

Agnieszka Łyskawa
ORCID: 0009-0000-4525-7756
agnieszka.lyskawa@onet.pl
Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu

<https://doi.org/10.26366/PTE.ZG.2024.263>
Open Access CC BY 4.0



Cytowanie: Łyskawa, A. (2024). Zastosowanie ubezpieczeń w transakcjach fuzji i przejęć na rynku międzynarodowym. *Zeszyty Naukowe Polskiego Towarzystwa Ekonomicznego w Zielonej Górze*, 20, s. 129-141. DOI: 10.26366/PTE.ZG.2024.263

Zastosowanie ubezpieczeń w transakcjach fuzji i przejęć na rynku międzynarodowym

Abstrakt: Transakcje fuzje i przejęcia (ang. mergers & acquisition, M&A) przedsiębiorstw są pojęciem znanym i szeroko praktykowanym już od połowy XIX wieku. Zawarcie transakcji ma doprowadzić do konsolidacji rynku oraz równoczesnego ograniczenia konkurencji. Przeprowadzenie transakcji połączenia oraz oczekiwane wobec niego rezultaty obarczone są ryzykiem niepowodzenia, wynika to ze złożoności oraz wieloetapowości omawianego procesu. Celem artykułu jest wyjaśnienie w jaki sposób zawarcie ubezpieczenia gwarancyjnego i odszkodowawczego (ang. Warranty & Indemnity) w odniesieniu do transakcji fuzji i przejęć może ograniczyć ryzyko każdej ze stron transakcji na przykładzie jednostek sektora bankowego (Oversea-Chinese Banking Corp Ltd. oraz Internationale Nederlanden Groep).

Słowa kluczowe: Fuzje i przejęcia, Warranty & Indemnity, ubezpieczenia, sektor bankowy

Application of insurance in international M&A transactions

Abstract: Mergers & acquisitions (M&A) of companies has been a well-known and widely practised concept since the mid-19th century. The purpose of the transaction is to consolidate the market and, at the same time, reduce competition. The implementation of a merger transaction and its expected results are subject to the risk of failure, due to the complexity and multi-stage nature of the process. The aim of this article is to explain how taking out Warranties & Indemnity insurance in relation to M&A transactions can reduce the risk for each of the parties to the transaction, using the example of banking sector entities (Oversea-Chinese Banking Corp Ltd and Internationale Nederlanden Groep).

Key words: Mergers & Acquisition, Warranty & Indemnity, Insurance, Banking sector

JEL: G22, G34, G21

Wstęp

Transakcje „fuzje i przejęcia” (ang. *mergers & acquisition*, M&A) przedsiębiorstw są pojęciem znanym i szeroko praktykowanym już od połowy XIX wieku. Obecnie w dobie szybkiego przepływu informacji, wzrastającej konkurencji międzynarodowej, postępującej globalizacji oraz dojrzewających rynków, możliwość wzrostu przedsiębiorstwa poprzez połączenie nabrała znaczenia i cieszy się niesłabnącym zainteresowaniem wśród przedsiębiorców. Zawieranie transakcji łączenia się przedsiębiorstw ma zazwyczaj doprowadzić równocześnie do konsolidacji rynku oraz ograniczenia konkurencji. Dodatkowo implikuje to rozwój organizacji, transfer technologii czy możliwości wchodzenia na nowe rynki

zbytu. Jednakże przeprowadzenie transakcji oraz oczekiwane wobec niego rezultaty obarczone są ryzykiem niepowodzenia. Wpływa na to złożoność procesu połączenia oraz jego wieloetapowość.

Celem artykułu jest wykazanie w jaki sposób zawarcie ubezpieczenia gwarancyjnego i odszkodowawczego (ang. *Warranty & Indemnity*) w odniesieniu do transakcji fuzji i przejęć może ograniczyć ryzyko każdej ze stron transakcji. Problematyka podjęta w niniejszym opracowaniu stanowi współcześnie istotny element zewnętrznej strategii wzrostu przedsiębiorstw na arenie międzynarodowej, a techniczne uwarunkowania poszczególnych umów ubezpieczenia mogą stanowić o sukcesie lub porażce całego projektu związanego z fuzjami i przejęciami. Dążąc do weryfikacji słuszności zakupu polisy podjęto działania zidentyfikowania ryzyk wyłączonych z zakresu ubezpieczenia. Podjęto również próbę przedstawienia podjętej tematyki w kontekście aktualnej rzeczywistości gospodarczej poprzez analizę połączenia instytucji z sektora bankowego oraz możliwości zabezpieczenia ewentualnych skutków połączenia poprzez faktyczne zapisy określonych polis W&I.

Definiowanie pojęcia fuzje i przejęcia

W celu poprawnego zrozumienia istoty transakcji funkcji i przejęć warto zapoznać się definicjami tych pojęć występującymi w literaturze i aktach prawnych. Poprawna analiza różnorodnych definicji pozwoli zrozumieć różnice jakie między nimi występują, ale przede wszystkim dogłębnie przeanalizować zakres semantyczny tych pojęć. Zdaniem Waldemara Frąckowiaka (2009, s. 24) rozróżnienie poszczególnych form transakcji fuzji i przejęć jest niekiedy nieostre i trudno wskazać precyzyjnie kryteria ich klasyfikacji. Znajduje to odzwierciedlenie w literaturze przedmiotu, w której wiele terminów stosuje się w sposób dość dowolny, a określone pojęcia w sposób zamienny, przypisując im różne znaczeniowo konotacje.

