Studia i Materiały. Miscellanea Oeconomicae
Rok 17, Nr 1/2013
Wydział Zarządzania i Administracji
Uniwersytetu Jana Kochanowskiego w Kielcach

Ludzie, zarządzanie, gospodarka

Anna Krzysztofek[1]

FUZJA, WROGIE PRZEJĘCIE – SPOSÓB NA ROZWÓJ PRZEDSIĘBIORSTWA? NA PRZYKŁADZIE: VISTULA S.A., WÓLCZANKA S.A., GALERIA CENTRUM SP. Z O.O., W. KRUK S.A.

Wprowadzenie

Od wielu lat fuzje i przejęcia stanowią stały element gospodarki światowej, wpływając tym samym na funkcjonowanie przedsiębiorstw, a także na życie ludzi w wielu krajach.

Fuzje, konsolidacje i przejęcia są transakcjami stosowanymi przez przedsiębiorstwa celem osiągnięcia określonych zamierzeń strategicznych i finansowych.

Celem artykułu jest zaprezentowanie różnych form łączenia przedsiębiorstw. Przedstawienie fuzji, połączenia spółki Vistula S.A. oraz Wólczanka S.A., a także pierwszego wrogiego przejęcia jakie miało miejsce na polskiej giełdzie.

1. Formy łączenia przedsiębiorstw

Rozwój przedsiębiorstw zazwyczaj dokonuje się przez ekspansję wewnętrzną, czyli działalność inwestycyjną opartą na budowie nowych obiektów, zakupie maszyn czy udoskonalaniu urządzeń. Ta metoda nie jest jednak jedyną. Przedsiębiorstwa mogą doprowadzić do szybkiego rozkwitu, a także powiększyć swoją wartość w drodze połączeń z innymi firmami lub przejmując je.

Możemy wyróżnić kilka form łączenia przedsiębiorstw. Najważniejsze z nich to[2]:

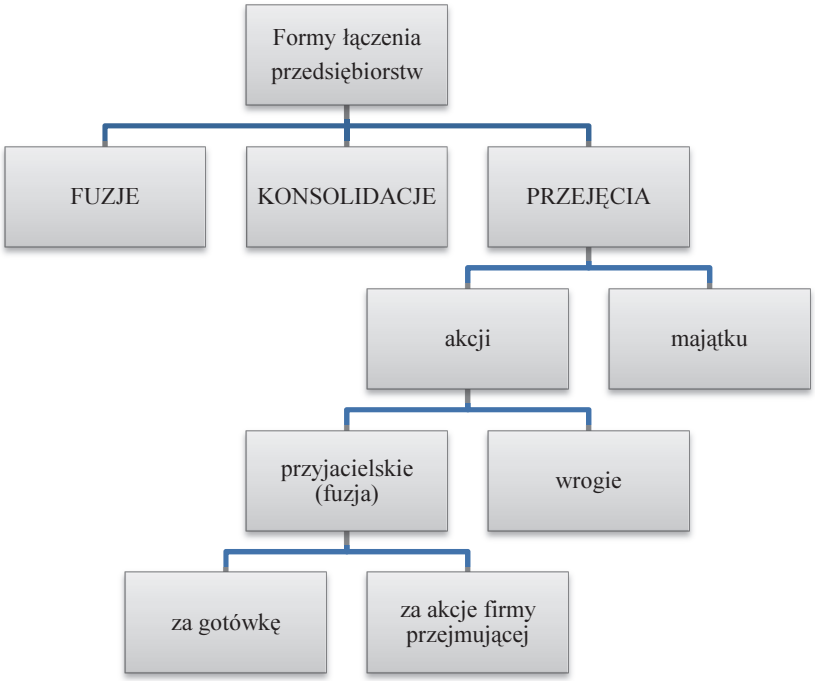
– fuzje,

---

[1] Mgr Anna Krzysztofek, asystent, Uniwersytet Jana Kochanowskiego w Kielcach, Doktorant - Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach.

[2] J. Czekaj, Z. Dresler: *Zarządzanie finansami przedsiębiorstw. Podstawy teorii.* Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2005, s. 244.

– konsolidacje,
– przejęcia.



Wykres 1. Formy łączenia przedsiębiorstw.
Źródło: J. Czekaj, Z. Dresler, *Zarządzanie finansami przedsiębiorstw. Podstawy teorii.* Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2005, s. 245.

1.1. Fuzja

Fuzja (*merger*) – operacja polegająca na łączeniu dwóch lub więcej firm w jedną spółkę, przy czym działania w tym kierunku inicjuje spółka przejmująca. Następuje przejęcie zarówno aktywów, jak i pasywów. Po dokonaniu przejęcia firma przejmująca utrzymuje swą nazwę oraz osobowość prawną, natomiast firma przejmowana przestaje istnieć jako odrębny podmiot prawny.

Podstawowymi motywami fuzji są[3]:
– synergia,
– względy podatkowe,
– nabycie aktywów po niższej cenie od kosztów ich odtworzenia,

[3] J. Butra, A. Janowski, J, Kicki, S, Siewierski, K. Wanielista, *Przedsiębiorstwo i jego otoczenie w gospodarce rynkowej,* Wydawnictwo Instytutu Gospodarki Surowcami Mineralnymi i Energią PAN, Kraków 1999, s. 115.

- dywersyfikacja,
- zdobycie kontroli nad dużą firmą,
- preferencje menedżerów.

