

D E B I U T Y   S T U D E N C K I E

2023

---

# EKONOMIA

pod redakcją

**Bożeny Borkowskiej**



Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu  
Wrocław 2023

Recenzja

*Wawrzyniec Michalczyk*

Redakcja wydawnicza

*Agata Wójcicka-Kołodziej*

Korekta

*Barbara Łopusiewicz*

Skład i łamanie

*Małgorzata Myszkowska*

Projekt okładki

*Beata Dębska*

Na okładce wykorzystano zdjęcie z zasobów 123rf

Praca opublikowana na licencji Creative Commons Uznanie autorstwa

Na tych samych warunkach 4.0 Międzynarodowe (CC BY-SA 4.0).

Skrócona treść licencji na <https://creativecommons.org/licenses/by-sa/4.0/deed.pl>



ISBN 978-83-67899-04-8 (wersja papierowa)

ISBN 978-83-67899-05-5 (wersja elektroniczna)

DOI: 10.15611/2023.05.5

Druk i oprawa: TOTEM

**Paulina Ogórek**

e-mail: paulina.ogorek16@gmail.com

ORCID: 0009-0005-6158-5465

Uniwersytet Ekonomiczny we Wrocławiu

## **Przesłanki fuzji i przejęć przedsiębiorstw: studium przypadków**

DOI: 10.15611/2023.05.5.09

JEL Classification: G34

**Streszczenie:** Za cel pracy przyjęto wskazanie motywów towarzyszących przedsiębiorstwom przy podejmowaniu decyzji o fuzjach i przejęciach i związanych z nimi strategicznych przesłankach, elementach procesu realizacji transakcji oraz jej skutków. Analiza została przeprowadzona na podstawie teorii kosztów transakcyjnych O.E. Williamsona, teorii efektu synergii i ekonomii skali. Artykuł zawiera istotne fragmenty i treści pracy dyplomowej autorki.

**Słowa kluczowe:** fuzja, przejęcie, transakcja

### **1. Wstęp**

Współczesne przedsiębiorstwa nieustannie poszukują sposobów na zwiększenie swojej wydajności i efektywności działań, aby w dynamicznie zmieniającym się świecie biznesu niezmiennie odnosić sukcesy. Wyzwania stawiane przed uczestnikami rynku wymagają ciągłej adaptacji i modyfikacji strategii działania. Obecnie transakcje fuzji i przejęć traktowane są jako kluczowy środek realizacji strategii wzrostu wielu firm. Rosnącej od wielu lat dynamice procesów kapitałowych połączeń przedsiębiorstw sprzyja postępująca globalizacja, liberalizacja i rozprzestrzenianie się coraz to nowych trendów na rynku.

W niniejszym artykule, określając proces integracji mianem fuzji, przyjęto, że jest to: „prawne połączenie dwóch lub większej liczby początkowo niezależnych przedsiębiorstw, odbywające się za obopólną zgodą zaangażowanych stron. W rezultacie dochodzi do powstania nowej jednostki gospodarczej lub w wyniku którego wyłącznie jeden podmiot zachowuje ciągłość funkcjonowania, tożsamość oraz osobowość prawną” (Grobelny i in., 2018, s. 20). Natomiast przejęciem nazwano „proces przejmowania kontroli, posiadania lub własności przedsiębiorstwa przez inny podmiot w wyniku nabycia udziałów w kapitale własnym. W odróżnieniu od fuzji w procesie przejęcia żaden z podmiotów nie traci tożsamości ani osobowości prawnej” (Grobelny i in., 2018, s. 20).

Celem artykułu jest identyfikacja czynników motywujących przedsiębiorstwa do podejmowania decyzji o fuzjach i przejęciach i związanych z nimi strategicznych przesłankach oraz kluczowych elementach procesu transakcyjnego. Analizę przeprowadzono na podstawie literatury przedmiotu, danych statystycznych i studium przypadków.

## 2. Motywy nabywców i sprzedawców

Fuzje i przejęcia są procesami o wysokim stopniu złożoności, tym samym decyzja o ich realizacji podejmowana jest w oparciu o zbiór przesłanek, na których czele stoi potencjalny zysk i wzrost.

