

# Rachunek efektywności wspólnych przedsięwzięć

Andrzej Rutkowski

## Istota wspólnego przedsięwzięcia

Wspólne przedsięwzięcie jest rodzajem strategicznego związku, w którym dwie firmy lub więcej tworzą nową, prawnie niezależną jednostkę<sup>1</sup>. Strony łączą środki niezbędne do realizacji założonego celu. Wnoszą do nowej jednostki środki pieniężne, aktywa rzeczowe i obrotowe, wiedzę, umiejętności lub inne niematerialne składniki. Aktywnie uczestniczą w nadzorowaniu jednostki w czasie trwania przedsięwzięcia. Każdy z partnerów czerpie korzyści ze wspólnego przedsięwzięcia i każdy uczestniczy w ponoszeniu ryzyka. Zakres oraz czas istnienia wspólnego przedsięwzięcia są ograniczone. Niekiedy wspólne przedsięwzięcia tworzone są przez podmioty poprzednio konkurujące. Mogą one konkurować na jednym rynku i jednocześnie podejmować wspólne przedsięwzięcia na innych rynkach.

Wspólne przedsięwzięcia są tworzone, gdy<sup>2</sup>:

- Aktywa, którymi podmioty samodzielnie dysponują uniemożliwiają podjęcie planowanych działań gospodarczych. Niezbędne do poniesienia wydatki inwestycyjne dzielone są między partnerów przedsięwzięcia.

- Łączone są komplementarne aktywa. Przedsięwzięcie umożliwia zgromadzenie odpowiednich środków technicznych, by podjąć w określonej działalności.

- Wspólne przedsięwzięcie umożliwia prowadzenie opłacalnej działalności gospodarczej w większej skali na potrzeby kilku stron kontraktu, na większym rynku. Pozwala to przekroczyć próg rentowności i zwiększa efektywność działalności gospodarczej.

- Możliwy jest transfer wiedzy i umiejętności między partnerami. Wiedza ta transferowana jest w praktyczny i sprawdzony sposób.

- Samodzielnie prowadzona działalność charakteryzuje się zbyt dużym ryzykiem, nie do zaakceptowania dla jednego z partnerów. Związek umożliwia m.in. podział ryzyka. Oznacza to zarówno dywersyfikację, jak i redukcję ryzyka.

- Związek umożliwia dostęp do nowych kanałów dystrybucji i dostaw oraz do rynków partnerów.

- Poprzez ceny transferowe przedsięwzięcie daje możliwości sterowania wielkością kosztów oraz przychodów i osiągnięcie w ten sposób korzyści podatkowych.

- Dla inwestorów zagranicznych wspólne przedsięwzięcie może stanowić jedyny sposób na podjęcie określonej działalności gospodarczej na nowym rynku.

- Organy antymonopolowe są łagodniej nastawione do wspólnych przedsięwzięć niż do fuzji.

W wielu przypadkach powołanie wspólnego przedsięwzięcia jest alternatywą dla samodzielnej inwestycji rzeczowej, fuzji lub przejęcia. Umożliwia koncentrację kapitału oraz podjęcie określonej działalności.

## Wspólne przedsięwzięcia a fuzje i przejęcia

W ostatnim okresie można zaobserwować spadek liczby transakcji fuzji i przejęć. Zmniejszyła się liczba transakcji: z 9.566 o łącznej wartości 1.700 mld USD, w 2000 r. do 7.850 o łącznej wartości 675 mld USD w 2001 r. W tym samym czasie wiele transakcji odwołano: w 2001 r. 293 transakcje o łącznej wartości 87 mld USD, a w 2000 r. 241 transakcji o łącznej wartości 166 mld USD. W 2001 r. liczba tzw. megatransakcji, o wartości powyżej 10 mld USD, spadła do 73% w po-

<sup>1</sup> J.B. Barney: *Gaining and Sustaining Competitive Advantages*. Prentice Hall Upper Saddle River NJ, 2002, s. 369.

<sup>2</sup> Por. m.in. J.F. Weston, J.A. Siu, B.A. Johnson: *Takeovers, Restructurings and Corporate Governance*. Prentice Hall Upper Saddle River NJ, 2001 s.420

równaniu z rokiem poprzednim<sup>3</sup>. Obecnie tego rodzaju zamierzenia inwestycyjne oceniane są bardziej ostrożnie i traktowane jako przedsięwzięcia o wysokim ryzyku. W pewien sposób są one nieodwracalne. W takiej sytuacji procesy koncentracji mogłyby być realizowane poprzez mniej ryzykowne wspólne przedsięwzięcia.