Rodzaje oraz charakter fuzji:

- **pozioma (horyzontalna)** – dotyczą sytuacji, kiedy łączą się dwa przedsiębiorstwa z tego samego sektora, branży, produkujące podobne produkty, których celem jest zwiększenie udziału w rynku, bądź z różnych sektorów, mających na celu sprostanie konkurencji i powiększenie swojej działalności. Motywami łączenia się przedsiębiorstw horyzontalnie mogą być: chęć redukcji kosztów, podniesienie efektywności, korzyści skali czy wzrost bezpieczeństwa. Skutkami tego typu fuzji są: wzrost stopnia koncentracji i wzrost siły rynkowej przedsiębiorstwa.
- **pionowa (wertykalna)** – dotyczą sytuacji, kiedy łączą się dwa przedsiębiorstwa zajmujące się jedną gałęzią gospodarki, jednak reprezentujące inne działy produkcji (etapy powstawania tego samego produktu). Firmy tworzą nową całość, dopełniając się wzajemnie. Motywem łączenia się przedsiębiorstw w sposób wertykalny jest zazwyczaj chęć zwiększenia kontroli nad etapami składowymi prowadzonej działalności gospodarczej oraz pozwalają firmom kompleksowo zabezpieczyć dostawę, produkcję oraz handel. W zależności od planów co do poszerzania kontaktów z dostawcami oraz scalania sieci dystrybucji fuzje pionowe dzielą się na dwie gałęzie:
  - fuzję pionową w górę – podmiot łączy się ze swoim dotychczasowym odbiorcą;
  - fuzję pionową w dół – podmiot łączy się ze swoim dotychczasowym dostawcą.
- **konglomeratowa** - dotyczą sytuacji, kiedy łączą się dwa przedsiębiorstwa działające w innych branżach, nie są powiązane technologicznie, ani nie wytwarzają takich samych produktów lub usług. Motywami skłaniającymi do takich fuzji mogą być: dywersyfikacja asortymentu produkcji, utworzenie wielobranżowego konglomeratu. Spółki łączą swój kapitał oraz strukturę organizacyjną, aby móc nawiązać na nową strategię działalności firmy. Dotyczą firm działających na polu wielosektorowym, które pragną poszerzyć swoją działalność o następne branże. Takie połączenie firm stawia ogromne wymagania przed grupą zarządzającą.

1.2. Konsolidacja

Konsolidacja – połączenie przedsiębiorstw w wyniku którego tracą one osobowość prawną, a na ich miejsce powstaje nowy podmiot, następuje likwidacja obu łączących się firm. W tym przypadku nie można mówić o firmie przejmującej i przejmowanej, gdyż zarówno jedna, jak i druga znajdują się w identycznej sytuacji[4].

[4] J. Czekaj, Z. Dresler, *Zarządzanie finansami…, op.cit.,* s. 244.

1.3. Przejęcie

Przejęcie – działanie w wyniku, którego następuje utrata kontroli nad przedsiębiorstwem przez jedną grupę osób na rzecz innej grupy. Transakcja przeprowadzana przez firmy celem uzyskania zamierzonych korzyści strategicznych czy też finansowych. Najczęściej przejęcie opiera się na nabyciu takiej ilości udziałów (akcji) danego przedsiębiorstwa przez drugie, aby umożliwiło całkowitą kontrolę nad całością firmy. Efektem transakcji jest włączenie przedsiębiorstwa przejętego do struktur firmy przejmującej. Aby nastąpiło przejęcie, muszą mieć miejsce następujące elementy:

- zmiana jednostki odpowiedzialnej za prowadzenie przedsiębiorstwa,
- charakter działalności gospodarczej przedsiębiorstwa musi być zachowany przez nowego pracodawcę,
- przedsiębiorstwo musi być przejęte przez działające przedsięwzięcie.

Przejęcie jednej firmy przez drugą może polegać na[5]:

- nabyciu całości lub części aktywów firmy przejmowanej przez firmę przejmującą (przejęcie przez nabycie aktywów). Firma, której aktywa są nabywane może zachować swój byt prawny.
- nabyciu akcji firmy przejmowanej przez firmę przejmującą (przejęcie przez nabycie akcji). Może być przeprowadzony w dwojaki sposób: na wniosek i za porozumieniem zarządów obu firm lub też przez ofertę nabycia akcji skierowanej przez firmę przejmującą wprost do akcjonariuszy firmy przejmowanej.

W przypadku przejęć wyróżniamy[6]:

- **przejęcia przyjacielskie (friendly takeover)** – przyjazne nabycie jednej firmy przez drugą. W takiej sytuacji plan połączenia przedsiębiorstw jest rozważany przez zarządy obydwu spółek, które w porozumieniu określają warunki transakcji.
- **przejęcia wrogie (hostile takover)** – przeniesienie własności i kontroli nad firmą następuje wbrew woli zarządu lub rady nadzorczej kupowanej spółki.

Proces przyjaznego nabycia obejmuje[7]:

- przygotowanie programu nabycia,
- podpisanie wstępnych ustaleń i porozumień co do warunków finansowych oraz organizacyjnych nabycia praw własnościowych,
- ogłoszenie zamiaru nabycia i wyjaśnieniem jego powodów środowisku gospodarczemu, w tym również mniejszościowym akcjonariuszom obu przedsiębiorstw,
- realizacji połączenia lub przejęcia oraz podjęcie decyzji kadrowych o składzie nowego kierownictwa w zarządzie,

---

[5] J. Czekaj, Z. Dresler, *Zarządzanie finansami ..., op.cit.,* s. 244.

[6] M. Lewandowski, *Struktura rynku kapitałowego a fuzje i przejęcia przedsiębiorstw,* Penetrator – Rynek Kapitałowy, 4/98, s. 77.

[7] J.K. Solarz, *Holding finansowy,* Centrum Informacji Menedżera, Warszawa 1995, s. 22.

– opracowanie programu restrukturyzacji odpowiednio do zmienionych warunków funkcjonowania,
– weryfikacja pracowników wykonawczych z punktu widzenia ich przydatności do realizacji programu restrukturyzacji nabytej firmy,
– opracowanie i wdrożenie długoterminowych programów wykorzystania efektu synergicznego wynikającego z powiązania potencjałów ekonomicznych obu przedsiębiorstw,
– ocena efektów fuzji lub nabycia kontrolnego pakietu akcji lub udziałów.

W praktyce nieprzyjaznych prób przejęcia kontroli nad firmą wyróżnia się dwa typy strategii[8]:

– stopniowy wykup akcji kandydata. Gdy nabywca jest spółką publiczną, wykup ten może być nieujawniony do progu wyznaczonego w ustawie o publicznym obrocie papierami wartościowymi.
– skierowanie oferty bezpośrednio do akcjonariuszy spółki-celu. Oferta ta określa warunki nabycia udziałów znajdujących się w rękach dotychczasowych akcjonariuszy przez spółkę nabywającą.

Ze względu na proces koncentracji produkcji możemy wyróżnić przejęcia:

– tworzące specjalizację przedmiotową – polegają na nabywaniu innych przedsiębiorstw w celu zawężenia asortymentu wspólnie produkowanych produktów tak, aby osiągnąć przewagę na rynku, a poprzez to ograniczyć konkurencje.
– tworzące specjalizacje technologiczną – polegają na nabywaniu innych przedsiębiorstw w celu podziału etapów produkcji na kilka przedsiębiorstw.