Motywy połączeń traktowane są w ujęciu ekonomicznym, kiedy dominującym argumentem stają się korzyści finansowe, oraz pozaekonomicznym, gdy istotny jest transfer wiedzy, a także wzmocnienie pozycji rynkowej i konkurencyjności przedsiębiorstwa. W ramach transakcji dochodzi do rozbieżności w celach towarzyszących stronie przejmującej i przejmowanej. Motywy procesów fuzji i przejęć rozpatruje się więc odrębnie z perspektywy nabywcy oraz sprzedawcy.

Po stronie kupującego wyróżnia się cztery podstawowe grupy motywów:

- techniczne i operacyjne,
- rynkowe i marketingowe,
- finansowe,
- menedżerskie (Frąckowiak, 1998, s. 22-30).

Celem motywów technicznych i operacyjnych jest przede wszystkim wzrost efektywności funkcjonowania przedsiębiorstwa, realizowany poprzez usprawnienie sposobów zarządzania, wzmoczenie nadzoru nad kosztami, pozbycie się zbędnych aktywów oraz bieżącą kontrolę i wprowadzanie koniecznych zmian poprawiających działanie nabytego przedsiębiorstwa celem minimalizacji błędów strategicznych. Przyczynia się do tego także redukcja nieproduktywnych stanowisk pracy i chęć pozyskania efektywniejszych członków kadry zarządzającej.

Motywy rynkowe i marketingowe stanowią przesłankę do poprawy konkurencyjności przedsiębiorstwa na rynku. Koncentrują się na zwiększeniu wartości dodanej, umożliwiającej kontrolę nad popytem, eliminacji przedsiębiorstw konkurencyjnych w wyniku włączenia ich do działalności lub przejęcia nad nimi kontroli. Dotyczą również dywersyfikacji funkcjonowania firmy, rozszerzenia oferty produktowej i zmniejszenia ryzyka.

Najczęściej występującym motywem dla fuzji lub przejęcia jest jednak chęć osiągnięcia korzyści finansowych, wśród których należy wymienić: wykorzystanie nadwyżek finansowych, zwiększenie zdolności do zadłużenia i płynności finansowej oraz korzyści podatkowe.

Motywy menedżerskie dotyczą natomiast maksymalizacji funkcji użyteczności kadry zarządzającej, która dokonuje się poprzez wzrost wynagrodzeń kierownictwa, realizację osobistych celów i ambicji, zmniejszenie ryzyka zarządzania i zwiększenie swobody działania.

Motywy sprzedawców w decyzji o dezynwestycji koncentrują się na aspektach:

- finansowym,
- strategicznym,
- administracyjnym,
- menedżerskim.

Podobnie jak w przypadku motywów nabywców, decyzja o wycofaniu się z inwestycji opiera się zazwyczaj na przesłankach finansowych. Wśród przyczyn sprzedaży przedsiębiorstwa wskazuje się na niepowodzenie w osiągnięciu zamierzonych celów zgodnych z firmową strategią działania, konieczność zbycia części aktywów podyktowana wysokim poziomem zadłużenia, potrzebę pozyskania kapitału gotówkowego oraz aspiracje do wzrostu wartości akcji.

Spółki poddają się przejęciu, podążając za motywami strategicznymi, aby pozbyć się niepotrzebnych lub niedopasowanych aktywów, pozyskać pożądanego partnera biznesowego czy obronić się przed wrogiem przejęciem.

Istnieją sytuacje, w których postanowienie o kapitałowym połączeniu się przedsiębiorstw zostaje podyktowane przez organy administracji państwowej: monopolowe i sądownicze, a tym samym nie stanowi wewnętrznej decyzji spółki.

Motywy menedżerskie mają na celu zwiększenie niezależności i swobody działań kadry zarządzającej oraz powstanie nowych stanowisk kierowniczych.

### 3. Strategiczne przesłanki fuzji i przejęć

#### 3.1. Minimalizacja kosztów transakcyjnych

Teoria kosztów transakcyjnych zapoczątkowana przez R.H. Coase'a, a następnie rozwinięta przez O.E. Williamsona stanowi jedną z głównych części składowych nowej ekonomii instytucjonalnej. Koszty transakcyjne ujmowane są w dwóch kategoriach: *ex ante* i *ex post*. Koszty poniesione przed zawarciem transakcji (*ex ante*) obejmują wydatki związane z projektowaniem, negocjowaniem, zawarciem i zabezpieczeniem umowy. Koszty *ex post*, ponoszone po zawarciu transakcji, to koszty niedostosowania, renegocjacji i kontrolowania wykonania zobowiązań. Koszty *ex ante* i *ex post* charakteryzują się współzależnością, a na ich poziom wpływa ograniczona racjonalność i oportunizm uczestników transakcji (Williamson, 1998, s. 30-32). Kapitałowe połączenia stanowią przesłankę do minimalizacji kosztów ponoszonych przed i po zawarciu transakcji, dzięki kontroli nad procesami, które dotychczas realizowane były w ramach otwartego rynku. Integracja przedsiębiorstw i ich długookresowa forma współpracy przyczyniają się do zmniejszenia niepewności i niekompletności kontraktów, sprawiając, że funkcjonowanie na rynku obu firm biorących udział w transakcji obarczone jest mniejszym ryzykiem.

