

Uniwersytet Warszawski
Wydział Zarządzania

Piotr Garwoliński
Nr albumu: 425346

**Fuzje i przejęcia jako czynnik warunkujący rozwój
przedsiębiorstw. Analiza sektora IT w Polsce**

Praca magisterska
na kierunku studiów: Zarządzanie Finansami i Rachunkowość

Praca wykonana pod kierunkiem
dr. Andrzeja Rutkowskiego
Uniwersytet Warszawski

Warszawa, wrzesień 2021

Streszczenie

Praca podejmuje problematykę fuzji i przejęć w obrębie branży IT. Zostały omówione w niej zagadnienia związane ze specyfiką procesów konsolidacyjnych przedsiębiorstw wraz z ich klasyfikacją i formami występującymi na rynku. W pracy wskazano podstawowe motywy przeprowadzania transakcji fuzji i przejęć zarówno od strony nabywcy jak i sprzedawcy wraz z oczekiwanymi efektami po połączeniu ze strony przejmującego. Dodatkowo zaprezentowano sposoby analizy strategicznej przedsiębiorstw biorących udział w transakcjach fuzji i przejęć oraz aspekty związane z wyceną podmiotów gospodarczych. Przedstawiono charakterystykę sektora IT w Polsce oraz analizę sytuacji procesów fuzji i przejęć na rynku globalnym. W pracy przeanalizowano procesy przejęć spółek wchodzących w skład indeksu sektorowego Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie WIG – Informatyka. Poddano ocenie kondycji finansowej wybrane jednostki gospodarcze wskazanego sektora w oparciu o wskaźniki płynności, rentowności, sprawności działania oraz zadłużenia, zaliczające się do analizy wskaźnikowej.

Słowa kluczowe

fuzje, przejęcia, branża IT, WIG – Informatyka

Tytuł pracy w języku angielskim

Mergers and acquisitions as a condition for the development of companies. Analysis of the IT sector in Poland

Spis treści

Wstęp	4
Rozdział 1. Istota fuzji i przejęć	7
1.1. Specyfika i klasyfikacja fuzji i przejęć	7
1.2. Formy transakcji fuzji i przejęć	9
Rozdział 2. Motywy konsolidacji przedsiębiorstw	21
2.1. Motywy nabywcy	21
2.2. Motywy sprzedawcy	26
2.3. Oczekiwane efekty dla przejmującego po połączeniu	28
Rozdział 3. Sposoby analizy i wyceny wykorzystywane w fuzjach i przejęciach	31
3.1. Analiza strategiczna przedsiębiorstwa w procesach fuzji i przejęć	31
3.2. Metody wyceny przedsiębiorstw	41
Rozdział 4. Charakterystyka sektora IT	45
4.1. Fuzje i przejęcia w branży IT	45
4.2. Sektor IT w Polsce oraz skład indeksu WIG – Informatyka	50
Rozdział 5. Analiza transakcji przejęć w sektorze IT w Polsce	57
5.1. Opis metodologii badania	57
5.2. Proces przejęcia podmiotów	59
5.3. Analiza sytuacji finansowej spółek	62
5.4. Wnioski z przeprowadzonych analiz	74
Zakończenie	76

Wstęp

Zjawiska fuzji i przejęć są procesami występującymi na całym świecie, od krajów wysoko rozwiniętych po te, które są na niższych etapach rozwoju gospodarczego. W wielu branżach można zaobserwować chęci do współpracy między poszczególnymi przedsiębiorstwami. Powodów zainteresowania przejęciami i fuzjami może być wiele, a wśród nich można wymienić wzrost konkurencyjności na rynku dzięki wzrostowi skali, optymalizację kosztów, czy też rozwój w innych segmentach rynku, a niekiedy jest to jedyna możliwość utrzymania się przy życiu przedsiębiorstwa. Procesy łączenia się organizacji nie są łatwymi zjawiskami, wymagają od kadry zarządzającej myślenia długoterminowego, które prowadziłoby do wzrostu zewnętrznego jednostki, a także przewidywania przyszłości w szerokiej perspektywie. Podejmując decyzję o połączeniu należy zwracać szczególną uwagę na każdy aspekt funkcjonowania danej jednostki, od zarządzania, analizy korzyści wynikających z połączenia, kwestii podatkowych, bankowości, rachunkowości, finansów oraz aspektów kulturowych. Fuzje i przejęcia mają na celu wzrost konkurencyjności na rynku względem innych jednostek. W związku z powyższym, w pracy została postawiona hipoteza, iż procesy fuzji i przejęć prowadzą do powstawania coraz większych, silniejszych finansowo jednostek gospodarczych. Działania podejmowane przez zarządzających powinny zapewnić korzyści z połączenia dające maksymalizować wartość rynkową jednostek, m.in. poprzez obniżanie kosztów produkcji, wymianę doświadczeń, obniżanie poziomu ryzyka, czy polepszenie struktury kapitałowej w przedsiębiorstwie. Na działania te ma wpływ oddziaływanie międzynarodowych korporacji, z których mogą brać przykład mniejsze jednostki. Korzystając z dużych firm doradczych można ograniczać również ryzyko podczas realizacji inwestycji, ponieważ każda transakcja niesie za sobą korzyści, ale również zagrożenia. Napływ dużych koncernów kapitałowych na rodzime rynki przynosi zatem nie tylko wady, ale także korzyści. Niedoświadczone niewielkie podmioty mogą czerpać od nich wzorce zarządzania, wykorzystywać ich wiedzę oraz doświadczenie przy dokonywaniu transakcji.

Uzasadnienie wyboru tematu

Procesy fuzji i przejęć poprzez powszechność występowania w gospodarce są zjawiskami szeroko analizowanymi. Jednak mimo to w publikacjach i artykułach naukowych stosunkowo niewiele mówi się o konsolidacji rynku informatycznego. W związku z powyższym praca będzie stanowić opracowanie skupiające się na transakcjach fuzji i przejęć w sektorze spółek, których działalność można przyporządkować do branży IT. Temat pracy dyplomowej odpowiada również zainteresowaniom studenta w dziedzinie fuzji i przejęć, zaś skupienie się

na sektorze IT oraz treści jego dotyczące, które zostaną zawarte w pracy, pozwolą poszerzyć wiedzę autora pracy z tego zakresu zarówno w odniesieniu do gospodarki globalnej, jak i rynku krajowego.

Cel pracy

Celem niniejszej pracy będzie przedstawienie i omówienie konsolidacji rynku IT poprzez wykorzystanie transakcji fuzji i przejęć. Praca w swej zasadniczej postaci będzie poświęcona analizie form koncentracji sektora IT w Polsce oraz ich efektów finansowych na wybranych przykładach procesów przeprowadzonych w ostatnich latach. Zamierzeniem towarzyszącym organizacji pracy będzie ukazanie i porównanie ilości oraz wielkości transakcji fuzji i przejęć na rynku polskim a także globalnym. Dodatkowo w części teoretycznej zostaną zaprezentowane aspekty prawne, motywy oraz formy wyceny przedsiębiorstw, które są nieodłącznym elementem omawianych w pracy pojęć.

Hipotezy badawcze

Procesy fuzji i przejęć prowadzą do powstawania silniejszych finansowo i coraz większych organizacji gospodarczych. Zarówno na rynku polskim jak i w odniesieniu do rynku globalnego procesy konsolidacyjne przedsiębiorstw wykazują podobne tendencje w odniesieniu do wielkości oraz ilości przeprowadzanych transakcji w obrębie sektora związanego z działalnością informatyczną.

Metody badawcze

Zgromadzone i przedstawione dane wraz z informacjami zaprezentowanymi w pracy zostały zawarte w oparciu o odpowiednie metody badawcze. W pierwszej części pracy zostanie zastosowana metoda krytycznej analizy piśmiennictwa, aktów prawnych, literatury oraz artykułów naukowych, a także użyta zostanie metoda opisowa. Przytoczone metody posłużą przede wszystkim przedstawieniu podstaw teoretycznych dotyczących przeprowadzania transakcji fuzji i przejęć, ich motywów oraz oczekiwanych skutków ich przeprowadzania. Z kolei w drugiej części pracy wykorzystane zostaną wnioski oparte na analizie sprawozdań finansowych w oparciu o analizę wskaźnikową. Zaprezentowane zostaną wskaźniki takie jak: wskaźniki płynności, wskaźniki rentowności, wskaźniki poziomu zadłużenia a także wskaźniki sprawności działania, które posłużą do oceny funkcjonowania przedsiębiorstw oraz ich kondycji finansowej. W celu zobrazowania istotności omawianych procesów, w części empirycznej pracy, zostaną zaprezentowane zarówno podmioty aktywne w sferze procesów fuzji i przejęć oraz te które takich transakcji nie wykazywały.

Źródła informacji

Do źródeł informacji, które zostaną wykorzystane w pracy należy zaliczyć literaturę naukową związaną z tematyką fuzji i przejęć, składającą się z książek i artykułów naukowych zarówno w języku polskim, jak i angielskim. Posłużą one do zgromadzenia niezbędnej wiedzy i umiejętności pozwalających na wyczerpującą analizę wszystkich aspektów związanych z procesami konsolidacji przedsiębiorstw. Na potrzeby badawcze zostaną użyte sprawozdania finansowe oraz inne okresowe raporty wybranych przedsiębiorstw z sektora IT w Polsce, zamieszczone na stronach internetowych danych jednostek oraz udostępnianych poprzez platformę baz EMIS oraz Notoria Serwis. W celu scharakteryzowania branży IT oraz procesów łączenia się w niej poszczególnych podmiotów, jako źródła informacji posłużą dostępne dane Institute for Mergers, Acquisitions and Alliances, oraz opracowania i statystyki Głównego Urzędu Statystycznego. Ponadto zostaną przeanalizowane opracowania przygotowane przez międzynarodowe spółki konsultingowe oraz statystyki prezentowane przez Warszawską Giełdę Papierów Wartościowych.

Rozdział 1. Istota fuzji i przejęć

1.1. Specyfika i klasyfikacja fuzji i przejęć

Mając na celu określenie sposobu łączenia się organizacji wykorzystuje się pojęcia takie jak: fuzje, akwizycje, przejęcia, czy też konsolidacje¹. Natomiast w literaturze anglojęzycznej spotyka się terminy: *mergers and acquisitions* (M&A), ale można spotkać też: *takeover*, *consolidation* oraz *buyout*².

Fuzja jest rozumiana jako dobrowolne i zgodne połączenie się co najmniej dwóch jednostek gospodarczych w jedną³. Proces ten może przebiegać w dwóch odmiennych wariantach. Pierwszy z nich polega na przejęciu jednego przedsiębiorstwa przez inne, a proces ten nosi nazwę wcielenia lub inkorporacji. Natomiast drugi, zwany fuzją, opiera się na utworzeniu nowego podmiotu w wyniku łączących się przedsiębiorstw⁴. Zjawisko fuzji dotyczy zazwyczaj organizacji podobnych pod względem wielkości. Ujmowane jest też jako forma kooperacji pomiędzy uczestnikami obrotu gospodarczego, klientami, odbiorcami, dostawcami, którzy w celu osiągnięcia korzyści poprzez efekt skali, wymieniając się własnymi doświadczeniami, zdolnościami i potencjałem, łączą się tworząc nową jednostkę. W zależności, który sposób łączenia podmiotów ma miejsce na rynku, wymaga ono innego podejścia pod względem prawnym do nowo powstałej spółki. Jeżeli jeden podmiot przejmuje drugi, wówczas przejmowany ulega wypisowi z rejestru przedsiębiorców. Natomiast jeżeli podmioty tworzą zupełnie nową spółkę, wtedy są zobowiązani zarejestrować ją jako nowy podmiot i zaniechać wcześniejszej działalności.

Zdarza się również, że początkowo łączenie firm ma charakter przejęcia pakietu kontrolnego nad jednostką przejmowaną, lecz z czasem w wyniku konsolidacji polityki wewnętrznej, systemów informatycznych, a także przenikania się poszczególnych zespołów pracujących w danych organizacjach, dochodzi w efekcie do całkowitej integracji, czego skutkiem jest fuzja. Samo zjawisko powstaje w warunkach, gdy przejmowany traci swoją indywidualną tożsamość organizacyjną, a przejmujący w wyniku zaistnienia nowych uwarunkowań tworzy wspólną politykę dalszego działania. .

¹ Kaczyński S., *Konsolidacja, kooperacja czy konkurowanie – sposobem na budowanie przewagi konkurencyjnej i przetrwanie przedsiębiorstwa*, „Zarządzanie i Finanse”, 2013, 11.1, cz. 2, s.95 – 111.

² Frąckowiak W. (red.), *Fuzje i przejęcia*, PWE, Warszawa 2009, s.24.

³ Miedziński B., Biczyski S. (red.), *Słownik ekonomiki i organizacji przedsiębiorstwa*, Państwowe Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 1991, s. 46.

⁴ Art. 492 ust. 1 Ustawy z dnia 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych (Dz.U. z 2020 poz. 1526, 2320).

Fuzje można wymienić jako jedną z sześciu form stosunków pomiędzy podmiotami funkcjonującymi na rynku⁵. Początkowo kooperacja jednostek opierała się na wzajemnym zawieraniu pomiędzy dostawcami i odbiorcami umów kupna–sprzedaży, które są fundamentem regulacji w stosunkach gospodarczych. Z czasem, wzrastająca konkurencja między dostawcami oraz integrowanie się odbiorców doprowadziło do podejmowania współpracy przyjmując formę współdziałania pionowego dostawców i klientów oraz tworzeniu koalicji składających się z rywalizujących między sobą firm, czego skutkiem jest koncentracja sektora. Na podstawie przytoczonych wariantów stosunków między podmiotami funkcjonującymi na rynku można zauważyć, że fuzje opierają się zarówno na współpracy, jak również na rywalizacji

W polskiej terminologii, jak już wspomniano wcześniej, występują dwa zasadnicze pojęcia odnoszące się do łączenia się przedsiębiorstw. Jednak ich precyzyjne zdefiniowanie nie jest łatwe z uwagi na często spotykane zamienne posługiwanie się tymi terminami⁶. Próbę opisanie przejęcia podjął Szczepankowski⁷, który pod tym terminem widzi przeniesienie kontroli nad jednostką z jednej grupy inwestorów na drugą. Transakcje fuzji i przejęć zachodzą najczęściej poprzez:

- zakup udziałów lub akcji, które już uczestniczą w obrocie rynkowym,
- nabycie części aktywów przedsiębiorstwa bądź jego całości,
- utworzenie za obopólną zgodą nowego podmiotu, w którym co najmniej dwóch inwestorów wnosi swoje indywidualne udziały lub aktywa, lecz tylko jeden z nich otrzymuje pakiet większościowy, pozwalający na samodzielną kontrolę nad jednostką,
- udział w podwyższeniu kapitału własnego przedsiębiorstwa przez objęcie nowych akcji lub udziałów, które prowadzi do samodzielnego zarządzania jednostką,
- umorzenie walorów jednego z partnerów, który podjął decyzję o rezygnacji z uczestnictwa w spółce, a w efekcie przekazanie kontroli innym partnerom,
- skup zobowiązań organizacji, a następnie konwersja ich na kapitał własny, mając tym samym sposobność uzyskania prawa do zarządzania podmiotem i samodzielnego podejmowania decyzji,
- dzierżawa,
- prywatyzacja⁸.

⁵ Szczepankowski P.J., *Fuzje i przejęcia*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2000, s. 54.

⁶ Pierścionek Z., *Zarządzanie strategiczne w przedsiębiorstwie*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2011, s. 420 – 425.

⁷ Szczepankowski P.J., *Fuzje...*, s. 56.

⁸ Frąckowiak W. (red.), *Fuzje...*, s. 27.

Cechą charakterystyczną wszystkich typów przejęć wobec fuzji lub konsolidacji jest zachowanie przez jednostkę przejmowaną podmiotowości prawnej. Znaczeniowe rozróżnienie procesów mających na celu łączenie się jednostek, czy też przejmowanie praw do samodzielnego zarządzania nimi stwarza możliwość do określania tych mechanizmów jako nabycia. W ramach tego właśnie pojęcia można wskazać zarówno połączenia w wyniku fuzji i inkorporacji, ale również przytoczonych typów przejęć.

1.2. Formy transakcji fuzji i przejęć

Podmioty gospodarcze wraz z otaczającym ich otoczeniem nieustannie zmieniają się, dostosowując się do warunków zewnętrznych, w których funkcjonują. Realizując swój podstawowy cel działalności, którym jest maksymalizowanie osiąganych zysków oraz poprzez swój wzrost rynkowy, zapewniają zaspokojenie indywidualnych potrzeb klientów. Ograniczają dominację innych jednostek na rynku oraz są w stanie zabezpieczać się przed utratą konkurencyjności w skutek wzajemnego łączenia się.

Fuzje przedsiębiorstw

Cechy charakteryzujące obszar zarządzania procesami fuzji, mającymi obecnie miejsce na rynku, można zdefiniować jako koncepcję 4F⁹. Według Szczepankowskiego jej składowymi są:

- *focus* – skoncentrowanie wzajemnych przedsięwzięć jednostek na ograniczonej liczbie sektorów lub gałęzi gospodarki,
- *first* – podmiot jako pierwszy spośród pozostałych uczestników rynku, z pomocą nowych produktów zaspokaja zgłaszane przez klientów zapotrzebowanie na nie, czego wynikiem może być połączenie się danych podmiotów,
- *fast* – jednostki szybko reagują na zmieniające się wokół nich otoczenie, dostosowując między sobą działania takie jak: procesy wewnętrzne przedsiębiorstw, bazę produktów oraz politykę relacji z klientami,
- *flexibility* – podmioty dzięki połączeniu się, są w stanie być bardziej elastyczne w zaspokajaniu potrzeb konsumentów, trafiając w ich indywidualne gusta.

We współczesnym świecie można wyróżnić wiele podziałów zjawiska fuzji, które występują na rynku. Różnią się one między sobą zarówno ze względu na formę łączenia się poszczególnych podmiotów, jak i typ relacji, jakie występują przed połączeniem. Można też zastosować ich podział w odniesieniu do ogółu charakteru przebiegu całego procesu

⁹ Szczepankowski P.J., *Fuzje...*, s. 60 – 61.

konsolidacji. Charakteryzując podstawowe formy procesów łączenia się jednostek, można mówić o fuzjach jako:

- procesie koncentracji działalności,
- integracji wzajemnych przedsięwzięć podmiotów,
- obustronnej koordynacji działań przedsiębiorstw.

Koncepcja opierająca się na koncentracji działalności jest przedstawiana jako forma konsolidacji kilku przedsiębiorstw w jedną jednostkę i stanowi fundament rozwoju podmiotów gospodarczych we współczesnej gospodarce rynkowej. Rozwój przybiera tu formę wzrostu zewnętrznego, stanowiącego alternatywę do rozwoju wewnętrznego. Podmioty początkowo rozwijają się poprzez dokonywanie inwestycji w obrębie własnej jednostki. Jednak wraz z upływem czasu, aby nadal być konkurencyjnym na rynku, potrzebują coraz większych inwestycji, które wymagają też wyższych nakładów kapitałowych. Procesy integracji, realizując potencjał wzrostu, wymuszają transfer kapitału, wykorzystując jego mobilność oraz możliwości jego późniejszej koncentracji. Prawo własności majątku warunkuje mobilność kapitału, a więc jego zdolność do swobodnego przepływu, umożliwiając powstawanie powiązań kapitałowych między podmiotami¹⁰. Z pomocą innych jednostek, podmioty łącząc się z nimi, tworząc większe, złożone formy organizacyjne, dzięki czemu możliwe jest powstanie gęstej i zintegrowanej grupy połączeń kapitałowych, które skutkują coraz silniejszą intensywnością koncentracji kapitału¹¹. Wpływa to pozytywnie na rozwój jednostek i dokonywane w ich obrębie zmiany m.in.: zwiększania produkcji, poprawę jakości, wprowadzanie nowych produktów, ale także poprawę warunków pracy czy bezpieczeństwa. Należy pamiętać, że rozwój przedsiębiorstwa stanowi o jego wzroście¹². Analizując opisane przepisami prawa, a tym samym występujące w gospodarce formy własności przedsiębiorstw, jak również mając na uwadze odpowiedzialność ich właścicieli wobec innych uczestników rynku, najwyższym poziomem koncentracji kapitału charakteryzuje się spółka akcyjna zaś najniższym spółka cywilna¹³. Zgodnie z Kodeksem spółek handlowych¹⁴, spółka akcyjna posiada minimalny wymóg kapitałowy wynoszący 100 000 złotych, a wartość nominalna akcji nie może przyjmować wartości niższych od 1 grosza. Z uwagi na swobodny obrót kapitałem między inwestorami na rynku giełdowym, spółkę akcyjną będzie cechować najwyższa

¹⁰ Zadora H., *Fuzje i przejęcia na rynku kapitałowym. Motywy, okoliczności i warunki oraz procedury, procesy i struktury*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach, Katowice 2011, s. 34.

¹¹ Tamże, s. 41.

¹² Tamże, s. 61.

¹³ Kozłowska-Makós D., *Fuzje i przejęcia jako formy koncentracji kapitału*, Studia Ekonomiczne. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach nr 282, Katowice 2016, s. 73.

¹⁴ Art. 308 Ustawy z dnia 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych (Dz.U. z 2020 poz. 1526, 2320).

mobilność kapitału spośród wszystkich form organizacyjnych funkcjonujących na rynku. Jednak należy zaznaczyć, że w procesie konsolidacji podmiotów nowe przedsiębiorstwa, które powstaną na rynku nie muszą być traktowane jako monopol. Mówiąc o koncentracji można wówczas mówić zarówno o ograniczaniu konkurencji, ale również o znalezieniu nowych rynków zbytu w skutek dostarczenia odbiorcom wiedzy o produkcie, o którym wcześniej nie wiedzieli lub ich wiedza była zbyt mała, aby się nim zainteresować. Fuzje w takiej postaci występują w sektorach rozwijających się, gdzie występuje wiele podmiotów świadczących podobne usługi. Dzięki takim połączeniom są one w stanie szybciej rozwijać się i zapewniać sobie większy udział w rynku, pozwalający na wykorzystanie efektu skali co może skutkować wzrostem rynkowej wartości jednostki. Konsolidacje mogą zapewnić również lepszą pozycję wyjściową w kontaktach z potencjalnymi nowymi klientami. Wzrost jednostki w obrębie danego kraju może przyczynić się do poszerzenia zasięgu oddziaływania podmiotu na rynku krajowym, jak i szybszej ekspansji zagranicznej. W drodze do zwiększania rynków zbytu, wydaje się być to istotnym zabiegiem ograniczającym ryzyko operacyjne.

Integracja działań łączących się w wyniku fuzji przedsiębiorstw, polega na połączeniu w jedną całość struktur organizacyjnych jednostek oraz celów jakimi się one kierują. Strukturę organizacyjną można opisać jako zbiór funkcji regulacyjnych kształtujących ład wewnętrzny w danej organizacji. Z jednej strony mowa tu o miejscu i pełnionych funkcjach każdego z pracowników zatrudnionych w przedsiębiorstwie, natomiast z drugiej strony można określić ten ład jako strukturalizację wszelkich działań jednostki skierowanych do standaryzacji, centralizacji oraz formalizacji wszystkich procesów zachodzących w danej organizacji¹⁵. Szerzej zjawisko fuzji w formie integracji opisał Szczepankowski. Mając na uwadze ich wpływ na całość procesu dokonywanej transakcji, podzielił je na następujące rodzaje elementów¹⁶:

- techniczno-produkcyjne – integracja czynników produkcji oraz parków maszyn, wzajemna wymiana wyników badań i procesów optymalizujących produkcję,
- ekonomiczne – optymalizacja kosztów produkcji, wzrost wartości przedsiębiorstwa na rynku, zwiększenie transferu i mobilności kapitału,
- organizacyjne – konsolidacja wspólnych celów organizacji, stworzenie nowego podziału struktury zespołów pracujących w jednostce,
- społeczne – zintegrowanie różnych, niekiedy odmiennych grup społecznych, wartości wyznaczanych przez organizację oraz systemów ewaluacji.

¹⁵ Sikorski C., *Metody zarządzania relacjami w strukturze organizacyjnej. Relacje strukturalne*, W: Błaszczuk W., *Metody organizacji i zarządzania. Kształtowanie relacji organizacyjnych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2006, s. 49.

¹⁶ Szczepankowski P.J., *Fuzje...*, s. 66.

Jednostki, aby realizować swoje cele i pełnione funkcje na rynku, wchodzą również w różne wzajemne relacje. Poza wymienionymi wcześniej elementami można wskazać dwa fundamentalne typy relacji, które kształtują się między przedsiębiorstwami dokonującymi fuzji integracyjnych. Pierwszy z nich to więzi typu A, które można wyróżnić w momencie, gdy jeden z podmiotów świadczy jakąś usługę na rzecz drugiego podmiotu, zaś ten drugi w zamian za tę usługę, dostarcza równowartość jej w formie środków pieniężnych w celu wspólnego ich wykorzystania. Taki typ wzajemnych stosunków odnosi się głównie do przedsiębiorstw działających w różnych sektorach gospodarki i można nazwać takie połączenia fuzjami poziomymi bądź inaczej horyzontalnymi. Natomiast drugim typem więzi łączących jednostki są więzi typu B. Odnoszą się one do wzajemnego integrowania posiadanych zasobów oraz wykonywanych działań dwóch podmiotów, tworząc wspólną, jedną, strategiczną całość. W tym przypadku relacje jednostek odnoszą się przede wszystkim do fuzji pionowych inaczej wertykalnych, czyli wynikających z połączeń podmiotów działających w różnych branżach. Integracyjna forma dokonywanych fuzji może być zawierana również z wykorzystaniem dwóch czynników. Są nimi: chęć zachowania autonomii przez podmiot oraz suwerenności w trakcie przygotowywania planów strategicznych jednostki. Na podstawie tych warunków można wskazać poniższe rodzaje fuzji o podłożu integracyjnym¹⁷:

- symbiozę przedsiębiorstw – sytuacja, w której przedsiębiorstwa chcą zachować wysoki poziom własnej autonomii oraz suwerenności z punktu widzenia planów strategicznych,
- fuzję zachowawczą – zachodzącą w momencie, gdy podmioty chcą wysokiej suwerenności strategicznej, przy jednoczesnym braku potrzeby zachowania swojej autonomii,
- absorpcję działania – występuje, gdy zarówno chęć do zachowania autonomii, oraz suwerenności w odniesieniu do planów strategicznych pozostaje na niskim poziomie,
- holding – spotykany w przypadku, gdy jednostki pragną zachować wysoki poziom suwerenności strategicznej, przy niskim poziomie własnej autonomii.

Formą fuzji może być również proces koordynacji działań podmiotów. Koordynacja ta objawia się wspólnym opracowywaniem celów oraz planów przez łączące się przedsiębiorstwa. Logiczne pogrupowanie współdzielonych czynności oraz zasobów posiadanych przez jednostki, pozwala na bardziej efektywne ich wykorzystanie, co może pozytywnie wpłynąć na pozycję nowego podmiotu względem konkurencji. Definicja owych działań odnosi się także do organizowania zasobów ludzkich, odpowiedzialnego podejmowania decyzji w oparciu

¹⁷ Szczepankowski P.J., *Fuzje...*, s. 67 – 69.

o wiedzę i doświadczenie ekspertów, czy też sposobu ograniczenia ryzyka operacyjnego, które jest nieodłącznym elementem funkcjonowania podmiotów gospodarczych na rynku¹⁸. Jednak nie każda forma koordynacji działań będzie prowadzić do fuzji. Przedsiębiorstwa poprzez współpracę na różnych polach swojej działalności dążą do wzrostu wyników finansowych, jak również poprawy procesów technologicznych czy aspektów związanych z postrzeganiem ich na rynku. W chwili, gdy współpraca niezależnych od siebie jednostek przynosi pozytywne efekty, mogą one dojść do wniosku, że razem są silniejsi i bardziej konkurencyjni, aniżeli działali by osobno. W taki sposób są w stanie generować większe zyski, przy jednoczesnej redukcji kosztów. Efekt połączenia się przedsiębiorstw polegający na osiągnięciu wyższego poziomu wartości od sumy poszczególnych części składających się na nią, został nazwany efektem synergii i zostanie szerzej omówiony w rozdziale 2.

Poza omówionymi formami fuzji, w literaturze występuje ich podział na typy takie jak¹⁹:

- fuzje horyzontalne, inaczej poziome,
- fuzje wertykalne, zwane pionowymi,
- fuzje konglomeratowe.