Do przejęcia kontroli można użyć następujących technik wykupu:

– management buy-out (MBO) – wykup przedsiębiorstwa dokonywany przez kadrę menadżerską tej samej firmy,
– management buy-in (MBI) – podmiotem wykupującym jest kadra innego przedsiębiorstwa,
– employment buy-out (EBO) – wykup przedsiębiorstwa dokonywany przez pracowników tej samej firmy,
– spin-off – „połączenie i podział" – z jednej strony firmy wymieniają się pewnymi działami, z drugiej przejmowane przedsiębiorstwo zostaje usamodzielnione zarówno pod względem zasobów materialnych i intelektualnych,
– management spin-out – instytucje finansowe z inwestorem strategicznym wspierają kadrę menadżerską w celu otwarcia przedsiębiorstwa innowacyjnego.

2. Charakterystyka firm

Vistula i Wólczanka to spółki z kilkudziesięcioletnią historią działalności. Oba podmioty miały przed rokiem1990 niemal monopolistyczną pozycję na swoich rynkach (Wólczanka – koszule, Vistula wraz z Bytomiem – garnitury). Jak cała

[8] M. Lewandowski, *Fuzje i przejęcia w Polsce na tle tendencji światowych,* Warszawa 2001, s. 74-75.

gospodarka, przedsiębiorstwa te miały problemy z pozyskaniem materiałów, natomiast zbyt, niezależnie od jakości swych wyrobów, miały zagwarantowany[9].

Po przekształceniu obu firm w jednoosobowe Spółki Skarbu Państwa (początek lat 90-tych), zadebiutowały na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych.

2.1.Vistula

Jako samodzielny podmiot Spółka rozpoczęła działalność w 1948 roku, kiedy to utworzone zostały Krakowskie Zakłady Przemysłu Odzieżowego. Podstawowy przedmiot działalności (wg PKD) stanowi:

- sprzedaż detaliczna odzieży,
- produkcja odzieży wierzchniej.

Zajmuje się przede wszystkim sprzedażą garniturów, a także płaszczy, marynarek, koszul, spodni i najwyższej jakości dodatków.

Wraz z rozwojem i specjalizacją działalności w 1961 roku rozpoczęto produkcję przeznaczoną na sprzedaż eksportową, a w 1966 roku została podjęta decyzja o zaniechaniu produkcji odzieży damskiej na rzecz ubrań męskich. W latach 70-tych XX wieku nastąpiła modernizacja zakładu w Krakowie oraz uruchomiono zakłady filialne w Myślenicach, Staszowie, Przeworsku i Łańcucie.

30 kwietnia 1991 roku miało miejsce przekształcenie Zakładów Przemysłu Odzieżowego „Vistula" w Jednoosobową Spółkę Skarbu Państwa, powstała spółka o nazwie Zakłady Przemysłu Odzieżowego „VISTULA" S.A.

30 września 1993 roku Zakłady Przemysłu Odzieżowego „VISTULA" S.A. jako jedna z pierwszych firm odzieżowych zadebiutowała na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. W dniu 30 stycznia 2001 roku nastąpiła rejestracja nowej firmy Spółki: Vistula Spółka Akcyjna. W wyniku zakończonego w 2004 roku całkowitego wydzielenia zaplecza produkcyjnego do spółek zależnych, podstawową formą działalności operacyjnej Spółki staje się projektowanie odzieży, rozwój działalności handlowej, zarządzanie sprzedażą i komunikacja marketingowa[10].

2.2. Wólczanka

Wólczanka S.A. prowadzi działalność w branży odzieżowej od 1945 roku, szyje koszule od pokoleń. Lata doświadczeń uczyniły tę markę ekspertem w swojej dziedzinie oraz liderem na polskim rynku.

Od 1991 roku akcje Spółki notowane są na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych i wchodzą w skład indeksu WIG - PL. Działalność gospodarcza Spółki polega na projektowaniu i dystrybucji wyrobów pod własnymi markami handlowymi oraz zlecaniu produkcji wyrobów odzieżowych – głównie koszul męskich. Spółka stosuje system zarządzania jakością w zakresie projektowania,

---

[9] Raport Domu Maklerskiego Millennium: *Vistula – zmiana wizerunku. Wólczanka – restrukturyzacja w toku,* 18 lipca 2005; www.vistula.com.pl (20.03.2011).

[10] http://www.vistulagroup.pl/informacje-o-firmie/historia (20.03.2011).

produkcji i sprzedaży koszul męskich oraz ubiorów damskich. Około 1/3 przychodów Emitenta pochodzi z eksportu. Głównym kierunkiem eksportu są kraje Unii Europejskiej: Niemcy, Dania, Wielka Brytania i Holandia. Sprzedaż produktów pod własnymi markami realizowana jest głównie w kraju. Ponad 1/3 wyrobów sprzedawana jest za pośrednictwem własnych sklepów. Pozostała produkcja trafia do odbiorców niezależnych i sieci handlowych. Poprzez spółkę zależną Wólczanka rozwija sieć sprzedaży za granicą – funkcjonują dwa salony firmowe w Niemczech zlokalizowane w galeriach handlowych w Berlinie. Wólczanka uznawana jest za jedną z najsilniejszych polskich marek. W 2004 roku Spółka otrzymała tytuł Superbrand Polska 2004[11].

Wólczanka dedykuje poszczególne marki wyraźnie zdefiniowanym grupom docelowym. W skład portfolio marek zarządzanych przez Spółkę wchodzą następujące brandy[12]:

- LAMBERT, AVANGARD, WLC, WÓLCZANKA – koszule męskie formalne i nieformalne,
- LETTFIELD – linia odzieży męskiej formalnej i nieformalnej,
- ANDRE RENARD – ubiory damskie,
- SALVADORE FERRANO – linia akcesoriów męskich (krawaty, spinki, paski),
- REPLAY – odzież jeansowa wyższego segmentu.

2.3. Galeria Centrum

Galeria Centrum jest to sieć domów handlowych w dużych miastach Polski, która wywodzi się z funkcjonujących w okresie PRL Państwowych Domów Towarowych.