Połączenia wertykalne, dotyczące przedsiębiorstw działających w tej samej branży na innych stadiach produkcji, są przyczyną redukcji kosztów związanych z poszukiwaniem partnerów handlowych, negocjacjami, roszczeniami sądowymi oraz ryzykiem niedopełnienia zobowiązań. Usprawniona staje się koordynacja i kontrola w obszarze zaopatrzenia, produkcji i dystrybucji, co przyczynia się do efektywniejszego wykorzystania zdolności wytwórczych i ogólnego potencjału firmy (Kraciuk, 2015, s. 55).

### 3.2. Tworzenie efektu synergii

Osiągnięcie efektu synergii oznacza sytuację, w której kombinacja części składowych daje większą wartość niż suma efektów, jaka zostałaby wygenerowana przez odrębne jednostki. W przypadku fuzji i przejęć dotyczy to sytuacji, w której korzyści z integracji stają się większe niż wartość, jaką byłyby w stanie osiągnąć samodzielnie funkcjonujące podmioty. Efekt synergii odnosi się do zmian w majątku, źródłach finansowania, wyniku finansowym i przepływach środków pieniężnych grup kapitałowych powstałych w wyniku fuzji (Czerny, 2011, s. 62).

Wyróżnia się dwa typy synergii: operacyjny i finansowy. Pierwszy wynika z redukcji kosztów działalności operacyjnej lub powstania korzyści operacyjnych. Daje możliwość zwiększenia przychodów, redukcji kosztów operacyjnych, przyspieszenia tempa rozwoju oraz poprawy ogólnej efektywności działalności (Kozłowska-Makós, 2015, s. 24). Fuzje i przejęcia są metodą osiągnięcia przez współpracujące ze sobą podmioty wyższej produktywności, wykorzystując przy tym wyłącznie obecne zasoby produkcyjne i rynkowe. Możliwe staje się więc zwiększenie produkcji przy obniżce kosztów jednostkowych. W procesie integracji dochodzi do przekazania rzadkich zasobów wiedzy i kompetencji, które nowo powstałej firmie gwarantują lepszą pozycję na rynku i stałe rozszerzanie jej potencjału. Uzupełnienie brakujących ogniw łańcucha wartości dodanej dostarcza przedsiębiorstwom dodatkowych korzyści. Połączenia między dostawcami i odbiorcami pozwalają skuteczniej dopasować wymagane surowce do pozostałych etapów produkcji, poprawiając jakość i podwyższając wartość produktu końcowego. Synergia finansowa powstała w wyniku połączenia sprzyja uzyskaniu ograniczeń podatkowych oraz wzrostowi rentowności firmy.

## 4. Studium przypadku

### 4.1. Fuzja PKN Orlen SA i Lotos SA

Polski sektor paliwowo-energetyczny od lat zdominowany był przez działalność dwóch koncernów wytwarzających produkty naftowe i petrochemiczne. Polski Koncern Naftowy (PKN) Orlen SA to międzynarodowa grupa kapitałowa zarządzająca siecią blisko 3,1 tys. stacji paliw zlokalizowanych w Polsce, Niemczech, Czechach, na Litwie, Węgrzech i w Słowacji. Obecnie akcje spółki w 49,9% podlegają Skarbowi Państwa, który posiada zdolność wywierania znaczącego wpływu na funkcjonowanie PKN Orlen (PKN Orlen, b.d.). Drugi co do wielkości koncern naftowy w Polsce tworzyła Grupa Lotos SA działająca na terenie Polski, Norwegii oraz Litwy. Podobnie jak w przypadku PKN Orlen głównym udziałowcem w kapitale podstawowym spółki był Skarb Państwa, z 53,19% pakietem akcji na koniec 2021 roku (Skonsolidowane sprawozdanie finansowe Grupy Lotos SA za rok 2021). Z dniem 1 sierpnia 2022 roku w wyniku fuzji Grupa Lotos SA stała się częścią Grupy Orlen SA.