Wspólne przedsięwzięcie jest korzystniejsze od połączenia, gdy<sup>4</sup>:

- Projektowana wspólna działalność gospodarcza wymaga zaangażowania jedynie części aktywów.
- Aktywa te charakteryzują się ograniczoną w czasie użytecznością.
- Wspólna działalność gospodarczą planuje się prowadzić w ograniczonym czasie.
- We wspólnym przedsięwzięciu łączone są znane zasoby każdej ze stron.
- Przejęcia ograniczają elastyczność, często są nieodwracalne.
- Przejęciom towarzyszy większe ryzyko.
- Wprowadzane do przedsięwzięcia aktywa są zbędne w macierzystych jednostkach.
- Przepisy antymonopolowe znacznie ograniczają i utrudniają przeprowadzenie fuzji.

Wspólne przedsięwzięcia charakteryzują się dużą elastycznością i stosunkowo mniejszym ryzykiem. Ryzyko popełnienia błędów jest w nich ograniczone. Umożliwiają podjęcie działań niemożliwych w innym układzie. Przykładem są restrukturyzacje, w wielu przypadkach podejmowane dzięki wspólnym przedsięwzięciom<sup>5</sup>.

Analiza efektywności wspólnych przedsięwzięć jest przedmiotem wielu badań naukowych podejmowanych na publicznym i niepublicznym rynku kapitałowym. Liczba tego rodzaju przedsięwzięć na rynku amerykańskim zwiększa się w każdym roku o 30%<sup>6</sup>. Wnioski wynikające z badań prowadzonych przez różne ośrodki nie są jednoznaczne.

Badania grupy Andersen Consulting<sup>7</sup> przeprowadzone w latach 90. wskazują, że duża część wzrostu wartości spółek spowodowana jest podjęciem strategicznych aliansów, w tym wspólnych przedsięwzięć. W perspektywie kolejnych czterech lat działania te prowadzą do wzrostu firmy średnio od 6% do 15%.

Jak wynika z obszernych badań przeprowadzonych przez grupę McKinsey i prezentowanych przez H. Bieshaara, J. Knighta i A. Wassenaera<sup>8</sup>, rynek postrzega wspólne przedsięwzięcia i strategiczne alianse jako działania, które prowadzą do niepełnej integracji

współpracujących jednostek. Ograniczają one wiele strategicznych opcji, które ich zdaniem są realizowane w przypadku pełnej fuzji. Jest to „częściowe połączenie”, które prowadzi do spadku wartości firm, natomiast nie osiąga się w nim pełnego efektu synergii.

Nieco odmienne wnioski formułują D.Ernst i T.Halevy<sup>9</sup>. Ich zdaniem, w wielu przypadkach strategiczne alianse, w tym wspólne przedsięwzięcia, są lepiej odbierane przez rynek kapitałowy niż fuzje i przejęcia. Dotyczy to szczególnie przedsiębiorstw działających w szybko rozwijających się oraz ryzykownych sektorach, takich jak media, elektronika, informatyka. Pozytywniej odbierane są wspólne przedsięwzięcia podejmowania na nowych obszarach produktowych, geograficznych, dostępu do nowych kanałów dystrybucji. Spośród strategicznych aliansów wyżej oceniane są związki kontraktowe niż wspólne przedsięwzięcia kapitałowe.

S.H. Chan, J.W. Kensinger, A.J. Keown i J.D. Martin<sup>10</sup> obserwując wspólne przedsięwzięcia na rynku amerykańskim w latach 1983-1992 wykazali, że związki te - zarówno o charakterze współpracy pionowej, jak i poziomej - prowadzą do wzrostu cen akcji. Wyżej oceniane są związki poziome, w których następuje transfer wiedzy technicznej.

Wspólne przedsięwzięcia podejmowane w wymiarze międzynarodowym znajdują odzwierciedlenie w rynkowej wartości spółki. H. Chen, M.Y. Hu i J.C.P. Shieh<sup>11</sup>, prowadząc badania nad wspólnymi przedsięwzięciami podejmowanymi przez firmy amerykańskie na rynku chińskim, zaobserwowali związek między ceną akcji a faktem podjęcia współpracy. Ich zdaniem, firmy podejmujące przedsięwzięcie mają możliwość realizacji inwestycji w przyszłości. Nastąpi to w przypadku powstania dodatkowego popytu, złagodzenia ograniczeń inwestycyjnych dla firm zagranicznych. Wielkość inwestycji nie ma znaczenia dla wzrostu ceny. Większa inwestycja na rynku wschodzącym prowadzi do wzrostu ryzyka.