Spółka Galeria Centrum powstała w 1998 roku i była częścią koncernu NFI Empik Media & Fashion. Pod koniec lat dziewięćdziesiątych XX wieku firma przejęła akcje, pochodzące z prywatyzacji państwowej firmy Domów Towarowych Centrum (spółki państwowej, powstałej z przedsiębiorstwa Państwowe Domy Towarowe).

W 2006 roku została sprzedana firmie Vistula & Wólczanka S.A., producentowi ekskluzywnych garniturów.

30 marca 2009 spółka Galeria Centrum Sp. z o.o. zgłosiła wniosek o upadłość z możliwością zawarcia układu.

2 lipca 2009 Krakowski sąd rejonowy wydał postanowienie o ogłoszeniu upadłości z możliwością zawarcia układu Galerii Centrum.

---

[11] Komunikaty spółek ESPI (dawny Emitent), VISTULA: Porozumienie Zarządów Vistula S.A. i Wólczanka S.A. w sprawie połączenia 30.03.2006; www.bankier.pl/wiadomosc/VISTULA-Porozumienie-Zarzadow-Vistula-S-A-i-Wolczanka-S-A-w-sprawie-polaczenia-1416322.html (data odczytu 20.03.2011).

[12] http://www.vistulagroup.pl/relacje-inwestorskie/raporty-biezace/raport-biezacy-nr-92006.html (20.03.2011).

Pod koniec września 2009 Sąd Rejonowy w Krakowie wydał decyzję o zmianie postanowienia i ogłoszeniu upadłości likwidacyjnej. Przesłankami tej decyzji była utrata płynności finansowej spółki, rosnące zadłużenie oraz brak porozumienia z wierzycielami. 2 listopada 2009 Galerie Centrum zamknięto.

2.4. Kruk

Firma W. Kruk jest najstarszą firmą jubilerską w Polsce, działającą nieprzerwanie od 1840 roku. Jako jedna a niewielu firm na rynku polskim może poszczycić się tak długą tradycją. Firma wywodzi się z Poznania, gdzie ma główną siedzibę. Została tam założona przed ponad 170 lat przez przodka Wojciecha Kruka, złotnika Leona Skrzetuskiego. Podwaliny firmy to mały warsztat jubilerski przy ulicy Wodnej 12. Naprawiał w niej i wykonywał na początku przede wszystkim przedmioty liturgiczne. Rodzinny zakład szybko przekształcił się w prężnie działające przedsiębiorstwo[13].

W 1887 roku przedsiębiorstwo przeszło w ręce siostrzeńca Skrzetuskiego – Władysława Kruka, który przekształcił je w reprezentacyjny sklep jubilerski. W 1896 roku miało miejsce otwarcie pierwszego salonu firmy W. Kruk w budynku Hotelu Rzymskiego przy ulicy Wilhelmowskiej – ówczesnym centrum handlowym Poznania. W 1927 roku firmę W. Kruk przejął młodszy syn Władysława – Henryk Kruk. Rozpoczął się nowy okres rozwoju firmy. W. Kruk skoncentrował się na produkcji drogiej biżuterii ze złota i platyny, zdobionej kamieniami szlachetnymi, i wprowadził nowe, charakterystyczne wzornictwo. W roku 1936 nastąpił rozwój hurtowej sprzedaży biżuterii i zegarków z bezpośredniego importu zegarków renomowanych szwajcarskich fabryk (Omega, Longines). W roku 1939 Henryk Kruk odmówił podpisania volkslisty, w wyniku czego firma przeszła pod niemiecki zarząd komisaryczny. Henryk opuścił Poznań, przez prawie rok był więziony przez hitlerowców, a po uwolnieniu, prowadził w Warszawie działalność rzeczoznawcy jubilerskiego. W 1945 roku Henryk Kruk wrócił do Poznania i odbudował rodzinną firmę. Wkrótce jej działalność na skutek „bitwy o handel" została ograniczona jedynie do produkcji, firma straciła sklep przy ulicy 27 Grudnia. Wojciech Kruk, syn Henryka, przejął firmę W. Kruk w roku 1974, wprowadzając nowe technologie i rozszerzając działalność produkcyjną[14].

Po 1989 roku, wraz z nową sytuacją gospodarczą, w Polsce rozpoczął się etap dynamicznego rozwoju firmy W. Kruk. Jego symbolem stało się otwarcie salonu jubilerskiego przy ul. Paderewskiego w Poznaniu – zalążka przyszłej ogólnopolskiej sieci salonów W. Kruk.

W 1993 roku rozpoczął się proces tworzenia Grupy Kapitałowej Spółki specjalizującej się w oferowaniu dóbr luksusowych. W roku tym jednostkami zależnymi od Spółki stały się Rytosztuka Sp. z o.o. oraz Jubilart Sp. z o.o. natomiast w 2000 roku zakupiona zostaje firma Deni Cler Sp. z o.o. W 2002 roku, czyli w 162. roku

[13] http://relacje.wkruk.pl/profil_historia.html (20.03.2011).
[14] http://wkruk.pl/-cabout-pol-36.html (20.03.2011).

istnienia, firma W.KRUK osiągnęła kolejny etap rozwoju, debiutując na Giełdzie Papierów Wartościowych.

W 2005 roku firma W. Kruk drugi rok z rzędu pojawia się w czołówce Rankingu Najcenniejszych polskich marek opublikowanym przez dziennik „Rzeczpospolita". W 2006 roku otrzymała nagrodę Polskiego Instytutu Dyrektorów „Spółka Godna Zaufania 2006".

3. Połączenie spółek

3.1.Vistula & Wólczanka S.A.

Po przeprowadzonej przez obie spółki restrukturyzacji, zarządy obu firm uznały, iż wyniki ich są zadowalające i są one gotowe na kolejny krok w rozwoju. W aspekcie finansowym, zdecydowanie mocniejszą pozycję posiadała Vistula, dlatego to ona wzięła na siebie ciężar finansowy związany z połączeniem, fuzją obu firm.