Proces przejęcia kontroli kapitałowej nad Grupą Lotos SA przez PKN Orlen SA rozpoczął się w lutym 2018 roku. W momencie podpisania listu intencyjnego pomiędzy PKN Orlen i Skarbem Państwa przedstawiciele stron zobowiązali się do podjęcia rozmów dotyczących transakcji. Jej przedmiotem było nabycie przez spółkę Orlen, w sposób bezpośredni lub pośredni, 53% udziału w kapitale zakładowym Grupy Lotos (PKN Orlen, 2018a). Słuszność fuzji argumentowano „stworzeniem silnego, zintegrowanego koncernu zdolnego do lepszego konkurowania w wymiarze międzynarodowym, odpornego na wahania rynkowe, m.in. poprzez wykorzystanie synergii operacyjnych i kosztowych pomiędzy spółkami” (PKN Orlen, 2018b). Wskazywano, że uzyskany w wyniku kapitałowego połączenia efekt skali poprzez synergii zwiększy efektywność funkcjonowania spółek na rynku i będzie kluczem do ich lepszych wyników. Wśród korzyści wymieniano rozszerzenie obszaru działalności połączonego koncernu, co zwiększyłoby bezpieczeństwo i stabilność energetyczną kraju, wzrost konkurencyjności na rynku międzynarodowym, obniżenie cen sprzedawanego surowca, możliwą ekspansję na inne regiony świata oraz zapewnienie nowych miejsc pracy (PKN Orlen, 2018c). PKN Orlen i Grupa Lotos działają w obrębie tej samej branży, była to więc fuzja horyzontalna. Komplementarność zasobów technologicznych i produktowych oraz wysoka pozycja obu spółek na polskim rynku naftowym pozwoliłaby na pełniejsze wykorzystanie mocy produkcyjnych, zasobów i infrastruktury, osiągając synergii operacyjną.

Proces przeprowadzenia transakcji fuzji poprzedzono analizą *due diligence* Grupy Lotos, w obszarze której badano kondycję handlową, finansową, prawną i podatkową. Następnie spółka Orlen złożyła wniosek o zgodę w Komisji Europejskiej i otrzymała pozytywne, lecz warunkowe pozwolenie na przejęcie. PKN Orlen został zobowiązany do podjęcia określonych środków zaradczych, które miały na celu zapobieżenie wystąpieniu negatywnych skutków koncentracji i przeciwdziałanie monopolizacji. Obejmowały one m.in. zbycie części posiadanych przez Grupę Lotos udziałów w obszarze produkcji i logistyki paliw, działalności hurtowej i detalicznej, paliwa lotniczego oraz asfaltu (Grupa Lotos, 2020).

Celem PKN Orlen było stworzenie silnego koncernu multienergetycznego z wysoką pozycją w Europie i globalnym zasięgiem, tym samym do fuzji przyłączono także dwie inne spółki z branży energetycznej: Grupę PGNiG oraz Grupę Energa. Integracja czterech koncernów miała umożliwić osiąganie wysokich wyników finansowych, które szacowano na ok. 200 mld zł przychodów rocznie (PKN Orlen, 2020). Czterostronną umowę podpisano w maju 2021 roku. Przewidywała ona bezgotówkową formę połączenia, będącą gwarancją stabilności finansowej nowo powstałej firmy. Dla akcjonariuszy oznaczało to objęcie nowych akcji o podwyższonym kapitale zakładowym i udział w kapitale PKN Orlen.

Wyniki finansowe PKN Orlen z roku 2021, zdaniem Prezesa Zarządu, potwierdziły słuszność budowy koncernu multienergetycznego oraz spójności i skuteczności realizowanych działań. Spółka osiągnęła w tym czasie przychody wyższe o 52% w skali roku oraz zysk netto na poziomie 11,2 mld zł. Tym samym na początku 2022

roku transakcja połączenia weszła w decydującą fazę, a koncern otrzymał zgodę na połączenie wydaną przez Prezesa UOKiK.