Fuzje horyzontalne mają miejsce, gdy połączeniu ulegają przedsiębiorstwa z tej samej branży. Powodami takich decyzji są m.in.: chęć eliminacji konkurencji na rynku i tym samym zmniejszenie konkurencji na nim. Jednostki mogą się łączyć także dążąc do osiągnięcia korzyści skali opartej na bardziej efektywnej, większej produkcji przy jednoczesnej optymalizacji ponoszonych kosztów. Związany z fuzjami poziomymi wzrost siły rynkowej podmiotów nie jest zjawiskiem obojętnym organom państwa, w którym funkcjonują. W Polsce nad warunkami rozwoju i ochrony konkurencji oraz zasadami i trybie przeciwdziałania praktykom ograniczającym konkurencję²⁰ sprawuje nadzór Prezes Urzędu Ochrony Konkurencji i Konsumentów. Natomiast na poziomie Unii Europejskiej organem antymonopolowym jest Komisja Europejska, na której wniosek zostało wydane w 2004 roku rozporządzenie w sprawie kontroli koncentracji przedsiębiorstw²¹.

Fuzja pionowa to w najprostszej formie proces łączenia się producentów z dostawcami lub sprzedawcami. Przedsiębiorstwa produkcyjne, zaopatrując się w różne towary i surowce, łącząc się ze swoimi dostawcami podejmują próbę ograniczenia ryzyka związanego m.in.

¹⁸ Griffin R. W., *Podstawy zarządzania organizacjami*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2017, s. 10.

¹⁹ Gaughan P. A., *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*, 6th Edition, JohnWiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey 2015, s. 15.

²⁰ Art. 1 Ustawy z dnia 16 lutego 2007 r. o ochronie konkurencji i konsumentów (Dz. U. z 2021 r. poz. 275).

²¹ Rozporządzenie Rady (WE) Nr 139/2004 z dnia 20 stycznia 2004 r. w sprawie kontroli koncentracji przedsiębiorstw (rozporządzenie WE w sprawie kontroli łączenia się przedsiębiorstw).

z ciągłością dostaw. Integracja w oparciu o fuzję wertykalną może przebiegać w dwóch kierunkach. W przód, która odnosi się do fuzji z potencjalną bazą klientów oraz wsteczną biegnącą w kierunku dostawców. Oba te procesy, chociaż różne, posiadają zalety wynikające z²²:

- procesów złożonych – większość organizacji ponosi koszty stałe na usługi obsługi biurowej. Jednostki łącząc się mogą integrować też w zespoły odpowiedzialne za m.in.: zasoby ludzkie czy wsparcie IT, a dzięki temu zwiększać wydajność i optymalizować koszty wynagrodzeń,
- redukcji ryzyka – fuzja wertykalna umożliwia ograniczenie ryzyka związanego z dostawcami produktów. Kontrola tego obszaru działalności firmy przechodzi bezpośrednio na samego właściciela,
- zarządzanie jakością – przejmując kontrolę nad dostawcami surowców i towarów, producenci mają realny wpływ na ich jakość, zaś z drugiej strony dokonując fuzji ze sprzedawcami mogą kształtować politykę cenową wyrobów gotowych,
- ograniczonych negocjacji – z uwagi na to, że dostawcy stali się częścią całości przedsiębiorstwa produkcyjnego, prowadzenie negocjacji umów staje się procesem zbędnym,
- ochrony praw własności oraz własności intelektualnej – w branżach technologicznych oraz w innych sektorach, w których zachodzą nieustanne zmiany w wyniku prowadzonych badań i prac rozwojowych, występuje ryzyko, że ich wyniki mogłyby zostać wykorzystane poza jednostką. W wyniku fuzji jednostki mogą redukować ryzyko z tym związane,
- indywidualizacji – całościowa kontrola nad dostawcami i klientami zapewnia przedsiębiorstwu rozpoznawalność pod postacią wykształconej na rynku marki. W celu utrzymania jej statusu, podmioty muszą bezwzględnie utrzymywać stały nadzór nad jakością produkcji oraz sprzedaży, tak aby wizerunek marki został podtrzymany.

Fuzje konglomeratowe to połączenie dwóch lub większej liczby podmiotów prowadzących zupełnie różne rodzaje działalności, które należą do jednej, tożsamej grupy biznesowej, zazwyczaj obejmującej spółkę macierzystą wraz z gronem powiązanych z nią spółek zależnych. Niejednokrotnie organizacja będąca konglomeratem to zintegrowanie przedstawicieli pochodzących i funkcjonujących w obrębie wielu, zróżnicowanych sektorów.

²² Roberts A., Wallace W., Moles P., *Mergers and Acquisitions*, Edinburgh Business School Heriot-Watt University, MQ-A2-engb 1/2016 (1020), Edinburgh 2016, s. 8 – 9.

Konglomeraty są często duże i obejmują swoim zasięgiem jednostki działające na terenie wielu państw. Cieszyły się one popularnością w szczególności w latach sześćdziesiątych XX wieku, z uwagi na występowanie niskich stóp procentowych i powtarzających się cyklicznie trendów rynkowych, które z kolei umożliwiały konglomeratom nabywać podmioty przy pomocy wykupów lewarowanych, czasem w oparciu o okresowo zaniżone ich wartości. Przez okres wielu lat zabieg ten był w zupełności wystarczający. Cena rynkowa wartości akcji spółki rosła, gdyż jednostki bardzo często były wyceniane w oparciu o zwrot z poczynionych inwestycji. Jednak pod koniec lat sześćdziesiątych XX wieku przedstawiciele rynku zaczęli ich unikać, co doprowadziło do znacznych wyprzedaży akcji posiadanych przez inwestorów. Fuzje konglomeratowe powstają przede wszystkim w celu realnej dywersyfikacji działalności organizacji, a nie zarządzania zwrotem z inwestycji poczynionych w posiadane przez nie udziały. Jednostki kierujące się takim nastawieniem dokonałyby przejęć lub otworzyłyby nowe oddziały w innych sektorach tylko wtedy, gdy uważałyby, że poprawiłoby to wskaźniki rentowności lub stabilność całej organizacji w skutek podziału ryzyka²³.

Przejęcia przedsiębiorstw

Przejęcia podmiotów można zdefiniować jako nabycie ponad 50% wartości majątku czy też kapitału jednostki. Zakup pakietu kontrolnego spółki przejmowanej daje podmiotowi przejmującemu możliwość swobodnego kierowania nią i podejmowania w stosunku do niej dowolnych decyzji. Przejęcia można uznać również jako bezpośrednią formę inwestowania w inne spółki i tym samym osiągnięcie pozycji lidera na rynku posiadającego zarówno przewagę konkurencyjną, jak i technologiczną nad innymi jednostkami prowadzącymi działalność na tożsamym obszarze. Przejęcia w odróżnieniu do fuzji zachodzą niezależnie od branży czy sektora, w którym funkcjonują spółki biorące udział w tym procesie. Z uwagi na sam aspekt nabycia poprzez zakup aktywów, spółka nie traci swojej osobowości prawnej. Jednak zazwyczaj zmiana ulega forma organizacyjna prowadzonej w dalszym ciągu działalności. Przejęcie wpływa tu nie tylko na zmianę struktury właścicielskiej w przejętej organizacji, ale także należy liczyć się ze zmianami w polityce organizacyjnej oraz technologicznej, poczynionymi przez nowych jej zarządców.

W zależności w jaki sposób przebiega proces samego przejęcia podmiotu, można określić kilka faz tego procesu, który wymusza sam fakt zmian funkcjonowania organizacji pod kątem reorganizacji struktury właścicielskiej. Należy przyjrzeć się przekształceniom w sferze organizacji w strukturach kadr, finansów, rozwiązań organizacyjnych czy procesów

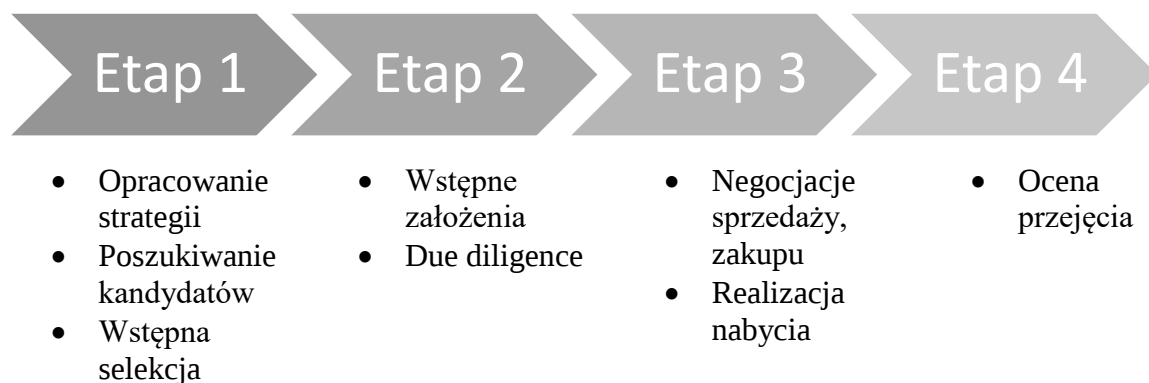
²³ Sharma P., Goswami D. K., *Managing mergers & acquisitions: an issue of strategy management*, International Journal of Management, IT & Engineering, Vol. 7 Issue 5, May 2017, s. 170 – 171.

wpływających na ciągłość funkcjonowania działalności podstawowej jednostki. Obszary, o których mowa są ze sobą ściśle powiązane i bezpośrednio wpływają na siebie nawzajem. W celu zachowania efektywności prowadzonej działalności przez podmiot przejmujący, przygotowując się do nabycia należy zwrócić uwagę na takie aspekty jak:

- zapewnienie dostępu do kapitału,
- posiadanie pochodzących z rzetelnych źródeł kompletnych informacji o przejmowanym podmiocie,
- posiadanie wykwalifikowanych i doświadczonych zasobów kadrowych, mogących racjonalnie i w sposób rzetelny opracować plan akwizycji,
- dostęp do modeli wyceny wartości nabywanego przedsiębiorstwa,
- stabilna sytuacja gospodarcza na rynku, gdzie funkcjonują oba podmioty,
- dostęp do nowych technologii, wpływających na dalszy rozwój przejmowanej jednostki.

Można wyróżnić cztery podstawowe, a zarazem niekoniecznie następujące po sobie etapy nabywania podmiotu, które zostały zaprezentowane na schemacie 1.1.

Schemat 1.1. Proces przejęcia



Źródło: Howson P., *Due Diligence The Critical Stage in Maerers and Acquisitions*, Routledge, New York, NY 2017, s. 2.

Pierwszy z nich obejmuje opracowanie wszelkich przesłanek i strategii dokonywanego przejęcia oraz zaplanowania możliwych zasobów, które potencjalnie zostaną zaangażowane w dany proces. Przejęcie powinno opierać się na jednej, spójnej i opracowanej wcześniej strategii. W taki sposób przejmujący jest w stanie zaplanować transakcję, zabezpieczyć się przed nieoczekiwanymi, niepożądanymi sytuacjami, a co za tym idzie uniknąć chociażby części niepotrzebnego ryzyka z nią związanego. Należy zaznaczyć, że podmioty nie zawsze przygotowują ową strategię, ale niekiedy dochodzi do sytuacji, w których jednostki mając

opracowaną strategię, nie trzymają się jej. Drugim etapem jest znalezienie motywów przejęcia, cech którymi podmiot przejmujący będzie motywował całość przeprowadzanej transakcji. Oparcie strategii na dobrze ugruntowanych motywach może przesądzić o sukcesie całej operacji i ewentualnych korzyściach płynących z niej w przyszłości. Dodatkowo w tym punkcie należy dokonać wyceny jednostki przejmowanej, wraz z zaplanowaniem potencjalnych przyszłych korzyści wynikających z jej nabycia. Kluczowym aspektem znalezienia odpowiedniego podmiotu jest jego poznanie w możliwie najdokładniejszy sposób. Wiedza, którą przejmujący będzie posiadał przed dokonaniem operacji, finalnie przesądzi o jego sukcesie albo porażce. Trzeci krok to ustalenie, ile organizacja przejmująca jest w stanie zapłacić za aktywa przejmowanego podmiotu oraz w jaki sposób zamierza to zrobić. Trzeba zaplanować tutaj konkretny zasób funduszy, a także formę zapłaty za tę transakcję, a więc ustalić czy sposobem finansowania transakcji będą kapitały własne czy obce, gotówka czy może kredyt. Oczywiście fundamentalnym będzie tutaj aspekt wielkości firmy i posiadanego przez nią majątku. Z założenia będąc dużym podmiotem, spółka jest w stanie generować większe przychody niż mniejsze podmioty, ale także może posiadać wyższą zdolność pozyskiwania kapitałów ze źródeł zewnętrznych. Ostatnim, czwartym z etapów jest tu ostateczny efekt dokonanej transakcji, a więc jej sfinalizowanie. Na bazie poprzednich kroków, przejmujący dokonując racjonalnej oceny opłacalności danej transakcji, powinien w przyszłości osiągnąć korzyści w postaci wzrostu własnego potencjału wytwórczego, jak i swojej pozycji na otaczającym go rynku²⁴.

Zjawisko transakcji przejęcia biorąc pod uwagę czynniki ekonomiczne, można podzielić na dwie grupy procesów, którymi są:

- koncentracja produkcji,
- dywersyfikacja produkcji.

Pierwszy z przytoczonych terminów, a więc koncentrację produkcji można zdefiniować jako specjalizację produkcji. Jednostka kierując się tym aspektem, w celu lepszego wykorzystania zasobów koncentruje produkcję wokół jednego bądź niewielu wariantów wytwarzanych przez siebie produktów lub usług. Taki zabieg można określić jako przejęcie tworzące specjalizację przedmiotową. Natomiast można wyróżnić także inny wariant, którym jest przejęcie oparte na specjalizacji technologicznej, polegające na skupieniu całości produkcji lub jej poszczególnych etapów w ramach jednej jednostki. Jak w każdym typie przejęć, podmiot nabywający inną spółkę oczekuje pozytywnych efektów dokonywanej przez siebie transakcji. W ramach

²⁴ Damodaran A., *Corporate finance : theory and practice*, 2nd ed., John Wiley & Sons, New York 2001, s. 838 – 839.

przejęcia jako koncentracji produkcji czy też jej specjalizacji należałoby oczekiwać poniższych pozytywnych skutków:

- korzyści skali produkcji,
- optymalizacji kosztów ponoszonych na zaopatrzenie oraz sprzedaż produktów,
- osiągnięcie pozycji lidera na rynku i eliminowania konkurencji,
- wykorzystanie know-how przejmowanej jednostki,
- podział kosztów badań i prac rozwojowych na większą liczbę podmiotów zależnych.

Odwrotnością do koncentracji produkcji jest jej dywersyfikacja. Oznacza ona podjęcie przez przedsiębiorstwo swojej działalności w obrębie nowej, innej branży w oparciu o wypracowanie nowej bazy asortymentu, technologii i rynków zbytu. Oczywiście zmiana profilu działalności jednostki wiąże się niejednokrotnie z koniecznością poniesienia znacznych nakładów kopiałowych w początkowych fazach całego procesu modyfikacji produkcji. Sposobem wyjścia z tej sytuacji, zapewniającym obniżenie takich kosztów jest podjęcie decyzji o nabiciu podmiotu już funkcjonującego w obrębie obszaru pozostającego w gronie upodobań podmiotu interesującego się dywersyfikacją produkcji. Przyczyny chęci zmian można upatrywać m.in. w dążeniu kadry kierowniczej spółek do uzyskania możliwości szybkiego wzrostu zarządzanych przez nich podmiotów czy polepszenia efektywności²⁵. Natomiast główną przyczyną dywersyfikacji działalności przedsiębiorstwa pod kątem przestrzennym i produktowym jest konieczność podziału ryzyka²⁶. Dzieje się to poprzez uzyskiwanie systematycznych przychodów z różnych, niezależnych od siebie źródeł. Obecnie można wyróżnić cztery strategie związane z dywersyfikacją produkcji, a są nimi²⁷:

- dywersyfikacja inwestycyjna – proces realizowany przede wszystkim przez jednostki dojrzałe, które posiadają ugruntowaną pozycję na otaczających je rynku, a co za tym idzie mającymi dostęp do znacznych zasobów wolnych środków pieniężnych,
- dywersyfikacja schodzenia z branży – dotyczy podmiotów mających już długoletnie doświadczenie, których produkty w najbliższym okresie czasu będą stopniowo wycofywane ze sprzedaży. Z tego powodu podmiot gospodarczy powinien wcześniej zaplanować zagospodarowanie powstającej w tym miejscu luki asortymentowej,

²⁵ Smutek H., *Rozwój przedsiębiorstwa a strategie dywersyfikacji*, Zeszyty Naukowe nr 613 Akademii Ekonomicznej w Krakowie, 2003, s. 20.

²⁶ Flejterski S., Porada-Rochoń M., *Dywersyfikacja versus specjalizacja w procesach dostosowawczych przedsiębiorstw. Perspektywa pokryzysowa*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 802, Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia nr 65 (2014), s. 638.

²⁷ Szczepankowski P.J., *Fuzje...*, s. 88 – 89.

- dywersyfikacja podtrzymująca – polega na zintensyfikowaniu procesów mających na celu wzmocnienie prowadzonej przez podmiot działalności,
- dywersyfikacja zapewniająca przeżycie – odnosi się do jednostek będących w kryzysowej sytuacji, której dalsze kontynuowanie działalności jest stosunkowo niepewne. Wówczas jednym z możliwych wyjść jest przejęcie innego podmiotu, zapewniając sobie zabezpieczenie oraz ochronę przed ewentualnym bankructwem.

Jednak dywersyfikacja niesie za sobą nie tylko wyłącznie pozytywne efekty. Przyglądając się bliżej temu procesowi, można zauważyć również zagrożenia, wśród których można wskazać utratę rozpoznawalności i wyrazistości reprezentowanej przed spółkę marki. Jednostka funkcjonująca w wielu niezwiązanych ze sobą sektorach gospodarki wystawiana jest na ryzyko utraty jednorodności i spójności prezentowanych przez siebie strategii, co z kolei może doprowadzić w przyszłości do ograniczania możliwości dalszego jej rozwoju²⁸.

Poza zdefiniowanymi wcześniej technikami nabywania przedsiębiorstw można przedstawić również przejęcia podmiotów w skutek ich wykupów przez zarząd i pracowników tzw. *buy-out*. Polega on na nabyciu, podobnie jak we wszystkich innych przejęciach, pakietu większościowego, a więc też kontroli nad nabywaną jednostką w skutek transakcji dokonywanej przez inny podmiot, którym w tym przypadku jest kadra menadżerska oraz pracownicy w koordynacji z podmiotem zewnętrznym. Cechą wyróżniającą, którą trzeba wskazać w przypadku wykupów menadżerskich jest fakt, iż wszystkie transakcje zawierane są w oparciu o pożyczkę zaciąganą pod zastaw majątku nabywanej organizacji. W ten sposób dochodzi do nabycia przy wsparciu kapitałów obcych lub wspomagania przy pomocy dźwigni finansowej. W literaturze najczęściej przytaczanymi technikami przejęć podmiotów gospodarczych przez ich wykup są²⁹:

- *management buy-out* (MBO) – wykup menadżerski, w którym niewielka liczba inwestorów, zazwyczaj członkowie zarządu dokonują zakupu większościowego pakietu akcji spółki przez nich kierowanej, często w drodze wezwania, czego skutkiem jest przejęcie kontroli nad tą jednostką,
- *leveraged management buy-out* (LMBO) – podobnie jak w MBO wykupu jednostki dokonuje kadra zarządzająca daną jednostką, lecz zakup ten jest finansowany źródłami kapitału pochodzącego spoza przejmowanej jednostki.

²⁸ Prysiniński Ł., Józwicki R., *Wybrane aspekty dywersyfikacji źródeł przychodu przedsiębiorstw*, Zarządzanie i Finanse Journal of Management and Finance Vol. 14, No. 3/2/2016, s. 114 – 115.

²⁹ Oesterle D. A., Norberg J. R., *Management Buyouts: Creating or Appropriating Shareholder Wealth?*, Vanderbilt Law Review, Volume 41 Issue 2, March 1988, s. 208.

Przytoczonych wykupów dokonują jednostki posiadające dobrze wykwalifikowaną kadrę menadżerską. Często wpływ na te transakcje mają przepisy prawa obowiązujące w danym kraju, sytuacja sektora bankowego, a także dostęp do wyspecjalizowanych spółek typu *venture capital*, zapewniających wsparcie zarówno finansowe, jak i merytoryczne.

Mówiąc zarówno o przejęciach, jak i o zjawisku fuzji występujących na rynku, należy wskazać, że ich formy oraz typy mogą przebiegać w skutek wymienionych poniżej sytuacji³⁰:

- „*many at once*” – tłumacząc na język polski termin ten oznacza „wszyscy na jednego”. Zjawisko to polega na sytuacji, w której kilka podmiotów działających zazwyczaj w jednej branży, lecz posiadających różne zasoby kapitałowe lub politykę organizacyjną, pragnie w tym samym okresie stosunkowo szybko zakupić udziały innej firmy lub też chce się z nią połączyć. Podmioty motywują ten zabieg chęcią wzmocnienia swojej pozycji na rynku, eliminując tym samym swoją konkurencję,
- „*one at a time*” – w dosłownym tłumaczeniu „jedno na jakiś czas”. Definiując tę sytuację można odnieść się do zjawiska fuzji lub przejęcia w warunkach, gdy przedsiębiorstwa ulegają połączeniu na skutek występujących na obszarze ich funkcjonowania zagrożeń lub okoliczności, kiedy jedna większa jednostka wchłania w swoje struktury inną mniejszą,
- „*one by one*” – oznaczająca sytuację, w której jeden podmiot przejmuje inny podmiot.

Spośród wszystkich typów, rodzajów, form i technik transakcji nabywania i łączenia przedsiębiorstw w gospodarce rynkowej, trzeba przytoczyć jeszcze jeden termin, a jest nim zjawisko wrogiego przejęcia. Pojęcie to można zdefiniować jako sytuację, w której podmiot wzywający, wbrew woli organów kierowniczych nabywanej spółki i bez wcześniejszego ich poinformowania, zwraca się wprost do jej akcjonariuszy z ofertą nabycia jej akcji, ostatecznie doprowadzając do finalizacji transakcji³¹.

Przytoczone w tym rozdziale typy i formy transakcji fuzji i przejęć są zjawiskiem nieodłącznie występującym w gospodarce na całym świecie. Z jednej strony można upatrywać w nich możliwości rozwoju organizacji, ich struktury oraz oferowanych przez nie produktów i usług. Natomiast z drugiej strony, należy wskazać, że wraz ze wzrostem koncentracji podmiotów gospodarczych, potencjał mniejszych jednostek ulega zmniejszeniu, a co za tym idzie tworzą się bariery wejścia na rynek oraz powstaje zagrożenie utraty występowania na nim efektywnej konkurencji.

³⁰ Szczepankowski P.J., *Fuzje...*, s. 61 – 62.

³¹ Podsiadlik C., *Wrogie przejęcie spółki*, Warszawa: LexisNexis 2003, s. 39-41, w: Kłoczek M., *Geneza i strategie realizacji wrogich przejęć*, Roczniki Ekonomii i Zarządzania, Tom 6 (42) nr 1 2014, s. 172.

Rozdział 2. Motywy konsolidacji przedsiębiorstw

2.1. Motywy nabywcy

Procesy fuzji i przejęć służą przede wszystkim rozwojowi przedsiębiorstw poprzez wzrost ich wartości, a także zwiększaniu konkurencyjności wobec innych podmiotów funkcjonujących na danym rynku. Organizacje, aby sprostać oczekiwaniom klientów i osiągać wyznaczone przez siebie cele oraz korzyści, łączą się z innymi jednostkami, a przyczyny tych decyzji można podzielić na takie grupy jak:

- motywy techniczne i operacyjne,
- argumenty oparte na kwestiach finansowych, podatkowych i rachunkowych,
- kwestie odnoszące się do zarządzania jednostką i kadry kierowniczej,
- czynniki rynkowe i marketingowe³².

Motywy techniczne i operacyjne przejęć

Pierwszą a zarazem najpopularniejszą omawianą grupą motywów są czynniki techniczne i operacyjne. Przedsiębiorstwa łączą się przede wszystkim w celu zwiększania efektów ekonomicznych prowadzonej działalności wobec ponoszonych nakładów. Ideę tę można osiągnąć między innymi poprzez zmianę kadry kierowniczej na bardziej efektywną, reorganizację modelu zarządzania firmą, czy też transformację podziału kosztów pomiędzy poszczególne obszary w organizacji. Wszelkie działania nabywcy skupione wokół przejęć, które można zaliczyć do aspektów technicznych i operacyjnych, powinny zmierzać do uzyskania m.in.:

- korzyści skali³³,
- wzajemnego uzupełniania się zasobów materialnych i ludzkich przedsiębiorstwa,
- optymalizacji kosztów,
- integracji systemów i obsługi technicznej.

Korzyści skali znajdują się wśród najbardziej pożądanых celów przy przeprowadzanych fuzjach i przejęciach o charakterze poziomym. W ich wyniku przedsiębiorstwa dążą do optymalizacji kosztów i wzrostu ilości wytwarzanych dóbr i usług. Dokonując procesów łączenia się, podmioty mogą osiągnąć pozytywne korzyści poprzez współdzielenie usług centralnych, wśród których można wskazać zarządzanie jednym wspólnym biurem oraz

³² Frąckowiak W. (red.), *Fuzje...*, s. 32.

³³ Brealey R. A., Myers S. C., Allen F., *Principles of Corporate Finance*, McGraw-Hill/Irwin, New York 2011, s. 795.

pracującymi w nim zespołami, takimi jak księgowość, kontrola finansowa, grupy osób odpowiedzialne za rozwój, czy też możliwości ilościowego ograniczenia kardy kierowniczej.

Komplementarność zasobów i umiejętności można odnieść do procesów produkcyjnych, gdzie pozytywne cechy przejawiają w zmniejszeniu kosztów jednostkowych produktów w skutek większych zakupów. Niekiedy przedsiębiorstwa posiadając ograniczone zasoby finansowe lub kadrowe nie jest w stanie podejmować się realizacji skomplikowanych projektów, które zapewniałyby im rozwój i podtrzymywały konkurencyjność wobec innych jednostek. W takich wypadkach wspólnymi siłami przedsiębiorcy są w stanie zdziałać więcej, niż osiągnąłby jeden podmiot osobno. Wymiana między sobą wiedzy, doświadczenia i technologii, czy inaczej wzajemne uzupełnianie własnych wewnętrznych braków wpływa pozytywnie na rozwój przedsiębiorstw i wzrost ich wartości dodanej.

Zjawisko optymalizacji kosztów można odnieść do kosztów transakcyjnych³⁴. Przedsiębiorstwo analizując poszczególne etapy swojej działalności, jest w stanie wskazać wady i zalety podejmowanych przez siebie działań. Kadra zarządzająca na podstawie informacji dostarczanych przez działy kontroli finansowej może zweryfikować czy procesy istniejące w przedsiębiorstwie są z ekonomicznego punktu widzenia opłacalne. Jeżeli dany podmiot korzysta z możliwości występujących na otwartym rynku, współpracuje z zewnętrznymi podmiotami świadczącymi usługi na jego rzecz, należałoby przemyśleć jego włączenie w struktury wewnętrzne przedsiębiorstwa. Nabycie jednostki ma tu na celu poczynienie oszczędności, które mogłyby objawiać się w ograniczeniu procesów technologicznych, takich jak magazynowanie, transport, przeładunki towarów, kontrola oraz zarządzanie poszczególnymi procesami. W ten oto sposób firmy są w stanie lepiej wykorzystać własne zdolności produkcyjne oraz zwiększać niezależność od podmiotów zewnętrznych.

Niektóre firmy próbują przejąć kontrolę nad dostawcą bądź odbiorcą i w ten sposób ułatwić koordynację procesów z zakresu dystrybucji, logistyki lub administracji. Właśnie dzięki integracji systemów i obsługi technicznej pomiędzy podmiotami, końcowy produkt może osiągnąć jakość, o którą trudno byłoby zadbać na różnych etapach produkcji, odbywających się na przykład w kilku miejscach. Pominięcie, któregoś z elementów transportu, magazynowania, czy przeładunku w wyniku zintegrowania tych procesów w ramach jednej organizacji, pozwala nie tylko ograniczyć koszty, ale również uniknąć ryzyka towarzyszącego tym procesom.

³⁴ Kosiń P., *Strategiczne zarządzanie kosztami przedsiębiorstwa w otoczeniu sieciowym*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach, Katowice 2011, s. 86.