Porozumienie o połączeniu Vistuli i Wólczanki podpisano w marcu 2006 roku. 25 lipca akcjonariusze obu spółek zdecydowali o ich połączeniu. Zostało ono przeprowadzone przy jednoczesnym podwyższeniu kapitału zakładowego Vistuli o kwotę 4.562.250 zł, mającą pokrycie w ustalonej dla potrzeb połączenia wartości majątku Wólczanki, to jest do kwoty 16.562.250 zł w drodze emisji 2.281.125 nowych akcji serii Do wartości nominalnej 2 zł każda[15]. Ostateczną zgodę na połączenie wydał również Urząd Ochrony Konkurencji i Konsumenta (UOKiK). W konsekwencji w wyniku połączenia się spółek Vistula S.A. ze spółką Wólczanka S.A. 31 sierpnia 2006 roku powstała **Vistula & Wólczanka S.A.** Połączenie nastąpiło poprzez przeniesienie całego majątku Wólczanka S.A. na Vistula S.A. w zamian za akcje, jakie Vistula S.A. wydaje akcjonariuszom Wólczanki S.A. Vistula & Wólczanka S.A. jest organizacją skoncentrowaną na zarządzaniu własnymi markami odzieży męskiej i damskiej oraz dystrybucji marek ogólnoświatowych. W obrocie giełdowym akcje znalazły się 14 września 2006 roku[16]. Po fuzji Vistula & Wólczanka stała się spółką o kapitalizacji zbliżającej się do 0,5 mld zł. Akcjonariusze raczej obojętnie zareagowali na połączenie. Kurs Vistuli wzrósł o 1,4%, do 50,3 złotych, a Wólczanki spadł o 3,1%, do 62 złotych[17].

Skutkiem połączenia obu firm było wzmocnienie oferty produktowej, czemu sprzyjał fakt, iż przed fuzją spółki prowadziły działalność uzupełniającą się, a nie konkurencyjną. Na koniec 2006 roku w grupie kapitałowej Vistula & Wólczanka S.A. funkcjonowało 187 sklepów firmowych.

---

[15] http://www.bankier.pl/wiadomosc/Sad-zarejestrowal-polaczenie-Vistuli-i-Wolczanki-1476711.html (20.03.2011).

[16] Raport analityczny Domu Maklerskiego PKO BP: Vistula & Wólczanka, z 18.09.2006; www.vistula.com.pl (20.03.2011).

[17] http://ceo.cxo.pl/artykuly/57200_2/Fuzje.i.przejecia.w.Polsce.html (20.03.2011).

Główne kierunki rozwoju Vistula & Wólczanka S.A. zostały określone przez zarząd spółki następująco[18]:

- intensywny rozwój na rynku krajowym poprzez wzrost liczby sklepów w ramach własnej sieci detalicznej, w tym w nowym formacie Megastore[19], a także selektywne przejęcia podmiotów z branży, które mają własne sieci sprzedaży,
- konsekwentny rozwój za granicą,
- finansowanie rozwoju w formie nowej emisji akcji.

Główną korzyścią z połączenia obu producentów odzieży było ograniczenie kosztów związanych z zarządzaniem spółkami (koszty centrali, wydatki na nadzór nad siecią dystrybucji) – synergia w zakresie sprzedaży (niższe koszty wynajmu powierzchni w centrum handlowym) oraz logistyki (wspólne dostawy). Korzyści wynikające ze sprawniejszego zarządzania kapitałem finansowym (likwidacja wysokooprocentowanego zadłużenia Wólczanki, lepsze wykorzystanie gotówki posiadanej przez Vistulę na wspólne projekty). Oszczędności związane z reklamą i marketingiem (wspólny wynajem powierzchni na billboardach, koordynacja akcji promocyjnych dla klientów). Ograniczenie kosztów zakupów materiałów do produkcji (dotychczas Wólczanka musiała posiłkować się drogim kredytem kupieckim)[20].

Zgodnie z raportem rocznym grupy kapitałowej Vistula & Wólczanka S.A. za rok 2006 odnotowano przychody w wysokości 180 843 tysięcy złotych, z zyskiem z działalności operacyjnej równym 18 384 tysiące złotych. Zysk netto grupa odnotowała na poziomie 16 016 tysięcy złotych[21]. Wyniki te uznaje się za dobre, gdyż mieszczą się w granicach prognoz podawanych przez niezależnych analityków.

3.2. Przejęcie przez Vistula & Wólczanka S.A. Galerii Centrum

Zarząd spółki Vistula & Wólczanka S.A. z siedzibą w Krakowie w dniu 17 stycznia 2007 roku nabył 100% udziałów w spółce Galeria Centrum Sp. z o.o. z siedzibą w Warszawie.

Na podstawie umowy, z chwilą zapłaty w dniu 17 stycznia 2007 roku całej ceny sprzedaży w kwocie 10 mln zł, Spółka nabyła własność 86.248 udziałów w kapitale zakładowym spółki Galeria Centrum Sp. z o.o., które to udziały reprezentują 100% kapitału zakładowego i uprawniających do wykonywania 86.248 głosów co stanowi 100% ogólnej liczby głosów na Zgromadzeniu Wspólników GC. Nabycie udziałów GC nastąpiło ze środków własnych Spółki i stanowi inwestycję długoterminową.

---

[18] Raport analityczny Domu Maklerskiego PKO BP: Vistula …; www.vistula.com.pl (20.03.2011). Raport analityczny Domu Maklerskiego PKO BP s. 218

[19] Duże około 500 m^2 placówki handlowe z odzieżą męską w segmencie ekonomicznym.

[20] http://ceo.cxo.pl/artykuly/57200_2/Fuzje.i.przejecia.w.Polsce.html (20.03.2011).

[21] E. Urbanowska – Sojkin, *Praktyka zarządzania strategicznego.* Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2008, s. 221.

Przedmiot działalności Galerii Centrum stanowi handel detaliczny w kilku podstawowych grupach asortymentowych obejmujących między innymi odzież damską, męską, a także akcesoria, obuwie i kosmetyki. Galeria Centrum jest właścicielem 11 odzieżowych marek własnych, których udział w przychodach stanowi ok. 30%. Pozostałe przychody pochodzą ze sprzedaży innych grup asortymentowych, głównie kosmetyków i akcesoriów oraz obcych marek odzieżowych.

Zakładane kluczowe korzyści dla grupy kapitałowej Vistula & Wólczanka S.A., wynikające z dokonanej transakcji nabycia udziałów w spółce Galeria Centrum, to pozyskanie wysokiej jakości powierzchni handlowej (ponad 40 tysięcy metrów kwadratowych) zlokalizowanej w dobrych miejscach (centra handlowe w największych miastach w Polsce) do działalności Spółki w segmencie ekonomicznym oraz zrealizowanie licznych synergii operacyjnych i finansowych wynikających z faktycznego połączenia operacji detalicznych Spółki i Galerii Centrum. Przejęcie marki oraz systemu zarządzania dużymi sklepami[22].