Często wspólne przedsięwzięcie jest etapem przejściowym przed późniejszym pełnym połączeniem. Stanowi okazję do bliższego poznania się partnerów w celu realizacji późniejszej fuzji. Integracja na tym etapie pozwala z powodzeniem zrealizować późniejsze pełne połączenie. Tego rodzaju strategia realizowana jest m.in. przez amerykańską firmę farmaceutyczną Merck&Co<sup>12</sup>. Poszukuje ona wzrostu swojej wartości poprzez realizację wielu wspólnych przedsięwzięć z

<sup>9</sup> D. Ernst, T. Halevy: *When to think alliance*: „The McKinsey Quarterly” Number 4/2000.

<sup>10</sup> S.H. Chan, J.W. Kensinger, A.J. Keown, J.D. Martin: *Do Strategic Alliances Create Value*. „Journal of Financial Economics” 46 (2), November 1997.

<sup>11</sup> H. Chen., M.Y. Hu, J.C.P. Shieh: *The Wealth Effect of International Joint Ventures: The Case of U.S. Investment in China*. „Financial Management” Winter 1991.

<sup>12</sup> *2000 Excellence Awards: Judy Lewent: Merck grows from the inside out, powered by the CFO's joint ventures*. „CFO Magazine”, October 2000; N.A. Nichols: *Scientific Management at Merck: An Interview with Judy Lewent*. „Harvard Business Review” January - February 1994.

<sup>3</sup> S. Barr: *They've Come Undone*. „CFO Magazine” January 2002.

<sup>4</sup> Por. m.in. J.B. Barney: *Gaining and...* op.cit., s.388.

<sup>5</sup> A. Nanda, P.J. Williamson: *The Use of Joint Ventures to Ease the Pain of Restructuring*. „Harvard Business Review” November - December 1995.

<sup>6</sup> S.H. Chan, J.W. Kensinger, A.J. Keown, J.D. Martin: op.cit.

<sup>7</sup> Jr. Kalmbach., Ch. Roussel: *Dispelling The Myth of Alliances*. Andersen Consulting 1999.

<sup>8</sup> H. Bieshaar, J. Knight, A. Wassenaar: *Deals that creates value*. „The McKinsey Quarterly” Number 1/2001.

jednostkami badawczymi, a niekiedy z konkurentami. Zdaniem J. Lewent, tego rodzaju działania przynoszą zdecydowanie większy przyrost wartości, szczególnie w długim okresie. Podobnie traktowane są wspólne przedsięwzięcia podejmowane na rynku polskim przez niektórych inwestorów zagranicznych działających w sektorze energetycznym.

### Specyfika wspólnych przedsięwzięć jako inwestycji

Decyzja o utworzeniu wspólnego przedsięwzięcia jest złożoną decyzją inwestycyjno-finansową. Tworzona jest nowa jednostka wyposażona w aktywa, finansowana zgodnie ze strukturą kapitałową. Można wskazać następujące cechy charakterystyczne tego przedsięwzięcia:

- Wiąże się ze znaczącym zaangażowaniem kapitałowym w konkretnym przedsięwzięciu. Niekiedy stanowi to znaczące obciążenie dla gospodarki finansowej firmy partnera.
- Decyzja ta ma zwykle długoterminowe konsekwencje dla działalności operacyjnej oraz finansowej.
- Podejmowane jest w warunkach niepełnej informacji. Dotyczy to m.in. spodziewanych rezultatów, wielkości wielu koniecznych w przyszłości inwestycji oraz zasad praktycznej współpracy, które zostaną wypracowane w późniejszym okresie.
- Wkłady do wspólnego przedsięwzięcia mogą być wniesione w formie aportów materialnych, niematerialnych lub w formie gotówkowej. Elementem decyzji o połączeniu jest wybór sposobu opłacenia transakcji oraz sposobu jej sfinansowania.
- W wielu przypadkach decyzja ta prowadzi do zmiany pozycji konkurencyjnej firmy na rynku. Kształtuje nową sytuację na rynku. W inny sposób ustawia relacje względem poprzednich konkurentów.
- Skutki decyzji należy rozpatrywać w szerokim kontekście - generowania korzyści i strat w innych miejscach w firmie, we wspólnym przedsięwzięciu oraz spółkach macierzystych na różnych obszarach: operacyjnym, inwestycyjnym i finansowym.
- Decyzja o wejściu do wspólnego przedsięwzięcia ma charakter opcyjny. Wiele skutków inwestycji nie jest do końca znanych - zależą one od warunków, które w przyszłości powstaną w otoczeniu, oraz od przyszłych działań.
- Decyzja o sposobie finansowania wpływa na późniejszy rozkład przepływów pieniężnych. Wybór innego sposobu finansowania zmieniłby przepływy pieniężne, wpłynąłby na ocenę zasadności przedsięwzięcia.