Procesy fuzji i przejęć po zakończeniu transakcji łączenia się wymagają zmiany organizacyjnej w jednostce przejmującej. Najczęściej dochodzi wówczas do wdrożenia działań mających na celu poprawę funkcjonowania procesów lub całkowitej restrukturyzacji. Chodzi tutaj o modernizację funkcjonowania podmiotu w taki sposób, aby w nowej formule był w stanie osiągać lepsze wyniki finansowe w odniesieniu do sytuacji sprzed przejęcia³⁵. Wśród zabiegów, które mogą wpłynąć pozytywnie na kondycję jednostki należałoby wskazać udoskonalenie struktury organizacyjnej, kontrolę kosztów wytwarzania, podniesienie jakości wyrobów gotowych, poszerzenie różnorodności oferowanego asortymentu, czy redukcję części stanowisk. Mało efektywne osoby, a w szczególności te które obejmują kierownicze stanowiska są eliminowane w wyniku przeprowadzanych działań restrukturyzacyjnych. Każdy pracodawca szukając osób, którym powierza kierowanie zespołem bądź też jakimś kluczowym obszarem w przedsiębiorstwie, liczy na uzyskanie w wyniku tego pewnej wartości dodanej. Dostępność wysoko wykwalifikowanej kadry jest zasobem z góry ograniczonym, w związku z tym są dwa wyjścia z tej sytuacji. Pierwszym z nich jest przeprowadzanie rekrutacji, ale jest też drugi sposób – można nabyć inny podmiot, a wraz z nim nowych pracowników.

Czynniki rynkowe i marketingowe

Fundamentem funkcjonowania współczesnej, globalnej gospodarki rynkowej jest przede wszystkim konkurencja. Dzięki niej podmioty gospodarcze są w stanie kształtować swoją działalność podstawową, poszukując na rynku klientów, grup docelowych dla swoich usług, czy też wytwarzanych dóbr, mając tym samym wpływ na oferowaną jakość oraz kształtowanie własnej polityki cenowej. Rozwój, dalsze kontynuowanie działalności oraz maksymalizacja zysków powinny być celem nadrzędnym wszystkich podmiotów. Każdy z nich starając się być najlepszym wśród innych nieustannie jest zobowiązany obserwować otaczające go otoczenie i we właściwy sposób odnosić się do zmian zachodzącym na nim³⁶. Jednak wraz ze wzrostem gospodarczym na świecie i postępującemu zjawisku globalizacji wiele mniejszych jednostek nie jest w stanie mierzyć się z wielkimi międzynarodowymi korporacjami. Wkraczając na nowe rynki, duże podmioty mając zaplecze finansowe, rozbudowaną strategię organizacyjną oraz doświadczenie dzięki, którym są w stanie szybko rozwijać się w nowych miejscach, nie dają szans na przetrwanie małym przedsiębiorcom. Z drugiej strony można zauważyć, że pojawianie się dużych podmiotów niesie za sobą, także korzyści, które mogą opierać się na współdziałaniu,

³⁵ Stabryła A., *Zarządzanie projektami ekonomicznymi i organizacyjnymi*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2006, s. 26.

³⁶ Weiss E. (red.), *Podstawy i metody zarządzania. Wybrane zagadnienia*, Vizja Press & IT, Warszawa 2008, s. 29.

wymianie doświadczeń, umożliwieniu dostępu do nowoczesnych technologii oraz wiedzy o specyfice funkcjonowania na danych rynkach.

Motywy przemawiającym za dokonywaniem transakcji fuzji i przejęć jest również zwiększanie wartości dodanej. Przedsiębiorstwa wykupują m.in. swoich dostawców czy dystrybutorów, skracając łańcuch dostaw, a tym samym zapewniają sobie stałość dostaw i minimalizują ryzyko z tym związane. Wychodzenie poza działalność podstawową pozwala jednostkom uniezależnić się od innych podmiotów, a także stanowi ich przewagę konkurencyjną w obrębie obszaru, na którym funkcjonują. Angażując kapitał w inne segmenty i gałęzie rynku, inwestorzy dywersyfikują ryzyko prowadzonej działalności i zapewniają sobie przychody z wielu niezwiązanych ze sobą branż. Jest to szczególnie ważne w dobie kryzysów gospodarczych oraz sezonowości sprzedaży, gdyż w ten sposób jednostki mają stały dostęp do gotówki i są w stanie na bieżąco regulować swoje zobowiązania wobec kontrahentów.

Wejście na nowe rynki nie zawsze jest proste, niekiedy w danej branży funkcjonuje duża konkurencja, bądź wejście na rynek uniemożliwiają bariery. Według Portera ich przyczyna leży bezpośrednio w³⁷:

- efektach wielkiej skali produkcji,
- zróżnicowaniu produktów,
- konieczności poniesienia znacznych kapitałów na inwestycje,
- dostępnych kanałach dystrybucji,
- przewadze kosztowej, na którą składa się dostęp do bazy surowcowej, dogodna lokalizacja, wiedza i doświadczenie,
- polityce państwa, czyli obowiązku posiadania zezwolenia lub koncesji.

W takim wypadku najlepszą z możliwości jest połączenie się z jednostką już funkcjonującą na danym obszarze lub znalezienie chętnego, który wspólnie zechciałby wejść na nowy rynek. Zmiana profilu działalności, czy też jej rozszerzenie niesie za sobą również konieczność zdobycia nowych umiejętności i kompetencji, a najszybszym rozwiązaniem, dzięki któremu można by je uzyskać jest pozyskanie ich w procesie nabycia. W ten właśnie sposób podmioty są w stanie otrzymać wykwalifikowane kadry pracownicze, znające się na danym segmencie rynku i procesach istniejących na nim.

³⁷ Porter M. E., *Competitive Strategy: Techniques for Analyzing Industries and Competitors*, The Free Press, New York 1998, s. 7 – 13.

Motywy oparte na kwestiach finansowych, podatkowych i rachunkowych

Łączenie przedsiębiorstw zakłada dążenie jednostek do osiągania wyższych wyników finansowych. Po pierwsze, organizacje po połączeniu mogą dysponować większymi wolnymi funduszami, które mogą przeznaczać na nowe inwestycje, zapewniając sobie swój własny rozwój. Posiadane nadwyżki mogą być również rozdysponowywane pomiędzy inwestorów spółek w postaci wypłaty dywidendy. Podmioty charakteryzujące się wyższą płynnością finansową, dysponują szerszymi możliwościami pozyskiwania kapitałów obcych, stając się bardziej wiarygodni wobec kredytodawców. Dodatkowo poprzez połączenia, przedsiębiorstwa są w stanie dywersyfikować swoją działalność na różne obszary gospodarki, zapewniając niezależne od siebie źródła przychodów, prowadzące do minimalizowania ryzyka oraz maksymalizowania zdolności terminowego regulowania zobowiązań wobec kontrahentów.

Po drugie, nabycia jednostek mogą wiązać się z korzyściami podatkowymi³⁸. W sytuacji, gdy na rynku występują jednostki o dwóch odmiennych sytuacjach finansowych, podmiot posiadający zyski, przejmując jednostkę, która osiągnęła stratę, może wykorzystać negatywną sytuację spółki przejmowanej. Jeżeli dojdzie do połączenia dwóch podmiotów o odmiennej sytuacji finansowej, nowa jednostka może zmniejszyć poziomu zysku, obniżając podstawę do opodatkowania i tym samym zapłacić mniejszy podatek dochodowy.

Przejęcia spółek, które są notowane na giełdzie związane są także z ich wyceną rynkową. W przypadku, gdy na rynku występuje duża zmienność bądź zachodzą na nim inne niekorzystne okoliczności, wartość niektórych spółek może być niedoszacowana. Pozycja potencjalnego nabywcy danej spółki, znajdującej się w krytycznym położeniu, jest korzystna, gdyż można zakładać, że realnie podmiot przejmowany charakteryzuje się wyższą wartością niż jego obecna wartość wyznaczona przez rynek. Z drugiej strony w wyniku połączenia się przedsiębiorstw, inwestorzy widząc zwiększające się rozmiary spółki po przejęciu, mogą korzystnie ocenić daną transakcję, doprowadzając ceny jej akcji do wzrostu. Aspektem, który może motywować nabywcę do przejęcia innego podmiotu, może być również posiadanie przez niego poufnych danych o potencjalnej spółce, którą planuje przejąć. Nabywca mając dostęp do publicznie niedostępnych informacji, gwarantujących wyższą wartość spółki, niż jej obecna wartość giełdowa, zdobywa możliwość dokonania zyskowej inwestycji i to bez ponoszenia zbędnego ryzyka.

³⁸ Butrym K., Odlanicka-Poczobutt M., *Motywy sprzedawców i nabywców w transakcjach fuzji i przejęć*. W: Pyki J. (red.), *Nowoczesność przemysłu i usług*, Ośrodek Postępu Organizacyjnego przy Zarządzie Oddziału Towarzystwa Naukowego Organizacji i Kierownictwa, Katowice 2002, s. 120.

Motywy odnoszące się do zarządzania jednostką i kadry kierowniczej

Procesy fuzji i przejęć zależą od wielu czynników. Kluczowe znaczenie można przypisać kadrze zarządzającej przedsiębiorstwem. Właśnie ona podejmuje decyzje o dokonywaniu zmian w strukturze jednostki oraz jest odpowiedzialna za tworzenie planów inwestycyjnych. Pomyślność funkcjonowania firmy jest zależna od sposobu i jakości zarządzania nią. Menadżerowie dobrze radzący sobie z koordynacją działań zarządczych, zapewniają spółce osiągnięcie korzyści finansowych, które są utożsamiane z ich własnym sukcesem. Powszechnie powodzenie działalności przedsiębiorstwa ma przełożenie na poziom wynagrodzeń menadżerów³⁹. Generując dodatnie przepływy pieniężne, a także realizując postawione im cele mogą oczekiwać wzrostu pensji oraz premii.

Wzrost wielkości podmiotów nieodłącznie wiąże się ze wzrostem ich pozycji na rynku, a co za tym idzie prestiżu dla kadry zarządzającej. Gdy firma staje się większa, jej przywódcy ponoszą odpowiedzialność za szerszy obszar jej działalności. Kierują liczniejszym gronem podwładnych, ale również stają się rozpoznawalni opinii publicznej, m.in. występując w mediach w roli ekspertów. Łączenie się przedsiębiorstw, może także zapewnić menadżerom wyższe budżety na realizację projektów, dzięki którym będą w stanie wzmocnić nie tylko pozycję firmy na rynku, ale również swoją jako pracownika.

2.2. Motywy sprzedawcy

Mając na celu poznanie i zrozumienie transakcji fuzji i przejęć poza motywami nabywców, należy również przyjrzeć się czynnikom łączenia się przedsiębiorstw po stronie sprzedawców. Podaż aktywów do przejęcia jest tworzona przez przedsiębiorstwa przejmowane, co jest warunkiem niezbędnym do zaistnienia omawianych transakcji. Wśród motywów sprzedawcy można wskazać niemal te same aspekty jakie występują u nabywcy, a są nimi:

- motywy finansowe,
- motywy strategiczne,
- motywy administracyjne,
- motywy menadżerskie⁴⁰.

³⁹ Jensen M. C., *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers*, Vol. 76, No. 2, Papers and Proceedings of the Ninety-Eighth Annual Meeting of the American Economic Association, The American Economic Review, May 1986, s. 323.

⁴⁰ Ambukita E., *Fuzje i przejęcia jako strategia rozwoju przedsiębiorstwa – aspekty teoretyczne*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego Nr 804, Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia Nr 67, pod red. D. Zarzecki, Szczecin 2014, s. 719.

Do finansowych motywów po stronie sprzedających należy przede wszystkim zaliczyć konieczność sprzedaży aktywów generujących ujemny wynik finansowy jednostki. Prowadzi to do poszukiwania przez nią zasobów mogących pokryć poniesioną stratę i uniknąć w przyszłości likwidacji całej działalności spółki. Powodem, dla którego podmioty decydują się na sprzedaż swojego majątku, jest również brak realizacji wyznaczonych celów lub posiadanie znacznego zadłużenia wobec wierzycieli. Dzięki uzyskaniu środków pieniężnych w wyniku sprzedaży aktywów, przedsiębiorstwo jest w stanie poprawić poziom wskaźników płynności finansowej. Wśród motywów z tej grupy można przytoczyć także wyjście z wcześniej dokonanej inwestycji w momencie osiągnięcia zakładanych celów oraz uzyskanie zysków w wyniku wzrostu wartości akcji na rynku giełdowym.

Dezinwestycje oznaczające wyzbycie się podmiotu, kojarzone są dość powszechnie z pewnego rodzaju niepowodzeniem w prowadzeniu działalności⁴¹. Niekiedy jednak dokonywane są jako dobrze zorganizowany proces mający na celu osiągnięcie pozytywnych korzyści, stając się tym samym jedną ze składowych restrukturyzacji danego przedsiębiorstwa. Jednostki sprzedając część swoich aktywów, dążą do uzyskania pierwotnie zakładanej efektywności. Powrót do przeszłości, do pierwotnego początku, może doprowadzić do nowego otwarcia firmy i skupieniu się przez nią na dobrze opracowanych i sprawdzonych już wcześniej modelach biznesowych prowadzonej działalności. Z drugiej strony, dzięki sprzedaży jednostki mocniejszemu partnerowi z branży spółka dostaje możliwość dalszego rozwoju w ramach nowej organizacji, ale przede wszystkim wzmacnia swoją pozycję wśród konkurencji, dzięki czemu sama staje się silniejsza wobec innych podmiotów występujących na rynku.

Motywy administracyjne po stronie sprzedawcy nie zależą bezpośrednio od niego. Są one narzucane przez organy administracji państwowej takie jak urzędy antymonopolowe czy władzę sądowniczą. W wyniku decyzji bądź wyroków wydawanych przez nie, podmioty mogą, m.in. zostać zobligowane do sprzedaży posiadanego przez siebie majątku lub też narzucony może zostać im nakaz podziału własnego przedsiębiorstwa.

Podobnie jak wśród motywów nabywców, tak i u sprzedawców można wyróżnić motywy menadżerskie. Należy do nich zaliczyć przede wszystkim zamiar osiągnięcia niezależności rynkowej nowo powstałego podmiotu. Poprzez przejęcie jednostki lub wydzielenie spółki zależnej z oddziału bądź zakładu, kierownictwo jest w stanie tworzyć nowe stanowiska

⁴¹ Puzio E., *Uwarunkowania fuzji i przejęć przedsiębiorstw*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Nr 2 Współczesne Problemy Ekonomiczne. Globalizacja. Liberalizacja. Etyka Nr 18, Szczecin 2018, s. 82.

menadżerskie, zaś nowa jednostka jest w znacznym stopniu bardziej samodzielna niż poprzedni zakład bądź oddział⁴².

2.3. Oczekiwane efekty dla przejmującego po połączeniu

Transakcje fuzji i przejęć są uznawane za jeden z podstawowych sposobów mających na celu wzrost i rozwój organizacji funkcjonujących na rynku. Przedsięwzięcia te są w stanie generować dla biorących w nich udział spółkach znaczne dodatkowe wartości majątkowe oraz kapitałowe. Jednak należy podkreślić, że dzieje się tak pod warunkiem dobrego zaplanowania i koordynacji całości procesu łączenia się ich na wszystkich etapach. Jeżeli przebieg akwizycji odbywać się będzie poza z góry opracowanym modelem, może doprowadzić on do utraty wartości przedsiębiorstwa⁴³. Motywów zawierania transakcji fuzji i przejęć jest wiele i zostały one zaprezentowane we wcześniejszej części pracy. Wszystkie opisane czynniki można połączyć w jeden kluczowy motyw fuzji i przejęć, pozwalający w przyszłości wyjaśnić poniesione nakłady na dokonanie akwizycji. Motywem tym jest oczekiwany i konieczny do wystąpienia efekt synergii⁴⁴. Polega on na osiągnięciu przez nową, utworzoną jednostkę wyższego poziomu wartości od sumy poszczególnych części składających się na nią⁴⁵. Zjawisko to można opisać za pomocą wzoru:

$$V_{AB} = v_A + v_B + S,$$

Gdzie:

V_{AB} – oczekiwana wartość podmiotów po ich integracji,

v_A – wyceniona bądź rynkowa wartość podmiotu nabywającego,

v_B – wyceniona bądź rynkowa wartość podmiotu nabywanego,

S – wartość oszacowanego efektu synergii.

Dodatkowo dla lepszego zobrazowania tego procesu czasami wykorzystuje się także równanie: $2 + 2 = 5$ ⁴⁶. Scharakteryzowany w ten sposób efekt synergii, pod warunkiem

⁴² Frąckowiak W. (red.), *Fuzje...*, s. 47.

⁴³ Marcinkowska M., *Kształtowanie wartości firmy*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2000, s. 169.

⁴⁴ Szczepankowski P., *Wycena i zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007, s. 305.

⁴⁵ Hodgkinson, L., Partington G H., *The Motivation for Takeovers in the UK*, Journal of Business Finance and Accounting, 2008, Vol. 35, s. 102.

⁴⁶ Wróbel P., *Efekt synergiczny w fuzjach i przejęciach*, Prace i Materiały Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego nr 3, Gdańsk 2004, s. 30.

skutecznego zaplanowania i organizacji całego procesu, prowadzi do zwiększenia wartości nowo powstałej jednostki.

Definiując efekt synergii można wyróżnić jej dwa typy. Są nimi synergia operacyjna oraz synergia finansowa. Pierwsza z nich odnosi się bezpośrednio do wzrostu efektywności i optymalizacji kosztów, poprzez korzyści płynące ze zwiększenia skali oraz rozszerzenia obszaru wpływów organizacji. Natomiast drugi typ ma na uwadze zwiększenie zyskowności spółki na skutek redukcji kosztów kapitału⁴⁷.

Efekt synergii operacyjnej może być wyrażony poprzez korzyści skali, mające swoje odzwierciedlenie w zwiększaniu produkcji oraz redukcji jednostkowych kosztów wytwórczych. Poprzez łączenie się podmiotów, nowa spółka staje się też większą jednostką, a tym samym jej pozycja na rynku ulega wzmocnieniu. Dzięki większemu udziałowi w branży spółka może prowadzić bardziej ofensywną politykę cenową, a także posiada większą siłę przebicia wobec swoich dostawców. Przykładami odnoszącymi się do osiągnięcia efektu synergii operacyjnej przez podmiot przejmujący mogą być również⁴⁸:

- korzyści wynikające z komplementarności zasobów materialnych i ludzkich przedsiębiorstwa,
- optymalizacja kosztów transakcyjnych poprzez zwiększenie efektywności zarządzania, dzięki zdobyciu wysoko wykwalifikowanej kadry kierowniczej,
- minimalizowanie ryzyka na skutek dywersyfikacji produkcji opartej na różnorodnej ofercie asortymentowej,
- zabezpieczenie źródeł dostaw i kanałów dystrybucji przy jednoczesnym pozbawieniu niezintegrowanych konkurentów dostępu do systemu dystrybucji bądź źródeł zaopatrzenia.

Wybrane elementy efektów synergicznych mogą być osiągane w różnym czasie. W krótkim okresie można zaobserwować uzyskanie przez przedsiębiorstwo efektów synergii finansowej. Pośród jej przykładów należy wskazać⁴⁹:

- redukcję kosztów finansowych,
- kontrolę przepływów pieniężnych,

⁴⁷ Kozłowska-Makós D., *Efekt synergii w procesach łączenia się kapitału (wybrane problemy)*, Zarządzanie Finansami i Rachunkowość Nr 3 (2), Szkoła Główna Gospodarstwa Wiejskiego w Warszawie, Warszawa 2015, s. 23 – 24.

⁴⁸ Czerny J., *Kształtowanie wartości przedsiębiorstwa w wypadku fuzji lub przejęcia*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego Nr 668, Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia Nr 41, Szczecin 2011, s. 62.

⁴⁹ Strategor, *Zarządzanie firm.: strategie, struktury, decyzje, tożsamość*, PWE, Warszawa 1997, s. 223.

- wzrost osiąganych dochodów w wyniku pozyskania nowych środków pieniężnych na dokonywanie inwestycji,
- redukcję ryzyka finansowego.

Wystąpienie opisanych efektów synergicznych uzależnione jest przede wszystkim od rodzaju, którym charakteryzować się będą poszczególne transakcje przeprowadzanych fuzji i przejęć. Największym potencjałem wyróżniają się konsolidacje o charakterze poziomym, a także koncentrycznym⁵⁰. Polegają one na połączeniach spółek prowadzących swoją działalność w obrębie różnych branż, lecz posiadających swego rodzaju powiązania, którymi mogą być m.in. taka sama sieć odbiorców czy korzystanie z tożsamej technologii. Większość z zaprezentowanych korzyści jest trudna do uzyskania i odbiega od zakładanych przez nabywców założeń opracowywanych we wstępnej fazie planowania procesu akwizycji⁵¹. Osoby zarządzające, odpowiedzialne za ustalanie wartości dodanej otrzymywanej w wyniku przejęcia, kierując się poszczególnymi motywami, powinny precyzyjnie określić oraz możliwie dokładnie zweryfikować potencjalne korzyści, które zostałyby wypracowane w poszczególnych etapach łączenia się kierowanych przez nich spółek. Z punktu widzenia przyszłych korzyści, takich jak wzrost efektywności czy też zwiększenie zysków, istotnym wydaje się dokonanie podziału pomiędzy realne motywy, wpływające na uzyskanie wartości dodanej oraz motywy, których udział w kształtowaniu efektu synergii jest mało prawdopodobny.

⁵⁰ Wróbel P., *Efekt synergiczny...*, s. 32.

⁵¹ Frąckowiak W. (red.), *Fuzje...*, s. 48.

Rozdział 3. Sposoby analizy i wyceny wykorzystywane w fuzjach i przejęciach

Przedsiębiorstwa kierując się wcześniej określonymi motywami oraz dążąc do osiągnięcia konkretnych, z góry założonych celów, muszą zdecydować i dokonać odpowiedniego wyboru spośród wielu potencjalnych kandydatów do przejęcia. Poszczególne etapy procesu poszukiwania i zatwierdzania jednostek, które odpowiadają kryteriom nabywcy są zadaniami wymagającymi znacznych nakładów czasowych jak i finansowych. Wśród kryteriów wyboru można wyróżnić dwa podstawowe, a są nimi kryteria nadrzędne, będące fundamentem, na bazie którego nabywca podejmuje decyzję oraz kryteria cząstkowe stanowiące o czynnikach ograniczających poszczególne aspekty całego procesu przejęcia.

3.1. Analiza strategiczna przedsiębiorstwa w procesach fuzji i przejęć

Poszukiwanie podmiotów, które mogą stać się potencjalnymi kandydatami do przejęcia jest procesem złożonym. Przedsiębiorstwo nabywające, kierując się kryterium nadrzędnym wspomnianym już w poprzedniej części pracy, dąży poprzez przejęcie do osiągnięcia wzrostu jego wartości na rynku, a także wystąpienia w jego obrębie efektu synergii zarówno operacyjnej jak i finansowej. Podchodząc do procesu przejęcia innej jednostki, należy mieć na uwadze również kryteria cząstkowe, wśród których można wskazać:

- wielkość prowadzonego przedsiębiorstwa,
 - udział rynkowy,
 - otoczenie konkurencyjne,
 - wielkość sprzedaży,
 - dostępność siły roboczej,
 - potencjalni oraz rzeczywisci dostawcy i odbiorcy;
- oferowany asortyment towarów i wyrobów gotowych,
 - rynki zbytu,
 - stan techniczny paru maszynowego oraz jego zaawansowanie technologiczne,
 - miejsce wytwarzania na tle obsługiwanego rynku,
 - konkurencyjność wobec produktów i podmiotów substytucyjnych oraz alternatywnych;
- sytuację finansową i zarządzanie jednostką,
 - udział kapitałów obcych w finansowaniu majątku,
 - ryzyko finansowe,

- cele organizacji,
- jakość polityki zarządzania i kadry managerskiej,
- kształtowanie polityki dywidendowej, ceny akcji czy też zysku na akcje;
- poziom sprawności funkcjonowania podmiotu,
 - koszty, ich struktura i wielkość,
 - rentowność sprzedaży, kapitału własnego,
 - cykl rotacji należności i zobowiązań,
 - ryzyko operacyjne;
- sposób sfinansowania przejęcia,
 - gotówka, udziały, akcje, mieszana forma opłacenia nabycia,
 - regulacje prawne i antymonopolowe wpływające na płatność,
 - oczekiwania inwestorów jednostki przejmującej i przejmowanej.

Mając na uwadze powyższe czynniki można dokonać wstępnego wyboru potencjalnych kandydatów do przejęcia. Jednak czynniki cząstkowe, które służą przede wszystkim ustaleniu punktów granicznych, nie mogą stanowić fundamentu decyzji ostatecznej. Mogą natomiast stać się postawą do opracowania listy potencjalnych kandydatów do dalszej weryfikacji. Przechodząc do właściwej analizy, uwzględniając kryterium nadrzędne, którym jest wzrost wartości rynkowej przedsiębiorstwa, można wyróżnić cztery obszary decyzyjne:

- analizę strategiczną, która ma za zadanie scharakteryzować możliwie jak najdokładniej kandydata, skupiając się na aspekcie wzmocnienia słabych stron obu podmiotów oraz ograniczeniu czy też wyeliminowaniu słabych punktów,
- analizę możliwości kandydata do przynoszenia możliwie wysokich dochodów,
- analizę wpływu nabycia na kształtowanie się wielkości zysku na jedną akcję,
- analizę kadry zarządzającej nabywanej jednostki⁵².

Analiza strategiczna ma na celu pogłębienie wiedzy dotyczącej podmiotów wybranych w oparciu o czynniki cząstkowe. Jednak aby wzmocnić jej efektywność podmiot przejmujący powinien najpierw dokonać samooceny własnej działalności, przyjrzeć się zarówno oferowanym przez siebie produktom bądź usługom, sytuacji w najbliższym otoczeniu, ale także powinien przeanalizować dogłębnie własną sytuację finansową. Przedsiębiorstwo nabywające mając wiedzę o własnej sytuacji jest w stanie świadomie dokonać oceny poszczególnych kandydatów do nabycia. Wykorzystując szeroki zestaw dostępnych technik analizy jest w stanie swoim badaniem objąć wszystkie elementy funkcjonowania przedsiębiorstwa oraz otoczenia,

⁵² Frąckowiak W. (red.), *Fuzje...*, s. 247.

w którym się znajduje. Jednak pomijając kwestię szczegółowości, wykonane analizy powinny być oparte na zasadzie kompletności oraz ich kształt powinien odzwierciedlać podział na procesy, na które oddziałuje kadra zarządzająca oraz na aspekty niezwiązane z jej działalnością. Kompleksowa oraz uwarunkowana wieloma czynnikami analiza otoczenia ma na celu zlokalizowanie z wyprzedzeniem ewentualnych zagrożeń, ale również potencjalnych szans mających wpływ na osiągnięcie postawionych przez przedsiębiorstwo celów⁵³. Nieustanna i wnikliwa analiza otoczenia pozwala podmiotom świadomie i racjonalnie planować swoje działania, zwiększa ich elastyczność w podejmowanych decyzjach oraz umożliwia rozwiązywanie prawdopodobnych problemów zanim będą mieć miejsce w rzeczywistości. Otoczenie przedsiębiorstwa powszechnie dzieli się na makrootoczenie oraz otoczenie konkurencyjne. Z uwagi na burzliwość analizowanego otoczenia jego scharakteryzowanie powinno opierać się na takich cechach jak: złożoność, szybkość zmian zachodzących na nim, trudności w ich przewidywaniu oraz związane z nimi ryzyko⁵⁴. Makrootoczenie można zdefiniować jako zbiór określonych ze względu na lokalizację warunków, które kształtują funkcjonowanie przedsiębiorstwa. Można wyróżnić osiem segmentów, z których składa się makrootoczenie, a są nimi segmenty:

- ekonomiczny,
 - stopa wzrostu ekonomicznego,
 - bilans handlowy oraz płatniczy,
 - wysokość stóp procentowych,
 - wahania kursów walut,
 - stopa inflacji,
 - zatrudnienie,
 - bezrobocie;
- prawny,
 - stan prawa pracy,
 - regulacje prawne z zakresu wspomagania rozwoju przedsiębiorczości,
 - ulgi i zwolnienia podatkowe,
 - prawo celne;
- polityczny,
 - układ sił politycznych,
 - trendy w polityce;

⁵³ Gierszewska G., Romanowska M., *Analiza strategiczna przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2003, s. 34.

⁵⁴ Penc-Pietrzak I., *Analiza strategiczna w zarządzaniu firmą: koncepcja i stosowanie*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2003, s. 14.