3.3. Wrogie przejęcie W. Kruka

5 maja 2008 roku na Giełdzie Papierów Wartościowych Vistula & Wólczanka S.A. ogłosiła wezwanie do sprzedaży akcji firmy W. Kruk S.A. Postanowiła skupić większość akcji Kruka i przejąć kontrolę nad spółką. Akcjonariusze oraz menedżerowie Kruka byli bardzo zaskoczeni. Komentatorzy orzekli, że zaczęło się pierwsze w historii polskiego rynku kapitałowego wrogie przejęcie. Właściciele Kruka stanęli w obliczu nowej sytuacji wymagającej szybkiego działania.

Przedsiębiorstwa te nie konkurowały ze sobą bezpośrednio na rynku, nie korzystały ze wspólnych technologii, mają odrębne rynki docelowe, gdyż Vistula & Wólczanka S.A. produkuje odzież głównie męską, biżuteria zaś adresowana jest do kobiet. Firma Kruk została wybrana przez zarząd Vistuli jako obiekt przejęcia z uwagi na atuty, które czyniły z niej wartościowy składnik grupy kapitałowej, między innymi znaną markę oraz rozwiniętą sieć sprzedaży, dające silną pozycję na rynku detalicznym. Punktem stycznym była również posiadana przez Kruka marka Deni Cler. Fuzja zaplanowana przez Vistulę & Wólczankę nie była uzgodniona z zarządem W. Kruk SA, który postanowił bronić niezależności spółki.

Zamiar przejęcia był możliwy do zrealizowania, gdyż akcjonariat W. Kruk S.A. był rozproszony. Większość akcji posiadały instytucje finansowe nieangażujące się bezpośrednio w zarządzanie. Z firmą najmocniej związana była rodzina Kruków. Wojciech Kruk, posiadający największy pakiet akcji – 22% oraz pełniący funkcję przewodniczącego rady nadzorczej spółki, rozważał różne warianty reakcji na zamiary Vistula & Wólczanka S.A. Możliwe było przeciwstawienie się „agresorowi" – przekonanie pozostałych akcjonariuszy do niesprzedawania akcji – lub znalezienie przyjaznego inwestora i ogłoszenie kontrwezwania.

Zamiar włączenia firmy W. Kruk SA do Vistuli & Wólczanki zaczął się 5 maja 2008 roku. Wtedy to Vistula & Wólczanka S.A. ogłosiła wezwanie do sprzedaży akcji W. Kruk S.A. i zobowiązała się skupić 51% do 66% akcji po cenie 23,7 zło-

[22] E. Urbanowska – Sojkin, *Praktyka zarządzania..., op.cit.,* s. 223.

tych. Zapisy na akcje miały być przyjmowane między 14 maja, a 27 maja 2008 roku.

Układ sił wskazywał na przewagę Vistuli, gdyż przychody Vistuli & Wólczanki wynosiły w 2007 roku 411 milionów złotych, a Kruka 167 milionów złotych. Natomiast kapitalizacja Vistula & Wólczanka S.A. osiągnęła 702 milionów złotych wobec 433 milionów złotych Kruk SA. Jednak zakup 66% akcji Kruka kosztowałby 298 milionów złotych – 42% całej kapitalizacji Vistuli & Wólczanki. Dlatego Vistula zaciągnęła na potrzeby emisji kredyt w Fortis Bank Polska SA.

Działanie podjęte przez Vistulę & Wólczankę było zaskoczeniem dla firmy jubilerskiej. Wojciech Kruk zapewnił, że nie odpowie na wezwanie, gdyż całą akcję uważa za wrogie przejęcie. Zarząd Kruka nie dysponował strategią reakcji na próbę przejęcia, w firmie wybuchła panika, a menedżerowie średniego szczebla chcieli składać wypowiedzenia, by zawczasu skorzystać z pojawiających się ofert pracy.

Po kilku dniach od wezwania – 9 maja 2008 roku – zarząd firmy W. Kruk S.A. wydał w tej sprawie oświadczenie, w którym rekomendował akcjonariuszom niereagowanie na ofertę Vistuli. Akcentował w nim oferowaną niską cenę, brak oszczędności kosztowych wynikających z fuzji oraz dobre perspektywy rozwojowe firmy. W odpowiedzi na to, by zwiększyć swoje szanse, Vistula podniosła 23 maja cenę wezwania z 23,70 złotych do 24,50 złotych za akcję.

W tej sytuacji Wojciech Kruk doszedł do wniosku, że fundusze inwestycyjne odpowiedzą na wezwanie, które wobec tego dojdzie do skutku. Jednocześnie trzy spółki cywilne założone przez przedstawicieli rodziny Kruk – WK INVESTMENT, ECK INVESTMENT, EK INVESTMENT – nabyły tego dnia 15,02% akcji. Łącznie rodzina zbyła 4 618 510 akcji i nabyła 2 774 840 akcji. 26 maja Wojciech Kruk wydał oświadczenie, w którym poinformował, że postanowił odpowiedzieć wraz z rodziną na wezwanie i zmniejszyć zaangażowanie w spółkę W. Kruk SA.

Wezwanie doszło do skutku. 30 maja Vistula nabyła 12 180 828 akcji Kruka. Do 22 lipca 2008 roku rodzina Kruków zredukowała swój udział w kapitale spółki W. Kruk S.A. do 4,85% akcji. Głównym udziałowcem posiadającym 66% akcji stała się Vistula & Wólczanka.

Wojciech Kruk był związany ze swoją firmą przez ponad 30 lat. Zauważył, że struktura własności Vistula & Wólczanka S.A. jest rozproszona i brak jest inwestora branżowego pełniącego funkcję przedsiębiorcy, a spółką zarządzają menedżerowie. Wobec tego postanowił za część środków uzyskanych ze sprzedaży Kruka nabyć akcje Vistuli. Dzięki nim zamierzał wejść do rady nadzorczej, by mieć pośrednio wpływ na „swojego" W. Kruka S.A. Pięć procent, które uzyskał nie dawało kontroli nad firmą, ale pozwalało szukać koalicjanta. Drugim przedsiębiorcą, który miał pełnić funkcję rozdającego karty w rozgrywce, był Jerzy Mazgaj – prezes i największy akcjonariusz (posiadał 75% udziału w kapitale) Alma Market S.A. – firmy grupującej supermarkety spożywcze i sięgającej również po luksusowe marki.

