyzacja prosta dokonana w tych podmiotach polegała głównie na negocjowaniu warunków wszczęcia bankowego postępowania ugodowego, renegecjonowaniu warunków zawartych ugód bankowych, negocjowaniu warunków umów z wierzycielami, poszukiwaniu inwestorów krajowych i zagranicznych, wprowadzeniu inwestorów branżowych, wprowadzeniu nowoczesnych metod zarządzania, racjonalizacji zatrudnienia, czy sprzedaży zbędnego majątku nieprodukcyjnego. Wniesienie tych samych przedsiębiorstw, o różnych udziałach, do wszystkich funduszy oraz ograniczona płynność portfela narzucała w początkowym okresie podobne działania każdego z funduszy. Po roku 1997 zaczęły występować jednak wyraźne różnice w strategiach przyjętych przez poszczególne NFI. W miarę posiadanych środków kapitałowych fundusze angażowały się w wybrane spółki swojego portfela. NFI poszukiwały kapitałów poprzez odsprzedawanie części akcji lub też w wyniku zaciągania kredytów albo też emisji obligacji¹⁴.

Efektom działania funduszy była również konsolidacja pakietów mniejszościowych, przeprowadzona w październiku 1996 roku. Wzięło w niej udział 6 funduszy: V NFI S.A. Victoria, VI NFI S.A. Magna Polonia, VIII NFI S.A. Octavia, X NFI S.A. Foksal, XI NFI S.A. i XII NFI S.A. Piast, a przedmiotem były akcje tych spółek (162 podmioty), dla których w/w fundusze pełniły rolę funduszy wiodących. Fundusze uczestniczące w transakcji powiększyły rozmiary 27 pakietów mniejszościowych (dwa z NFI w 28 pakietach) do poziomu 9,64%, co zmieniło strukturę portfeli poszczególnych funduszy. Choć podczas konsolidacji każdy z NFI starał się wybierać akcje przedsiębiorstw należących do branż, w których posiadał już pakiety większościowe akcji, konsolidacja nie wpłynęła w istotny sposób na zarządzanie spółkami. Pozwoliła na zwiększenie wpływu na ich funkcjonowanie ale przyniosła również większe ryzyko inwestycyjne posiadania podmiotów w portfelu¹⁵. Do kolejnej, choć już o dużo mniejszym zakresie, konsolidacji pakietów akcji spółek portfelowych doszło w lutym 1998 roku.

Drogą prowadzącą do wzmocnienia pozycji rynkowej funduszy było wprowadzanie do spółek portfelowych inwestorów strategicznych. Funduszami, które najbardziej zaangażowały się w ten proces były NFI Progres i NFI Piast po 21 sprzedanych przedsiębiorstwach, a najmniej sprzedał VII NFI – 6 przedsiębiorstw. W sumie do końca 2000 roku fundusze sprzedały 251 przedsiębiorstw, 10 uległo likwidacji 34 ogłosiło upadłość. Likwidacje i bankructwa objęły zatem blisko 9% przedsiębiorstw wniesionych do programu. Była to kolejna z dróg prowadząca do poprawienia kondycji finansowej funduszy – skuteczne wyzbywanie się nierentownych spółek przynoszących

¹⁴ Por. M. Bojańczyk, Program NFI- wydano ogromne pieniądze, stracono kolejne szansę, „Boss Gospodarka” 2002, nr 6, s. 20-26.

¹⁵ Por. M. Bałtowski, Prywatyzacja przedsiębiorstw państwowych, PWN, Warszawa 2002, s. 212-213.

jedynie starty a pozostawienie w portfelu firm o dobrej sytuacji ekonomicznej. Sytuację przedsiębiorstw portfelowych w poszczególnych funduszach przedstawia tabela 4.

Tabela 4
Działania podjęte w stosunku do przedsiębiorstw portfelowych przez poszczególne fundusze (stan na koniec 2000 roku)

NFI	Sprzedaż	Likwidacja	Upadłość	Razem
I NFI	19	3	2	24
II NFI	12	0	4	16
III NFI	19	0	6	25
IV NFI Progres	17	2	0	19
V NFI Victoria	19	1	0	20
VI NFI	20	0	3	23
VII NFI	6	0	5	11
VIII Octavia	18	3	2	23
IX NFI Kwiatkowski	17	0	3	20
X NFI Foksal	10	0	1	11
XI NFI	17	0	5	22
XII NFI Piast	21	0	0	21
XIII NFI Fortuna	21	1	1	23
XIV NFI Zachodni	19	0	1	20
XV NFI Hetman	16	0	1	17
Razem	251	10	34	295

Źródło: raport MSP, zasoby internetu, www.mst.gov.pl

Od początku funkcjonowania programu NFI pakiety akcji należące do Skarbu Państwa sprzedano w 115 spółkach. Nadal więc państwo posiada pakiety mniejszościowe w blisko 400 przedsiębiorstwach. Najwięcej spółek sprzedano w I NFI – 12 a najmniej w VII NFI, dwa przedsiębiorstwa¹⁶. Charakterystykę głównych udziałowców w każdym z funduszy prezentuje tabela 5.