Tabela 1. Definicje pojęcia fuzja i przejęcie

Autor	Definicja pojęcia	Nacisk semantyczny
FUZJA		
Frąckowiak (2009, s. 25)	„Odnosi się także do sytuacji, w której dochodzi do połączenia dwóch (lub więcej) przedsiębiorstw w jedno, przy czym tylko przedsiębiorstwo nabywca zachowuje swoją tożsamość (firmę) i podmiotowość (osobowość prawną).”	Połączenie.
Herdan (2008, s. 12)	„Najczęściej łączące się spółki ulegają rozwiązaniu (wykreśleniu z rejestru), a w ich miejsce powstaje całkiem nowy podmiot gospodarczy. W zamian za posiadane wcześniej akcje (udziały) akcjonariusze	Powstanie nowego podmiotu gospodarczego; silne osadzenie transakcji w kwestiach kapitałowych.

	(udziałowcy) łączących się firm otrzymują akcje (udziały) nowo utworzonego przedsiębiorstwa.”	
Kodeks spółek handlowych (2000)	„Połączenie może być dokonane przez związanie spółki kapitałowej, na którą przechodzi majątek wszystkich spółek za udziały lub akcje nowej spółki (łączenie się przez związanie nowej spółki).”	Zawiązanie nowej spółki i przejęcie przez nią majątku.
PRZEJĘCIE		
Frąckowiak (2009, s. 25)	„Transfer kontroli, czyli przeniesienie kontroli nad działalnością gospodarczą przedsiębiorstwa z jednej grupy inwestorów (lub jednego inwestora) do innej grupy (lub innego inwestora).”	Transfer kontroli, przeniesienie kontroli.
Herdan (2008, s. 12)	„Spółka nabywająca zachowuje swoją tożsamość i podmiotowość (osobowość prawną), a spółka przejmowana (nabywana) ulega rozwiązaniu.”	Nabycie firmy przez firmę i rozwiązanie firmy przejmowanej.
Kodeks spółek handlowych (2000)	„Połączenie może być dokonane przeniesienie całego majątku spółki (przejmowanej) na inną spółkę (przejmującą) za udziały lub akcje, które spółka przejmująca wydaje wspólnika spółki przejmowanej (łączenie się przez przejęcie).”	Przeniesienie majątku z jednej firmy na drugą.

Źródło: opracowanie własne.

Tabela 1. obrazuje różnice w interpretacji i zakresie semantycznym pojęć. Uogólniając, podstawowa różnica między pojęciami fuzji i przejęcia sprowadza się do natury transakcji. Pod pojęciem fuzji rozumiane jest połączenie się dwóch bądź więcej przedsiębiorstw, z czego jedno z nich traci swoją podmiotowość prawną na rzecz przejmującego przedsiębiorstwa (sytuacja $A+B=A$), kiedy to firmę A określamy jako nabywcę, a firmę B jako sprzedawcę. Może mieć też miejsce sytuacja określana jako konsolidacja, gdzie przez połączenie się przedsiębiorstw powstaje zupełnie osobny byt prawny. Łączone jednostki ulegają likwidacji (zostają wypisane z rejestru), a w ich miejsce powstaje nowe przedsiębiorstwo. Jest to sytuacja, gdzie $A+B=C$ (Frąckowiak, 2009, s. 34; Herdan, 2008, s. 11-13).

Przez przejęcie rozumie się transfer kontroli, czyli przeniesienie kontroli nad przedsiębiorstwem z jednej grupy inwestorów do drugiej. Z punktu widzenia operacyjnego, przejęcie może nastąpić m.in. poprzez: zakup akcji przedsiębiorstwa (udziałów), zakup części lub całości majątku przedsiębiorstwa (aktywów), czy wspólne przedsięwzięcie, polegające na utworzeniu wspólnego przedsiębiorstwa z wydzielonych przez obu partnerów aktywów.

Dużo bogatszym odniesieniem do interpretacji fuzji i przejęć w wymiarze praktycznym jest literatura zagraniczna, gdzie ten termin najczęściej określany jest jako *Mergers & Acquisitions*. Spotkać można również takie terminy, jak *takeover* rozumiane jako przejęcie kontroli nad jedną spółką przez inną lub okazjonalnie przez grupę inwestorów. Przejęcia te są zazwyczaj dokonywane poprzez nabycie akcji. Z kolei za wykup – *buyout* uznaje się sytuację, gdy właściciele firmy są wykupywani przez inną grupę, zazwyczaj kierownictwo lub pracowników firmy. Literatura zagraniczna wyróżnia również *consolidation* czyli konsolidację,

która zasadniczo odnosi się do połączenie jednej lub więcej firm w nowe przedsiębiorstwo poprzez przeniesienie aktywów netto.