24 czerwca było już publicznie wiadomo, że W. Kruk i J. Mazgaj połączyli siły, by przejąć kontrolę nad Vistulą. Wojciech Kruk, chcąc uniknąć posądzeń o konflikt interesów, zrezygnował z kandydowania do rady.

W ciągu kilku tygodni zarząd Vistuli & Wólczanki został zmieniony. Odeszli ludzie odpowiedzialni za wrogie przejęcie Kruka. Na stanowisko przewodniczącego rady został powołany Jerzy Mazgaj. Ponadto powołano pełnomocnika rodziny Kruków oraz reprezentantów funduszy inwestycyjnych[23].

W dniu 15 lipca prezes Rafał Bauer podał się do dymisji, a rada nadzorcza przyjęła jego rezygnację. Nowym prezesem Vistuli & Wólczanki został Michał Wójcik, dla którego był to powrót po 2 latach na to stanowisko.

W dniach 23-25 lipca spółki należące do rodziny Kruków zakupiły 412 951 akcji W. Kruk SA, zwiększając swój udział w kapitale firmy do 7,18%[24].

31 grudnia 2008 roku nastąpiła sądowa rejestracja połączenia spółek Vistula & Wólczanka S.A. z W. Kruk S.A. Po połączeniu Vistula & Wólczanka S.A. zmieniła nazwę na Vistula Group S.A[25].

Po wrogim przejęciu firmy produkującej biżuterię Kruk. S.A. radząca sobie całkiem nieźle znana spółka odzieżowa Vistula & Wólczanka musi przekonać swoich akcjonariuszy, że połączenie dwóch firm z podobnych, ale jednak różniących się branż, zaowocuje wzrostem dochodów. W pierwszym dniu po ogłoszeniu, że przejęcie się powiodło, wynik nie był zadawalający. Akcje Vistuli & Wolczanki zachowały swoją wartość, natomiast walory Kruka staniały o ponad 8,6 procent.

4. Obecna sytuacja Grupy Kapitałowej Vistula Group S.A.

Jak oceniają analitycy, połączenie spółek Vistula & Wólczanka S.A. z W. Kruk S.A. było uzasadnione, gdyż firma w. Kruk S.A. posiada dużą sieć salonów sprzedaży zlokalizowanych w dobrych punktach. Zarząd Vistuli &Wólczanki zdawał sobie sprawę, że rynek odzieżowy rośnie i dodanie do niego biżuterii powinno przynieść dobry efekt.

Spółka znalazła się w fazie dynamicznego przekształcania się w firmę o wyraźnym profilu marketingowo-handlowym. Skoncentrowanie się na zarządzaniu markami oraz siecią dystrybucji przełożyło się na rozpoczęcie współpracy z międzynarodowymi producentami odzieży. Zmiana strategii i konsekwentna jej realizacja sprawiły, że spółka coraz częściej korzysta z usług starannie wyselekcjonowanych producentów niezależnych. Produkcja płaszczy, swetrów, obuwia czy akcesoriów realizowana jest poza Polską głównie we Włoszech. Podjęte zostały próby współpracy z rynkiem azjatyckim.

Koncentrując się na kreowaniu jednolitych stylistycznie kolekcji, a także zapewnianiu najwyższych jakości produktów, rozwija nowoczesne i dostosowane do aktualnych potrzeb zaplecze produkcyjne. Stała modernizacja bazy produkcyjnej

---

[23] http://wiadomosci.gazeta.pl/Wiadomosci/1,80353,5547688.html (20.03.2011).

[24] http://msp.nf.pl/Artykul/11242/Historia-pierwszego-w-Polsce-wrogiego-przejecia-W-Kruk-SA-Vistula-Wolczanka-SA/fuzje-i-przejecia-Kruk-strategia-przejecia-Vistula-Wolczanka-SA/ (20.03.2011).

[25] http://www.vistulagroup.pl/informacje-o-firmie/historia (20.03.2011).

to zapewnienie niepowtarzalnej jakości garniturów, czyli asortymentu wymagającego największej precyzji wykonania[26].

Vistula Group S.A. od lat dynamicznie rozwija własną sieć sprzedaży detalicznej. Obecnie liczy ona 245 sklepów o łącznej powierzchni sprzedażowej liczącej ponad 23 tysiące merów kwadratowych (w tym między innymi: 73 sklepy marki Vistula, 72 sklepy marki W. Kruk, 70 sklepów marki Wólczanka oraz 30 sklepów marki Deni Cler Milano)[27].

Aktualnie Grupa Vistula S.A. rozważa wprowadzenie na warszawską giełdę spółki zależnej Deni Cler SA, oferującą ekskluzywną odzież dla kobiet. Wiążące decyzje w tej sprawie powinny zapaść w drugiej połowie 2011 roku.

Jak powiedział prezes Pilch: „*Dla tej marki chcemy zbudować nową strategię, rozważamy więc jej rozwój w oparciu o pozyskanie środków z rynku publicznego*" – zaznaczając, że projekt upublicznienia Deni Cler może nastąpić w trzecim - czwartym kwartale tego roku.

Grupa Vistula, skupiająca marki odzieżowe Vistula, Wólczanka i Deni Cler oraz jubilerską W. Kruk, zamierza w 2011 roku uruchomić około 30 nowych salonów w centrach handlowych w polskich miastach, liczących powyżej 100 tysięcy mieszkańców. Połowę z nowych punktów mają stanowić salony jubilerskie W. Kruk, ponieważ marka ta wciąż posiada bardzo duży potencjał rozwoju.

Zgodnie z przyjętą strategią Vistula, po sfinalizowaniu w lutym sprzedaży zakładu produkcyjnego w Myślenicach, do końca 2011 roku zamierza sprzedać ostatnią własną fabrykę w Ostrowcu Świętokrzyskim. Firma stanie się wtedy w całości podmiotem wyspecjalizowanym w projektowaniu i dystrybucji biżuterii oraz kolekcji mody dla kobiet i mężczyzn.