• W powstałym przedsięwzięciu kształtowana jest wyjściowa struktura akcjonariatu. W zależności od udziału w strukturze własności poszczególne grupy właścicieli czerpią różne korzyści. W ocenie zasadności przedsięwzięcia mogą posługiwać się różnymi kryteriami.

Uważa się, że jeżeli przedsięwzięcie przynosi zyski, to partnerzy czerpią korzyści. W praktyce sytuacja jest bardziej złożona. Dzięki wspólnemu przedsięwzięciu jeden z partnerów może wykorzystać pozyskaną wiedzę w innym miejscu swej złożonej grupy kapitałowej. Wystąpić mogą również trudne do identyfikacji i wyceny przepływy pieniężne, polegające na transferach między jednostkami powiązаныmi.

Efektywność wspólnego przedsięwzięcia ocenia się wykorzystując metody właściwe dla oceny projektów inwestycyjnych. Efektywność tych przedsięwzięć można oceniać na poziomie całego przedsięwzięcia lub z punktu widzenia każdego z partnerów<sup>13</sup>. W każdym przypadku można uzyskać różne wyniki, które w końcowej sytuacji prowadzą do sprzecznych rekomendacji.

Można wskazać m.in. następujące potencjalne konflikty między stronami przedsięwzięcia, związane z:

- wyceną aportów, szczególnie wnoszonych w postaci wartości niematerialnych i prawnych,
- sposobem finansowania dalszego rozwoju przedsięwzięcia, wyborem między kapitałem właściciela, kapitałem pozyskanym z akcji wyemitowanych przez nowo utworzoną spółkę, długiem pozyskanym z rynku lub od jednostek powiązanych,
- sposobem realizowania korzyści poprzez dywidendy lub transfery w ciężar kosztów oraz ich rozkładem w czasie,
- sposobem oceny wspólnego przedsięwzięcia, wyborem kryteriów oceny, na podstawie których ustala się wielkość korzyści dla stron kontraktu.

Problemy te utrudniają przeprowadzenie obiektywnej wyceny parametrów rachunku i dalszą analizę. Prowadzą do wzrostu ryzyka przedsięwzięcia, wpływają na zmianę stopy dyskontowej i w konsekwencji na zmianę wartości przedsięwzięcia.

### Formuła rachunku efektywności

Rachunek ekonomiczny ma służyć ocenie efektywności decyzji o utworzeniu wspólnego przedsięwzięcia. Może być on prowadzony z punktu widzenia każdego z partnerów. Traktują oni przedsięwzięcie jako inwestycję i oceniają je właściwymi dla nich metodami, np. na podstawie zdyskontowanych przepływów pieniężnych. Każdy z partnerów może osiągać inne korzyści. W niesymetrycznym wspólnym przedsięwzięciu strona silniejsza może kształtować:

- wielkości przepływów pieniężnych dla poszczególnych partnerów,
- prawa do określonych działań dla jednej ze stron,
- ryzyko każdej ze stron,
- rozkład w czasie realizacji korzyści,

<sup>13</sup> Por. M. Romanowska: *Alianse strategiczne przedsiębiorstw*. Warszawa 1997 PWE, s.120.

- instrumenty oddziaływania na stronę słabszą kontraktu.

Ustalenia w tym zakresie podejmowane są na etapie tworzenia wspólnego przedsięwzięcia. Silniejsza strona kontraktu może je później zmieniać. Wpływie to na rozkład przepływów pieniężnych w czasie i skoryguje efektywność przedsięwzięcia.

Wspólne przedsięwzięcie to często przedsięwzięcie warunkowe. Czas jego trwania jest ograniczony lub w pewnych okolicznościach może być modyfikowany w porównaniu ze wstępnymi ustaleniami. Dlatego przedsięwzięcie można oceniać w perspektywie:

- planowanego ustalonego okresu jego istnienia,
- krótszego okresu, w którym przedsięwzięcie prawdopodobnie będzie funkcjonowało,
- w dłuższym okresie, w którym jeden z partnerów będzie czerpał korzyści z racji wcześniejszego uczestniczenia w przedsięwzięciu.