Terminy fuzji i przejęcia są zazwyczaj stosowane zamiennie, ale istnieją między nimi subtelne różnice. Cechą wspólną wszystkich rodzajów połączenia jest fakt, iż przedsiębiorstwo nie traci podmiotowości prawnej, lecz jego działalność kontrolowana jest przez inną grupę podmiotów (Łyskawa, 2021).

Motywy procesów fuzji i przejęć przedsiębiorstw

Określenie motywów fuzji i przejęć jest istotne w kontekście przeprowadzenia całego procesu transakcyjnego. Waldemar Frąckowiak (2009, s. 32-47) klasyfikuje powody połączeń przedsiębiorstw na motywy nabywcy i sprzedawcy. Różnica między interesami tych uczestników transakcji polega na tym, że kupujący poprzez zakup realizuje strategię wzrostu, natomiast sprzedający strategię dezinwestycji. Do motywów nabywcy należą:

- motywy techniczne i operacyjne – zwiększenie efektywności zarządzania poprzez pozyskanie nowej kadry kierowniczej, synergia operacyjna, korzyści skali, ograniczenie kosztów;
- motywy tynkowe i marketingowe – zwiększenie udziału w rynku, wyeliminowanie konkurencji, dywersyfikacja ryzyka;
- motywy finansowe – korzyści podatkowe, dodatkowy kapitał, wykorzystanie nadmiernych funduszy;
- motywy menadżerskie – wzrost wynagrodzeń osób na stanowiskach kierowniczych, prestiż, zwiększenie swobody prowadzenia działalności.

Joanna Korpus (2014, s. 68) zwraca uwagę na cele i oczekiwania fuzji i przejęć głównych interesariuszy przedsiębiorstwa. Wyróżnia m.in.: właścicieli chcący uzyskać jak najwyższą stopę zwrotu; pracowników, dla których ważne jest stabilne zatrudnienie; klientów szukających atrakcyjnej oferty lub dostawców i kontrahentów liczących na utrzymanie i rozwój współpracy.

Z kolei Marcin Lewandowski (2009, s. 34-36) zwraca uwagę na motywy wynikające z działalności gospodarczej jednostki oparte na interesach akcjonariuszy:

- wzrost wynagrodzeń kadry kierowniczej,
- wzrost prestiżu i władzy,
- zmniejszenie ryzyka i władzy,
- wzrost swobody działania.

Z przeprowadzonej analizy wynika, że fuzje i przejęcia nie posiadają wyłącznie jednego uniwersalnego zestawu motywów, które determinują działania stron transakcji. Osiągnięcie założonych przez strony motywów może w praktyce okazać się trudne lub nawet niemożliwe. „Istotne jest oddzielenie rzeczywistych motywów, które mogą przynieść korzyści

ekonomiczne, od motywów „papierowych”, które nie są w stanie doprowadzić do wytworzenia wartości” (Frąckowiak, 2009, s. 48-49).

Efekt synergii jako najbardziej pożądanym motyw transakcji fuzji i przejęć

Osiągnięcie synergii jest najbardziej pożądanym efektem towarzyszącym transakcji fuzji i przejęć, a jego ocena zależy ściśle od potencjału łączących się przedsiębiorstw. Frąckowiak (2009, s. 34) pojęcie synergii (hipoteza $2+2=5$) odnosi do sytuacji, w której kombinacja części składowych daje więcej niż ich proste sumowanie. W przypadku fuzji i przejęć zakłada się powstanie pewnej korzyści netto jako różnicy między wartością firmy powstałej w wyniku nabycia a sumą wartości obydwu firm przed nabyciem.

Zdaniem Andre Helin i Kristof Zorde (1998, s. 8) synergia jest efektem jaki można osiągnąć poprzez zintegrowanie dwóch lub więcej rodzajów działalności, tak aby ostatecznie generowały większą wartość niż gdyby integracja nie miała w ogóle miejsca.

Pojęcie synergii odnosi się więc do sytuacji, gdy połączenie przedsiębiorstw pozwala jednemu i drugiemu równocześnie osiągać takie korzyści, które byłyby niemożliwe do osiągnięcia, gdyby firmy działały samodzielnie.

Wzrost wartości przedsiębiorstwa w oparciu o synergii operacyjną zdaniem Doroty Ciesielskiej-Maciągowskiej i Mariusza Radło (2014, s. 120-121) można osiągnąć dzięki czterem jej typom. Pierwszy z nich wynika z możliwości osiągnięcia korzyści skali, zwłaszcza w przypadku poziomego połączenia¹, kiedy to jedno z przedsiębiorstw ma możliwość zredukowania swoich kosztów jednostkowych poprzez likwidację niewykorzystanych mocy produkcyjnych oraz relokacji kosztów stałych. Drugi typ synergii pozwala na zwiększenie pozycji rynkowej przedsiębiorstwa poprzez nabycie jego dostawców lub odbiorców. Jest to przejaw integracji pionowej². Celem wykupu przez przedsiębiorstwo jego dostawców jest uzyskanie większej kontroli nad ogniwem łańcucha wartości dodanej oraz umocnienie jego pozycji przetargowej w negocjacjach z innymi dostawcami. Kolejnym typem synergii operacyjnej jest uzyskanie korzyści wynikających ze zjawiska komplementarności zasobów i umiejętności. Oznacza połączenie dwóch firm o różnych zasobach i umiejętnościach, jak sieć dystrybucji, *know-how* czy promocja, w celu wzmocnienia wartości dodanej wynikającej z połączenia. Trzeci typ pozwala na zatuszowanie słabszych stron spółki-celu mocniejszymi kompetencjami spółki przejmującej. Ostatni typ pozwala na zwiększenie wartości

¹ Połączenie poziome – (ang. *horizontal integration*) forma integracji, w której uczestniczą przedsiębiorstwa o podobnym profilu działalności [...] Najczęściej są to firmy konkurujące ze sobą (Frąckowiak, 2009, s. 29).