W 2010 roku grupa Vistula odnotowała blisko 1,7 milionów złotych skonsolidowanego zysku netto. Pilch zapowiedział, że w 2011 roku grupa „będzie dążyć do dwucyfrowego wyniku netto"[28].

Podsumowanie

W obecnych czasach należy oczekiwać, iż fuzje i przejęcia nadal będą chętnie wybieraną przez przedsiębiorstwa strategią rozwoju i osiągania przewagi konkurencyjnej. Mimo, że wiele spośród tych transakcji nie tylko nie przynosi oczekiwanych rezultatów, ale wręcz kończy się porażką, to i tak firmy oczekują korzyści jakimi mogą być tak jak w przypadku Vistuli & Wólczanki S.A. wzmocnienie pozycji rynkowej łączących się firm poprzez obniżkę kosztów funkcjonowania w wyniku optymalizacji struktur organizacyjnych oraz wspólnego zarządzania logistyką, zakupami i rozwojem sieci detalicznych, a także wzrost wartości ich marek w wyniku koordynacji działań marketingowych[29].

---

[26] http://www.inwestycje.pl/gpw/profile_spolek?mode=view_comp&name=VISTULA (20.03.2011).
[27] http://www.vistulagroup.pl/informacje-o-firmie (20.03.2011).
[28] http://wyborcza.biz/biznes/1,100969,9361076,Vistula_rozwaza_wprowadzenie_na_gielde_spolki_zaleznej.html (20.03.2011).
[29] E. Urbanowska – Sojkin, *Praktyka zarządzania..., op.cit.,* s. 219.

Jak wynika z drugiego przykładu przejęcia W. Kruka uczestnikami fuzji i przejęć mogą być przedsiębiorstwa zupełnie odmienne pod względem stylu zarządzania, kultury organizacyjnej, czy systemów wartości, stąd sukces takiej operacji uzależniony jest od tego jak skutecznie potrafią się one ze sobą zintegrować.

Strategia i polityka wewnętrzna przedsiębiorstw to dziedziny określające przyszłość firmy. Dzięki uzależnieniom i powiązaniom firm gospodarka światowa może się rozwijać. Poprzez fuzje i przejęcia firmy dążą do powiększania siły rynkowej, pozyskiwania strategicznych dostawców, zwiększanie własnego potencjału twórczego i jak najefektywniejszego zaspokojenia popytu rynkowego. Połączenie firm może również prowadzić do redukcji kosztów utrzymywania spółek, w związku z czym po dokonaniu połączenia lub przejęcia można przeznaczyć większe sumy finansowe na produkcję. Dzięki fuzjom oraz przejęciom przedsiębiorstwa osiągają tak zwany efekt synergiczny. Zjawisko to można opisać w sposób prosty – firmy oddzielnie nie oznaczają tyle i nie mają takiego potencjału jak w postaci połączonej.

Bibliografia:

Wydawnictwa zwarte:

1. Butra J., Janowski A., Kicki J., Siewierski S., Wanielista K., *Przedsiębiorstwo i jego otoczenie w gospodarce rynkowej,* Wydawnictwo Instytutu Gospodarki Surowcami Mineralnymi i Energią PAN, Kraków 1999.
2. Czekaj J., Dresler Z., *Zarządzanie finansami przedsiębiorstw. Podstawy teorii.* Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2005.
3. Lewandowski M., *Fuzje i przejęcia w Polsce na tle tendencji światowych,* Warszawa 2001.
4. Solarz J. K., *Holding finansowy,* Centrum Informacji Menedżera, Warszawa 1995.
5. Urbanowska – Sojkin E., *Praktyka zarządzania strategicznego.* Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2008.

Wydawnictwa ciągłe:

1. Lewandowski M., *Struktura rynku kapitałowego a fuzje i przejęcia przedsiębiorstw*, „Penetrator – Rynek Kapitałowy", 4/98.
2. Komunikaty spółek ESPI (dawny Emitent), VISTULA: Porozumienie Zarządów Vistula S.A. i Wólczanka S.A. w sprawie połączenia 30.03.2006.
3. Raport Domu Maklerskiego Millennium: Vistula – zmiana wizerunku. Wólczanka – restrukturyzacja w toku, 18 lipca 2005.
4. Raport analityczny Domu Maklerskiego PKO BP: Vistula & Wólczanka, z 18.09.2006

Witryny internetowe:

1. www.bankier.pl Polski Portal Finansowy
2. http://ceo.cxo.pl Magazyn Top Menedżerów
3. www.vistula.com.pl Vistula
4. www.vistulagroup.pl Vistula Group S.A.
5. http://relacje.wkruk.pl Grupa Kapitałowa W. Kruk
6. http://msp.nf.pl Portal Wiedzy na MSP
7. http://www.inwestycje.pl Inwestycje.pl

8. http://wyborcza.biz Gazeta Wyborcza
9. http://wiadomosci.gazeta.pl Gazeta.pl

Abstrakt:

Fuzje i przejęcia od wielu lat stanowią stały element gospodarki światowej, wpływając tym samym na funkcjonowanie przedsiębiorstw, a także na życie ludzi w wielu krajach. Są stosowane przez firmy celem osiągnięcia określonych zamierzeń strategicznych oraz finansowych. Dzięki fuzjom i przejęciom przedsiębiorstwa osiągają tak zwany efekt synergiczny. Celem artykułu jest zaprezentowanie różnych form łączenia przedsiębiorstw. Przedstawienie połączenia spółek Vistuli S.A. oraz Wólczanki S.A., a także pierwszego wrogiego przejęcia na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie.

The merger, hostile takeover - a way for the development of the company? For example: Vistula SA, Wólczanka S.A., Gallery Center S. z o.o., W. Kruk S.A.

Mergers and acquisitions for many years a regular part of the world economy, thus affecting an operation of enterprises as well as the lives of people in many countries. They are used by enterprises to achieve the strategic and financial goals. With mergers and acquisitions the company achieve the so-called synergistic effect. This article aims to present various forms of mergers. Presentation of the merger of Vistula S.A. and Wólczanka S.A., and the first hostile takeover on the Warsaw Stock Exchange.

MBA Anna Krzysztofek, junior lecturer, Jan Kochanowski University in Kielce, doctoral student - University of Economics in Katowice.