W każdej z tych sytuacji można otrzymać inne wyniki, które skłaniają do podjęcia różnych decyzji. Około 70% przedsięwzięć kończy się szybciej niż zakładano - przeciętnie w połowie okresu<sup>14</sup>. Jedną ze stron może dojść do wniosku, że jej partner posiada zbyt dużą wiedzę na temat prowadzonej działalności, co może zagrozić jej pozycji konkurencyjnej w przyszłości.

Efektywność inwestycji we wspólne przedsięwzięcie z punktu widzenia jednego z partnerów (np. A), zgodnie z metodą dyskontowania przyszłych przepływów pieniężnych, można wyrazić za pomocą następującej formuły:

$$NPV_A = -I_A + \sum_{i=1}^N \frac{Div_{Ai}}{(1+r)^i} \quad (1)$$

gdzie:

$I_A$  - wielkość inwestycji partnera A we wspólne przedsięwzięcie w  $i$ -tym okresie,

$Div_{Ai}$  - przepływ pieniężny do partnera A w  $i$ -tym okresie,

$r$  - wymagana stopa zwrotu przez partnera A ze wspólnego przedsięwzięcia,

$N$  - czas trwania (liczba okresów) wspólnego przedsięwzięcia.

Oceniając efektywność przedsięwzięcia z punktu widzenia jednego z partnerów, należy również rozważyć:

- utracone korzyści wynikające z działania w dotychczasowy sposób bez wspólnego przedsięwzięcia ( $ZmnCF_{Ai}$ ); w nowym układzie nie będą one osiągnane;
- konieczność poniesienia w późniejszym okresie dodatkowych wydatków inwestycyjnych, mających na celu dokapitalizowanie przedsięwzięcia ( $Inw_{Ai}$ );
- korzyści osiągnane w spółce macierzystej partnera A ( $TR_{Ai}$ ).

Efekt dla partnera A z tytułu uczestnictwa we wspólnym przedsięwzięciu można wyrazić wzorem:

$$NPV_A = -I_A + \sum_{i=1}^N \frac{Div_{Ai}}{(1+r)^i} - \sum_{i=1}^N \frac{ZmnCF_{Ai}}{(1+r)^i} - \sum_{i=1}^N \frac{Inw_{Ai}}{(1+r)^i} + \sum_{i=1}^N \frac{TR_{Ai}}{(1+r)^i}$$

gdzie:

$ZmnCF_{Ai}$  - utracone przez partnera A korzyści w spółce macierzystej w  $i$ -tym okresie,

$Inw_{Ai}$  - inwestycje partnera A we wspólne przedsięwzięcie w  $i$ -tym ,

$TR_{Ai}$  - korzyści netto partnera A osiągnięte w  $i$ -tym okresie w wyniku transferów do spółki macierzystej.

Pozostałe oznaczenia jw.

Można to przedstawić również w uproszczonej formie jako:

$$NPV_A = -I_A + \sum_{i=1}^N \frac{(Div_{Ai} + TR_{Ai}) - (Inw_{Ai} + ZmnCF_{Ai})}{(1+r)^i} \quad (2)$$

We wzorze 2 przyjęto założenie, że przepływy pieniężne charakteryzują się takim samym ryzykiem i dlatego mogą być dyskontowane tą samą stopą. W rzeczywistości jest to warunek trudny do spełnienia. Każdemu z tych przepływów towarzyszy bowiem inne ryzyko. Uwzględniając to, efektywność przedsięwzięcia można przedstawić za pomocą wzoru:

$$NPV_A = -I_A + \sum_{i=1}^N \frac{Div_{Ai}}{(1+r_{div})^i} + \sum_{i=1}^N \frac{TR_{Ai}}{(1+r_{tr})^i} - \sum_{i=1}^N \frac{ZmnCF_{Ai}}{(1+r_{zmn})^i} - \sum_{i=1}^N \frac{Inw_{Ai}}{(1+r_{inw})^i} \quad (3)$$

gdzie:

$r_{div}$  - wymagana stopa zwrotu z wpływów dywidendowych,

$r_{tr}$  - wymagana stopa zwrotu z transferów środków finansowych do spółki macierzystej,

$r_{zmn}$  - wymagana stopa zwrotu z tytułu zmniejszeń przepływów operacyjnych,

$r_{inw}$  - wymagana stopa zwrotu z okresowych wydatków inwestycyjnych we wspólne przedsięwzięcie, pozostałe oznaczenia jw.