Decyzja o przejęciu podyktowana była zarówno względami ekonomicznymi, jak i politycznymi. Przed transakcją udział Skarbu Państwa w kapitale podstawowym spółki PKN Orlen plasował się na poziomie około 30%. Połączenie miało zagwarantować państwu 50% uczestnictwo w strukturze akcjonariatu i sprawowanie kontroli nad Grupą. Fuzja stała się krokiem do zapewnienia bezpieczeństwa energetycznego kraju i realizacji celów strategicznych polityki energetycznej Polski do 2040 roku (PEP2040), której założenia przewidują odejście od węgla na rzecz paliw przejściowych i zrównoważonych, jak gaz ziemny.

1 sierpnia 2022 roku transakcja została sfinalizowana, umacniając tym samym wiodącą rolę Grupy Orlen w branży paliwowo-energetycznej w Europie Środkowo-Wschodniej. Wśród bezpośrednich efektów połączenia, podobnie jak przy pierwotnych założeniach, wymieniono: zwiększenie nakładów inwestycyjnych, przyspieszenie procesu realizacji projektów najbardziej dochodowych, większą niezależność energetyczną kraju i utrzymanie stabilnych dostaw paliw dla wszystkich klientów (PKN Orlen, 2022).

Rok po połączeniu PKN Orlen i Lotos mówi się jednak o stratach dla akcjonariuszy sięgających 6 mld zł, a mniejszościowi właściciele pakietów domagają się unieważnienia fuzji, traktując ją jako likwidację Grupy Lotos za bezcen (Wirtualna Polska, 2023). Reasumując, obecnie zdania na temat słuszności połączenia są podzielone, a skutki i ewentualne konsekwencje transakcji będą widoczne dopiero w kolejnych latach istnienia koncernu multienergetycznego.

## 4.2. Wrogie przejęcie W. Kruk SA przez Vistula & Wólczanka SA

Przeniesienie własności i kontroli wbrew woli zarządu spółki określa się mianem wrogiego przejęcia. Naruszone zostają wówczas interesy przedsiębiorstwa i uczestników rynku kontroli, co może przyczynić się do spadku wartości firmy, pozycji oraz negatywnego wpływu na jej reputację. Aby uniemożliwić wrogie przejęcie, podejmowane są czynności prawne i techniki obronne.

Pierwsza wroga metoda przejęcia kontroli kapitałowej zastosowana w Polsce, miała miejsce w 2008 roku na rynku dóbr luksusowych. Spółka z branży odzieżowej – Vistula & Wólczanka SA, podjęła próbę nabycia rodzinnej firmy jubilerskiej W. Kruk SA sprzeciwiając się odmowie zarządu. W tym celu V&W wykorzystała technikę zwaną „skubaniem”. W początkowym etapie nabywca z zachowaniem tajemnicy stopniowo dokonywał zakupu niewielkich pakietów akcji W. Kruk, następnie ogłosił publicznie wezwanie do zapisywania się na sprzedaż pozostałych udziałów spółki, chcąc tym samym uzyskać 66% głosów na Walnym Zgromadzeniu akcjonariuszy, które odpowiadało ponad 12 mln sztuk akcji. Zaoferowana cena wynosiła 23,70 zł za akcję i była wyższa o 5,5% od kursu zamknięcia z dnia poprzedzającego wezwanie (Publicewicz, 2008). Kwota powszechnie uznawana za niską dla funduszy



inwestycyjnych, mających 40,6% udziału w strukturze akcjonariatu W. Kruk, wciąż była korzystna i stanowiła źródło potencjalnego zysku.

Zarząd spółki V&W argumentując słuszność swojego posunięcia wskazywał na realizację strategii budowy najsilniejszej w Polsce i regionie grupy marek segmentu premium i luksusowego. Ponadto przedstawiano możliwe do osiągnięcia synergie z koncentracji działalności w postaci obniżenia kosztów, w wyniku integracji logistyki, nadzoru i zarządzania. Wspólne grupy klientów docelowych obu marek miały umożliwić efektywniejszą promocję działań sprzedażowych produktów V&W i W. Kruk (Rzeczpospolita, 2008). Zarząd W. Kruk SA przeciwstawiał się jednak kapitałowemu połączeniu i zamierzał zastosować strategię obrony. W opinii przedstawicieli spółki przejęcie spowodowałoby utratę jej wartości i wypracowanej przez lata pozycji na rynku. Natomiast zmiana struktury akcjonariatu mogłaby doprowadzić do wycofania się z firmy rodziny Kruk, co wiązałoby się z utratą tożsamości i renomy marki (Interia.Biznes, 2008).