- technologiczny,
 - rozwój technologii internetowych,
 - modernizacja przemysłu,
 - innowacyjne produkty;
- społeczny,
 - kreowanie zdrowego trybu życia,
 - rola tradycji, kultury i religii;
- demograficzny,
 - wielkość światowej populacji,
 - struktura społeczeństwa według wieku, płci,
 - miejsce zamieszkania,
 - wykształcenie ludności;
- międzynarodowy,
 - konkurencja między państwami,
 - uczestnictwo państw w organizacjach międzynarodowych;
- naturalny,
 - wzrost świadomości ekologicznej ludności,
 - gospodarowanie surowcami wtórnymi,
 - wykorzystanie odnawialnych źródeł energii⁵⁵.

Cechą wspólną wszystkich wymienionych czynników jest ich silny wpływ na jednostkę oraz brak możliwości ich bezpośredniej modyfikacji przez dany podmiot. Należy jednak pamiętać, że błędem byłoby poddawanie analizie poszczególnych segmentów makrootoczenia. Wszystkie spośród wymienionych powyżej, oddziałują na siebie wzajemnie i przenikają się między sobą, tworząc tym samym jedną i zwartą całość⁵⁶.

W teorii literatury oraz w praktyce występują dwie podstawowe metody analizy makrootoczenia. Pierwszą z nich jest koncepcja wielorakich możliwości zwana także bezscenariuszową. Oparta jest ona na jednej wersji strategii rozwoju a jej trafność zależy przede wszystkim od prawidłowego zidentyfikowania szans i zagrożeń występujących w otoczeniu. Natomiast drugą jest koncepcja scenariuszowa polegająca na skonstruowaniu wielu różnych scenariuszy, prezentujących stan przedsiębiorstwa wraz z jego otoczeniem w przyszłości. W oparciu o te dwie koncepcje stosuje się wiele typów metod ogólnych pozwalających na

⁵⁵ Kozioł K., *Analiza strategiczna przedsiębiorstwa na poziomie makrootoczenia*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania nr 17, 2010, s. 79 – 82.

⁵⁶ Cieślak M. (red.), *Prognozowanie gospodarcze Metody i Zastosowania*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2008, s. 266 – 267.

wykonanie analiz, a są nimi: prognozowanie za pomocą modeli ekonometrycznych, analiza trendów, opinie ekspertów, metody inwentyczne oraz różne metody szczegółowe: scenariusze symulacyjne, scenariusze procesów w otoczeniu czy analiza luki strategicznej⁵⁷.

W przeciwieństwie do makrootoczenia, otoczenie konkurencyjne można zdefiniować jako mikrootoczenie, na które przedsiębiorstwo ma realny wpływ i jest w stanie je kształtować. W zależności od pozycji danego podmiotu na rynku, jego konkurencyjności wobec innych uczestników, może w różnym stopniu reagować na zmiany zachodzące w jego najbliższym otoczeniu. Mikrootoczenie poprzez swoją charakterystykę, na którą składają się m.in.: klienci, dostawcy, konkurenci istniejący i potencjalni czy też technologie wytwórcze wykorzystywane w jednostce, jest prostsze do obserwowania oraz wymaga mniejszych nakładów na dokonywanie prognoz przyszłych, potencjalnych zdarzeń mogącym zajść w jego obrębie⁵⁸.

Wybór potencjalnego kandydata do przejęcia jest wynikiem pozytywnej oceny jednego spośród całej grupy wstępnie analizowanych podmiotów. Przyglądając się bliżej potencjałowi rozwojowemu jednostki, sposobie kierowania nią przez kadre menadżerską, polityki zarządzania, struktury organizacji oraz sytuacji na rynku, na którym funkcjonuje, można wskazać jednostkę do nabycia jaka w pełni odpowiadałaby planom rozwojowym podmiotu przejmującego. Wszystkie spośród analizowanych przedsiębiorstw powinny być poddawane tej samej weryfikacji, w związku z tym należałoby przyjąć pewne wystandaryzowane procesy, które przy zastosowaniu wieloetapowych procedur zapewniły by przejrzystość na każdym z przeprowadzanych z etapów badania.

Posiadając już wstępną listę potencjalnych kandydatów do nabycia można przystąpić do badania *due diligence*. Proces ten jest wnikliwą i szczegółową analizą i na jego podstawie przedsiębiorstwa dokonują rzeczywistej oceny potencjału oraz wyceny nabywanej organizacji. *Due diligence* jest ważnym procesem pozwalającym przedsiębiorcom ocenić potencjalny przedmiot nabycia w oparciu o interesujące go aspekty⁵⁹. Termin ten pochodzi z języka angielskiego i oznacza „z należytą starannością” czy też „dokładne dochodzenie”. Ogólnie przyjmuje się, że pojęcie „należytej staranności” odnosi się do terminologii związanej z odpowiedzialnością cywilną⁶⁰.

⁵⁷ Gierszewska G., Romanowska M., *Analiza ...*, s. 48 – 49.

⁵⁸ Zastempowski M., Głabiszewski W., Liczmańska-Kopcewicz K., *Mikrootoczenie polskich MŚP a ich aktywność innowacyjna*, Zeszyty Naukowe Politechniki Śląskiej, Seria: Organizacja i Zarządzanie, Wydawnictwo Politechniki Śląskiej w Gliwicach, 2018, s. 326.

⁵⁹ Hitt M. A., Ireland R. D., Hoskisson R.E., *Strategic Management Competitiveness and Globalization: Concepts and Cases*, 8th Edition, South-Western Cengage Learning, Cincinnati, OH 2009, s. 192.

⁶⁰ Bielawska A. (red.), *Nowoczesne zarządzanie finansami przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2009, s. 277 – 278.

Zastosowanie procesu *due diligence* wynika bezpośrednio z poziomu złożoności transakcji jakimi są fuzje i przejęcia. Kadry menadżerskie przedsiębiorstw rozważających konsolidację powinny mieć na uwadze, iż przystępując do jej realizacji powinni się wcześniej do niej odpowiednio przygotować. Nabycia przedsiębiorstw mają wpływ na wiele poziomów funkcjonowania jednostek i rozważając je w charakterze potencjału rozwojowego przedsiębiorstwa oraz wzrostu jego wartości rynkowej są formami dość złożonymi.

Tabela 3.1. Podstawowe różnice pomiędzy audytem a *due diligence*

Czynnik	Audyt	<i>Due diligence</i>
Cel badania	• obowiązek wynikający z ustawy⁶¹ • weryfikacja potencjalnego ryzyka i próba jego wyeliminowania • zapewnienie wiarygodności podmiotu wobec inwestorów • badanie i ocena zgodności danych zaprezentowanych w sprawozdaniu ze stanem rzeczywistym	• ocena formalnoprawna i finansowo-ekonomiczna potencjalnego kandydata do przejęcia • zaprezentowanie słabych i mocnych aspektów funkcjonowania podmiotu • podstawa do wyceny spółki • punkt odniesienia do ewentualnych negocjacji zakupu
Zakres	• przeszłość • zdefiniowany i narzucony przez ustawodawcę • zrealizowany zgodnie z krajowymi standardami rachunkowości KSR, MSR/MSSF lub GAAP	• przeszłość i przyszłość • zależny od woli i potrzeb podmiotu nabywającego lub sprzedającego • elastyczny w swojej formule, brak ustandaryzowania poszczególnych elementów procesu
Podmiot wykonujący	• podmiot widniejący na liście jednostek mogących wykonywać badanie sprawozdań finansowych⁶²	• podmiot niezdefiniowany przepisami prawa • zespół specjalistów z zakresu fuzji i przejęć, finansów, prawa, zasobów ludzkich
Forma	• opinia audytora z badania sprawozdania finansowego	• elastyczna forma dostosowana do potrzeb klienta
Koszty	• ze względu na stałość procesu, cykliczność i ustandaryzowanie procesu koszty ponoszone przez podmiot są również w pewnym zakresie ustandaryzowane	• wynikają z potrzeb i rodzaju uszczegóławiania zbieranych danych • każda z badanych jednostek wymaga indywidualnego podejścia, stąd koszty takiego procesu mogą być wysokie
Dostępność danych	• cechuje się nieograniczonym dostępem do danych	• informacje o podmiocie mogą być niedostępne lub trudne do uzyskania

Zródło: Opracowanie własne na podstawie Kornacka I., *Due diligence to nie audyt*, Grant Thornton, <https://grantthornton.pl> (dostęp: 07.05.2021 r.).

⁶¹ Art. 64. Ustawy z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości (Dz. U. z 2021 r. poz. 217).

⁶² Art. 46 Ustawy z dnia 11 maja 2017 r. o biegłych rewidentach, firmach audytorskich oraz nadzorze publicznym (. Dz. U. z 2020 r. poz. 1415).

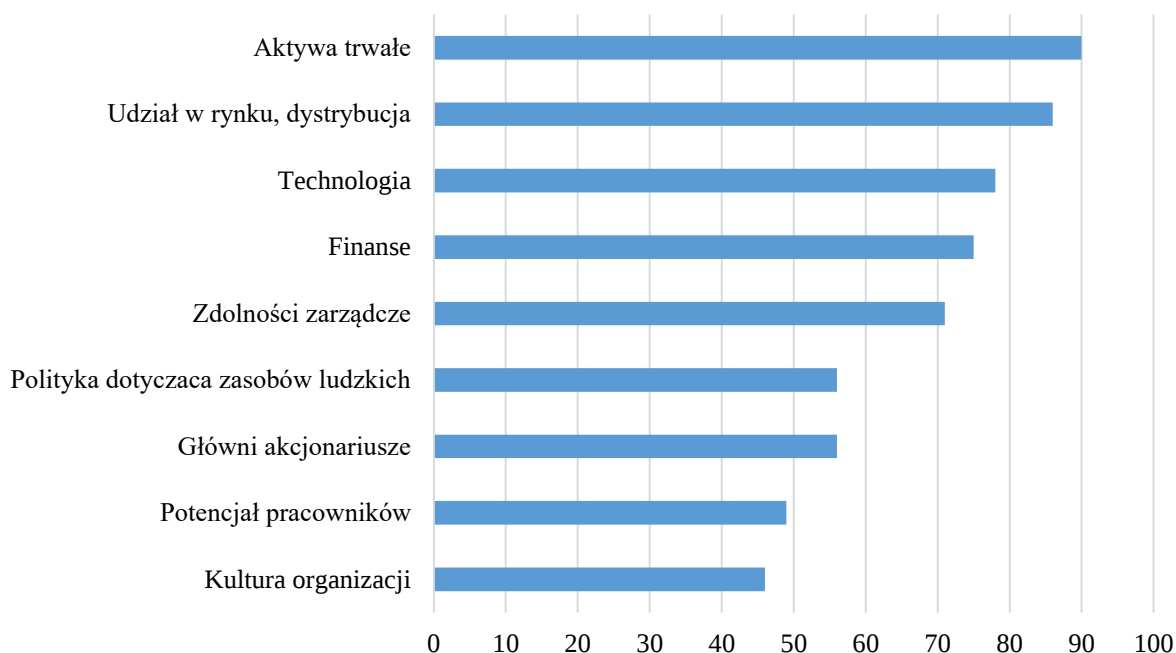
Due diligence jest rodzajem badania, analizy przedsiębiorstwa i termin ten nie powinien być utożsamiany z audytem, gdyż opiera się na danych historycznych i nie jest procesem analitycznym skupionym na krótkim okresie, jak ma to miejsce w przypadku audytu rocznych sprawozdań finansowych spółek. Uszczegóławiając, proces ten oddaje obraz przeszłości wraz z pogłębioną oceną potencjalnego ryzyka, które występując w przyszłości po ewentualnym przejęciu badanego podmiotu, mogłoby skutkować powstaniem strat, utraty pozycji rynkowej i przewag konkurencyjnych czy nawet upadku całego przedsiębiorstwa.

Całe badanie *due diligence* nie jest ściśle ustandaryzowane oraz jego przeprowadzenie nie wynika z przepisów prawa, jak dzieje się na przykład w przypadku audytu sprawozdań finansowych spółek, którego przeprowadzenie wynika bezpośrednio z aktów normatywnych. Cele procesu wynikają przede wszystkim z zapotrzebowania i charakteru działalności jednostki zlecającej przeprowadzenie badania. Zaprezentowanie sytuacji nabywanego przedsiębiorstwa w szerokiej perspektywie, omawiając sytuację finansową, prawną, organizacyjną pozwala na przyjrzenie się samej jednostce, ale także zidentyfikować prawdopodobne ryzyka, które wiązałyby się z danym przejęciem. Właśnie ryzyko jest nieodłącznym elementem rozwoju przedsiębiorstw, z którym muszą nieustannie się mierzyć. Badanie *due diligence* daje możliwość oceny ryzyka inwestycyjnego oraz pozwala na określenie możliwych do osiągnięcia efektów synergicznych⁶³. Rozwój jednostek niesie ze sobą możliwość poniesienia straty finansowej, jak również ryzyko niezrealizowania zakładanych planów inwestycyjnych poprzez dokonanie przejęcia. Wzrost przedsiębiorstw to także ryzyko marketingowe związane z potencjalnie wyższym udziałem rynkowym, a co wiązać by się mogło z mniejszymi nakładami na aspekty związane z reklamą i rozpoznawalnością danej marki. Czynnikiem, który idzie w parze z rozwojem przedsiębiorstwa jest też jego sytuacja finansowa, gdyż nabycie czy też fuzja nie dają gwarancji osiągania lepszych wyników finansowych. Innym aspektem, z którym można utożsamiać sytuację podmiotów planujących przejęcia, jest czynnik ludzki. Zmiany w strukturach organizacyjnych przedsiębiorstw, ich łączenie się, wymuszają również zaburzenie dotychczasowych zespołów funkcjonujących w organizacjach. Zwolnienia czy też przesunięcia pracowników między poszczególnymi komórkami przedsiębiorstw mogą obniżać morale załogi czy nawet spowodować rozpad całych zespołów. Dobrze i rzetelnie przeprowadzona analiza *due diligence* obejmuje wszystkie segmenty składowe przedsiębiorstwa, na których możliwe jest zajście zarówno korzystnych jak i negatywnych

⁶³ Piątek E., Dziedzic-Jagocka I., *Due diligence – źródła danych do analizy*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Nr 855 Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia Nr 74, 2015, s. 654.

zmian w wyniku przejęcia. Poniższy wykres prezentuje najczęściej pozyskiwane informacji przy użyciu badania *due diligence*.

Wykres 3.1. Odsetek firm pozyskujących określony typ informacji



Źródło: Caipin T.J., Herndon M., *The Complete Guide to Mergers and Acquisitions*, Jossey-Bass Publishers, San Francisco 2000, CA, s. 23, w: Oziębło M., *Finansowa analiza due diligence w transakcjach fuzji i przejęć przedsiębiorstw*, Przedsiębiorczość i Zarządzanie, Tom XV, Zeszyt 6, Część II Funkcjonowanie podmiotów na rynkach finansowych w warunkach zmian i niestabilności, Wydawnictwo SAN, 2014, s. 118.

Analiza *due diligence* jest przeprowadzana na życzenie podmiotu przejmującego i jej szczegółowy zakres jest ustalany i dostosowywany indywidualnie do potrzeb jednostki zamawiającej daną analizę. Badanie to może zawierać zarówno prezentację aspektów formalnoprawnych jak i informacje dotyczące sytuacji finansowej oraz ekonomicznej, w jakiej znajduje się potencjalny, badany podmiot.

Na analizę sytuacji formalnoprawnej składają się dane obejmujące:

- działalność całej organizacji, co przedstawione zostało w umowie jednostki w przypadku spółki z ograniczoną odpowiedzialności lub statusie jeżeli chodzi o spółkę akcyjną,
- strukturę i politykę organizacyjną poszczególnych obszarów występujących w jednostce gospodarczej, takich jak aspekty prawne, kapitałowe jak również właścicielskie wraz z uwzględnieniem podmiotów zależnych od nich oraz stowarzyszonych,

- udzielonych jednostkom licencji lub koncesji, a także posiadanych przez nią praw patentowych,
- powiązań z innymi podmiotami funkcjonującymi na rynku, podpisanych z nimi umów, kontaktów lub porozumień,
- posiadane nieruchomości oraz środki trwałe,
- strukturę finansowania majątku, a więc kapitałów własnych, a przede wszystkim kapitałów obcych, czyli posiadanego zadłużenia,
- kwestię prowadzonych w przeszłości oraz w bieżącym czasie postępowań administracyjnych, sądowych i windykacyjnych, w których jednostka jest jedną ze stron⁶⁴.

Natomiast analiza sytuacji finansowej i ekonomicznej obejmuje takie obszary jak: prezentację rynku oraz możliwości jego rozwoju, analizę wyników finansowych podmiotu oraz inne aspekty prowadzenia działalności, które mogłyby się wiązać z kondycją finansową jednostki. Ogólnie podejście do całego badania jest zindywidualizowane i każdy z podmiotów je wykonujących jak i zlecających przyjmują własne schematy działań, uzyskiwania informacji oraz danych, na podstawie których w późniejszym czasie będą wyciągać wnioski i wydawać opinię finalizującą całość analizy. Zakres przeprowadzonych działań mających na celu ocenę danego podmiotu do przejęcia, zapewne wśród wielu firm specjalizujących się w przeprowadzaniu takich procesów będzie miał cechy wspólne, ale nie można wykluczyć, że w pewnym stopniu poszczególne organizacje będą wykorzystywały swoje własne indywidulane i dobrze znane modele postępowań. Samo badanie może mieć charakter dogłębnej, kilku miesięcznej analizy, w związku z tym zazwyczaj przeprowadza się najpierw badanie wstępne pozwalające zleceniodawcy zapoznać się z przygotowanymi wnioskami. Ze względu na czas oraz zaangażowanie wielu komórek do przeprowadzenia badania *due diligence*, jest to proces wymagający poniesienia znacznych nakładów finansowych. W związku z tym w momencie, gdy któryś z analizowanych potencjalnych kandydatów do przejęcia, już na etapie wstępnym nie spełniałby planów i strategii przejęcia wytyczonych przed podmiot nabywający, badanie to mogłoby zostać zakończone na tym poziomie, a tym samym pozwoliłoby to uniknąć poniesienia nieuzasadnionych kosztów przez dane przedsiębiorstwo. Zakres tematyczny szczegółowej analizy *due diligence* można podzielić na przedstawione w tabeli 3.2 rodzaje.

⁶⁴ Sobańska-Helman K., Sieradzan P., *Inwestycje private equity/venture capital*, Wydawnictwo Key Text, Warszawa 2013, s. 54.

Tabela 3.2. Rodzaje *due diligence*

<i>Due diligence</i>	Zakres i najważniejsze cele badania
Biznesowe	• ocena funkcjonowania podmiotu i jego możliwości konkurencyjnych, wraz z analizą rynku • ocena działalności całej branży oraz sektora, w których podmiot prowadzi działalność, poszerzona opracowaniem perspektyw jego rozwoju w najbliższej przyszłości
Finansowe	• zweryfikowanie rzetelności danych i wyników finansowych zamieszczonych w raportach rocznych • ocena polityki rachunkowości jednostki • analiza prawdopodobieństwa wzrostu poszczególnych wskaźników finansowych przedsiębiorstwa • wskazanie obszarów charakteryzujących się występowaniem ryzyka, opracowanie działań mających na celu jego ograniczenie, • zaprezentowanie obszarów, które można by poprawić lub usprawnić ich działanie
IT	• ocena systemu informatycznego, wykorzystywanych technologii oraz jego zaawansowania • analiza procedur bezpieczeństwa, ponoszonych kosztów oraz możliwości ewentualnego rozwoju • ocena kadry odpowiedzialnej za ten obszar
Podatkowe	• identyfikacja ryzyka podatkowego oraz poprawności wyliczeń zobowiązań podatkowych • wskazanie struktury podatkowej transakcji
Prawne	• identyfikacja ryzyka prawnego • analiza obsługi prawnej umów, relacji z kontrahentami oraz innymi stronami mającymi wpływ na działalność podmiotu
Środowiskowe	• ocena działalności pod kątem wpływu na środowisko naturalne, mająca na celu zweryfikowanie czy jednostka działa w zgodzie z obowiązującymi przepisami prawa
Technologiczne	• ocena stanu technicznego parku maszynowego podmiotu, analiza możliwości jego rozwoju, ulepszenia bądź modernizacji • analiza potrzeb inwestycyjnych podmiotu oraz słuszności ponoszenia nakładów na poszczególne działania parku maszynowego
Ubezpieczeniowe	• identyfikacja ryzyka ubezpieczeniowego • analiza warunków ubezpieczeń poszczególnych rzeczowych aktywów trwałych • weryfikacja i poszukiwanie potencjalnych obszarów pominiętych pod kątem zabezpieczenia poprzez ubezpieczenie
Zasobów ludzkich	• ocena działań kadry zarządzającej, członków zarządu dotycząca poprawności ich działań mających na celu wzrost wartości przedsiębiorstwa oraz umacnianie jego pozycji wśród konkurentów na otaczającym go rynku • ocena kwalifikacji oraz uprawnień do wykonywanych prac pozostałych członków komórek organizacyjnych jednostki

Źródło: Opracowanie własne na podstawie Panfil M., *Due diligence i wycena spółki w transakcjach fuzji i przejęć* w: Korpus J. (red.), *Fuzje i przejęcia. Kluczowe czynniki sukcesu i przyczyny niepowodzeń transakcji*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2014, s. 143.

3.2. Metody wyceny przedsiębiorstw

Transakcje fuzji i przejęć nieodłącznie wiążą się z wyceną przedsiębiorstw. Analiza opłacalności nabywanego podmiotu stanowi podstawę weryfikowania opłacalności całego procesu. Mówiąc tu o wycenie przedsiębiorstwa, można stwierdzić, że wynika ona z uznania danego podmiotu jako przedmiot wymiany rynkowej. Wartość całego przedsiębiorstwa ma swoje odzwierciedlenie bezpośrednio w procesach w nim zachodzącym, jego rozwoju a także jego pozycji konkurencyjnej na rynku. Biorąc pod uwagę aspekt ekonomiczny podmiotów gospodarczych i cechy kapitału, uważa się, że fundamentalnym celem organizacji w gospodarce rynkowej jest maksymalizowanie ich wartości dzięki osiągnięciu możliwie wysokiego poziomu dochodu⁶⁵.

Wycena przedsiębiorstwa może odnosić się do wielu zakresów i obszarów jednostek, które poprzez swój charakter są zarówno podmiotami gospodarczymi jak i specyficznym przedmiotem obrotu na rynku. Istota wyceny odnosi się tutaj do takich aspektów jak: finanse przedsiębiorstwa, polityka rachunkowości, wycena maszyn, urządzeń czy nieruchomości⁶⁶. W związku ze złożonością procesu wyceny poszczególnych elementów przedsiębiorstwa, osoby zajmujące się tym obszarem w myśl przepisów prawa powinny charakteryzować się stosownym wykształceniem oraz posiadać niezbędną wiedzę z tego właśnie zakresu⁶⁷. Elementy, które rozpatruje się podczas wyceny jednostek można podzielić na dwie grupy. Pierwszą z nich są elementy materialne przedsiębiorstwa prezentowane poprzez aktywa bilansowe natomiast drugą stanowią składniki pozamaterialne, które odnoszą się do posiadanych przez jednostkę środków i czynników wytwórczych mających wpływ na pomnażanie zaangażowanego w nie kapitału⁶⁸. W Polsce zgodnie z danymi prezentowanymi przez Główny Urząd Statystyczny w rejestrze Regon występowało na dzień 31.03.2021 roku 4,69 mln podmiotów prowadzących działalność gospodarczą⁶⁹. Natomiast na Głównym Rynku Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie zgodnie ze statystyką sesji z tego samego dnia w obrocie rynkowym uczestniczyło 434 spółki⁷⁰, zaś na rynku NewConnect występowało 233

⁶⁵ Czekaj J., Dresler Z., *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa Podstawy teorii*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2008, s. 14.

⁶⁶ Grudziński M., *Wybrane problemy związane z wyceną przedsiębiorstw w Polsce*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania nr 24, Gospodarka, zarządzanie, środowisko, 2011, s. 42 – 43.

⁶⁷ Art. 1. ust. 18 Ustawy z dnia 24 września 2010 r. o zmianie ustawy o gospodarce nieruchomościami (Dz.U. 2010 nr 200 poz. 1323).

⁶⁸ Jaki A., *Wycena i kształtowanie wartości przedsiębiorstwa*, Wolters Kluwer, Kraków 2008, s. 32.

⁶⁹ Miesięczna informacja o podmiotach gospodarki narodowej rejestrze REGON marzec 2021, <https://stat.gov.pl> (dostęp: 08.05.2021 r.).

⁷⁰ Statystyka Głównego Rynku GPW z dnia 31.03.2021 r., <https://www.gpw.pl> (dostęp: 08.05.2021 r.).

spółek⁷¹. W sumie daje to łącznie 667 spółek, które stanowią 0,014% ogółu przedsiębiorstw gospodarki narodowej, które są wyceniane przez rynek. Pozostała część funkcjonujących na rynku jednostek swoją wycenę musi opierać na wybranych przez siebie metodach. W literaturze przedmiotu występuje wiele układów klasyfikujących metody i formy wyceny przedsiębiorstw, wybrane z nich zostały zaprezentowane w tabeli 3.3. Zgodnie z przedstawioną klasyfikacją metod wyceny przedsiębiorstw, uwzględniającą poszczególnych autorów, najważniejszym wspólnym elementem większości opisanych podziałów jest rozróżnienie spośród nich metod:

- majątkowych,
- dochodowych,
- mieszanych.

Tabela 3.3. Klasyfikacje metod wyceny wg koncepcji różnych autorów

Autor	Klasyfikacja
R. Borowiecki i inni	• metody majątkowe • metody dochodowe • metody mieszane
B. Cornell	• metody majątkowe • metody dochodowe • metody porównawcze
M. Groszek, S. Kasiewicz	• metoda księgowa • metoda składnikowa (odtworzeniowa) • metody przychodowe • metoda sumaryczna • metody mieszane
C. Helbling, J. F. Voigt	• metody wyceny substancji majątkowej • czyste metody dochodowe • metody uwzględniające tzw. wartość reputacji • metody oparte na wartości średniej • inne metody wyceny
A. Kamela-Sowińska	• metoda historyczna, czyli księgowa • metoda ogólnej siły nabywczej pieniądza • metody wartości bieżącej • metody mieszane
M. Kufel	• metody dochodowe • metody majątkowe • metody mieszane • metody niekonwencjonalne
D. Zarzecki	• metody dochodowe • metody majątkowe • metody mieszane • metody niekonwencjonalne • metody porównawcze

Źródło: Jaki A., *Wycena i kształtowanie wartości przedsiębiorstwa*, Wolters Kluwer, Kraków 2008, s. 82.

⁷¹ Statystyka rynku NewConnect z dnia 31.03.2021 r., <https://newconnect.pl> (dostęp: 08.05.2021 r.).

Metody majątkowe w swojej naturze traktują przedsiębiorstwo jako zbiór wszystkich składników majątku. Prowadzi to do stwierdzenia, że podmiot gospodarczy jest wart dokładnie tyle ile wynosi suma jego majątku pomniejszona o zobowiązania. Wśród metod majątkowych można wymienić:

- metodę wartości księgowej – metoda wartości aktywów netto jest jedną z najpopularniejszych metod wyceny podmiotów gospodarczych. Polega na szacowaniu bilansu przedsiębiorstwa na podstawie wartości aktywów netto jednostki, czyli sumy wartości jej aktywów pomniejszonych o pasywa bieżące wraz z zobowiązaniami długoterminowymi.
- metodę wartości odtworzeniowej – stosowana powszechnie do wyceny nieruchomości i w swojej istocie prezentuje poniesione przez inwestora koszty na budowę danej nieruchomości.
- metodę skorygowanych aktywów netto – metoda podobna do metody wartości księgowej, jednak występuje w niej różnica w postaci zastosowania skorygowanej wartości księgowej aktywów. Zazwyczaj chodzi tu o sprowadzenie wartości księgowej netto wycenianego aktywa do jego realnej wartości rynkowej.
- metodę wartości likwidacyjnej – wyznaczana jest na podstawie wartości aktywów przedsiębiorstwa, które podlegałyby sprzedaży na rynku w chwili likwidacji jednostki gospodarczej. Z tego właśnie powodu wycena aktywów w oparciu o tę metodę będzie charakteryzowała się zazwyczaj znacznie niższą wartością wobec podobnych walorów danego typu⁷².

Metody dochodowe umożliwiają wycenę wartości jednostek gospodarczych w oparciu o szacunki potencjalnych, przyszłych zdyskontowanych strumieni dochodów ekonomicznych. W literaturze przedmiotu można znaleźć następujące rodzaje wycen metodą dochodową:

- DCF – metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych, która jest uważana za najbardziej popularną metodą dochodową wyceny podmiotów gospodarczych. Wartość przedsiębiorstwa nawiązuje tutaj do wartości generowanych przez jednostek nadwyżek finansowych. Podstawowe założenie tej metody opiera się na stwierdzeniu, że wartość przedsiębiorstwa równa się wartości generowanych w przyszłości i zdyskontowanych stopą dyskontową przepływów środków pieniężnych dostępnych dla akcjonariuszy.