W analizowanej firmie macierzystej skutki podjęcia wspólnego przedsięwzięcia mogą wystąpić również po zakończeniu współpracy. Dotyczy to szczególnie transferu wiedzy, która jest wykorzystywana w dłuższym okresie: od  $(N+1)$ -tego do  $m$ -tego okresu). Konsekwencje tego zjawiska można uwzględnić, modyfikując wzór do postaci:

$$NPV_A = -I_A + \sum_{i=1}^N \frac{Div_{Ai}}{(1+r_{div})^i} + \sum_{i=1}^N \frac{TR_{Ai}}{(1+r_{tr})^i} - \sum_{i=1}^N \frac{ZmnCF_{Ai}}{(1+r_{zmn})^i} - \sum_{i=1}^N \frac{Inw_{Ai}}{(1+r_{inw})^i} + \sum_{i=N+1}^m \frac{SK_{Ai}}{(1+r_{sk})^i} \quad (4)$$

gdzie:

$SK_{Ai}$  - korzyści dla spółki macierzystej po okresie współpracy,

<sup>14</sup> J.F. Weston, J.A. Siu, B.A. Johnson: *Takeovers...* op.cit., s. 422.

$r_{sk}$  - wymagana stopa zwrotu z tytułu inwestycji we wspólne przedsięwzięcie  
pozostałe oznaczenia jw.

Powołanie wspólnego przedsięwzięcia musi być poprzedzone analizą. Szczególnie trudno wycenić wartość przedsiębiorstwa w sposób tradycyjny, z wykorzystaniem metody dyskontowania przyszłych przepływów pieniężnych, gdy<sup>15</sup>:

- Wartość projektu w dużym stopniu zależy nie od bieżących korzyści wyrażonych w przepływach pieniężnych, ale od możliwości do wykorzystania w przyszłości.

- Mamy do czynienia z wieloma inwestycjami warunkowymi. Realizacja konkretnej inwestycji zależy od wcześniejszego podjęcia decyzji o innym przedsięwzięciu. Projekt inwestycyjny jest modyfikowany w miarę rozwoju sytuacji wraz z pozyskiwaniem większej wiedzy o otoczeniu.

- Działalności gospodarczej towarzyszy duże ryzyko. W takiej sytuacji warto niekiedy wstrzymać się z podjęciem decyzji, aż do uzyskania dodatkowych informacji, które zmniejszą to ryzyko. Projektowi towarzyszy duża niepewność. Podjęcie inwestycji pozwala wówczas na dodatkową elastyczność, stwarza możliwości rentownego działania w różnych warunkach.

We wspólnym przedsięwzięciu tkwią opcje, które zostały nabyte wraz z jego tworzeniem lub (oraz) opcje wystawione przez wchodzącego partnera. W tych przypadkach w analizowanym przedsięwzięciu pojawiają się prawa opcyjne. Należy przez nie rozumieć prawa (nie obowiązki) do podjęcia określonych działań, np. do zakupu lub sprzedaży określonego rodzaju aktywów po wcześniej ustalonej cenie. Prowadzi to do wzrostu wartości analizowanego przedsięwzięcia.

Jednocześnie w analizowanej firmie opcje mogą być wystawione. Oznacza to, że firma jest zobowiązana do sprzedaży lub zakupu określonego rodzaju aktywów po wcześniej ustalonej cenie, jeżeli taką wolę wyrazi posiadacz opcji. W niekorzystnych dla wystawcy okolicznościach może to stanowić dla niego zagrożenie. Taka sytuacja prowadzi do zmniejszenia wartości przedsięwzięcia.

Pełną wartość bieżącą netto ( $NPV_p$ ), z uwzględnieniem strategicznych opcji wyraża się równaniem:

$$NPV_p = NPV_{DCF} + \left( \frac{\text{Wartość opcji}}{\text{nabytych}} \right) - \left( \frac{\text{Wartość opcji}}{\text{wystawionych}} \right)$$

Uwzględniając poprzednie zapisy:

$$NPV_p = -I_A + \sum_{i=1}^N \frac{Div_{Ai}}{(1+r_{div})^i} + \sum_{i=1}^N \frac{ZmnCF_{Ai}}{(1+r_{zmn})^i} + \sum_{i=1}^N \frac{Inw_{Ai}}{(1+r_{inw})^i} + \sum_{i=1}^N \frac{TR_{Ai}}{(1+r_{tr})^i} + \sum_{i=N+1}^m \frac{SK_{Ai}}{(1+r_{sk})^i} + \left( \frac{\text{Wart. opcji}}{\text{nabytych}} \right) - \left( \frac{\text{Wart. opcji}}{\text{wystawionych}} \right) \quad (5)$$

<sup>15</sup> M. Amram, N. Kulatilaka: *Real Options, Managing Investments in an Uncertain World*. HBS Press, Boston, Massachusetts 1999, s. 24.