Tabela 5
Udział głównych akcjonariuszy w kapitale zakładowym poszczególnych funduszy (stan na koniec 2001 roku)

Akcjonariusze	I NFI	II NFI	IV NFI	V NFI	VI NFI	VII NFI	VIII NFI
Deutsche Bank	16,67%	11,92%				6,45%	5,06%
Skarb Państwa	14,88%	15%	15%	15%	15%	15%	16,12%
PZU S.A.		18,35%	21,34%				
Raiffeisen Bank			14,76%				
BRE Bank S.A.	11,90%			14,97%			
NIF Found Holdings					24,67%		19,80%
AIB					23,81%		
Bank Pekao S.A.		5,14%					

¹⁶ Por. Dynamika przekształceń własnościowych, nr 51, MSP, Warszawa 2001, s. 88-89.

Akcjonariusze	IX NFI	X NFI	XII NFI	XIII NFI	XIV NFI	XV NFI	NFI Jupiter*
Deutsche Bank		5,16%		5,11%	14,25%		
Skarb Państwa	15%	15%	16,12%	15%	15%	14,77%	14,33%
PZU S.A.	21,71%						
Raiffeisen Bank							
BRE Bank S.A.				9,91%			
NIF Found Holdings			14,62%				
AIB							
Bank Pekao S.A.	5,35%						32,43%

* III+XI NFI

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych dostępnych na stronach internetowych każdego z funduszy.

Najbardziej pożądaną drogą wzmocnienia pozycji rynkowej jest łączenie dwóch lub więcej słabych funduszy w jeden silniejszy podmiot, który poprzez efekt synergii jest w stanie sprostać sytuacji na rynku a także konkurencji. Pierwszą fuzją na rynku NFI było połączenie III NFI i XI NFI w wyniku której powstał NFI Jupiter, zarejestrowany w grudniu 2000 r. Łączenie funduszy przyczynia się do znacznego obniżenia kosztów operacyjnych, a przede wszystkim bardzo wysokich kosztów związanych z zarządzaniem funduszami (wynagrodzenia przyznawane firmom zarządzającym). Fuzje mogą sprzyjać bardziej efektywnemu zarządzaniu portfelem, a także powodują większe zainteresowanie inwestorów instytucjonalnych dzięki wzrostowi aktywów¹⁷.

Kilka z funduszy przyjęło strategię koncentrowania się na pewnej branży np. obejmując kilka przedsiębiorstw skupionych wokół Próchnika lub przemysłu części samochodowych. Te działania wskazywały, że część z funduszy ma zamiar zarządzać spółkami w formie grup kapitałowych. Niekiedy taka działalność miała na celu korzystniejszą sprzedaż podległych spółek. Inne fundusze przyjmują za cel przekształcenie się w zwykłe fundusze inwestycyjne, gdzie skupianie inwestycji na wybranych branżach może wystąpić, choć nie ma znaczenia dla celu działania funduszy.

5. Podsumowanie

Narodowe Fundusze Inwestycyjne od początku ich powołania były strukturą hybrydową, łączącą w sobie funkcje kilku instytucji stosowanych w gospodarkach rynkowych, jak: fundusze venture capital, fundusze inwestycyjne zamknięte czy grupy kapitałowe. Po początkowej realizacji zadań dla wszystkich funduszy uniwersalnych, następowało różnicowanie strategii przyjętych przez poszczególne fundusze oraz metod zarządzania nimi. Procesy łączeń i przejęć miały miejsce w NFI i były realizowane zarówno ze względu na potrzebę poszukiwania środków kapitałowych, jak i konieczność przeprowadzania działań restrukturyzacyjnych w spółkach portfelowych. Słabe spółki uległy likwidacji bądź poddawane były procesom upadłości. Inne stały się przedmiotem transakcji kupna-sprzedaży, aby fundusze mogły powiększyć swoje udziały w nich, lub

¹⁷ Raport MSP o prywatyzacji przedsiębiorstw w 2000 roku, zasoby internetu, www.mst.gov.pl/publik/raport2000/rozdz_2.html, s.8.

też uzupełnić brakujące ogniwa w tworzonych układach branżowych¹⁸. W wyniku tych transakcji nastąpiła poprawa pozycji konkurencyjnej wielu przedsiębiorstw, choć nie ma pewności, czy te same efekty uzyskano by bez zastosowania programu NFI. Również zauważalne są osiągnięcia w restrukturyzacji większości spółek portfelowych. Jednakże przy uwzględnieniu kosztów m.in. doradztwa, okazałoby się zapewne, że te same rezultaty można było uzyskać przy mniejszych kosztach¹⁹. Błędna wydaje się metoda alokacji spółek do funduszy poprzez losowanie, czego konsekwencją był np. brak koncentracji sektorowej „nadrabiany” w późniejszym czasie przez niektóre fundusze. Różna była również pozycja wyjściowa poszczególnych funduszy, gdyż w swoim portfelu posiadały spółki o zróżnicowanej kondycji ekonomicznej. To, co może jeszcze budzić zastrzeżenia w programie NFI to struktura akcjonariatu. Pakiet wiodący, dający prawo 33% głosu, był niewystarczający do podejmowania istotnych decyzji, a pakiety mniejszościowe, niespełna dwuprocentowe, nie dawały odpowiednich możliwości w śledzeniu sytuacji spółek. Ta sytuacja doprowadziła do kilku faz konsolidacji tych pakietów, ale i spowodowała poniesienie dodatkowych kosztów m.in. na analizy²⁰.

¹⁸Por. B. Haus, *Fuzje i przejęcia...*, op. cit., s. 24.

¹⁹Por. M. Romanowska, M. Trocki, B. Wawrzyniak, *Grupy kapitałowe w Polsce*, Difin, Warszawa 2000, s. 478-480.

²⁰Por. M. Bojańczyk, *Program NFI- wydano ...*, op. cit., s. 25-26.