Kolejnym krokiem V&W było podniesienie ceny wezwania do 24,50 zł za akcję, co miało stanowić gwarancję sukcesu. Przewodniczący Rady Nadzorczej – W. Kruk wystosował oświadczenie, w którym nie rekomendował sprzedaży akcji oraz rozważał różne strategie obrony. Chciał wykupić i umorzyć własne akcje oraz podjąć się kontrwezwania. Byłoby to jednak zbyt ryzykowne posunięcie, gdyż istniało prawdopodobieństwo wystąpienia tzw. spirali licytacyjnej, czyli wzajemnego podwyższania ceny w wezwaniu. Aby utrzymać przewagę, spółka W. Kruk musiałaby zaciągnąć kredyt, którego spłata trwałaby kolejne 20 lat. Wojciech Kruk próbował zastosować technikę „białego rycerza”, czyli wykorzystanie, w sytuacji zagrożenia przejęciem, podmiotu, który współpracując z dotychczasowym akcjonariuszem większościowym i zarządem przedstawi ofertę z wyższą ceną za akcję (Wojciechowski, 2017). Kruk nawiązał w tym celu rozmowy z jedną z czołowych firm jubilerskich we Włoszech – domniemanym inwestorem. Czas na przeprowadzenie takiej operacji był jednak za krótki, a pozostałe techniki również nie przyniosły spodziewanego efektu. Ostatecznie Wojciech Kruk sprzedał pakiet akcji, pozostając właścicielem jedynie 5% udziałów w swojej spółce. Sukces transakcji dla V&W był jednak wyłącznie pozorny i krótkotrwały.

Nadrzędnym celem Kruka stało się odzyskanie udziałów w rodzinnej firmie jubilerskiej, a sposobem było wejście w skład akcjonariatu spółki V&W. Gdy ceny akcji spadły zainwestował on pieniądze ze sprzedaży akcji W. Kruka w zakup 5% pakietu udziałów w V&W. Tego samego dokonał J. Mazgaj – właściciel sieci sklepów Alma Market i Paradise Group. Kruk i Mazgaj zdecydowali się współpracować, a posiadając wspólnie 11%, wraz z poparciem części funduszy inwestycyjnych, zainicjowali zmiany w Radzie Nadzorczej spółki, przejmując ostatecznie kontrolę nad V&W 30 czerwca 2008 roku (Solska, 2009).

Mazgaj zastąpił na stanowisku R. Bauera, głównego sprawcę wrogiego przejęcia, i został mianowany przewodniczącym Rady Nadzorczej V&W. Kruk natomiast odzyskał kontrolę nad rodzinną firmą. W sierpniu 2008 roku miała miejsce fuzja

W. Kruk SA i Vistula & Wólczanka SA, w wyniku której powstała spółka Vistula Group zajmująca się sprzedażą luksusowej odzieży i biżuterii. Obecnie funkcjonuje ona pod nazwą Grupa VRG i jest właścicielem pięciu czołowych marek luksusowych: Vistula, Bytom, Wólczanka, Deni Cler Milano oraz W. Kruk.

## 5. Zakończenie

Fuzje i przejęcia otworzyły przed przedsiębiorstwami możliwość na szybki i skuteczny wzrost, unikając przy tym barier i ryzyka związanego z wchodzeniem na nowe rynki. Ich rola w strategii zarządzania firmami od wielu lat systematycznie zyskuje na znaczeniu, czego dowodem w Polsce jest stale rosnąca łączna liczba transakcji oraz ich wysoka wartość. W 2021 roku przeprowadzono 328 transakcji fuzji i przejęć, natomiast w roku kolejnym – 341 (Fordata, b.d.). Ich łączna wartość w latach 2021-2022 kształtowała się na poziomie bliskim 20 mld dolarów (Marszycki, 2023). Prognozowane jest utrzymanie się wzrostowego trendu w kolejnych latach, wskazując na aktywność sektorów technologii, ochrony zdrowia i konsumenckich.