Można wskazać wiele trudności w stosowaniu powyższej formuły oceny efektywności wspólnego przedsięwzięcia. Wiązą się one z:

- Wyceną, w kategoriach przepływów pieniężnych, wszelkich korzyści dla stron kontraktu z racji wspólnego przedsięwzięcia;

- wyceną stopy dyskontowej dla poszczególnych grup wpływów i wydatków; zależą one od ryzyka towarzyszącego określonej działalności;

- wyceną długości okresu wspólnej działalności oraz okresu osiągania korzyści z racji wspólnego przedsięwzięcia;

- identyfikacją i wyceną wszelkich możliwości wynikających z praw opcyjnych.

Podstawowa kwestia do wyjaśnienia to identyfikacja i wycena wszystkich przyrostowych przepływów pieniężnych wynikających z podjęcia wspólnego przedsięwzięcia. Ponadto należy właściwie wycenić wartość opcji. Należy wyjaśnić, czy zakładanych celów nie można osiągnąć w inny sposób, nie uwzględniając opcji. Przeszacowanie wartości posiadanych opcji prowadzi do zbyt wysokiej wartości NPV i w krańcowym przypadku do podjęcia nieefektywnego przedsięwzięcia.

## Prawa opcyjne we wspólnych przedsięwzięciach

O powstaniu opcji decyduje umowa o utworzeniu przedsięwzięcia. Niektóre z praw opcyjnych wynikają z zapisów Kodeksu spółek handlowych. Prawa te może uzyskiwać każdy z partnerów wchodzących do wspólnego przedsięwzięcia, jak również nowo powstała jednostka. Z punktu widzenia jednego z partnerów jego inwestycja nabiera większej wartości, jeżeli posiada ona opcje. Jednocześnie tworzeniu wspólnych przedsięwzięć często towarzyszy wystawienie opcji. W przypadku zaistnienia określonych warunków wystawca opcji ponosi stratę. Wystawione przez niego opcje zmniejszają wartość przedsięwzięcia.

W wyniku powstania wspólnego przedsięwzięcia **posiadaczami opcji** mogą stać się strony kontraktu, jak również nowo powstała jednostka. Można to zaobserwować wówczas, gdy:

- Wspólne przedsięwzięcie umożliwia późniejszą ekspansję. Warunkiem podjęcia decyzji w tym zakresie może być poprawa sytuacji na określonym lokalnym rynku, wzrost popytu, zmiana sytuacji prawnej.

- Tworzy się firmę, która obecnie ponosi straty. W przyszłości, gdy popyt wzrośnie, będzie można dzięki dodatkowemu małemu nakładowi uruchomić działalność gospodarczą w pełnym zakresie. W przejściowym, trudnym okresie produkcja jest ograniczana lub wstrzymywana.

- Podejmowane w przyszłości działania mogą prowadzić do ograniczenia ryzyka działalności gospodarczej, dzięki przeprowadzonej dywersyfikacji. Niepowo-

dzenie w wydzielonej firmie nie przenosi się w pełni na zagrożenie trudnościami w spółce macierzystej.

- Jeden z partnerów wspólnego przedsięwzięcia po dokonaniu uzgodnionych wcześniej inwestycji może po ustalonej wcześniej cenie zakupić kolejny pakiet akcji. Osiągnięciem w ten sposób większy wpływ na podejmowane decyzje. Może stać się inwestorem większościowym (strategicznym), a w krańcowej sytuacji jedynym właścicielem. Uzyskuje prawa do akcji, nie płacąc premii za objęcie kontroli.

- Współpraca firm produkcyjnych z firmami badawczymi przyjmuje formę wspólnego przedsięwzięcia. Umożliwia realizację zamierzeń rozwojowych w inny sposób, bezpieczniej, często taniej i w krótszym okresie. Jeżeli zostaną osiągnięte założone cele, to zgodnie z warunkami kontraktu firma badawcza może zostać przejęta. Należy wówczas zapłacić określoną kwotę za akcje „wspólnej” firmy. Dzięki takiemu kontraktowi ograniczone zostaje ryzyko podjęcia samodzielnych ryzykownych badań.