⁷² Zarzecki D., *Metody wyceny przedsiębiorstw*, Fundacja Rozwoju Przedsiębiorczości, Warszawa 1999, s. 283 – 316.

- EVA i MVA – metoda ekonomicznej i rynkowej wartości dodanej. Metody te prowadzą, podobnie jak metoda zdyskontowanych strumieni przepływów pieniężnych, do otrzymania identycznych szacunków wartości przedsiębiorstwa, ale w oparciu o inne sposoby prowadzenia obliczeń⁷³.

Dwie opisane metody wyceny przedsiębiorstw w swojej istocie obejmują dwie odmienne koncepcje szacowania wartości podmiotów gospodarczych. Metody majątkowe opierają się na wycenie majątku jednostek, który ma służyć generowaniu korzyści finansowych, zaś metody dochodowe wynikają z prognozowania na podstawie przyszłych przepływów finansowych. W odpowiedzi na te dwie różniące się od siebie metody powstała koncepcja metod mieszanych, opartych na powiązaniu zarówno metod majątkowych jak i dochodowych. Wśród metod mieszanych można wyróżnić:

- metodę Schmalenbacha (niemiecką, berlińską) – określa wartość przedsiębiorstwa jako średnią arytmetyczną sumy wartości majątku oraz renty wieczystej, wynikającej z sumy przyszłych dochodów.
- metodę szwajcarską – opiera się na niemal tych samych założeniach co metoda niemiecka, z tą różnicą, że dwukrotnie przyjmuje w swoich wyliczeniach wartość dochodową, zwiększając ilość elementów średniej arytmetycznej do trzech.
- metodę stuttgarcką – jest metoda złożoną, opierającą się na wartości majątku podmiotu oraz pewnej części dochodowej, lecz zaprezentowanej jako iloczyn nadwyżki wyceny dochodowej nad majątkową i współczynnika wagowego, wynikającego z wartości kosztu kapitału.
- metodę UEC (alglosaksońską) – metoda ta jest z kolei podobna do metody stuttgarckiej, jednak odróżnia ją od niej współczynnik, którym nadwyżka dochodu dyskontowana jest przez czas jej występowania zgodnie z wartością kosztu kapitału⁷⁴.

Przytoczone powyżej metody obrazują tylko część dostępnych metod wyceny podmiotów. Każdy z inwestorów powinien przed ostatecznym wyborem potencjalnego kandydata do nabycia, pozyskać możliwie jak najwięcej informacji o nim. Zgromadzenie rzetelnych informacji na temat przejmowanego podmiotu, a tym samym opracowanie strategii i planów całego procesu nabycia może nie tylko zagwarantować jednostce sukces na rynku, ale przede wszystkim pozwala uniknąć ekspozycji na zbędne ryzyko wynikające z danej transakcji.

⁷³ Ciesielska D., Mazur K. (red.), *Wycena przedsiębiorstw w procesie międzynarodowych fuzji i przejęć*, Wydawnictwo Poltext, Warszawa 2015, s. 13 – 14.

⁷⁴ Marszałek J., *Oplacalności transakcji fuzji i przejęć jako bariera konsolidacji kapitałowej*, Acta Universitatis Lodziensis. Folia Oeconomica, t.203, 2007, s. 163 – 165.

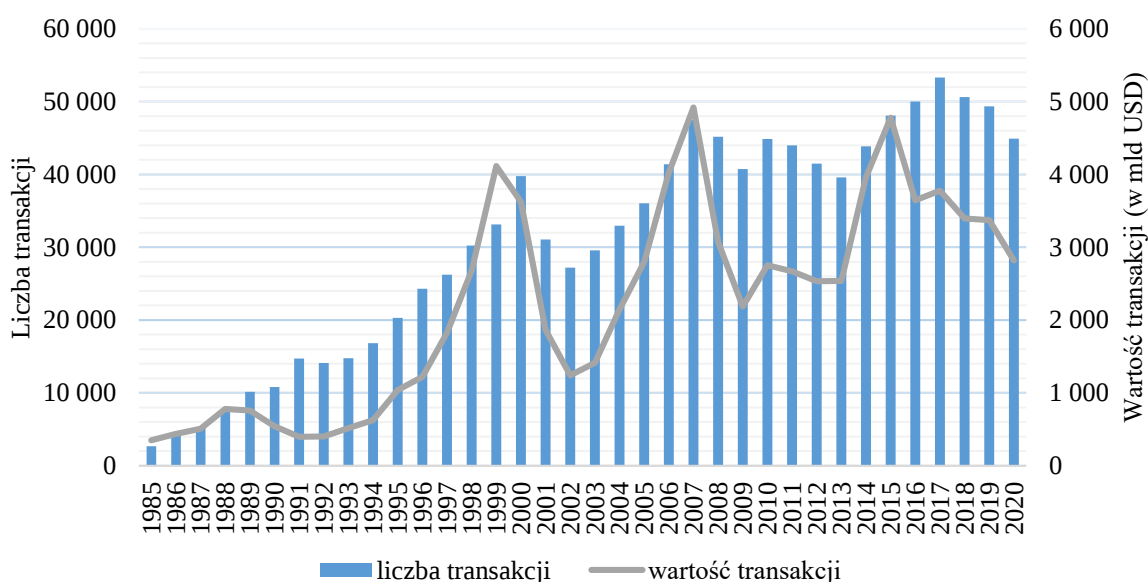
Rozdział 4. Charakterystyka sektora IT

Pojęcie sektora IT (z ang. *Information Technologies*) można rozumieć jako sektor technologii informatycznych, na który składają się ściśle ze sobą powiązane obszary, takie jak: produkcja i sprzedaż sprzętu komputerowego, tworzenie i dystrybucja oprogramowania oraz świadczenie usług informatycznych⁷⁵. Rynek technologii informatycznych można również rozpatrywać w szerszym ujęciu pod pojęciem technologii informacyjnych i komunikacyjnych (ICT, z ang. *information and communication technologies*). Wówczas termin IT zawiera w sobie zarówno problematykę informatyczną jak i tematykę telekomunikacji, czyli przetwarzanie, gromadzenie i przesyłanie danych poprzez kanały elektroniczne⁷⁶.

4.1. Fuzje i przejęcia w branży IT

Transakcje fuzji i przejęć są istotnym elementem z punktu widzenia rozwoju gospodarki zarówno krajowej jak i światowej, ale przede wszystkim mają fundamentalne znaczenie dla realizacji strategii wzrostu zewnętrznego przedsiębiorstw. Rozmiary tych procesów zachodzących na rynku światowym wraz z wyodrębnionymi obszarami, które można przyporządkować do sektora IT, zostały zaprezentowane na wykresach 4.1, 4.2 oraz 4.3.

Wykres 4.1. Transakcje fuzji i przejęć na rynku światowym w latach 1985 – 2020

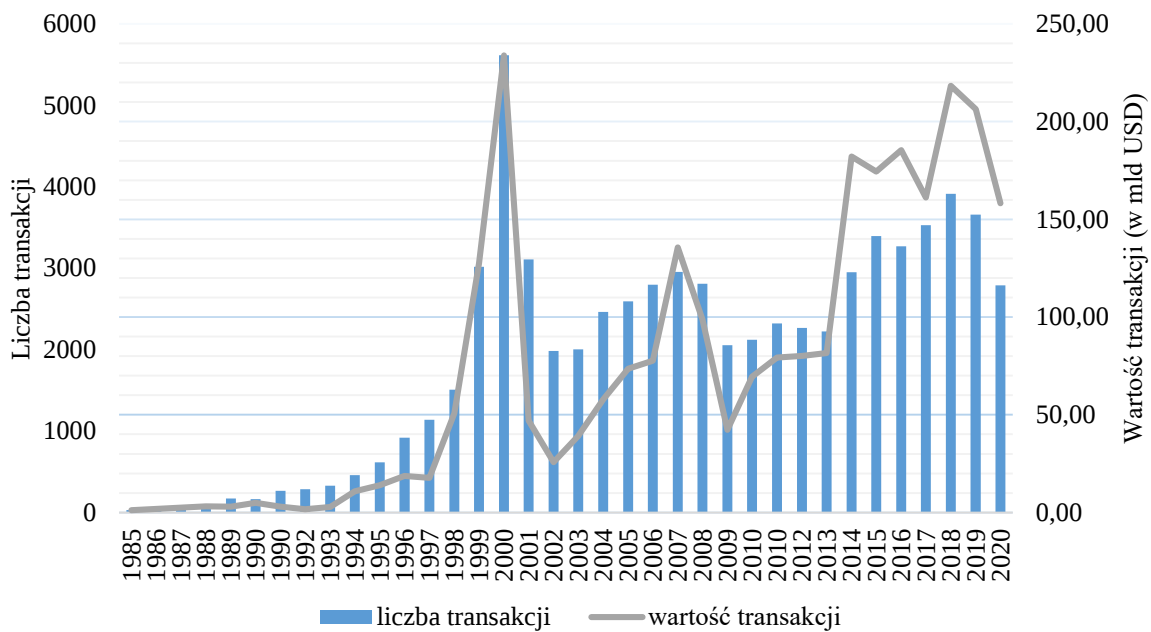


Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych IMAA.

⁷⁵ Micek G., *Problematyka funkcjonowania firm informatycznych w ujęciu przestrzennym*, Prace Komisji Geografii Przemysłu Polskiego Towarzystwa Geograficznego, Międzynarodowe uwarunkowania rozwoju przemysłu nr 8, 2006, s. 140.

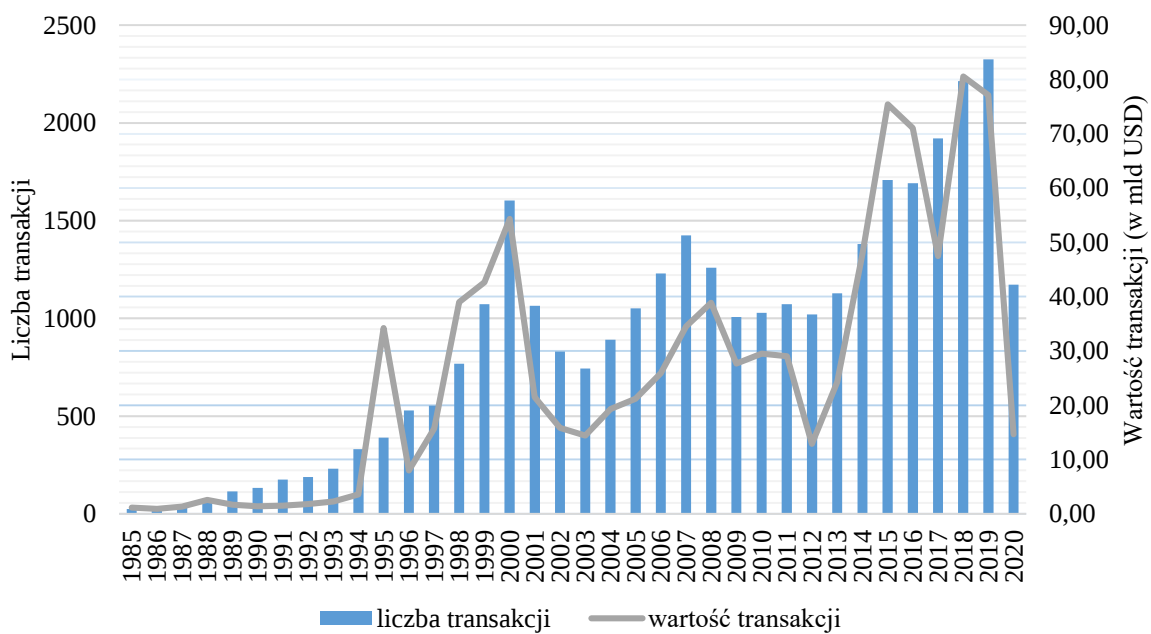
⁷⁶ Słownik pojęć, Grupa Polskiego Funduszu Rozwoju, <https://pfr.pl/slownik/slownik-itict.html> (dostęp: 18.05.2021 r.).

Wykres 4.2. Transakcje fuzji i przejęć na rynku światowym w latach 1985 – 2020 z segmentu oprogramowania



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych IMAA.

Wykres 4.3. Transakcje fuzji i przejęć na rynku światowym w latach 1985 – 2020 z segmentu usług oraz doradztwa IT



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych IMAA.

Do opracowania powyższych wykresów zostały wykorzystane dane Institute for Mergers, Acquisitions and Alliances (IMAA). Należy jednak pamiętać, że w zależności od sposobu weryfikacji oraz kryteriów doboru i klasyfikacji poszczególnych transakcji fuzji i przejęć przez podmioty gromadzące dane, jakość i wartości prezentowanych danych mogą się od siebie

różnić. Przechodząc do analizy wykresu 4.1 można zauważyć, że liczba zawieranych transakcji fuzji i przejęć charakteryzuje się cyklicznością czy też falowością. Wzmożony przyrost występowania procesów konsolidacyjnych między przedsiębiorstwami miał miejsce w takich okresach czasu jak lata 1999 – 2000, 2007 – 2008, 2017 – 2018. Podobną sytuację można zaobserwować na wykresach 4.2 oraz 4.3, obrazujących dwa z segmentów z branży IT. Zgodnie z tabelami 4.1 i 4.2 zarówno liczba jak i wartość transakcji fuzji i przejęć na świecie ogółem w porównaniu do zaprezentowanych obszarów z segmentu IT, na poziomie istotności 0,05 oraz przy liczbie stopni swobody wynoszącej 34 wykazuje silną dodatnią korelację. W związku z tym można dojść do wniosku, że obszar procesów fuzji i przejęć w branży IT ma swoje niemal wierne odzwierciedlenie w sumie oraz wartości dokonywanych transakcji na rynku światowym.

Tabela 4.1. Tabela korelacji liczby transakcji fuzji i przejęć w latach 1985 – 2020

	Świat	Oprogramowanie	Usługi i consulting IT
Świat	1,00	0,88	0,93
Oprogramowanie	0,88	1,00	0,93
Usługi i consulting IT	0,93	0,93	1,00

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych IMAA.

Tabela 4.2. Tabela korelacji wartości transakcji fuzji i przejęć w latach 1985 – 2020

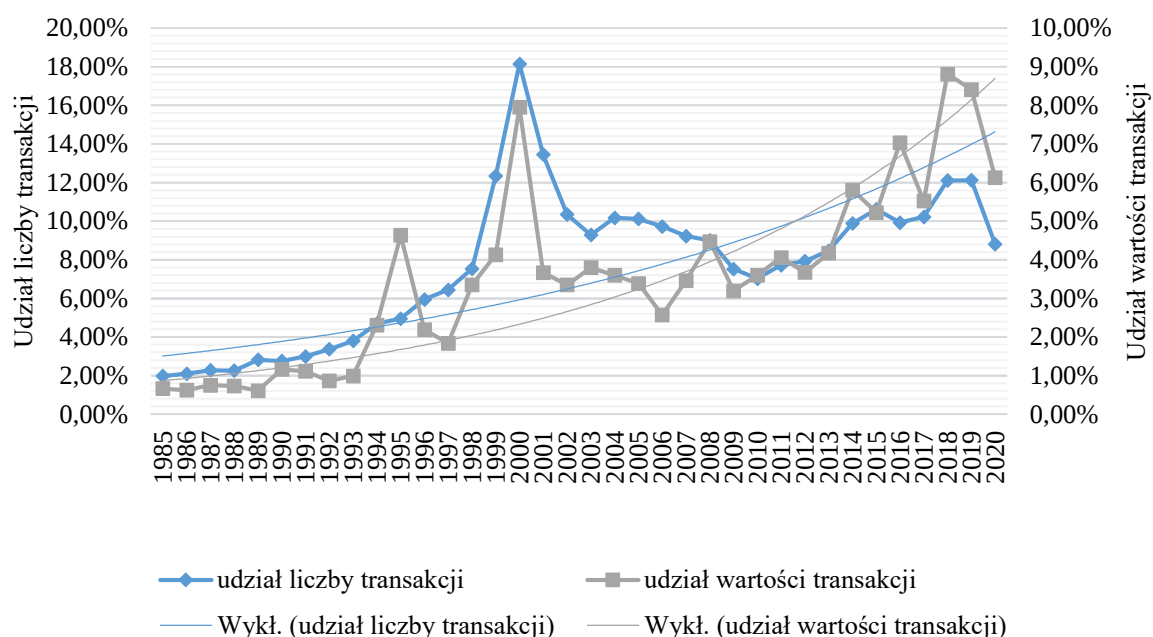
	Świat	Oprogramowanie	Usługi i consulting IT
Świat	1,00	0,86	0,81
Oprogramowanie	0,86	1,00	0,88
Usługi i consulting IT	0,81	0,88	1,00

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych IMAA.

Udział liczby i wielkości transakcji fuzji i przejęć z segmentu oprogramowania wraz z segmentem usług i doradztwa IT w odniesieniu do całości procesów nabywania i łączenia się podmiotów prezentuje wykres 4.4. Na jego podstawie można stwierdzić, że procentowy udział sektora IT w gospodarce światowej wykazuje tendencję rosnącą. Największym udziałem liczby transakcji na przestrzeni lat 1985 – 2020 branża IT osiągnęła w roku 2000 przy poziomie 18,15%, natomiast najniższy w 1985 roku osiągając 1,98%. Biorąc pod uwagę udział wielkości procesów konsolidacyjnych w badanym okresie najwyższą wartość osiągnął on w 2018 roku przy poziomie 8,81%, natomiast najniższą w roku 1985, stanowiąc tylko 0,67% rynku. Tak niewielki udział procesów łączenia się przedsiębiorstw z sektora IT w drugiej połowie lat 80. oraz w pierwszej połowie lat 90. jest prawdopodobnie spowodowany początkiem kształtowania się rynku IT. Wraz z upływem lat oraz rozwojem przedsiębiorstw, a przede wszystkim wzrostem zapotrzebowania i użytkowania przez społeczeństwo technologii informacyjno-

komunikacyjnych nastąpiła transformacja cywilizacyjna, która wykreowała „społeczeństwo informacyjne”⁷⁷, będąc tym samym bodźcem powodującym wzrost całego sektora IT.

Wykres 4.4. Udział liczby i wielkości transakcji fuzji i przejęć z segmentu oprogramowania wraz z segmentem usług i doradztwa IT w odniesieniu do całości procesów konsolidacyjnych światowej gospodarki w latach 1985 – 2020



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych IMAA.

Mówiąc o trendzie wzrostowym liczby transakcji fuzji i przejęć branży IT w ogólnej ich liczbie na rynku globalnym, warto zwrócić uwagę jak prezentuje się ten obszar na tle innych gałęzi gospodarki. Institute for Mergers, Acquisitions and Alliances w swoich publikacjach prezentuje dane rynku światowego, wyodrębniając w nim 91 funkcjonujących branż. W tabeli 4.3 została przedstawionych 12 branż w porządku malejącym ze względu na łączną liczbę transakcji fuzji i przejęć w latach 1985 – 2016. Można zauważyć, że wśród zaprezentowanych obszarów gospodarczych w trzech przypadkach występują segmenty, które można bezpośrednio przypisać branży IT. Są nimi: oprogramowanie, doradztwo i usługi IT a także oprogramowanie i inne usługi internetowe, które przyjęły odpowiednio 5. 11. i 12. pozycje na rynku. W odniesieniu do tych danych można stwierdzić, że branża IT na tle pozostałych gałęzi gospodarczych jest jedną z najaktywniejszych biorąc pod uwagę liczbę procesów konsolidacyjnych. Dokonując analizy łącznej wartości transakcji fuzji i przejęć, a także ich średnich wartości jednostkowych w poszczególnych branżach, można zauważyć, że sektor IT ze średnią wartością pojedynczej transakcji oscylującej w granicach 28,49 – 42,13 mln USD

⁷⁷ Koćwin L., *Społeczeństwo cyfrowe w Polsce – strategie, plany i realia*, Instytut Pedagogiki Uniwersytetu Wrocławskiego, Wrocław 2018, s. 85.

nie wyróżnia się spośród innych zaprezentowanych w tabeli, jak to ma miejsce m.in. w przypadku banków oraz przedsiębiorstw z sektora ropy i gazu, gdzie wartości te wynoszą kolejno 181,59 oraz 148,66 mln USD.

Tabela 4.3. Liczba i wartość fuzji i przejęć na rynku światowym według branży w latach 1985 – 2016

Ranga	Segment rynku	Liczba transakcji	Wartość transakcji (w mld USD)	Średnia wartość 1 transakcji (w mln USD)
1	Metale i górnictwo	48 963	3 060,03	62,50
2	Profesjonalne usługi	46 900	1 094,98	23,35
3	Finanse - inne	35 446	1 388,22	39,16
4	Żywność i napoje	34 577	2 326,47	67,28
5	Oprogramowanie	34 362	1 049,16	30,53
6	Budownictwo / konstrukcja i inżynieria	33 208	758,01	22,83
7	Ropa i gaz	32 903	4 891,34	148,66
8	Banki	27 932	5 072,24	181,59
9	Transport i infrastruktura	27 577	1 995,43	72,36
10	Maszynieria	26 093	891,06	34,15
11	Doradztwo i usługi IT	24 648	702,17	28,49
12	Oprogramowanie i usługi internetowe	21 642	911,87	42,13

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych IMAA.

Po szczegółowym opisaniu globalnego rynku transakcji fuzji i przejęć, czas przejść do analizy polskiej gospodarki. W celu zobrazowania liczby przeprowadzonych procesów fuzji i przejęć zostały wykorzystane publikacje CMS Cameron McKenna oraz bazy danych EMIS.

Tabela 4.4. Liczba transakcji fuzji i przejęć w Polsce wg branży w latach 2012 – 2018

Liczba transakcji według sektorów w Polsce	Rok							Suma
	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	
Nieruchomości i budownictwo	17	20	34	64	71	68	77	351
Produkcja i przetwórstwo	47	61	53	71	38	57	51	378
Telekomunikacja i IT	29	31	34	55	31	39	43	262
Żywność i napoje	19	16	-	17	18	35	20	125
Sprzedaż hurtowa	35	38	31	24	25	20	29	202
Usługi	96	90	28	37	33	18	38	340
Finanse i ubezpieczenia	33	34	19	22	20	13	27	168
Usługi edukacyjne i zdrowotne	-	-	22	14	-	10	13	59
Transport i logistyka	13	-	20	-	13	-	-	46
Media i rozrywka	-	18	-	-	-	-	-	18
Narzędzia i usługi użyteczności	19	19	-	-	-	-	-	38
Inne	23	36	44	42	30	28	25	228
Suma	331	363	285	346	279	288	323	2215

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych CMS Cameron McKenna oraz Emerging Markets Information Service (EMIS).

Mając na uwadze temat pracy, jej zakres i możliwości zaobserwowania skutków procesów konsolidacyjnych oraz dostępność i jakość materiałów, na potrzeby pracy zostały wykorzystane dane pochodzące z lat 2012 – 2018. Transakcje z tego okresu przedstawione zostały w tabeli 4.4. Na jej podstawie można wyliczyć, że średnia liczba fuzji i przejęć wyniosła w opisywanym okresie 316 oraz wahała się w granicach od 279 transakcji w 2016 roku do 363 w 2013 roku. Najaktywniejszymi branżami były: produkcja i przetwórstwo, nieruchomości i budownictwo, usługi oraz telekomunikacja i IT z liczbą transakcji wynoszącą kolejno 378, 351, 340 oraz 262. Tym samym branża telekomunikacji i IT znalazła się na 4. miejscu wśród obszarów fuzji i przejęć w polskiej gospodarce.

Z kolei udział liczby transakcji fuzji i przejęć w Polsce w branży telekomunikacyjnej i IT został zaprezentowany w tabeli 4.5. Na przestrzeni lat 2012 – 2018 najniższym udziałem na poziomie 8,54% omawiana branża charakteryzowała się w roku 2013, natomiast najwyższą wartość osiągnęła w 2015 roku przyjmując 15,9%.

Tabela 4.5. Udział liczby transakcji fuzji i przejęć w Polsce w branży telekomunikacyjnej i IT w latach 2012 – 2018

Rok	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Udział liczby transakcji branży telekomunikacyjnej i IT (w %)	8,76	8,54	11,93	15,90	11,11	13,54	13,31

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych CMS Cameron McKenna oraz Emerging Markets Information Service.

Zauważyć można, że dane pochodzące z baz EMIS prezentują branżę IT w odmienny sposób niż ma to miejsce w przypadku materiałów pochodzących z IMAA. Tak jak już wcześniej zostało wskazane, różnice te wynikają z arbitralnego gromadzenia i klasyfikacji pozyskiwanych materiałów przez różne podmioty działające na rynku. W danych pochodzących z EMIS opisujących polski rynek, sektor IT został zagregowany wspólnie z danymi sektora telekomunikacyjnego. W związku z użyciem różnych metodologii publikowanych danych przez IMAA oraz EMIS, niemożliwe jest dokonywanie jakichkolwiek porównań pomiędzy rynkiem światowym a polską gospodarką.

4.2. Sektor IT w Polsce oraz skład indeksu WIG – Informatyka

Za początek funkcjonowania sektora IT w Polsce można przyjąć utworzenie w 1980 r. przez Ryszarda Kajkowskiego warsztatu rzemieślniczego CSK Kajkowski, pierwszego prywatnego przedsiębiorstwa, które zajmowało się składaniem komputerów domowych

z części, a także pisanem oprogramowania finansowo-księgowego⁷⁸. Począwszy od tego czasu branża IT jest obszarem, który w nieustannie się rozwija. Według danych Głównego Urzędu Statystycznego zaprezentowanych w tabeli 4.6 liczba podmiotów gospodarczych, które można przypisać branży IT charakteryzuje się ciągłą tendencją rosnącą.

Tabela 4.6. Liczba podmiotów gospodarki narodowej oraz z podziałem według działów Polskiej Klasyfikacji Działalności (PKD) w latach 2012 – 2020 (stan na ostatni dzień roku)

Rok	Liczba przedsiębiorstw ogółem	Dział 26. Produkcja komputerów, wyrobów elektronicznych i optycznych	Dział 62. Działalność związana z oprogramowaniem i doradztwem w zakresie informatyki oraz działalność powiązana	Suma podmiotów według Działów 26 i 62 PKD
2012	3 975 334	6 779	54 620	61 399
2013	4 070 259	6 881	60 715	67 596
2014	4 119 671	6 891	67 200	74 091
2015	4 184 409	6 964	75 373	82 337
2016	4 237 691	6 982	84 467	91 449
2017	4 309 800	6 942	95 796	102 738
2018	4 365 375	6 362	109 898	116 260
2019	4 509 916	6 410	124 184	130 594
2020	4 663 378	6 393	137 913	144 306

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Głównego Urzędu Statystycznego.

Patrząc na tabelę 4.7 można zauważyć, że dynamika zmian liczby podmiotów ogółem oraz w branży IT jej dodatnia, lecz wykazuje różną intensywność przyrostów rok do roku. Dynamika zmian w obszarze IT jest zdecydowanie większa niż ta charakteryzująca całą polską gospodarkę. Natomiast pomimo wahań w poziomie dynamiki, udział liczby przedsiębiorstw z branży IT w ogólnej liczbie podmiotów stale rośnie, przyjmując w 2020 roku 3,09%.

Tabela 4.7.. Zmiana liczby podmiotów gospodarki narodowej ogółem oraz według Działów 26 i 62 PKD r/r w latach 2012 – 2020

Rok	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Zmiana liczby podmiotów ogółem r/r (%)	-	2,39	1,21	1,57	1,27	1,70	1,29	3,31	3,40
Zmiana liczby podmiotów Działów 26 i 62 PKD r/r (%)	-	10,09	9,61	11,13	11,07	12,34	13,16	12,33	10,50

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Głównego Urzędu Statystycznego.

⁷⁸ Tadeusiewicz R. (red.), *Wczoraj, dziś i jutro polskiej informatyki*, Polskie Towarzystwo Informatyczne, Warszawa 2011, s. 96.