Przemiany gospodarcze, regulacje prawne, postęp technologiczny oraz sytuacja społeczna wywierają istotny wpływ na cele i perspektywy przedsiębiorstw. W rezultacie, aby utrzymać swoją konkurencyjność i reagować na zmieniające się otoczenie, menedżerowie podejmują się fuzji i przejęć. Dominującym motywem w decyzji o transakcji niezmiennie pozostają kwestie finansowe, jednak istotne stają się również przesłanki pozaekonomiczne, jak: rozwój, transfer wiedzy, komplementacja doświadczeń i umiejętności. Fuzje i przejęcia są metodą poszukiwania oszczędności, wykorzystującą efekty synergii finansowej i operacyjnej oraz ekonomię skali. Integracja przedsiębiorstw buduje długookresową współpracę między nimi, co tworzy obszar bezpieczeństwa, zmniejszając niepewność i niekompletność kontraktów. Dzięki temu minimalizowane są koszty transakcyjne. W procesie łączenia przekazywane są odmienne, rzadkie zasoby i umiejętności, które stanowią wartość dodaną, budującą przewagi konkurencyjne i umacniającą potencjał przedsiębiorstwa.

Analiza transakcji połączenia PKN Orlen SA i Lotos SA stanowi przykład realizacji celu fuzji, jakim jest wzmocnienie pozycji rynkowej przedsiębiorstwa i jego globalnej konkurencyjności. Obrazuje ponadto złożoność procesu i działań, jakie musiały zostać podjęte, aby dokonać konsolidacji i nie dopuścić przy tym do negatywnych konsekwencji połączenia, jak nadmierna koncentracja na rynku i powstanie monopolu. Natomiast przejęcie W. Kruk SA przez Vistula & Wólczanka SA przedstawia skuteczną strategię obrony przed wrogim przejęciem, motywowaną dbałością o interesy akcjonariuszy, wartość i renomę spółki, przy zastosowaniu różnych technik obronnych.