² Połączenie pionowe – (ang. *vertical integration*) forma integracji, w której biorą udział podmioty będące kolejnymi ogniwami łańcucha wartości dodanej (Frąckowiak, 2009, s. 29).

przedsiębiorstwa poprzez wejście na nowy rynek. Transakcje tego typu umożliwiają korporacją wejście na nowe rynki, a mniejszemu przedsiębiorstwu pozwala zwiększyć swój wolumen sprzedaży poprzez dostęp do większej ilości rynków i wykorzystanie międzynarodowego wizerunku przejmującego przedsiębiorstwa (Łyskawa, 2021).

Podstawowe typy ryzyka w transakcjach fuzji i przejęć

Podstawowym założeniem zawierania transakcji fuzji i przejęć jest chęć osiągnięcia korzyści niemożliwych do zrealizowania przez jednostkę samodzielnie, mimo to istnieje ryzyko niepowodzenia w osiągnięciu zamierzonego celu. Zjawisko niepowodzenia nieodłącznie towarzyszy transakcjom. Możliwość wystąpienia ewentualnego ryzyka obliguje nabywcę do jego oceny i podjęcia decyzji czy relacja między ryzykiem, a zyskiem jest dla niego akceptowalna (Hooke, 2002, s. 53). Wynika z tego, że kluczowym działaniem w celu osiągnięcia zamierzonych korzyści połączenia jest identyfikacja rodzajów ryzyka niepowodzenia, obszarów ich ewentualnego wystąpienia oraz metod ich ograniczenia. Wyniki badań prowadzonych w tym zakresie pozwalają stwierdzić, że ponad połowa zawieranych transakcji kończy się niepowodzeniem (Gaiser, Kaiser i Strobel, 2003, s. 348). Poprawna analiza ryzyk towarzyszących transakcji pozwala na ocenę zasadności jej przeprowadzenia oraz urzeczywistnienia możliwe do osiągnięcia rezultaty.

Barbara Rozwadowska (2012, s. 199-202) zwraca uwagę na niewielką ilość badań w zakresie identyfikacji głównych barier powodzenia transakcji. Do tej pory za największą barierę transakcji uznawano obszar finansowy. Zwracano uwagę na problem nieefektywnej wyceny przedsiębiorstwa lub niekorzystne warunki samego połączenia, jak i nieznaną lub często niemożliwą do przewidzenia sytuację rynkową i pozycję konkurencyjną przedsiębiorstwa. Ważnym obszarem był też powody strategiczne, wskazywano na błędny dobór partnera, niejasno określone cele połączenia lub zbyt optymistyczną ocenę rezultatów synergii. Obserwacje przebiegu zawieranych transakcji pozwoliły zauważyć, że pomimo dobrego formalnego przygotowania transakcji i kwalifikacji zarządzających w sferze działań koncentracyjnych, wiele połączeń kończyło się niepowodzeniem. Pozwoliło to na stwierdzenie, że poza czynnikami strategicznymi, ważną rolę w procesie transakcji odgrywają różnice kulturowe między łączącymi się firmami, zbyt wolne tempo podczas wprowadzania koniecznych zmian, fluktuacje kadr, słaba władza centralna oraz brak wykwalifikowanego przywództwa.

Zdaniem Piotra Szczepankowskiego (2000, s. 138-146) podstawowe bariery realizacji transakcji należy identyfikować na poziomie poszczególnych procesów fuzji i przejęć.

Wyodrębnia bariery w podziale na fazy procesu fuzji i przejęć oraz dodatkowo w każdej z faz wyróżnia trzy kryteria barier: prawno-organizacyjne, społeczno-polityczne oraz kapitałowo-finansowe.

Tabela 2. Ryzyka transakcyjne w podziale na fazy procesu transakcji fuzji i przejęć

Faza procesu	Ryzyka
Przygotowawcza	<ul style="list-style-type: none"> • Brak adekwatnych przepisów normujących formy i sposoby przeprowadzania transakcji fuzji i przejęć; • Obawa pracowników i brak zaufania; • Zawyżanie wartości przedsiębiorstwa.
Konwersja	<ul style="list-style-type: none"> • Niewykwalifikowana kadra kierownicza wpływająca na czas transakcji oraz jej efektywność; • Obawa przed zmianami organizacyjnymi wewnątrz przedsiębiorstwa; • Niewystarczające fundusze na wykup przedsiębiorstwa.
Realizacja	<ul style="list-style-type: none"> • Niechęć i niezadowolenie pracowników z połączenia; • Różnice kulturowe.
Porealizacyjna	<ul style="list-style-type: none"> • Brak m.in.: infrastruktury kapitałowo-finansowej, wykwalifikowanych specjalistów, czy recesja gospodarcza w kraju przejmowanej spółki; • Brak doświadczenia.