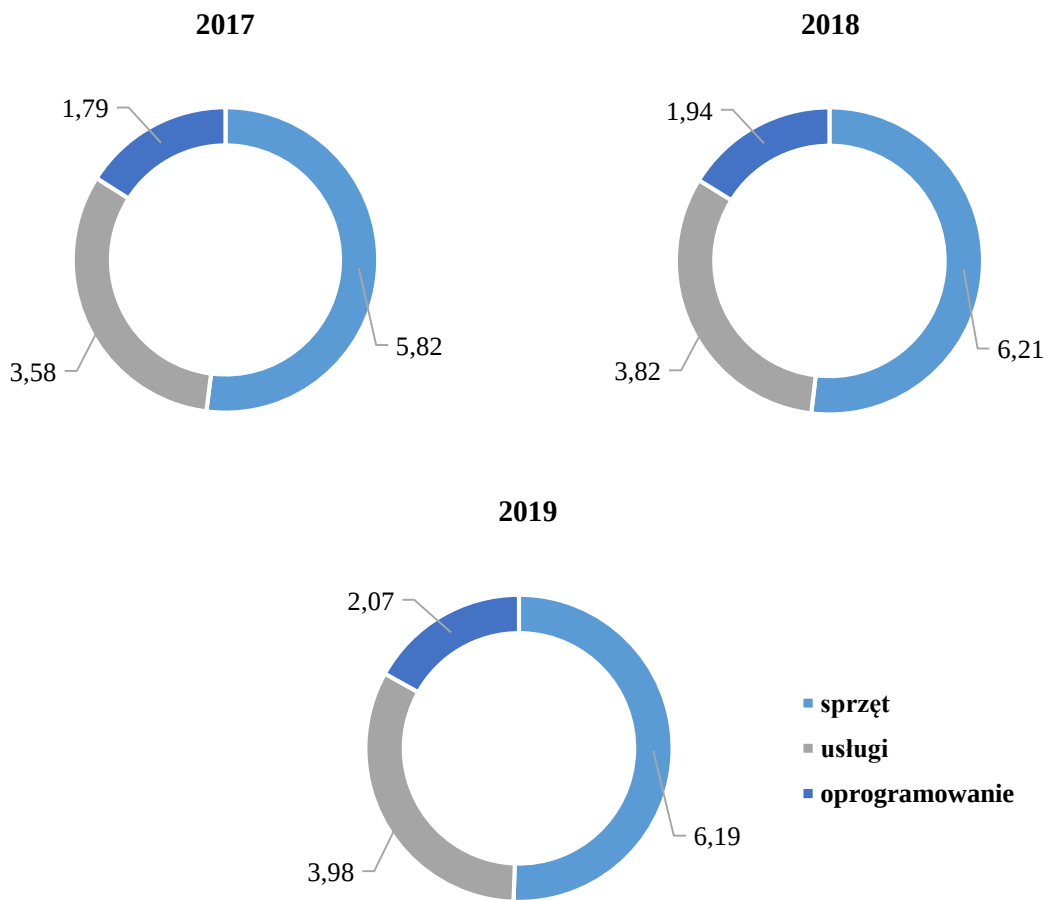
Tabela 4.8. Udział liczby podmiotów Działów 26 i 62 PKD w ogólnej liczbie podmiotów w latach 2012 – 2020

Rok	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Udział liczby podmiotów Działu PKD 26 i 62 względem ogółu przedsiębiorstw (w %)	1,54	1,66	1,80	1,97	2,16	2,38	2,66	2,90	3,09

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Głównego Urzędu Statystycznego.

Z kolei wartość rynku IT według raportu International Data Corporation w 2019 r. wyniosła 12,24 mld USD, co oznacza wzrost o 2,3% w stosunku do 2018 r. Największą część, 50,6% stanowiły przychody w wysokości 6,19 mld USD uzyskane ze sprzedaży sprzętu IT, na kolejnym miejscu znalazły się usługi IT w kwocie 3,98 mld USD, zaś najmniejszym udziałem charakteryzował się obszar sprzedaży oprogramowania, którego wartość wyniosła 2,07 mld USD⁷⁹.

Wykres 4.5. Podział rynku IT w Polsce według segmentów (mld USD)



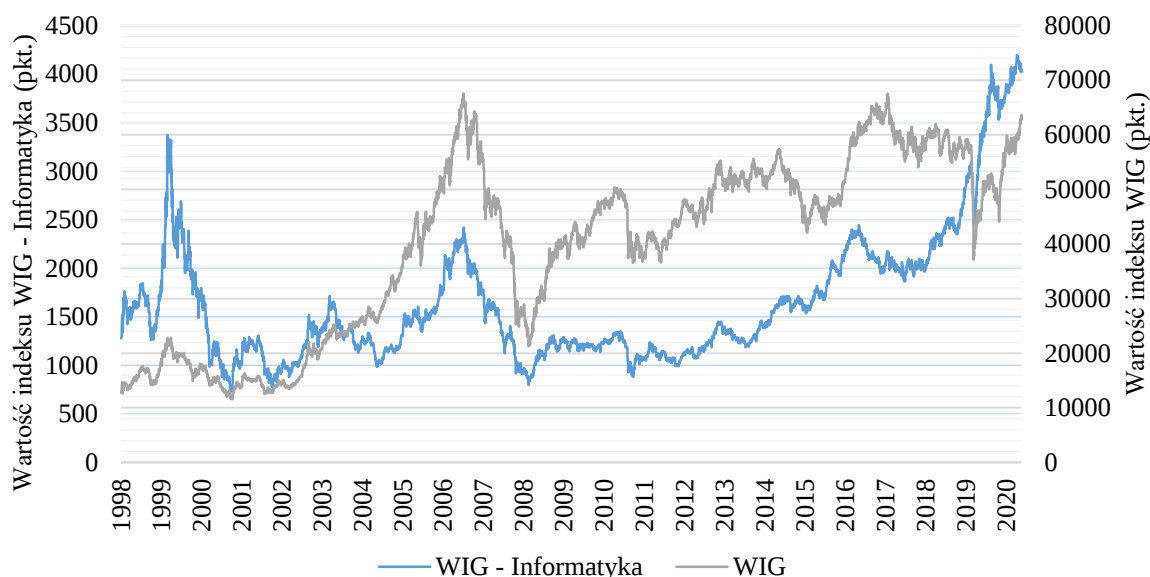
Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych International Data Corporation Poland.

⁷⁹ Smulski J., *Raport Specjalny. Rynek IT i telekomunikacji w Polsce. Szanse, zagrożenia, bariery rozwoju*, International Data Corporation Poland, Polska Izba Informatyki i Telekomunikacji, Warszawa lipiec 2020, s.11.

WIG – Informatyka

Indeks WIG – Informatyka sklasyfikowany jest jako indeks sektorowy. Skupia on 22 spółki akcyjne, które biorą udział w obrotach indeksu WIG oraz zostały zaliczone do obszaru rynku jakim jest informatyka. Pakiety spółek występujących w portfelu subindeksu są tymi samymi pakietami jakie znajdują się w portfelu indeksu WIG. Datą początkową publikowania notowań indeksu WIG – Informatyka jest 31.12.1998 roku, z wartością bazową na ten sam dzień wynoszącą 1279,56 punktów. Sposób kalkulacji wartości indeksu WIG – Informatyka jest identyczny jak w przypadku indeksu WIG. Oba te indeksy są indeksami dochodowymi, w związku z czym przy wyliczaniu ich wartości ujmuje się ceny występujących w nich akcji, a także dochody otrzymywane z dywidend oraz praw poboru. Wartość indeksu WIG – Informatyka od początku jego istnienia została zaprezentowana na wykresie 4.6 wraz z wartością indeksu WIG w analogicznym okresie.

Wykres 4.6. Wartość indeksu WIG – Informatyka oraz indeksu WIG od 31.12.1998



Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych <https://stooq.pl> (dostęp: 23.05.2021).

Na podstawie danych serwisu Stooq zawartych na wykresie 4.6 współczynnik korelacji indeksu WIG – Informatyka oraz WIG wynosi 0,47. W związku z tym między oboma indeksami występuje dodatnia, słaba korelacja. Mimo to można zaobserwować na wykresie, że oba indeksy w pewnych okresach zachowują się w zbliżony do siebie sposób. W latach 2005 – 2006 indeksy charakteryzowały się silnymi wzrostami swoich wartości. Natomiast w latach 2007 – 2008 można zauważyć silną korektę, która wynika przede wszystkim ze światowego kryzysu gospodarczego. W późniejszym czasie również można zauważyć pewne analogie

w dynamice zmian wartości indeksów, ale poza korektą spowodowaną wybuchem pandemii COVID-19 oraz późniejszym wybiciem, nie były one tak intensywne.

W skład indeksu WIG – Informatyka, tak jak wspomniano wcześniej, wchodzi 22 spółki. Zestawienie ich wraz z poszczególnymi danymi zostało zaprezentowane w tabeli 4.9. Największymi w całym indeksie udziałami na poziomie 39,11%, 17,35% oraz 11,58%, charakteryzują się odpowiednio spółki Asseco Poland S.A., LiveChat Software S.A. oraz Comarch S.A., co z kolei stanowi łącznie 68,04% całego portfela indeksu. Wśród podmiotów występujących w indeksie największą grupę stanowią jednostki, których działalność podstawowa wiąże się z obszarem oprogramowania, ich udziałem w indeksie WIG – Informatyka wynosi 64%.

Tabela 4.9. Spółki wchodzące w skład indeksu WIG-Informatyka wg stanu na dzień 23.05.2021 roku

Spółka	Pakiet (w tys. szt.)	Pakiet (w tys. PLN)	Udział w portfelu (w %)	Działalność podstawowa
Asseco Poland S.A.	55 869	3 966 699,00	39,11	systemy informatyczne
LiveChat Software S.A.	14 959	1 759 178,40	17,35	oprogramowanie
Comarch S.A.	5 290	1 174 380,00	11,58	systemy informatyczne
Asseco South Eastern Europe S.A.	25 399	990 561,00	9,77	oprogramowanie
Asseco Business Solutions S.A.	17 889	642 215,10	6,33	oprogramowanie
DataWalk S.A.	3 711	611 572,80	6,03	oprogramowanie
Comp S.A.	4 141	228 583,20	2,25	oprogramowanie
Atende S.A.	24 386	165 824,80	1,64	systemy informatyczne
PGS Software S.A.	10 126	143 282,90	1,41	oprogramowanie
Sygnity S.A.	10 791	104 241,06	1,03	systemy informatyczne
Ailleron S.A.	6 871	87 948,80	0,87	oprogramowanie
Silvair Inc.	8 617	50 409,45	0,50	oprogramowanie
iFirma S.A.	3 401	32 989,70	0,33	oprogramowanie
OPTeam S.A.	1 817	28 526,90	0,28	oprogramowanie
Wasko S.A.	16 450	28 376,25	0,28	systemy informatyczne
K2 Holding S.A.	1 041	25 296,30	0,25	oprogramowanie
NTT System S.A.	4 525	25 159,00	0,25	sprzęt informatyczny
Brand24 S.A.	854	24 766,00	0,24	oprogramowanie
LSI Software S.A.	1 349	19 155,80	0,19	oprogramowanie
Zakłady Urządzeń Komputerowych Elzab S.A.	3 484	16 723,20	0,17	sprzęt informatyczny
Talex S.A.	538	9 899,20	0,10	systemy informatyczne
Betacom S.A.	627	6 270,00	0,06	oprogramowanie

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.

W tabeli 4.10 zostały zaprezentowane spółki indeksu WIG – Informatyka, które w latach 2012 – 2018 dokonały co najmniej jednej transakcji z zakresu fuzji i przejęć. Spośród zaprezentowanych spółek akcyjnych najbardziej aktywnym podmiotem w badanym okresie okazał się być Asseco Poland S.A. Spółka ta w okresie 7 lat dokonała 9 transakcji konsolidacyjnych. Drugim wśród najaktywniejszych podmiotów był Comp S.A. z liczbą transakcji wynoszącą 4, natomiast po 3 przejęcia zanotowały Comarch S.A. oraz Ailleron S.A. Na podstawie tabeli 4.10 można przyjąć, że indeks WIG – Informatyka składa się ze spółek, które są aktywne w obszarze nabywania przedsiębiorstw, a ich suma wynosi 9. Z drugiej strony pozostałe 13 spółek występujących w indeksie, w badanym okresie czasu nie dokonały żadnej transakcji.

Tabela 4.10. Spółki wchodzące w skład indeksu WIG-Informatyka, które były aktywne w obszarze fuzji i przejęć w latach 2012 – 2018

Spółka przejmująca	Podmiot przejmowany	Rok przejęcia
Asseco Poland S.A.	Systemy Komputerowe Główka S.A.	2012
	Centrum Komputerowe ZETO S.A.	2012
	ZAO R-Style Softlab	2013
	Onyx Consulting	2013
	New Technologies Integrator LLP	2014
	Infovide-Matrix	2015
	Exictos SGPS	2015
	Nextbank Software Sp. z o.o.	2018
Comp S.A.	PayTel S.A.	2012
	Zakłady Urządzeń Komputerowych Elzab S.A.	2012
	Hallandale Sp. z o.o.	2014
	Clou Sp. z o.o.	2016
Comarch S.A.	A-MEA Informatik AG	2012
	ESAProjekt sp. z o.o.	2012
	Geopolis sp. z.o.o.	2017
Ailleron S.A.	Software Mind S.A.	2014
	Upside Systems Sp. z o.o.	2016
	Hoteliga B.V.	2017
Wasko S.A.	Centralny Ośrodek Informatyki Górnictwa S.A.	2012
	SPC-1 Sp. z o.o.	2017
Asseco South Eastern Europe S.A.	Ež Računalstvo	2013
LSI Software S.A.	Mc Comp S.A.	2014
OPTeam S.A.	Centrum Rozliczeń Elektronicznych Polskie ePłatności S.A.	2016
Asseco Business Solutions S.A.	Macrologic S.A.	2018

Źródło: Opracowanie własne.

Na podstawie zaprezentowanych w rozdziale danych można stwierdzić, że zjawiska fuzji i przejęć w sektorze IT zarówno na świecie jak i w Polsce, w odniesieniu do różnych metodologii pozyskiwania i gromadzenia danych, są jednym z kluczowych obszarów wśród ogółu procesów konsolidacyjnych dokonywanych w innych branżach funkcjonujących na rynku. W dalszej części pracy na potrzeby zbadania zjawiska fuzji i przejęć w branży IT w Polsce zostaną wykorzystane spółki z indeksu WIG – Informatyka. Wybór tego indeksu jako podstawy do zbadania omawianego zjawiska jest podyktowany przede wszystkim dostępnością danych, wynikających z prawnego obowiązku ich terminowego publikowania przez spółki akcyjne. Dodatkowo analiza podmiotów w rozdziale 5. będzie dokonywana po upływie co najmniej dwuletniego okresu czasu od chwili zawarcia transakcji nabycia. Procesy konsolidacyjne są zjawiskiem złożonym, obejmującym wiele aspektów funkcjonowania przedsiębiorstw, a w związku z tym wymagają odpowiednio dużo czasu na połączenie i adaptację poszczególnych elementów, z których składają się podmioty gospodarcze.

Rozdział 5. Analiza transakcji przejęć w sektorze IT w Polsce

5.1. Opis metodologii badania

Przedstawienie i omówienie konsolidacji rynku IT w Polsce poprzez wykorzystanie transakcji fuzji i przejęć opierać się będzie na wybranych spółkach indeksu WIG – Informatyka. Poprzednia część pracy została poświęcona analizie form koncentracji sektora IT w Polsce, ukazane zostały aspekty prawne i formy wyceny przedsiębiorstw, które są nieodłącznym elementem omawianych w pracy pojęć. Na podstawie przeprowadzonych analiz można dojść do wniosku, że grupą podmiotów omawianej branży, które posiadają pełną dostępną historię finansową będą się charakteryzowały spółki biorące udział w publicznym obrocie giełdowym. Przede wszystkim zobligowane są one przepisami polskiego ustawodawstwa do publikowania w określonych z góry terminach osiąganych przez siebie wyników finansowych, prezentacji sprawozdań finansowych, jak również zobowiązują zarządzających jednostkami do podawania opinii publicznej informacji mających bezpośredni wpływ na funkcjonowanie zarządzanych przed nich podmiotów.

W oparciu o zgromadzone i zaprezentowane w poprzednim rozdziale dane dotyczące indeksu WIG – Informatyka można podzielić występujące w nim podmioty na dwie grupy. Pierwszą z nich będą spółki, które w badanych okresie w latach 2012 – 2018 dokonywały transakcji fuzji i przejęć. Spośród przedstawionych jednostek gospodarczych najaktywniejszym podmiotem okazał się być Asseco Poland S.A. Spółka ta w okresie 7 lat dokonała 9 transakcji. Drugim wśród najbardziej aktywnych podmiotów był Comp S.A. z liczbą transakcji równą 4, natomiast po 3 przejęcia odnotowały Comarch S.A. oraz Ailleron S.A. W sumie pośród 22 spółek indeksu aktywnych w latach 2012 – 2018 było 9 podmiotów. Z kolei do grupy spółek nieaktywnych można sklasyfikować 13 spółek indeksu WIG – Informatyka, które w badanym okresie nie zanotowały żadnej transakcji fuzji ani przejęcia.

Do przeprowadzenia badania sytuacji finansowej spółek branży IT zostanie wykorzystana właśnie wspomniana wcześniej analiza wskaźnikowa. Zaprezentowane zostaną dane obrazujące okres 5 kolejnych lat działalności spółek, przy czym w przypadku podmiotów aktywnych w zakresie procesów nabywania przedsiębiorstw zostanie zachowany dwuletni odstęp od chwili dokonania transakcji przejęcia. W związku z czym dane pochodzące z rocznych sprawozdań finansowych dla spółek Asseco Poland S.A., Comp S.A., Comarch S.A., Wasko S.A. będą obejmowały lata 2014 – 2018. Natomiast dla spółek Ailleron S.A. oraz LSI Software S.A. zostanie uwzględniony okres między rokiem 2016 a 2020, zaś dla spółki Asseco South Eastern Europe S.A. (Asseco SEE S.A.) lata 2015 – 2019. Pozostałe dwa

podmioty sklasyfikowane w poprzednim rozdziale jako spółki aktywne w obszarze transakcji fuzji i przejęć nie zostaną uwzględnione w badaniu z uwagi na zbyt krótki okres od momentu nabycia innego podmiotu, który w przypadku spółki OPTeam S.A. przypadłby na lata 2018 – 2022, zaś w przypadku Asseco Business Solutions S.A. musiałby być to okres 2020 – 2024. W związku z tym, że są to okresy obejmujące lata przyszłe nie mogą zostać wykorzystane w badaniu. Z drugiej strony w badaniu zostaną uwzględnione również jednostki nieaktywne w obszarze procesów konsolidacyjnych przedsiębiorstw. Ich liczba będzie odpowiadała liczbie podmiotów aktywnych, zaś ich wybór spośród wskazanych wcześniej 13 jednostek będzie oparty na dostępności prezentowanych danych przy uwzględnieniu okresu sprawozdawczego odpowiadającemu okresowi roku kalendarzowego. Dane zaprezentowane w badaniu, podobnie jak w przypadku spółek aktywnych, będą pochodziły z 5 kolejnych lat biorąc pod uwagę okres od 2014 do 2018 roku. W związku z powyższym na potrzeby dokonania analizy po stronie podmiotów niewykazujących w badanym okresie żadnych transakcji fuzji ani przejęć zostały wybrane spółki: Atende S.A., PGS Software S.A., iFirma S.A., K2 Holding S.A., NTT System S.A., Zakłady Urządzeń Komputerowych Elzab S.A. (Elzab S.A.) oraz Talex S.A. Przytoczone spółki zostały wybrane w oparciu o ich największy udział w indeksie WIG – Informatyka, kolejnym kryterium wyboru był dostęp do prezentowanych danych finansowych w oparciu o roczne skonsolidowane sprawozdania finansowe oraz ostatnim z kryteriów, którymi kierowany był wybór jest okres sprawozdawczy odpowiadający okresowi roku kalendarzowego. Poniżej w tabeli 5.1 zostały zaprezentowane wszystkie podmioty, których dane zostaną zaprezentowane w badaniu.

Tabela 5.1. Spółki WIG – Informatyka aktywne oraz nieaktywne w procesach transakcji fuzji i przejęć w latach 2012 – 2018

Spółki aktywne	Spółki nieaktywne
Asseco Poland S.A.	Atende S.A.
Comp S.A.	PGS Software S.A.
Comarch S.A.	iFirma S.A.,
Wasko S.A.	K2 Holding S.A
Ailleron S.A.	NTT System S.A.
LSI Software S.A.	Elzab S.A.
Asseco SEE S.A.	Talex S.A.

Źródło: Opracowanie własne.

Na podstawie sprawozdań finansowych oraz innych okresowych raportów wybranych przedsiębiorstw z sektora IT w Polsce, w oparciu o analizę wskaźnikową zostanie poddane badaniu stwierdzenie, że procesy fuzji i przejęć prowadzą do powstawania silniejszych finansowo jednostek.

5.2. Proces przejęcia podmiotów

Indeks sektorowy Głównego Rynku GPW WIG – Informatyka skupia 22 spółki, spośród których 9 podmiotów było aktywnych w obszarze przejęć w latach 2012 – 2018. Najbardziej aktywnym przedsiębiorstwem w badanym przedziale czasowym było Asseco Poland S.A. z liczbą przeprowadzonych transakcji wynoszącą 9. Mając na uwadze liczbę transakcji w odniesieniu do innych analizowanych podmiotów z sektora, przejęcia Asseco Poland S.A. posłużą do szczegółowej analizy poszczególnych przejęć, ich celów, sposobu nabycia oraz rozliczenia danych transakcji.

Tabela 5.2. Spółki przejęte przez Asseco Poland S.A. w latach 2012 – 2018

Spółka przejmowana	Cel nabycia dla przejmującego	Forma przejęcia
Systemy Komputerowe Główna S.A. polska spółka świadcząca usługi projektowania i wdrażania systemów informatycznych oraz konsultingu w obszarze nowych technologii	- wzmocnienie pozycji na rynku zamówień publicznych - umocnienie obszarów wspieranych przez oferowane przez spółkę rozwiązania - możliwość realizacji większych projektów - pozyskanie zespołu doświadczonych specjalistów	- wartość transakcji 8,7 mln PLN - płatność w 3 transzach, pierwsza – 80 % wartości umowy uiszczona bezpośrednio po podpisaniu umowy, pozostała rozłożona na kolejne 2 lata
Centrum Komputerowe ZETO S.A. polska spółka specjalizująca się w outsourcingu usług informatycznych z zakresu bezpieczeństwa danych, sprzętu komputerowego oraz podpisów elektronicznych	- wzrost pozycji na rynku lokalnym, - dostęp do nowych kompetencji, produktów i rynków zbytu. - zwiększenie konkurencyjności na tle innych dostawców usług i produktów IT	- nabycie 42 940 akcji reprezentujących 99,84% udziału w głosach na walnym zgromadzeniu i 99,87% w kapitale zakładowym - łączna cena nabycia akcji wyniosła 42 473 941 PLN
ZOA R-Style Softlab producent oprogramowania z Rosji, prowadzący działalność także w innych byłych republikach radzieckich. Specjalizuje się w obszarach bankowości internetowej, systemów business intelligence oraz core'owe systemów bankowych	- realizacja strategii rozwoju, poprzez tworzenie pozycji na rynku producentów oprogramowania w Rosji oraz krajach byłych republik radzieckich, - zatrzymanie kluczowych pracowników	- nabycie 70% akcji w spółce od Eransor Finance Limited – podmiotu zarejestrowanego w Nikozji na Cyprze - koszt transakcji 28 mln USD

Onyx Consulting LLC jedna z największych spółek konsultingowych na gruzińskim rynku informatycznym. Zajmuje się produkcją oprogramowania, posiada autorski system ERP i CRM oraz świadczy usługi doradcze a także wdrożeniowe produktów innych przedsiębiorstw	• realizowanie strategii rozwoju, opartej na stworzeniu globalnej firmy informatycznej specjalizującej się w produkcji oprogramowania i świadczeniu zaawansowanych usług z nim związanych • pierwsza globalna firma informatyczna, która wchodzi na rynek gruziński • obsługa klientów sektora publicznego oraz prywatnego w Gruzji oraz w regionie	• nabycie 51% udziałów w spółce • wartość transakcji 200 tys. USD
New Technologies Integrator LLP kazachska spółka działająca w obszarach: bezpieczeństwo informatyczne, zarządzanie informacją oraz usług świadczonych za pośrednictwem chmury	• kolejny etap w rozwoju na rynkach wschodnich • Kazachstan jest trzecim po Rosji i Gruzji krajem w regionie wschodnim	• objęcie większościowych udziałów 51% • wartość transakcji 1 mln USD
Infovide-Matrix jeden z wiodących dostawców usług IT na rynku	• zwiększenie potencjału i zakresu świadczonych usług.; • zróżnicowanie i wzmocnienie pozycji • współpraca z kompetentnym i doświadczonym zespołem • dostęp dla klientów do pełnej oferty oraz know-how obu spółek	• nabycie 12 215 609 akcji, stanowiących 97,91% udziału w kapitale zakładowym • cena pojedynczej akcji 6,01 PLN co daje 73 415 810,09 PLN
Exictos SGPS portugalska spółka zajmująca się produkcją i wdrażaniem oprogramowania w obszarze bankowości, posiadająca klientów w krajach portugalskojęzycznych oraz rynkach wschodzących w Afryce	• obecność w krajach Afryki oraz możliwość rozwoju na rynkach Ameryki Południowej • wzmocnienie pozycji spółki w regionie iberyjskim oraz współpracy Exictos z Asseco Spain • wzmocnienie pozycji międzynarodowego dostawcy usług dla sektora bankowego	• nabycie 61,38% akcji • wartość transakcji wyniosła 21,5 mln EUR (91,2 mln PLN)
Nextbank Software Sp. z o.o. podmiot świadczący usługi z zakresu systemów typu core banking za pośrednictwem chmury z opcją mobilnego dostępu dla klientów sektora bankowego na Filipinach	• wzmocnienie międzynarodowej pozycji w sektorze finansowym • zainicjowanie działalności biznesowej na nowym rynku • pozyskanie merytorycznie i biznesowo zorientowanego zespołu pracowników • impuls do poszerzenia oferty asortymentowej spółki	• zakup 60,8% udziałów • wartość transakcji 17 mln PLN

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Asseco Poland S.A.

W tabeli 5.2 zostały zaprezentowane transakcje z zakresu fuzji i przejęć spółki Asseco Poland S.A. Powodem dla którego szczegółowej analizie został poddany właśnie ten podmiot jest możliwość uzyskania pełnego obrazu całego procesu składającego się z kilku przejęć, mających miejsce w przeciągu stosunkowo krótkiego okresu czasu. Na podstawie zaprezentowanych danych można zauważyć, że spółka ta dokonując wyboru potencjalnych kandydatów do nabycia kieruje się już wcześniej opracowaną strategią i nieustannie ją podąża. Asseco Poland S.A. na początku badanego okresu dokonało nabycia dwóch przedsiębiorstw działających na polskim rynku. W następnych latach spółka ta realizując własną strategię rozwoju, opartą na stworzeniu globalnej firmy informatycznej, dokonywała przejęć na rynkach wschodnich takich jak: Rosja, Gruzja czy Kazachstan. W kolejnych latach przejęcie spółki Exictos Sociedade Gestora de Participações Sociais pozwoliło na rozszerzenie działalności o kraje Afryki oraz umożliwiło wzrost zainteresowania potencjalnym rozwojem w krajach Ameryki Południowej. Ostatnim z analizowanych przejęć było nabycie Nextbank Software Sp. z o.o., spółki która wśród klientów posiada szerokie grono odbiorców swoich usług w obrębie bankowego sektora na Filipinach. Działalność wszystkich spośród zaprezentowanych jednostek była związana z obszarem świadczenia szeroko pojętych usług informatycznych głównie w obrębie sektorów finansowych. Przykład Asseco Poland S.A. jest więc dobrym przykładem rozwoju zarówno wewnętrznego jak i zewnętrznego przedsiębiorstwa. Spółka nabywając inne podmioty wzmacnia swoją pozycję na rynku krajowym oraz zagranicznym, zwiększając tym samym swoją konkurencyjność na tle innych dostawców usług i produktów IT. W wyniku zaprezentowanych przejęć można wskazać również motywy takie jak: możliwość pozyskania doświadczonych i kompetentnych specjalistów, zwiększenie zakresu świadczonych usług czy też wymianę doświadczeń oraz korzystanie ze wspólnie wytworzonego know-how. Przechodząc do innych aktywnych w obszarze przejęć spółek indeksu WIG – Informatyka, można również wskazać podobne motywy, którymi kierowały się te spółki biorąc udział w procesach konsolidacyjnych na rynku. Dla przykładu przejęcie szwajcarskiej spółki A-MEA Informatik AG przez Comarch S.A. było ukierunkowane możliwością ekspansji na rynek nie tylko szwajcarski, ale także niemiecki i austriacki, gdzie przejmowana spółka świadczyła swoje usługi z zakresu sprzedaży rozwiązań IT. Innym przykładem obrazującym możliwość skokowego rozwoju spółki oraz usług świadczonych przez nią było przejęcie PayTel S.A. przez Comp S.A. W ramach tego przejęcia Comp S.A. umożliwił sobie uzyskanie przewagi konkurencyjnej nad innymi podmiotami z obszaru polskiego rynku transakcji elektronicznych. Na podstawie przykładów transakcji Asseco Poland S.A. oraz innych spółek, wskazane motywy czy też cele przejęć dobrze wpisują

się we wcześniej zaprezentowane w rozdziale drugim motywy, którymi kierują się jednostki gospodarcze dokonując transakcji fuzji i przejęć.