- Wejście do wspólnego przedsięwzięcia umożliwia transfer szeroko rozumianych aktywów niematerialnych. Wartości te to np.: patenty, licencje, wiedza. W przyszłości mogą, lecz nie muszą być wykorzystywane. Mogą wygenerować dodatkowe wpływy pieniężne. Daje to spółce macierzystej nowe możliwości rozwoju, np. w formie restrukturyzacji. Warunkiem osiągnięcia korzyści jest poniesienie dodatkowych wydatków.

- Wspólne przedsięwzięcie umożliwia realokację nadwyżkowych aktywów. W nowym miejscu aktywa te mogą być efektywniej wykorzystane. Za wielkość wydatku uznaje się korzyści utracone z racji użytkowania danego składnika w dotychczasowym miejscu.

- Możliwe jest wykupienie akcji drugiego partnera, niekiedy nawet wbrew jego woli. Może się nastąpić poprzez umorzenie przymusowe.

- Możliwa jest kontynuacja wspólnego przedsięwzięcia w innej formie prawnej, np. pełnego połączenia macierzystych spółek.

- Partnerzy we wspólnym przedsięwzięciu, tj. jego właściciele, mogą w późniejszym okresie odsprzedać swoje akcje. Wspólne przedsięwzięcie w dotychczasowej formie przestaje istnieć. Może być to uwarunkowane upływem pewnego terminu.

- Wraz z wejściem do wspólnego przedsięwzięcia można uzyskać dostęp do nowego rynku, do korzystnych zamówień. Druga strona kontraktu może zobowiązać się do udostępnienia swoich kanałów sprzedaży. Wspólne przedsięwzięcie stwarza możliwość sprzedaży na rzecz powiązanych jednostek.

W wyniku powstania wspólnego przedsięwzięcia strona kontraktu może stać się **wystawcą opcji**. Oznacza

to przyjęcie przez wystawcę zobowiązań. Ich realizacja zależeć będzie od decyzji posiadacza opcji. Następuje to w następujących sytuacjach:

- Zgodnie z podpisanymi kontraktami firma może być zobowiązana do sprzedaży określonych aktywów trwałych po wcześniej ustalonej cenie. Cena ta może być niekorzystna dla sprzedawcy.

- Wraz z powołaniem wspólnego przedsięwzięcia firma może się zobowiązać do realizacji dostaw produktów, towarów, świadczenia usług na rzecz określonego odbiorcy.

- Zgodnie z umową, strony kontraktu mogą zobowiązać się do zwiększenia zaangażowania kapitałowego. Dokapitalizowanie spółki będzie konieczne, gdy spełnione będą określone wcześniej warunki.

- Wystawienie opcji w postaci dodatkowych zobowiązań, np. inwestycyjnych, może towarzyszyć nabyciu udziałów w kapitale spółki na preferencyjnych warunkach.

- Wraz z wejściem do wspólnego przedsięwzięcia niekiedy przejmują się zobowiązania do współpracy z dotychczasowymi lub nowymi bądź wcześniej wskazanymi dostawcami i kooperantami.

- Partner przedsięwzięcia może być zobowiązany do odsprzedaży swoich akcji, gdy nie wypełnił określonych wcześniej obowiązków. Może się to dokonać poprzez przymusowy wykup akcji. Warunki wystąpienia takiego prawa mogą być określone w umowie spółki.

Aby przeprowadzić obiektywną i pełną wycenę przedsięwzięcia, konieczna jest identyfikacja wszelkich praw opcyjnych, pozyskanych i wystawionych. W praktyce strony kontraktu nie zawsze są świadome powstania takiej sytuacji i często nie potrafią oszacować pełnych pieniężnych skutków tych zapisów opcyjnych.

## Wnioski

W wielu przypadkach tworzeniu wspólnego przedsięwzięcia towarzyszy nabycie bądź wystawienie opcji. Prawa opcyjne są pozyskiwane przez strony kontraktu i spółki macierzyste. Posiadanie takich praw prowadzi do wzrostu wartości przedsięwzięcia. Jednocześnie wystawienie opcji może w określonych okolicznościach w istotny sposób zmniejszyć jego wartość i doprowadzić do wzrostu ryzyka. W niektórych przypadkach, szczególnie gdy występuje niesymetryczny układ sił między partnerami, prawa opcyjne stron mogą pojawić się w późniejszym okresie. W takiej sytuacji trudno o zbudowanie wiarygodnego zestawienia pełnych korzyści osiągniętych dzięki przedsięwzięciu.