Źródło: opracowanie własne na podstawie: Szczepankowski, P. J. (2000). Fuzje i przejęcia. Techniki oceny opłacalności i sposoby finansowania. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.

Tabela 2. przedstawia zestawienie mogących się zmaterializować ryzyk na każdym etapie transakcji. Połączenie przedsiębiorstw jest rozległym procesem i dotyczy wszystkich dziedzin funkcjonowania jednostki. Rozpatrując połączenie przez pryzmat prawno-organizacyjny przedsiębiorstwo będzie musiało się mierzyć z barierami dotyczącymi prawnego aspektu przejęcia, wyborem odpowiedniej metody realizacji połączenia, czy błędnie oszacowaną wartością przedsiębiorstwa. Z perspektywy społeczno-politycznej w czasie transakcji może pojawić się problem zarządzania opornymi zasobami ludzkimi. Pracownicy mogą przejawiać nieprzychylną postawę do sprzedaży majątku i nowego sposobu prowadzenia przedsiębiorstwa. Ostatnim wyróżnionym przez autora aspektem jest kryterium kapitałowo-finansowe ukazujące problemy w zdobyciu wolnych środków finansowych potrzebnych do przeprowadzenia transakcji. Bariery te implikują konieczności posiadania wsparcia strony przejmującej w postaci kredytu. Braku kapitału uniemożliwia realizację także innych form transformacji, a w konsekwencji powoduje problemy w oszacowaniu wartości firmy.

Jak wynika z raportu badania „2016 Strategic Buyers Survey” przeprowadzonego przez Crowe Horwath we współpracy z Financial Executives Research Foundation, kierownictwo firmy w coraz większym stopniu przejmuje aktywną rolę w nadzorze kolejnych etapów transakcji oraz identyfikacji możliwych ryzyk. Przeprowadzone badanie wyróżnia najczęściej występujące zagrożenia w podziale na kategorie. Dla pierwszej kategorii związanej z ryzykiem poszukiwania celów przejęcia za najważniejsze zagrożenie uznana została niejasna strategia wzrostu lub specyficzne metody transakcji. Brak przejrzystych celów strategicznych przejęcia

stanowi kluczowy problem zarządzania każdym projektem, a zwłaszcza na rynku transakcji M&A. Następnym wyróżnionym obszarem są ryzyka wyceny. Główne zagrożenie stanowi zawyżenie ceny transakcyjnej. Wpływ na aktualne wyceny rynkowe można podzielić na zagadnienia po stronie spółki takie jak: niejasno określona strategii wzrostu czy motywy transakcji oraz te po stronie rynku M&A dotyczące wyceny rynkowej i dostępności do informacji o przejmowanej spółce. Kompilacja tych zagadnień prowadzi do powstania niedociągnięć w fazie *due diligence* pod względem finansowym oraz operacyjnym. Te natomiast bezpośrednio prowadzą do ustalenia zawyżonej ceny przejmowanej firmy. Ostatnie dwie kategorie dotyczą działań miękkich jak zaangażowanie zespołu oraz różnice kulturowe. Integracja jest ważnym aspektem połączenia, jednocześnie jest obszarem najbardziej narażonym na niepowodzenie. Badanie wskazuje, że firmy pomimo chęci i możliwości korzystania z pomocy zasobów zewnętrznych w tym obszarze nie podejmują tego typu działań. Wynika to z trudności z określeniem odpowiedniego czasu na zasięgnięcie pomocy oraz wyboru instytucji ją oferującej.

Ubezpieczenie Warranty & Indemnity (W&I) jako najskuteczniejsza metoda zabezpieczenie ryzyka transakcji fuzji i przejęć

Ubezpieczenia jako instytucja, ma za zadanie zniesienie lub przynajmniej ograniczenie ciężaru pewnych zdarzeń losowych na ryzyko, których człowiek narażony jest całe swoje życie (Ronka-Chmielowiec, 2016, s. 14). Podczas procesu transakcji fuzji i przejęć głównym zagrożeniem jakim jest nieosiągnięcie wzrostu wartości połączonego przedsiębiorstwa, nie może być objęte ochroną ubezpieczeniową. Zestawienie pozostałych ryzyk stanowi już obszar możliwy do objęcia ochroną ubezpieczeniową.

Wśród tradycyjnych ubezpieczeń stosowanych w transakcjach M&A wyróżnić można ubezpieczenie ryzyka transakcyjnego, zwane również ubezpieczeniem gwarancyjnym i odszkodowawczym (W&I). Takie polisy ubezpieczeniowe istnieją od ponad dwudziestu lat, jednakże ich wykorzystanie znacznie wzrosło w ciągu ostatnich lat tak, że obecnie jest to podstawa wielu transakcji M&A. Produkt został opracowany przez zakłady ubezpieczeń w odpowiedzi na potrzebę firm wynikającą z konieczności pokrycia strat naruszeń gwarancji udzielonych przez sprzedającego. Jego kształt każdorazowo dostosowany jest do potrzeb klienta, jego głównym zadaniem jest ochrona ubezpieczonego w przypadku naruszenia zapewnień złożonych w umowie sprzedaży przedsiębiorstwa lub udziałów w spółkach prowadzących takie przedsiębiorstwo (Mentor, dostęp: 15.03.2023). Ubezpieczenie *Warranty & Indemnity* zostało ono skonstruowane tak, aby chronić zarówno sprzedającego, jak

i kupującego przed złamaniem zapewnień określonych w umowie kupna-sprzedaży. Zazwyczaj zawierane jest przez obie lub jedną ze stron w momencie podpisania umowy.