5.3. Analiza sytuacji finansowej spółek

Analiza i interpretacja danych finansowych podmiotów gospodarczych dostarcza wielu niezbędnych informacji zarówno dla osób zarządzających podmiotem jak i poszczególnych inwestorów uczestniczących w życiu danej organizacji. Mając na celu rzetelną ocenę kondycji finansowej jednostki oraz scharakteryzowanie jej sytuacji majątkowej, najczęściej wykorzystywanym narzędziem, opartym na danych zawartych w sprawozdaniach finansowych, jest analiza finansowa przedsiębiorstwa, a dokładniej jedna z jej składowych czyli analiza wskaźnikowa. Składa się ona z kilku grup wskaźników, które charakteryzują się dużą pojemnością informacyjną i przy ich zastosowaniu, oceniane są główne obszary działalności podmiotów gospodarczych. Należą do nich przede wszystkim cztery segmenty takie jak: płynność, zadłużenie, sprawność działania oraz rentowność. Wszystkie spośród wymienionych obszarów mają duże znaczenie dla prawidłowej oceny kondycji finansowej przedsiębiorstwa. W związku z tym analiza tylko wybranych miar mogłaby doprowadzić do zniekształcenia rzeczywistego obrazu sytuacji finansowej jednostki gospodarczej⁸⁰.

Ocena płynności finansowej

Pierwszą spośród czterech grup wskaźników analizy wskaźnikowej będą miary charakteryzujące płynność finansową przedsiębiorstwa. Płynność finansowa z punktu widzenia jednostki gospodarczej jest istotnym elementem jej funkcjonowania. Można ją rozumieć jako zdolność do spłaty zobowiązań bieżących w terminie ich wymagalności decydującą, tym samym o bezpieczeństwie finansowym jednostki⁸¹. W przypadku wystąpienia problemów z terminowym regulowaniem zobowiązań krótkoterminowych wobec kontrahentów, podmiot gospodarczy mający takie trudności może wówczas znajdować się w trudnej, kryzysowej sytuacji, która w najgorszym wypadku może doprowadzić do jej niewypłacalności. W związku z tym brak płynności finansowej oraz następujące w jego wyniku niekorzystne skutki, powinny być utożsamiane jako priorytetowy obszar bieżącego zarządzania finansami podmiotu⁸². W celu zaprezentowania kondycji finansowej spółek z branży IT w odniesieniu do tego właśnie obszaru zostaną wykorzystane: wskaźnik płynności bieżącej, szybkiej oraz gotówkowej.

⁸⁰ Gad J., *Analiza i ocena sytuacji finansowej przedsiębiorstwa*, w: *Ekonomia, finanse, prawo gospodarcze. Podręcznik dla sędziów i prokuratorów*, Uniwersytet Łódzki, Łódź 2015, s. 72.

⁸¹ Rutkowski A., *Zarządzanie finansami*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2016, s. 83.

⁸² Gabrusewicz W., *Analiza finansowa przedsiębiorstwa. Teoria i zastosowanie*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2014, s. 327 – 328.

Tabela 5.3. Wskaźniki płynności finansowej spółek WIG – Informatyka aktywnych w procesach transakcji fuzji i przejęć w latach 2012 – 2018

	Wskaźnik płynności bieżącej					Wskaźnik płynności szybkiej					Wskaźnik płynności gotówkowej				
rok	1	2	3	4	5	1	2	3	4	5	1	2	3	4	5
Asseco Poland S.A.	1,99	1,78	1,73	1,69	1,60	1,96	1,75	1,70	1,66	1,57	0,71	0,67	0,60	0,60	0,58
Comp S.A.	1,04	1,33	1,11	1,09	1,16	0,87	1,12	0,93	0,87	0,90	0,12	0,27	0,14	0,13	0,16
Comarch S.A.	1,88	1,88	1,98	1,84	1,64	1,74	1,74	1,79	1,57	1,47	0,66	0,60	0,61	0,50	0,44
Wasko S.A.	1,56	1,97	2,41	2,22	1,69	1,42	1,92	2,32	2,13	1,59	0,14	0,84	0,93	0,32	0,37
Ailleron S.A.	2,36	2,49	2,14	1,97	2,10	2,12	2,22	1,91	1,73	1,97	0,53	0,27	0,15	0,11	0,56
LSI Software S.A.	1,79	1,70	2,15	2,07	2,39	1,52	1,41	1,84	1,68	2,08	0,60	0,36	0,70	0,41	1,27
Asseco SEE S.A.	1,79	1,64	1,70	1,79	1,44	1,67	1,52	1,55	1,70	1,32	0,77	0,65	0,68	0,81	0,61

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Notoria Serwis.

Tabela 5.4. Wskaźniki płynności finansowej spółek WIG – Informatyka, które nie wykazują transakcji fuzji i przejęć w latach 2012 – 2018

	Wskaźnik płynności bieżącej					Wskaźnik płynności szybkiej					Wskaźnik płynności gotówkowej				
rok	1	2	3	4	5	1	2	3	4	5	1	2	3	4	5
Atende S.A.	1,21	1,17	1,30	1,13	1,28	1,11	1,10	1,20	1,07	1,17	0,21	0,49	0,21	0,47	0,27
PGS Software S.A.	2,99	3,35	2,94	3,14	3,04	2,99	3,35	2,94	3,14	3,04	0,97	1,14	1,30	1,28	0,94
iFirma S.A.,	3,73	3,91	3,77	3,46	2,84	3,73	3,91	3,77	3,46	2,84	1,39	1,05	1,87	1,90	1,19
K2 Holding S.A	1,46	1,55	1,39	1,47	1,41	1,46	1,55	1,39	1,47	1,41	0,24	0,19	0,27	0,12	0,11
NTT System S.A.	1,61	1,46	1,68	2,76	2,80	1,21	1,08	1,01	1,92	1,82	0,16	0,45	0,15	0,24	0,25
Elzab S.A.	1,02	1,31	1,19	0,81	1,30	0,72	0,90	0,91	0,59	0,84	0,27	0,02	0,02	0,07	0,05
Talex S.A.	1,64	1,12	1,14	1,19	1,01	1,56	1,06	1,11	1,12	0,95	0,82	0,23	0,25	0,27	0,24

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Notoria Serwis.

Mając na celu analizę i ocenę kondycji finansowej spółek wchodzących w skład indeksu sektorowego WIG – Informatyka w tabelach 5.3 oraz 5.4 zaprezentowano wskaźniki obrazujące płynność finansową. Ogólny wniosek na podstawie przedstawionych miar można sformułować w oparciu o wskaźnik płynności bieżącej. W przedstawionym okresie wskaźnik ten zarówno w odniesieniu do spółek aktywnych w sferze przejęć jak i tych nieaktywnych, z jednym wyjątkiem w przypadku Elazb S.A. w czwartym analizowanym roku, kształtował się powyżej 1 co oznacza, że aktywa bieżące przedstawionych spółek przewyższały ich zobowiązania bieżące. W literaturze przedmiotu spotyka się, że optymalna wartość wskaźnika płynności bieżącej powinna oscylować w granicach 1,2 a 2,0⁸³. Jednak należy zaznaczyć, że wielkości te opierają się o wiele składowych i w odniesieniu do różnych branż mogą przyjmować inne, odmienne do siebie wartości. W oparciu o przedstawione dane w tabelach 5.2 i 5.3 średni poziom wskaźnika płynności bieżącej przedsiębiorstw branży IT wynosi 1,88. Tym samym wpisuje się on w górną granicę optymalnego przedziału i w odniesieniu do tej miary można przyrównywać inne podmioty funkcjonujące w tym sektorze. Uogólniając obraz przedstawiający spółki aktywne, można stwierdzić, że przyjmują one wielkości bliższe średniej z całej branży niż podmioty nieaktywne. Natomiast wśród podmiotów nieaktywnych wskaźnik płynności bieżącej przyjmuje z reguły niższy poziom lub też w odniesieniu do spółek PGS Software S.A. i iFirma S.A. przyjmuje wielkości przewyższające dwukrotność średniej miary branży. W przypadku PGS Software S.A. wysoki poziom wskaźnika ma swoje odzwierciedlenie również w wysokim poziomie wskaźników rentowności, które zostaną zaprezentowane w dalszej części pracy. Natomiast tak duże względem średniej wielkości, wartości tego wskaźnika w odniesieniu do iFirma S.A. mogą świadczyć o nadpłynności, która ma swoje odzwierciedlenie w posiadaniu znacznego udziału środków pieniężnych w ogólnej sumie aktywów, która z kolei może sugerować chęć zaciągnięcia kredytu bankowego przy jednoczesnej redukcji ryzyka z nim związanego.

Przechodząc do wskaźnika płynności szybkiej można zauważyć, że przyjmuje on w większości przypadków bardzo zbliżone wartości do wskaźnika płynności bieżącej. Oczywiście jest to spowodowane specyfiką branży IT, w której działalnością podstawową jest przede wszystkim produkcja oprogramowania, świadczenie usługi projektowania i wdrażania systemów informatycznych czy też konsultingu w obszarze nowych technologii. Właśnie taki charakter sektora stanowi decydujący czynnik nieposiadania lub też niewielkiego udziału zapasów w aktywach przedsiębiorstw. Jednak należy wskazać przykład spółek NTT System

⁸³Witczak I., *Płynność finansowa jako miara sprawności funkcjonowania firm farmaceutycznych*, Studia Ekonomiczne, Tom 201, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach, Katowice 2014, s. 421.

S.A., Elzab S.A. czy Comp S.A., których wskaźnik płynności szybkiej uległ znacznemu zmniejszeniu względem wskaźnika płynności bieżącej. Spowodowane jest to faktem funkcjonowania tych podmiotów w oparciu przede wszystkim o produkcję sprzętu informatycznego czy też kas fiskalnych. W związku z czym proces operacyjny w przypadku tych przedsiębiorstw obejmuje więcej elementów takich jak projektowanie, produkcję, logistykę oraz sprzedaż, a więc jest też stosunkowo bardziej złożony i dłuższy niż w przypadku produkcji oprogramowania, a co za tym idzie wymusza to na podmiotach produkcyjnych posiadanie zapasów umożliwiających im stałą obsługę popytu występującego na rynku. Należy także pamiętać, że wysokie stany zapasów mogłyby spowodować utratę płynności finansowej, a więc można stwierdzić, że podmioty przedstawione w badaniu utrzymują dopasowany poziom podaży swoich produktów do popytu rynkowego i preferencji odbiorców, co skłania do wniosku że spółki te nie charakteryzują się ryzykiem utraty płynności.

Wskaźnik płynności gotówkowej uwzględnia najbardziej płynne elementy aktywów bieżących m.in. inwestycje krótkoterminowe w tym środki pieniężne i ich ekwiwalenty, obrazując tym samym zdolność podmiotów do natychmiastowego regulowania zobowiązań krótkoterminowych. Analizując kwestię posiadanej gotówki przez podmioty można stwierdzić, że im więcej jej posiadają tym lepiej. Jednak należy zwrócić uwagę na to, że w momencie gdy poziom środków pieniężnych będzie zbyt wysoki, będzie on świadczyć o nadpłynności finansowej jednostki, a także może oznaczać nieumiejętne zarządzanie nimi. Wśród analizowanych spółek, w dwóch przypadkach podmiotów z grupy nieaktywnych pod względem transakcji fuzji i przejęć, można wskazać wątpliwości co do właściwego zarządzania środkami pieniężnymi. Należy do nich wspomniana już wcześniej za sprawą posiadania znacznego udziału środków pieniężnych w aktywach spółka iFirma S.A., która charakteryzuje się nadpłynnością finansową. Z drugiej strony, zwracającym uwagę niskim poziomem gotówki wyróżnia się spółka Elazb S.A. W badanym okresie zanotowała ona wśród wszystkich badanych podmiotów najniższe wartości wskaźnika płynności gotówkowej, ale także dwóch pozostałych analizowanych wskaźników płynności, co z kolei skłania do wniosku, że jednostka ta znajduje się w niekorzystnej sytuacji finansowej i może mieć trudności w regulowaniu swoich zobowiązań bieżących.

Podsumowując, analiza płynności w oparciu o trzy kategorie czy też poziomy płynności scharakteryzowana poprzez wskaźnik płynności bieżącej, wskaźnik płynności szybkiej oraz wskaźnik szybkości gotówkowej nie warunkuje dokonania rozstrzygającej oceny, które z dwóch zaprezentowanych grup spółek cechują się efektywniejszym poziomem płynności finansowej. Wśród zaprezentowanych podmiotów gospodarczych wchodzących w skład branży

IT, uwagę zwracają jednak dwie spółki nieaktywne: iFirma S.A. oraz Elazb S.A., którym można byłoby przypisać występowanie problemów z płynnością, ale wymagałoby to głębszej analizy w celu zdefiniowania rzeczywistych trudności występujących w tych jednostkach.

Ocena rentowności spółek

Kolejnym, drugim analizowanym obszarem analizy wskaźnikowej jest rentowność. Rentowność może być zdefiniowana jako możliwość generowania zysku oraz efektywność korzystania z posiadanych zasobów do jego wykorzystania, zaś termin rentownego podmiotu gospodarczego można rozpatrywać jako jednostkę, która osiąga dodatni wynik z całej swojej działalności po opodatkowaniu⁸⁴. Do zmierzenia efektywności działalności przedsiębiorstw wchodzących w skład indeksu WIG – Informatyka zostały wykorzystane wskaźniki rentowności, które określają wielkość stopy zwrotu otrzymaną z zaangażowanego majątku, kapitałów własnych czy dokonanej sprzedaży. Zważywszy na fakt, iż podmioty gospodarcze w wyniku prowadzonej działalności mogą osiągnąć na koniec roku obrotowego zarówno zysk jak i stratę, wskazana efektywność działalności jednostki może dostarczać danych dotyczących ogólnej sytuacji finansowej przedsiębiorstwa.

Przechodząc do zaprezentowanych w tabelach 5.5 i 5.6 wskaźników na uwagę zasługuje spółka PGS Software S.A., która charakteryzuje się znacząco wyższymi poziomami wskaźnika rentowności aktywów, wskaźnika rentowności kapitału własnego oraz wskaźnika rentowności sprzedaży względem wszystkich innych branych pod uwagę w badaniu podmiotów. Zgodnie z interpretacją wskaźników rentowności im wyższy ich poziom tym korzystniejsza sytuacja finansowa jednostek gospodarczych, a więc z całą pewnością, na podstawie zaprezentowanych danych można stwierdzić, że PGS Software S.A. jest spółką rentowną. Analizując wskaźniki pozostałych podmiotów, wszystkie z wyjątkiem Comp S.A. oraz Elzab S.A., w badanym okresie osiągały dodatnie wartości. Spółka Comp S.A. w piątym roku po przejęciu zanotowała stratę netto, jednak w kolejnych latach jej sytuacja uległa poprawie generując corocznie zysk netto z całej działalności. Sytuacja Elzab S.A. również wynika z osiągnięcia straty netto, jednak jest nieco inna, gdyż na przestrzeni całego badanego okresu spółka ta wykazywała tendencję malejącą w poziomie wartości analizowanych wskaźników.

Na podstawie zaprezentowanych wartości wskaźników rentowności trudno określić jednoznaczny trend zmian czy też sytuację, która wyróżniałaby w szczególny sposób jakąś z opisywanych grup spółek branży IT. Większość z podmiotów osiąga różne lecz dodatnie wartości wskaźników, a więc można je uznać za rentowne.

⁸⁴ Pabianiak P., *Analiza Finansowa Przedsiębiorstwa*, Business Concepts, 2016, s. 92.

Tabela 5.5. Wskaźniki rentowności spółek WIG – Informatyka aktywnych w procesach transakcji fuzji i przejęć w latach 2012 – 2018 (w %)

rok	Wskaźnik rentowności kapitału własnego (ROE)					Wskaźnik rentowności aktywów (ROA)					Wskaźnik rentowności sprzedaży (ROS)				
	1	2	3	4	5	1	2	3	4	5	1	2	3	4	5
Asseco Poland S.A.	6,86	7,03	6,40	7,71	7,92	5,12	5,04	4,38	5,00	4,84	8,48	7,89	6,85	7,88	6,36
Comp S.A.	6,21	5,99	-1,14	0,15	11,71	3,66	3,23	-0,61	0,08	6,25	4,40	3,72	-0,93	0,13	8,21
Comarch S.A.	10,30	10,84	9,22	7,72	3,76	5,84	6,37	5,51	4,48	2,04	6,64	7,09	6,80	5,88	2,37
Wasko S.A.	6,93	12,52	0,18	4,62	2,97	4,05	8,36	0,13	3,58	2,07	3,63	5,86	0,18	4,10	2,12
Ailleron S.A.	10,74	11,71	5,96	0,57	10,36	6,22	7,13	3,79	0,37	6,34	8,56	9,02	4,26	0,35	6,04
LSI Software S.A.	17,39	16,78	18,68	17,63	6,22	12,65	12,28	13,71	12,53	4,43	13,64	10,59	12,73	12,01	5,58
Asseco SEE S.A.	6,37	7,26	7,58	8,78	11,62	5,13	5,75	5,90	6,83	8,11	8,93	9,03	9,64	9,72	10,32

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Notoria Serwis.

Tabela 5.6. Wskaźniki rentowności spółek WIG – Informatyka, które nie wykazują transakcji fuzji i przejęć w latach 2012 – 2018 (w %)

rok	Wskaźnik rentowności kapitału własnego (ROE)					Wskaźnik rentowności aktywów (ROA)					Wskaźnik rentowności sprzedaży (ROS)				
	1	2	3	4	5	1	2	3	4	5	1	2	3	4	5
Atende S.A.	13,09	13,61	13,95	18,09	14,37	5,59	5,24	5,40	5,89	4,64	4,27	3,64	4,81	4,87	4,33
PGS Software S.A.	76,94	111,87	96,32	95,71	84,47	56,78	77,91	66,53	65,27	57,86	18,62	23,33	21,07	20,27	17,35
iFirma S.A.,	16,77	5,47	26,74	24,36	17,18	13,28	4,32	20,91	18,30	12,21	8,85	2,85	12,93	11,32	7,47
K2 Holding S.A	18,45	5,62	1,57	14,51	8,70	9,44	2,95	0,76	6,61	4,07	6,05	1,79	0,44	3,43	2,14
NTT System S.A.	2,60	4,46	2,63	1,24	3,56	1,37	2,13	1,26	0,77	2,65	0,45	0,78	0,57	0,35	1,22
Elzab S.A.	34,88	13,69	10,52	2,09	-4,24	18,98	6,96	5,15	1,00	-1,89	13,05	9,49	8,35	1,82	-3,48
Talex S.A.	18,76	12,83	9,59	11,26	12,26	10,93	6,53	4,61	5,98	7,04	7,89	5,04	4,18	5,31	6,94

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Notoria Serwis.

Ocena sprawności działania podmiotów

Trzeci zespół wskaźników przedstawiony w badaniu, jest kolejnym fragmentem analizy wskaźnikowej obrazującym kwestię efektywności wykorzystania posiadanych przez podmioty gospodarcze składników majątku. W celu przeprowadzania analizy sprawności działania czy też zarządzania i gospodarowania zasobami majątkowymi jednostki wykorzystywanych jest wiele miar. Spośród nich do przeanalizowania spółek z branży IT zostały użyte: wskaźnik rotacji należności, wskaźnik rotacji zobowiązań oraz wskaźnik rotacji zapasów⁸⁵.

Na podstawie wskaźnika rotacji zapasów można po raz kolejny wskazać, że jego wartości przyjmują z reguły niewielki poziom wynikający przede wszystkim ze specyfiki branży opartej na świadczeniu szeroko pojętych usług informatycznych. Jednak jak wspomniano wcześniej spółki NTT System S.A., Elzab S.A. czy Comp S.A., które opierają swoją działalność na produkcji sprzętu informatycznego, posiadają najwyższy poziom zapasów spośród analizowanych podmiotów. Oczywiście posiadanie zapasów w przypadku jednostek opartych na produkcji i wytwarzaniu dóbr materialnych jest nieodłącznym elementem sprawnego działania przedsiębiorstwa, wpływając tym samym na zminimalizowanie ryzyka utraty klientów poprzez niezapewnienie odpowiedniej ilości podaży do wielkości popytu rynkowego. Większość z analizowanych jednostek gospodarczych utrzymuje poziom swoich zapasów na względnie podobnym poziomie lub też w niektórych przypadkach można zaobserwować niewielkie wzrosty rotacji zapasów w daniach. Można więc mówić tu o względnie stałych co do wielkości posiadanych zapasów kosztach magazynowania, zaś ich niewielka ilość wpływa pozytywnie na sytuację przedsiębiorstw pod kątem ewentualnego ryzyka utraty wartości użytkowych jak i jakości zgromadzonych produktów i wyrobów gotowych. Posiadanie zapasów umożliwiających stałą niezachwianą sprzedaż produktów powoduje powstawanie kosztów zamrożonego kapitału jednak patrząc na dość krótki okres rotacji zapasów można uznać, że to ryzyko nie wpływa istotnie na branżę IT. Z uwagi na omawianą już specyfikę tego segmentu gospodarki i stosunkowo niewielki udział w nim jednostek produkcyjnych ryzyko niedoborów zapasów czy ciągłości i systematyczności wytwarzania dóbr materialnych jest dość znikome.

Rotacja należności obrazuje czas oczekiwania sprzedawcy na uregulowanie należności przez odbiorcę dóbr czy usług, wynikającą z udzielania przez dostawcę kredytu kupieckiego na zakup. Należy zaznaczyć, że należności bieżące są jednym z najpłynniejszych elementów składowych wchodzących w skład aktywów, a przedsiębiorstwa chcąc efektywnie zwiększyć

⁸⁵ Sierpińska M., Jachna T., *Metody podejmowania decyzji finansowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2008, s. 95 – 96.

swoją sprzedaż oraz mając na celu pozyskanie nowych klientów i rynków zbytu oferują im właśnie kredyt kupiecki. Rozpatrując sytuację rotacji należności przedstawioną w tabelach 5.7 oraz 5.8 można wyliczyć, że średni czas oczekiwania na spłatę należności w przypadku spółek aktywnych wynosił w przybliżeniu 103 dni, zaś w odniesieniu do podmiotów nieaktywnych przyjmował on wartość około 74 dni. Jak widać różnica między wskazanymi grupami spółek branży IT wyniosła 29 dni, a więc jednostki nieaktywne czekały niemal miesiąc krócej na spłatę swoich należności względem drugiej grupy podmiotów gospodarczych. Oczywiście przedstawione terminy mogą wynikać z polityki wewnętrznej podmiotów w zakresie terminu i długości okresu kredytu handlowego oferowanego klientom, jednak należy wskazać, iż ustawodawca na mocy obowiązującego w badanym okresie prawa, a dokładniej ustawy o terminach zapłaty w transakcjach handlowych, której tytuł został zmieniony w 2020 roku na ustawę o przeciwdziałaniu nadmiernym opóźnieniom w transakcjach handlowych⁸⁶, wskazuje co do zasady stosowanie okresów regulowania swoich należności w terminie nie dłuższym niż 60 dni. W związku z tym przedsiębiorstwa z grupy aktywnych prawdopodobnie mogły mieć stosunkowo większe problemy ze ściągalsnością należności, co z kolei mogło wymuszać na jednostce procesy windykacyjne wobec odbiorców.

Analizując rotację zobowiązań, określającą czas spłaty zobowiązań wobec kontrahentów można zaobserwować, że spółki aktywne w procesach fuzji i przejęć regulowały je średnio w ciągu około 50 dni, natomiast jednostki z grupy nieaktywnych osiągnęły czas realizacji zobowiązań wynoszący 43 dni. Obie wielkości są dość zbliżone do siebie, jednak spółki nieaktywne o tydzień szybciej dokonywały spłaty swoich zobowiązań wobec dostawców.

Wskaźniki obszaru sprawności działania przedstawione w tabelach 5.7 oraz 5.8 skłaniają do wniosku, że spółki niewykazujące w badanym okresie transakcji fuzji i przejęć radziły sobie względnie lepiej pod względem zarządzania dysponowanymi przez siebie aktywami od spółek z drugiej zaprezentowanej grupy. Zarówno ściągalsność należności przez przedsiębiorstwa jak i spłata zobowiązań odbywały się w krótszym terminie wynoszącym kolejno 29 dni oraz 7 dni. Natomiast kwestię rotacji zobowiązań należałoby rozpatrywać w odniesieniu do działalności podstawowej poszczególnych podmiotów gospodarczych, które nie w każdym przypadku wymagają obligatoryjnego posiadania zapasów umożliwiających sprawne funkcjonowanie.

⁸⁶ Ustawa z dnia 8 marca 2013 r. o przeciwdziałaniu opóźnieniom w transakcjach handlowych (Dz. U. z 2021 poz. 424).

Tabela 5.7. Wskaźniki sprawności działania spółek WIG – Informatyka aktywnych w procesach transakcji fuzji i przejęć w latach 2012 – 2018 (w dniach)

rok	Rotacja należności					Rotacja zobowiązań					Rotacja zapasów				
	1	2	3	4	5	1	2	3	4	5	1	2	3	4	5
Asseco Poland S.A.	88,03	97,24	99,39	106,78	94,00	33,34	40,08	42,44	42,24	38,43	5,09	3,70	3,78	3,76	3,58
Comp S.A.	91,03	87,42	106,73	107,77	99,12	57,91	60,18	78,34	70,79	59,73	37,04	29,31	36,46	38,57	42,21
Comarch S.A.	136,43	128,92	142,16	143,67	134,48	66,38	52,38	56,00	56,84	52,38	20,20	17,87	23,47	32,81	30,89
Wasko S.A.	132,23	82,84	125,22	128,13	121,04	67,05	37,64	44,60	38,67	60,77	14,24	8,61	8,84	8,88	11,28
Ailleron S.A.	118,26	129,34	138,03	124,71	105,96	40,45	40,63	46,54	41,29	35,00	31,80	27,01	25,27	24,34	19,55
LSI Software S.A.	76,54	60,49	66,63	84,17	89,90	58,58	47,00	47,10	52,83	47,21	27,29	22,60	24,82	30,20	33,27
Asseco SEE S.A.	78,78	76,28	79,58	66,11	61,43	49,73	45,52	48,56	41,70	44,59	13,35	13,86	17,48	12,82	12,84

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Notoria Serwis.

Tabela 5.8. Wskaźniki sprawności działania spółek WIG – Informatyka, które nie wykazują transakcji fuzji i przejęć w latach 2012 – 2018 (w dniach)

rok	Rotacja należności					Rotacja zobowiązań					Rotacja zapasów				
	1	2	3	4	5	1	2	3	4	5	1	2	3	4	5
Atende S.A.	129,72	89,12	99,32	89,87	93,48	90,61	74,78	73,94	107,07	113,64	15,88	11,57	13,49	12,35	14,86
PGS Software S.A.	52,52	48,83	50,44	46,84	49,72	13,59	15,97	17,45	17,23	17,69	0,05	0,00	0,00	0,00	0,00
iFirma S.A.,	29,14	29,69	28,24	31,97	27,74	44,44	44,61	44,72	46,31	45,93	3,03	0,00	0,00	0,00	0,00
K2 Holding S.A	103,51	106,82	101,94	99,27	106,82	30,80	29,28	33,68	34,41	36,85	0,01	0,00	0,00	0,00	0,00
NTT System S.A.	26,73	46,90	51,38	58,61	57,75	13,28	46,41	61,33	30,84	12,66	11,37	27,04	41,77	43,20	38,07
Elzab S.A.	52,09	82,43	104,13	151,63	171,78	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	49,06	75,35	75,12	72,03	88,67
Talex S.A.	65,67	68,62	88,35	83,79	79,39	83,17	76,70	86,23	87,17	89,22	7,64	6,67	5,20	4,84	7,16

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Notoria Serwis.

Ocena stanu zadłużenia przedsiębiorstw

Kolejną, ostatnią z omawianych grup wskaźników są miary opisujące zadłużenie przedsiębiorstw. Analiza obszaru zadłużenia jednostki umożliwia na interpretację polityki finansowej podmiotów gospodarczych w aspekcie struktury źródeł finansowania majątku. Badanie tego obszaru jest istotne, gdyż pozwala na ocenę poziomu zaangażowania kapitałów obcych oraz kapitałów własnych w całość funkcjonującego podmiotu, dając tym samym ogłęd na stopień ponoszonego ryzyka oraz możliwą do uzyskania stopę zwrotu.