## Literatura

- Czerny, J. (2011). Kształtowanie wartości przedsiębiorstwa w wypadku fuzji lub przejęcia. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, (41).
- Fordata. (b.d.). *Fuzje i przejęcia w Polsce. Podsumowanie roku 2022*. Pobrano 30 sierpnia 2023 z <https://fordata.pl/fuzje-i-przejecia-w-polsce-podsumowanie-roku-2022/>
- Frąckowiak, W. (1998). *Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw*. Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne.
- Grobelny, P., Stradomski, M. i Stobiecki P. (2018). *Determinanty aktywności na rynku fuzji i przejęć w Polsce*. CeDeWu.
- Grupa Lotos. (2020). *Pozytywna warunkowa decyzja Komisji Europejskiej w sprawie przejęcia przez PKN ORLEN SA kontroli nad Grupą LOTOS SA*. Pobrano 22 sierpnia 2023 z [https://inwestor.lotos.pl/1185/p,194,i,1102/raporty\\_i\\_dane/raporty\\_biezace/pozytywna\\_warunkowa\\_decyzja\\_komisji\\_europejskiej\\_w\\_sprawie\\_przejecia\\_przez\\_pkn\\_orlen\\_sa\\_kontroli\\_nad\\_grupa\\_lotos\\_sa](https://inwestor.lotos.pl/1185/p,194,i,1102/raporty_i_dane/raporty_biezace/pozytywna_warunkowa_decyzja_komisji_europejskiej_w_sprawie_przejecia_przez_pkn_orlen_sa_kontroli_nad_grupa_lotos_sa)
- Grupa Lotos. (b.d.). *Skonsolidowane sprawozdanie finansowe grupy LOTOS SA za rok 2021*. Pobrano 23 sierpnia 2023 z <https://inwestor.lotos.pl/repository/54580/>
- Interia. Biznes. (2008, 2 maja). *Kruk będzie się bronił*. Pobrano 30 sierpnia 2023 z <https://biznes.interia.pl/giedy/aktualnosci/news-kruk-bedzie-sie-bronil,nId,3605437>
- Kozłowska-Makóś, D. (2015). Efekt synergii w procesach łączenia się kapitału (wybrane problemy). *Zarządzanie Finansami i Rachunkowość*, (3).
- Kraciuk, J. (2015). Procesy koncentracji na rynku kapitałowym w aspekcie kosztów transakcyjnych. *Zeszyty Naukowe Szkoły Głównej Gospodarstwa Wiejskiego w Warszawie. Problemy Rolnictwa Światowego*, 15/XXX(1).
- Marszycki, M. (2023, 2 lutego). *Łączna wartość fuzji i przejęć w Polsce w 2022 roku osiągnęła rekordową wartość 20 mld dolarów*. Pobrano 30 sierpnia 2023 z <https://itwiz.pl/laczna-wartosc-fuzji-i-przejec-w-polsce-w-2022-roku-osiagnela-rekordowa-wartosc-20-mld-dolarow/>
- PKN Orlen. (2018a, 30 listopada). *PKN ORLEN rozpoczął najważniejszy etap przejęcia Grupy LOTOS*. Pobrano 22 sierpnia 2023 z <https://www.orklen.pl/pl/o-firmie/media/komunikaty-prasowe/2018/listopad/PKN-ORLEN-rozpoznal-najwazniejszy-etap-przejecia-Grupy-LOTOS>
- PKN Orlen. (2018b, 27 lutego). *Podpisanie listu intencyjnego w sprawie przejęcia kontroli kapitałowej przez PKN ORLEN SA nad Grupą LOTOS SA*. Pobrano 22 sierpnia 2023 z <https://www.orklen.pl/pl/relacje-inwestorskie/raporty-i-publicacje/raporty-biezace/2018/01/Raport-biezacy-nr-26-2018>
- PKN Orlen. (2018c, 17 października). *Stanowisko PKN ORLEN w sprawie przejęcia Grupy LOTOS*. Pobrano 22 sierpnia 2023 z <https://www.orklen.pl/pl/o-firmie/media/komunikaty-prasowe/2018/pazdziernik/Stanowisko-PKN-ORLEN-w-sprawie-przejecia-Grupy-LOTOS>
- PKN Orlen. (2020, 23 lipca). *Kolejne kroki PKN ORLEN na drodze do przejęcia Grupy PGNiG*. Pobrano 22 sierpnia 2023 z <https://www.orklen.pl/pl/o-firmie/media/komunikaty-prasowe/2020/lipiec/kolejne-kroki-pkn-orklen-na-drodze-do-przejecia-grupy-pgnig>
- PKN Orlen. (2022, 1 sierpnia). *Fuzja ORLEN – LOTOS sfinalizowana*. Pobrano 23 sierpnia 2023 z <https://www.orklen.pl/pl/o-firmie/media/komunikaty-prasowe/2022/sierpien/Fuzja-ORLEN-LOTOS-sfinalizowana>
- PKN Orlen. (b.d.). *Organy i struktura spółki*. Pobrano 22 sierpnia 2023 z <https://www.orklen.pl/pl/o-firmie/o-spolce/organy-i-struktura-spolki/struktura-akcjonariatu>
- Publicewicz T. (2008, 19 maja). *Wezwanie na akcje W. Kruk SA*. Analizy. Pobrano 23 sierpnia 2023 z <https://www.analizy.pl/puls-ryнку/5432/wezwanie-na-akcje-w-kruk-s-a>
- Rzeczpospolita. (2008, 5 maja). *Grupa W.Kruk na celowniku*. Pobrano 23 sierpnia 2023 z <https://www.rp.pl/biznes/art16236171-grupa-w-kruk-na-celownikuhttps://www.rp.pl/biznes/art16236171-grupa-w-kruk-na-celowniku>
- Solska J. (2009, 13 października). *Złote interesy rodziny Kruków*. Polityka. Pobrano 30 sierpnia 2023 z <https://www.polityka.pl/tygodnikpolityka/rynek/263609,1,zlote-interesy-rodziny-krukow.read>

- Williamson, O. E. (1998). *Ekonomiczne instytucje kapitalizmu. Firmy, rynki, relacje kontraktowe*. Państwowe Wydawnictwo Naukowe.
- Wirtualna Polska. (2023, 29 maja). *Ponad 4 mld zł strat Orlenu na fuzji z Lotosem? „Wygłąda to tragicznie”*. Pobrano 23 sierpnia 2023 z <https://www.money.pl/gospodarka/ponad-4-mld-zl-strat-na-fuzji-orkenu-z-lotosem-wyglada-to-tragicznie-6903340899486400a.html>
- Wojciechowski, R. (2017). Ostatnia walka białego rycerza, czyli obrona przed wrogim przejęciem. *Rzeczpospolita*, (197), D3.

## Rationales of Merger and Acquisitions of Enterprises: Case Studies

**Abstract:** The aim was to indicate the motives of enterprises in decisions involving M&A, strategic presumptions, elements of the transaction process and their effects. The analysis based on O.E. Williamson's theory of transaction costs, synergy effect theory and economies of scale. The article contains important fragments and content of the author's diploma thesis.

**Keywords:** mergers, acquisition, transaction