Motywy sprzedawcy oraz kupującego w transakcji różnią się znacznie od siebie. Polisa zawierana przez sprzedającego skupia się na ochronie strony składającej oświadczenie o kondycji przed niezawinionym złamaniem postanowień umowy kupna-sprzedaży. Strona sprzedająca udziela gwarancji w ramach umowy kupna-sprzedaży i zawiera polisę pokrywającą jego odpowiedzialność z tego tytułu. W przypadku wystąpienia roszczenia kupujący zwraca się do sprzedającego, ten następnie rości do zakładu ubezpieczeń z tytułu zawartej polisy ubezpieczeniowej W&I w celu wypłaty odszkodowania. Polisa chroniąca nabywcę zabezpiecza ubezpieczonego przed ewentualnością poniesienia finansowych strat w przypadku złamania oświadczeń składanych przez sprzedającego w umowie kupna-sprzedaży. Posiadanie przez nabywcę polisy ubezpieczeniowej upoważnia go do dochodzenia roszczeń w przypadku ewentualnej szkody bezpośrednio od zakładu ubezpieczeń z pominięciem sprzedającego. Polisa W&I zawarta przez stronę nabywającą wydłuża czas obowiązywania gwarancji ponad ten wynegocjowany w ramach umowy kupna-sprzedaży. Polisa *Warranty & Indemnity* najczęściej stosowana jest w sytuacjach, gdy:

- kupujący przedstawia obawy co do zapewnień złożonych przez sprzedającego,
- sprzedający nie posiada pewności co do wystarczającej ilości zgromadzonych środków na wykup przedsiębiorstwa,
- kupujące chce wzmocnić swoją pozycję przetargową w transakcji,
- sprzedający przejawia chęć zainwestowania środków z tytułu sprzedaży,
- występuje konieczność pokrycia ryzyk podatkowych,
- spółka cel pochodzi z kraju o nieznannej jurysdykcji.

Zakłady ubezpieczeń zazwyczaj starają się skonstruować polisę najlepiej odzwierciedlającą postanowienia zawarte w umowie kupna-sprzedaży, jednak są obszary, w których ubezpieczenie nie będzie miało zastosowania. Lista tzw. wyłączeń jest indywidualna dla każdego zakładu ubezpieczeń, natomiast do najczęściej występujących należą:

- informacje wcześniej ujawnione przez sprzedawcę,
- grzywny i kary nałożone na gruncie prawa karnego i nieobjęte ubezpieczeniem,
- zapewnienia i prognozy dotyczące przyszłych zdarzeń,
- nieuczciwe działanie strony transakcji,
- zanieczyszczenia środowiska.

Na koszt składki ubezpieczeniowej wpływa wiele czynników, m.in.: wartość transakcji, limit odpowiedzialności, charakter i lokalizacji spółki docelowej, warunki gwarancji oraz okres związania ubezpieczeniem.

Wykorzystanie polisy W&I można podzielić na trzy różne, ale integralne części. W obszarze zyskowności przeniesienie ewentualnych zobowiązań związanych z transakcjami M&A na rynek ubezpieczeniowy pozwala zwiększyć zwrot z inwestycji. Dodatkowo obszar zobowiązań pozwala zredukować wystąpienia potencjalnych zobowiązań warunkowych przedsiębiorstwa. Ostatni obszar jakim jest płynność pozwala na efektywne kwantyfikowanie oczekiwanego finansowania.

Studium przypadku – transakcja fuzji i przejęcia na przykładzie jednostek sektora bankowego

Oversea-Chinese Banking Corp Ltd. to międzynarodowa korporacja z siedzibą w Singapurze świadcząca usługi bankowe. Bank powstał w 1932 roku w wyniku konsolidacji banków Chinese Commercial Bank Ltd., Ho Hong Bank Ltd. oraz Oversea-Chinese Bank Ltd. OCBC jest drugim największym bankiem w Azji Południowo wschodniej, w roku 2020 posiadane przez niego aktywa przekroczyły wartość 520 mld USD (OCBC Annual Raport, 2020).

Internationale Nederlanden Groep (ING NV) jest międzynarodową instytucją świadcząca usługi finansowe, ubezpieczeniowe i inwestycyjne. Bank powstał w Holandii, a jego akcje notowane są na giełdach w Amsterdamie, Brukseli, Frankfurt, Nowym Jorku i Paryżu. W 2020 roku aktywa ING były wyceniane na 1,1 bln USD (ING Group Annual Raport, 2020).

W roku 2009 doszło do zawarcia umowy kupna-sprzedaży pomiędzy spółką przejmującą OCBC, a przejmowanym ING NV. Zgodnie z postanowieniem umowy podmioty uzgodniły sprzedaż przez ING NV udziałów w ING Asia Private Banking Ltd. (IAGPBL) oraz zakup tych akcji przez OCBC za łączną kwotę 1.466 mld USD. Zawarta została również polisa gwarancyjna (W&I) gwarantująca prawdziwość danych finansowych deklarowanych przez IAGPBL. Gwarancja była zabezpieczeniem prawdziwości i rzetelności danych prezentowanych w sprawozdaniu finansowym przez spółkę na dzień 31 grudnia 2008 roku. Po podpisaniu kontraktu spółka OCBC zakomunikowała naruszenie podpisanej gwarancji argumentując je faktem, że przedstawione sprawozdanie z 2008 roku nie ujawniło całkowitej wartości zobowiązania IAGPBL wobec Lehman Brothers Finance S.A. (LBF). Spółka w przedstawionym sprawozdaniu finansowym deklarowała zobowiązania wobec LBF o wartości 8,5 mln USD. Ostatecznie sfinalizowane zobowiązanie opiewało na kwotę 15,4 mln USD.

Spór z powództwa Oversea-Chinese Banking Corp Ltd. trafił do The High Court of Justice Business and Property Courts of England and Wales Commercial Court (QBD)³. Powód twierdził, że wartość nabywanej spółki byłaby inna, gdyby nie została naruszona deklaracja składana podczas podpisywania gwarancji. OCBC pozwała ING NV za naruszenie gwarancji, argumentując, że deklarowane zobowiązanie wobec LBF, które było przedstawione w zestawieniu finansowym za rok 2008 zostało błędnie obliczone i niedoszacowane. Dodatkowo oznaczało to, że składana przez ING deklaracja była fałszywa. Powód nie twierdził jednak, że gdyby zobowiązanie zostało prawidłowo obliczone wartość IAGPBL w momencie sprzedaży byłaby inna. Zamiast tego OCBC żądało odszkodowania za naruszenie gwarancji szacując swoją stratę na 15 mln. Spółka ING utrzymywał, że wina błędnego wyliczenia zobowiązania spoczywa na LBF (Herbert Smith Freehills, 2019).

Na podstawie złożonego pozwu sąd najwyższy orzekał w sprawie, czy OCBC miało prawo do hipotetycznego oszacowania wielkości szkody, a tym samym wielkości żądanego odszkodowania, dodatkowo czy ewentualne naruszenie gwarancji spowodowało stratę po stronie powoda oraz czy gwarancja ING ze sprawozdania z 2008 roku rzeczywiście została naruszona. Sędzia postanowił odwrócić naturalny bieg analizy roszczenia, zaczynając od straty, a następnie przeszedł do naruszenia. Orzeczenie sądu dowiodło, że OCBC nie może dochodzić odszkodowania inaczej niż na drodze obniżenia wartości zakupionej spółki, jednakże powód nie żądał obniżenia wartości co skutkowało orzeczeniem przeciw OCBC. Dodatkowo odrzucane zostało roszczenie związane z wysokością żądanego odszkodowania. Władze orzekły, że na podstawie literatury prawnej nie przysługuje powodowi możliwość żądania odszkodowania na podstawie hipotetycznie obliczonej wielkości szkody. W konsekwencji roszczenie składane przez spółkę kupującą zostało w całości odrzucone, ponieważ OCBC nie mogło dowieść, że możliwe byłoby uzyskanie przez niego żądanej wysokości odszkodowania, gdyby składana przez ING gwarancja rzeczywiście była nieprawdziwa. Sędzia uznał również, że deklaracje składane w sprawozdaniu finansowym za 2008 rok nie zostały naruszone, a dokument przedstawiał rzetelny stan na moment zakupu, dodatkowo w czasie dochodzenia sąd ustalił, że OCBC nie poddał analizie danych finansowych składanych przez ING.

Naruszenie zawartej gwarancji rodziłoby odpowiedzialność odszkodowawczą, gdyby wartość zakupionej spółki istotnie różniła się od deklarowanej. W omówionym przypadku nie doszłoby jednak do istotnej zmiany wartości spółki nawet, gdyby zobowiązanie zostało prawidłowo skalkulowane. Co do zasady odszkodowanie mierzone jest jako różnica pomiędzy

³ Numer sprawy: EWHC 676 (Comm).

wartością rzeczywistą spółki a wartością deklarowaną w umowie kupna sprzedaży. Przedstawiony przypadek odnosi się do standardowej gwarancji sprzedaży udziałów, dla której nie ma możliwości odstępstwa od tradycyjnej metody obliczania wartości odszkodowania z tytułu naruszenia. Decyzja wydana przez sąd stanowi o tym, że firmy mogą mieć problemy w kwestii dowiedzenia słuszności odejścia od standardowej zasady kalkulacji odszkodowania (DAC Beachcroft, 2019).

Zakończenie

W obliczu wzrastającej konkurencji przedsiębiorstwa szukają możliwości wzmocnienia swoje pozycji. Środkiem do osiągnięcia zamierzonych celów mogą okazać się transakcje fuzji i przejęć. Analiza literatury w zakresie motywów zawierania transakcji łączenia się przedsiębiorstw jest zgodna wskazując efekt synergii jako kluczowy cel transakcyjny. Osiągnięcie zamierzonych efektów narażone jest na niepowodzenia pomimo wcześniejszego skalkulowania ryzyka (Lawrence, 1992, s. 19). Rosnące wymagania stron transakcji przyczyniły się do stworzenia produktu ubezpieczeniowego *Warranty & Indemnity* dedykowanego fuzjom i przejęciom, dającego możliwości zindywidualizowania warunków umowy wobec konkretnej transakcji. Do głównych zakresów podlegających ubezpieczeniu można zaliczyć oświadczenia i gwarancje składane przez sprzedającego dotyczące kondycji finansowej przedsiębiorstwa. Jednak najistotniejszą cechą tego typu polisy jest możliwość pokrycia przez zakład ubezpieczeń tzw. wszystkich ryzyk (ang. *all risk*). Dodatkowo, wyodrębniono zdarzenia, których wystąpienie nie może zostać objęte ochroną ubezpieczeniową ze względu na ich charakter. Analiza przypadku połączenia podmiotów działających w sektorze bankowym wskazuje na istotność zawierania polisy W&I ze względu na możliwość ochrony nie tylko kupującego, ale również sprzedającego. Wiele dostępnych na rynku produktów stworzonych jest tak, aby swoim zakresem objąć również koszty obrony prawnej ubezpieczonego. Dodatkowo przytoczona analiza bezpośrednio wskazuje na wyłączenia dochodzenia odpowiedzialności odszkodowawczej przez podmiot roszcący (Herbert Smith Freehills, 2019).

Orzecznictwo sądu w sprawie pomiędzy ING a Oversea-Chinese Banking Corp Ltd może stanowić punkt odniesienia dla zakładów ubezpieczeń zajmujących się kalkulacją potencjalnego roszczenia z polisy W&I. W przypadku naruszeń gwarancji straty mierzone są w oparciu o ich wpływ na potencjalny zysk, a następnie przy pomocy tego samego mnożnika kalkulowane jest ich oddziaływanie na wartość spółki. Decyzja sądu podkreśla znaczenie polisy W&I zarówno dla kupującego i sprzedającego, dodatkowo zwraca uwagę na możliwość

wystąpienia nietypowych roszczeń wynikających z naruszenia gwarancji uargumentowanych innymi startami niż te standardowo przyjęte przez zakłady ubezpieczeń.

Bibliografia

Crowe Horwath and Financial Executives Research Foundatio (2016). *2016 Strategic Buyers Survey*. Pobrano z: <https://www.crowe.com/news/strategic-buyer-survey> (dostęp dnia 04.03.2023 r.).

DAC Beachcroft (2019). *Measuring damages for SPA breach of warranty and what this means for W&I insurance*. Pobrano z: <https://www.dacbeachcroft.com/en/gb/articles/2019/april/measuring-damages-for-spa-breach-of-warranty-and-what-this-means-for-wi-insurance/> (dostęp dnia 04.03.2023r.).

Frąckowiak, W. (red.) (2009). *Fuzje i przejęcia*. Warszawa: Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne.

Helin, A. i Zorde, K. (1998). *Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw*. Warszawa: Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce.

Herbert Smith Freehills (2019). *W&I insurance: Courts confirm approach for assessing damages for breach of warranty in a SPA*. Pobrano z: <https://hsfnotes.com> (dostęp dnia 11.03.2023 r.).

Herdan, A. (red.) (2008). *Fuzje i przejęcia. Wybrane aspekty*. Kraków: Wydawnictwo Uniwersytetu Jagiellońskiego.

Hooke, J. C. (2002). *Fuzje i przejęcia. Jak skutecznie przeprowadzać transakcję*. Warszawa: K. E. Liber.

ING NV. (2020). *Annual Raport*. ING Publishing.

Khemain, R. S. OECD (1996). *Glossary of industrial organization economics and competition law*. . Pobrano z: <https://www.oecd.org/regreform/sectors/2376087.pdf> (dostęp dnia 07.03.2023 r.).

Korpus, J. (red.) (2014). *Fuzje i przejęcia. Kluczowe czynniki sukcesu i przyczyny niepowodzeń transakcji*. Warszawa: Wydawnictwo Profesjonalne PWN.

Lawrance, N. (1992). *Zasady prowadzenia działalności ubezpieczeniowej*. Warszawa: Polska Izba Ubezpieczeń.

Łyskawa, A. (2021). *Zastosowanie ubezpieczeń w transakcjach fuzji i przejęć* [niepublikowana praca licencjacka]. Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu.

Mentor S.A. *Ubezpieczenie Warranty and Indemnity*. (pdf)

OCBC. (2020). *Annual Raport*. Pobrano z: <https://www.ocbc.com/iwov-resources/sg/ocbc/gbc/pdf> (dostęp dnia (dostęp dnia 04.03.2023 r.).

Rozwadowska, B. (2012). *Fuzje i przejęcia. Dlaczego kończą się (nie) powodzeniem*. Warszawa: Studio Emka.

Ustawa z dnia 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych. Dz. U. 2000, poz. 1037 z późn. zm.