Analizując stopę zadłużenia aktywów przedstawioną w tabelach 5.9 oraz 5.10 można zauważyć, że stosunkowo wyższym poziomem tego wskaźnika odznaczają się spółki z grupy nieaktywnych. Można uznać, że im wyższa jest wartość stopy zadłużenia tym przedsiębiorstwo jest mocniej narażone na negatywne zmiany w obszarze, na którym funkcjonuje. Przykładem obrazującym taką sytuację może być m.in. znaczne zmniejszenie popytu na dobra wytwarzane przez dane jednostki gospodarcze, co może z kolei skutkować zmniejszeniem przychodów ze sprzedaży przy jednoczesnym posiadaniu stałych zobowiązań odsetkowych. Taka sytuacja może być traktowana jako niekorzystna z uwagi na to, że w skrajnej sytuacji może spowodować utratę płynności a w ostateczności bankructwo przedsiębiorstwa. W myśl złotej reguły finansowania przedsiębiorstwa, wskaźnik ten powinien oscylować w okolicach poziomu 0,5, jednak większość podmiotów gospodarczych nie jest w stanie utrzymywać zrównoważonego stopnia finansowania swojego majątku. Naturalnym stanem rzeczy jest fakt iż jednostki gospodarcze aby zagwarantować sobie długookresowy wzrost i rozwój, finansują inwestycje środkami pochodzącymi z zewnątrz, które definiowane są jako kapitały obce. W praktyce wskaźnik przyjmuje najczęściej wielkości między 0,57 a 0,67⁸⁷. W związku z tym, uśredniając, można stwierdzić, że obie grupy zaprezentowanych podmiotów nie wyróżniają się ani nadmierną ekspozycją na ryzyko kredytowe, ani też go nie unikają finansując swój majątek kapitałami własnymi. Bez poddawania głębszej analizie poszczególnych podmiotów, można uznać, że spółki aktywne w procesach przejęć przyjmują wartości wskaźnika zadłużenia aktywów stosunkowo bardziej odbiegające od teoretycznego optymalnego jego poziomu. Należałoby również podkreślić, że większość spośród spółek aktywnych w badanym okresie zwiększa swoje zaangażowanie w finansowaniu swojego majątku kapitałami obcymi.

Przechodząc do drugiego z zaprezentowanych wskaźników zadłużenia, którym jest miara obsługi zadłużenia, można stwierdzić, że niemal wszystkie z przedstawionych podmiotów posiadają zdolność do spłacania swoich zobowiązań finansowych w postaci kredytów czy

⁸⁷ Jerzemowska E. (red.), *Analiza ekonomiczna w przedsiębiorstwie*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2006, s.167.

pożyczek. Po raz kolejny na uwagę zasługują dwie spółki PGS Software S.A. oraz iFirma S.A., które przyjmują najwyższe poziomy spośród wszystkich analizowanych podmiotów. W tych przypadkach wartość wskaźnika obsługi zadłużenia jest ściśle skorelowana z wysokimi poziomami wskaźników płynności, które wynikają przede wszystkim ze znacznego udziału środków pieniężnych i ich ekwiwalentów w strukturze aktywów.

Ostatnią z zaprezentowanych miar zadłużenia przedsiębiorstw jest wskaźnik zadłużenia kapitału własnego. Obrazuje on relację pomiędzy kapitałem obcym a kapitałem własnym. Przede wszystkim ma on znaczenie dla podmiotów chcących m.in. przystąpić do procesu finansowania przez banki w postaci kredytu. Z reguły kapitał własny jest traktowany przez kredytodawców jako zabezpieczenie udzielanych kredytów, które są nieodłącznym elementem strategii rozwoju przedsiębiorstw. Podmioty gospodarcze aby stale się rozwijać i osiągać przewagę konkurencyjną na rynku wobec innych jednostek korzystają z finansowania zewnętrznego, które po spełnieniu poszczególnych warunków banków jest stosunkowo łatwe do uzyskania. W tym przypadku korzystanie z kapitałów obcych ma na celu przede wszystkim poprawę efektywności przedsiębiorstwa poprzez wzrost rentowności jego kapitałów własnych, a więc sytuację tę należałoby utożsamiać z korzystaniem podmiotu z dźwigni finansowej. Na podstawie wielkości obrazujących wielkość tego wskaźnika w branży, wyższymi poziomami charakteryzują się spółki nieaktywne w sferze przejęć. W przypadku spółek Atende S.A., K2 Holding S.A. czy też Elzab S.A. zobowiązania przewyższają wartość kapitału własnego. Sytuacja ta może wiązać się właśnie z wykorzystaniem dźwigni finansowej, jednak należałoby wskazać, że wysokie zadłużenie w warunkach kryzysu gospodarczego lub złej koniunktury rynkowej może spowodować ryzyko wystąpienia strat, a nie pierwotnie zakładanych zysków. Z drugiej strony sytuacja wśród spółek aktywnych cechuje się pewną stałością poziomu tego wskaźnika, przyjmując średnią wartość w badanym okresie 0,55. Zadłużenie stanowi więc nieco ponad połowę wielkości kapitałów własnych, co skłania do wniosku, że podmioty te korzystają z finansowania zewnętrznego jednak w stopniu gwarantującym im bezpieczeństwo w przypadku wystąpienia kryzysowej sytuacji na rynku.

Analiza i interpretacja obszaru zadłużenia przedsiębiorstwa pozwala na ocenę udziału kapitału obcego w finansowaniu majątku podmiotu. W zależności od planów i strategii rozwoju danej spółki wartości poszczególnych miar mogą przyjmować inne od siebie wielkości. Na podstawie zaprezentowanych wskaźników można sformułować ogólny wniosek, że obie grupy spółek w sposób efektywny korzystają z finansowania zewnętrznego swojego majątku. Jednak należy zaznaczyć, że w momencie zaistnienia niekorzystnej koniunktury gospodarczej istnieje ryzyko wystąpienia problemów finansowych wśród podmiotów nieaktywnych.

Tabela 5.9. Wskaźniki zadłużenia spółek WIG – Informatyka aktywnych w procesach transakcji fuzji i przejęć w latach 2012 – 2018

rok	Stopa zadłużenia aktywów					Wskaźnik obsługi zadłużenia					Zadłużenie kapitału własnego				
	1	2	3	4	5	1	2	3	4	5	1	2	3	4	5
Asseco Poland S.A.	0,25	0,31	0,32	0,38	0,39	12,77	11,74	10,88	2,91	10,81	0,34	0,45	0,48	0,62	0,65
Comp S.A.	0,45	0,47	0,46	0,47	0,46	5,92	6,99	2,71	2,88	3,55	0,83	0,88	0,85	0,83	0,86
Comarch S.A.	0,42	0,40	0,40	0,44	0,47	30,83	100,92	47,23	-3,85	0,00	0,74	0,67	0,68	0,77	0,90
Wasko S.A.	0,39	0,27	0,21	0,24	0,36	18,78	29,46	53,65	30,26	35,14	0,63	0,37	0,26	0,32	0,56
Ailleron S.A.	0,42	0,36	0,37	0,35	0,42	62,82	18,75	34,34	5,25	10,65	0,72	0,57	0,58	0,55	0,71
LSI Software S.A.	0,26	0,27	0,26	0,31	0,26	57,94	72,78	89,18	38,53	13,66	0,36	0,37	0,35	0,45	0,35
Asseco SEE S.A.	0,19	0,23	0,22	0,23	0,36	23,33	22,95	22,05	48,83	30,31	0,23	0,29	0,28	0,29	0,56

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Notoria Serwis.

Tabela 5.10. Wskaźniki zadłużenia spółek WIG – Informatyka, które nie wykazują transakcji fuzji i przejęć w latach 2012 – 2018

rok	Stopa zadłużenia aktywów					Wskaźnik obsługi zadłużenia					Zadłużenie kapitału własnego				
	1	2	3	4	5	1	2	3	4	5	1	2	3	4	5
Atende S.A.	0,58	0,65	0,58	0,73	0,60	6,89	12,35	10,38	10,94	9,38	1,36	1,83	1,36	2,72	1,49
PGS Software S.A.	0,32	0,29	0,32	0,32	0,31	795,59	1 194,93	66,82	1 149,25	660,10	0,47	0,42	0,47	0,46	0,46
iFirma S.A.,	0,22	0,20	0,23	0,26	0,32	1 184,00	27,67	805,00	83,30	968,50	0,28	0,25	0,30	0,35	0,46
K2 Holding S.A	0,47	0,48	0,55	0,54	0,53	8,98	-42,59	36,31	23,50	33,21	0,90	0,91	1,23	1,16	1,11
NTT System S.A.	0,47	0,56	0,47	0,26	0,25	2,29	3,21	2,42	1,39	3,78	0,90	1,28	0,88	0,35	0,34
Elzab S.A.	0,49	0,50	0,52	0,52	0,58	22,03	15,27	9,67	5,72	1,26	0,94	0,99	1,09	1,09	1,41
Talex S.A.	0,43	0,54	0,50	0,44	0,41	67,44	18,94	17,48	20,00	24,38	0,75	1,18	0,98	0,79	0,70

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych Notoria Serwis.

5.4. Wnioski z przeprowadzonych analiz

Działalność jednostek gospodarczych w obrębie rynku, na którym funkcjonują wymusza na nich nieustanną weryfikację oraz ocenę podejmowanych przez nie działań czy też zjawisk zachodzących zarówno wewnątrz jak i w ich najbliższym otoczeniu. Jednym z najważniejszych aspektów prowadzenia przedsiębiorstwa jest dobór właściwych narzędzi pozwalających na obiektywną i rzetelną analizę wyników finansowych generowanych przez podmiot, a także wyciąganiu na ich podstawie użytecznych z punktu widzenia prowadzonej działalności wniosków. Kwestie oceny efektywności ekonomicznej przedsiębiorstwa, czy też oceny jego kondycji finansowej mają fundamentalne znaczenie dla celów właściwego i odpowiedzialnego zarządzania jednostką przez kadrę menadżerską, ale również są dla potencjalnych inwestorów zasadniczymi elementami decydującymi o ich zaangażowaniu w poszczególne podmioty. Podstawowym narzędziem, które umożliwia wyjaśnienie sytuacji finansowej przedsiębiorstwa oraz pozwala na ocenę zjawisk finansowych pod względem maksymalizacji wartości jednostki jest powszechnie stosowana analiza finansowa⁸⁸.

Analizy podmiotów sektora IT przeprowadzone w rozdziale piątym można podzielić na dwie części. Pierwsza z nich dotyczyła przede wszystkim prezentacji procesów przejęć przedstawionych spółek, ich motywów, celów jak i form przeprowadzonych transakcji. Natomiast druga z nich polegała na przeprowadzeniu badania w oparciu o analizę wskaźnikową spółek indeksu WIG – Informatyka z podziałem na podmioty aktywne w transakcjach fuzji i przejęć oraz tych, które takich procesów nie wykazywały.

W celu zaprezentowania transakcji fuzji i przejęć branży IT dokonanych w latach 2012 – 2018 szczegółowo omówiona została spółka Asseco Poland S.A. Jednostka ta nabywając inne podmioty kierowała się przede wszystkim zaplanowaną strategią rozwoju. W początkowych analizowanych latach wśród przejętych podmiotów można wskazać przedsiębiorstwa funkcjonujące na rynku polskim, natomiast z upływem czasu spółka ta dokonywała kolejnych przejęć jednak już poza granicami kraju. Wśród zaprezentowanych transakcji można wyróżnić zakupy w krajach europejskich oraz azjatyckich, takich jak: Portugalia, Rosja, Kazachstan czy Gruzja. Natomiast ostatnim z przedstawionych przejęć była spółka polska, ale w głównej mierze dostarczająca swoje rozwiązania na rynek filipiński. Na podstawie powyższych przytoczonych przykładów widać jak Asseco Poland S.A. wzmacnia swoją pozycję na rynku krajowym a także zagranicznym. Zyskuje nie tylko pozycję lidera

⁸⁸ Pomykańska B, Pomykański P., *Analiza finansowa przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2017, s.15.

wśród polskich spółek z branży IT, ale również zwiększa swoją konkurencyjność na arenie międzynarodowej. Wskazane transakcje przejęć można motywować m.in.: chęcią zatrudnienia doświadczonych i wysoko wykwalifikowanych pracowników, rozwojem oferowanych usług, zwiększaniem gamy asortymentu, jak również wymianą doświadczeń pomiędzy poszczególnymi podmiotami.

W drugiej części analizy branży IT wykorzystano cztery grupy wskaźników: płynności, rentowności, sprawności działania oraz zadłużenia. Analiza płynności nie pozwala dokonać rozstrzygającej oceny, które z dwóch zaprezentowanych grup spółek charakteryzują się lepszym poziomem płynności finansowej. Na podstawie wskaźników rentowności również trudno określić jednoznacznie bardziej efektywną grupę podmiotów z uwagi na fakt, iż niemal wszystkie wykazują dodatnie wartości wskaźników, a więc można je uznać za rentowne. Analiza sprawności działania skłania do wniosku, że spółki niewykazujące w badanym okresie transakcji fuzji i przejęć radziły sobie względnie lepiej pod względem zarządzania aktywami, gdyż ściągalność należności jak i spłata zobowiązań następowała w krótszym czasie. Natomiast zaprezentowany obszar zadłużenia przedsiębiorstwa w przypadku wystąpienia sytuacji niekorzystnej koniunktury na rynku może zwiększać ryzyko wystąpienia problemów finansowych wśród podmiotów nieaktywnych w sferze przejęć.

Odwołując się do postawionej na początku pracy tezy, iż procesy fuzji i przejęć prowadzą do powstawania silniejszych finansowo organizacji gospodarczych trudno wskazać, że jednostki aktywne charakteryzują się stosunkowo lepszymi parametrami opisującymi kondycję finansową przedsiębiorstw względem jednostek nieaktywnych. Wyszczególnione w badaniu dwie grupy spółek przyjmowały w badanych okresie niejednorodne wartości wskaźników obrazujących kondycję finansową przedsiębiorstw, a zatem w oparciu o analizę krótkiego okresu funkcjonowania podmiotów gospodarczych w sektorze IT nie można jednoznacznie stwierdzić, że podmioty aktywnie uczestniczące w procesach konsolidacyjnych są silniejszymi organizacjami pod względem finansowych. Z drugiej strony, ukazany w badaniu zróżnicowany obraz kondycji finansowej spółek nie pozwala na stwierdzenie, że podmioty nierealizujące fuzji i przejęć charakteryzują się mniej korzystną sytuacją finansową od spółek aktywnych.

Korzyści wynikające z transakcji fuzji i przejęć z pewnością prowadzą do powstawania większych przedsiębiorstw, jednak do oceny przypuszczalnego zwiększenia wyników prowadzonych działań w oparciu o procesy konsolidacyjne potrzeba byłoby przeanalizować stosunkowo dłuższe okresy czasu po dokonaniu procesów konsolidacyjnych w obrębie jednostek gospodarczych.

Zakończenie

Fuzje i przejęcia są procesami obecnymi na całym świecie, w wielu branżach. Stanowią one istotny element rozwoju gospodarki zarówno krajowej jak i światowej, mając tym samym kluczowe znaczenie dla wzrostu zewnętrznych podmiotów gospodarczych. Przedsięwzięcia te są w stanie generować dla uczestniczących w nich udział podmiotach gospodarczych zarówno korzyści majątkowe jak i kapitałowe. Warto jednak zaznaczyć, że dzieje się tak przede wszystkim w wyniku dobrego zaplanowania i koordynacji każdego z pojedynczych etapów transakcji fuzji lub przejęcia.

Podmioty decydujące się na przeprowadzenie transakcji nabycia lub sprzedaży jednostki rozpatrują ich dokonanie w obrębie wielu niezależnych od siebie czynników, które można zakwalifikować do kilku opisanych w pracy motywów. Niezależnie od strony transakcji, po której znajdują się przedsiębiorstwa, czy jest to nabywający, czy też przejmowany, motywy przeprowadzania procesów mających na celu konsolidację rynku, na którym funkcjonują można podzielić na grupy takie jak: motywy finansowe, aspekty strategiczne, administracyjne oraz menadżerskie. Wszystkie przytoczone czynniki można połączyć w jeden fundamentalny motyw procesów konsolidacyjnych, pozwalający w przyszłości wyjaśnić poniesione nakłady na dokonanie akwizycji, a jest nim oczekiwany i konieczny do wystąpienia efekt synergii, polegający na osiągnięciu przez nową, utworzoną jednostkę wyższego poziomu wartości od sumy poszczególnych części składających się na nią.

Każdy inwestor mający w planach dokonanie akwizycji powinien przed dokonaniem transakcji zdobyć możliwie jak najwięcej informacji o nabywanym podmiocie i powinny pochodzić one z rzetelnych źródeł. W ten sposób jednostki gospodarcze zainteresowane procesami konsolidacyjnymi są w stanie ograniczać ryzyka z nimi związane. W celu weryfikacji zgodności przeprowadzenia transakcji fuzji i przejęć z polityką i strategią podmiotów gospodarczych przeprowadza się analizę *due diligence*. Proces ten jest wnikliwą oraz szczegółową analizą, a na jego podstawie przedsiębiorstwa dokonują rzeczywistej oceny potencjału oraz wyceny nabywanej organizacji

Wielkość procesów konsolidacyjnych zaprezentowanych w pracy, mających miejsce na rynku światowym wraz z wyodrębnionymi obszarami branży IT, dają podstawę do stwierdzenia, iż procentowy udział sektora IT w globalnej gospodarce charakteryzuje się tendencją rosnącą. Analizując transakcje fuzji i przejęć na świecie pod kątem różnych sektorów gospodarki można zauważyć również, że segment IT na tle innych branż stanowi jedną spośród najaktywniejszych, biorąc pod uwagę liczbę procesów konsolidacyjnych. Podobnie sytuacja

wygląda w Polsce, branża telekomunikacji i IT w okresie od 2012 do 2018 roku, który posłużył także do dalszych analiz, znalazła się na 4. miejscu wśród obszarów fuzji i przejęć, tuż za branżami takimi jak: produkcja i przetwórstwo, nieruchomości i budownictwo. W związku z tym można stwierdzić, że hipoteza mówiąca, że zarówno na rynku polskim jak i w odniesieniu do rynku globalnego procesy konsolidacyjne przedsiębiorstw wykazują podobne tendencje w odniesieniu do wielkości oraz ilości przeprowadzanych transakcji w obrębie sektora związanego z działalnością informatyczną jest prawdą.

Do przeprowadzenia oceny kondycji finansowej przedsiębiorstw z branży IT wykorzystano spółki indeksu WIG – Informatyka. Zostały one przyporządkowane do dwóch grup. W ich skład weszło po 7 spółek aktywnych w obszarze fuzji i przejęć przedsiębiorstw oraz tych, które nie dokonały żadnej transakcji z tego obszaru. W celu zaprezentowania motywów transakcji fuzji i przejęć branży IT szczegółowo została przedstawiona spółka Asseco Poland S.A. Podmiot ten dokonując przejęć miał na celu przede wszystkim podążanie zaplanowaną strategią rozwoju. W pierwszych latach intensywnie rozwijał się na polskim rynku, zaś w późniejszym okresie dokonywał przejęć zarówno na rynku europejskim jaki i azjatyckim. Przytoczone w pracy przykłady pozwalają stwierdzić, że spółka ta wzmacniała swoją pozycję na rynku krajowym oraz zagranicznym, zwiększając tym samym swoją konkurencyjność. W skutek przejęć zatrudniała wysoko wykwalifikowanych specjalistów, rozwijała świadczone przez siebie usługi i dzieliła się doświadczeniami z innymi podmiotami.

W związku z powyższym można potwierdzić pierwszą część postawionej w pracy hipotezy mówiącej, iż procesy fuzji i przejęć prowadzą do powstawania coraz większych podmiotów gospodarczych. Natomiast analiza wskaźnikowa służąca ocenie kondycji finansowej przedsiębiorstw, a także będąca podstawą do zweryfikowania czy procesy konsolidacyjne dążą do tworzenia silniejszych finansowo podmiotów, nie pozwala na jednoznaczne stwierdzenie, że podmioty aktywne w obszarze fuzji i przejęć wykazują się większą efektywnością finansową prowadzonej działalności od podmiotów, które takich transakcji nie wykazują. Analizując kondycję finansową podmiotów w krótkim okresie trudno stwierdzić, że podmioty aktywne cechują się lepszą sytuacją ekonomiczną wobec podmiotów nieaktywnych. Na potrzeby weryfikacji przypuszczalnego zwiększenia wyników prowadzonych działań w oparciu o procesy konsolidacyjne potrzeba byłoby jednak przeanalizować stosunkowo dłuższe okresy czasu po dokonaniu procesów fuzji i przejęć w obrębie poszczególnych omawianych spółek.

Bibliografia

Książki i artykuły:

1. Ambukita E., *Fuzje i przejęcia jako strategia rozwoju przedsiębiorstwa– aspekty teoretyczne*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Nr 804 Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia Nr 67, pod red. D. Zarzecki, Szczecin 2014.
2. Bielawska A. (red.), *Nowoczesne zarządzanie finansami przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2009.
3. Brealey R. A., Myers S. C., Allen F., *Principles of Corporate Finance*, McGraw-Hill/Irwin, New York 2011.
4. Butrym K., Odlanicka-Poczobutt M., *Motywy sprzedawców i nabywców w transakcjach fuzji i przejęć*. W: Pyki J. (red.), *Nowoczesność przemysłu i usług*, Ośrodek Postępu Organizacyjnego przy Zarządzie Oddziału Towarzystwa Naukowego Organizacji i Kierownictwa, Katowice 2002.
5. Caipin T.J., Herndon M., *The Complete Guide to Mergers and Acquisitions*, Jossey-Bass Publishers, San Francisco 2000, CA, s. 23, w: Oziębło M., *Finansowa analiza due diligence w transakcjach fuzji i przejęć przedsiębiorstw*, *Przedsiębiorczość i Zarządzanie*, Tom XV, Zeszyt 6, Część II Funkcjonowanie podmiotów na rynkach finansowych w warunkach zmian i niestabilności, Wydawnictwo SAN, 2014.
6. Ciesielska D., Mazur K. (red.), *Wycena przedsiębiorstw w procesie międzynarodowych fuzji i przejęć*, Wydawnictwo Poltext, Warszawa 2015.
7. Cieślak M. (red.), *Prognozowanie gospodarcze Metody i Zastosowania*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2008.
8. Czekał J., Dresler Z., *Zarządzanie finansami przedsiębiorstwa Podstawy teorii*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2008.
9. Czerny J., *Kształtowanie wartości przedsiębiorstwa w wypadku fuzji lub przejęcia*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego Nr 668, Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia Nr 41, Szczecin 2011.
10. Damodaran A., *Corporate finance : theory and practice*, 2nd ed., John Wiley & Sons, New York 2001.
11. Flejterski S., Porada-Rochoń M., *Dywersyfikacja versus specjalizacja w procesach dostosowawczych przedsiębiorstw. Perspektywa pokryzysowa*, Zeszyty Naukowe

- Uniwersytetu Szczecińskiego nr 802, *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia* nr 65 (2014).
12. Frąckowiak W. (red.), *Fuzje i przejęcia*, PWE, Warszawa 2009.
 13. Gabrusewicz W., *Analiza finansowa przedsiębiorstwa. Teoria i zastosowanie*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2014.
 14. Gad J., *Analiza i ocena sytuacji finansowej przedsiębiorstwa*, w: *Ekonomia, finanse, prawo gospodarcze. Podręcznik dla sędziów i prokuratorów*, Uniwersytet Łódzki, Łódź 2015.
 15. Gaughan P. A., *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*, 6th Edition, JohnWiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey 2015.
 16. Gierszewska G., Romanowska M., *Analiza strategiczna przedsiębiorstwa*, PWE, Warszawa 2003.
 17. Griffin R. W., *Podstawy zarządzania organizacjami*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2017.
 18. Grudziński M., *Wybrane problemy związane z wyceną przedsiębiorstw w Polsce*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania nr 24, *Gospodarka, zarządzanie, środowisko*, 2011.
 19. Hitt M. A., Ireland R. D., Hoskisson R.E., *Strategic Management Competitiveness and Globalization: Concepts and Cases*, 8th Edition, South-Western Cengage Learning, Cincinnati, OH 2009.
 20. Hodgkinson, L., Partington G H., *The Motivation for Takeovers in the UK*, *Journal of Business Finance and Accounting*, 2008.
 21. Howson P., *Due Diligence The Critical Stage in Mergers and Acquisitions*, Routledge, New York, NY 2017.
 22. Jaki A., *Wycena i kształtowanie wartości przedsiębiorstwa*, Wolters Kluwer, Kraków 2008.
 23. Jensen M. C., *Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers*, Vol. 76, No. 2, *Papers and Proceedings of the Ninety-Eighth Annual Meeting of the American Economic Association*, *The American Economic Review*, May 1986.
 24. Jerzemowska E. (red.), *Analiza ekonomiczna w przedsiębiorstwie*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2006.
 25. Kaczyński S., *Konsolidacja, kooperacja czy konkurowanie – sposobem na budowanie przewagi konkurencyjnej i przetrwanie przedsiębiorstwa*, „Zarządzanie i Finanse”, 2013.

26. Koćwin L., *Spółeczeństwo cyfrowe w Polsce – strategie, plany i realia*, Instytut Pedagogiki Uniwersytetu Wrocławskiego, Wrocław 2018.
27. Kosiń P., *Strategiczne zarządzanie kosztami przedsiębiorstwa w otoczeniu sieciowym*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach, Katowice 2011.
28. Kozioł K., *Analiza strategiczna przedsiębiorstwa na poziomie makrootoczenia*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Studia i Prace Wydziału Nauk Ekonomicznych i Zarządzania nr 17, 2010.
29. Kozłowska-Makós D., *Efekt synergii w procesach łączenia się kapitału (wybrane problemy)*, Zarządzanie Finansami i Rachunkowość Nr 3 (2), Szkoła Główna Gospodarstwa Wiejskiego w Warszawie, Warszawa 2015.
30. Kozłowska-Makós D., *Fuzje i przejęcia jako formy koncentracji kapitału*, Studia Ekonomiczne. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach nr 282, Katowice 2016.
31. Marszałek J., *Oplacalności transakcji fuzji i przejęć jako bariera konsolidacji kapitałowej*, Acta Universitatis Lodzensis. Folia Oeconomica, t.203, 2007.
32. Marcinkowska M., *Kształtowanie wartości firmy*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2000.
33. Micek G., *Problematyka funkcjonowania firm informatycznych w ujęciu przestrzennym*, Prace Komisji Geografii Przemysłu Polskiego Towarzystwa Geograficznego, Międzynarodowe uwarunkowania rozwoju przemysłu nr 8, 2006.
34. Miedziński B., Biczynski S. (red.), *Słownik ekonomiki i organizacji przedsiębiorstwa*, Państwowe Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 1991.
35. Oesterle D. A., Norberg J. R., *Management Buyouts: Creating or Appropriating Shareholder Wealth?*, Vanderbilt Law Review, Volume 41 Issue 2, March 1988.
36. Pabianiak P., *Analiza Finansowa Przedsiębiorstwa*, Business Concepts, 2016.
37. Panfil M., *Due diligence i wycena spółki w transakcjach fuzji i przejęć* w: Korpus J. (red.), *Fuzje i przejęcia. Kluczowe czynniki sukcesu i przyczyny niepowodzeń transakcji*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2014.
38. Penc-Pietrzak I., *Analiza strategiczna w zarządzaniu firmą: koncepcja i stosowanie*, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2003.
39. Piątek E., Diedzic-Jagocka I., *Due diligence – źródła danych do analizy*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Nr 855 Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia Nr 74, 2015.

40. Pierścionek Z., *Zarządzanie strategiczne w przedsiębiorstwie*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2011.
41. Podsiadlik C., *Wrogie przejęcie spółki*, Warszawa: LexisNexis 2003, s. 39-41, w: Klocek M., *Geneza i strategie realizacji wrogich przejęć*, Roczniki Ekonomii i Zarządzania, Tom 6 (42) nr 1 2014.
42. Pomykalska B, Pomykalski P., *Analiza finansowa przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2017.
43. Porter, M. E., *Competitive Strategy: Techniques for Analyzing Industries and Competitors*, The Free Press, New York 1998.
44. Prysiniński Ł., Jóźwicki R., *Wybrane aspekty dywersyfikacji źródeł przychodu przedsiębiorstw*, Zarządzanie i Finanse Journal of Management and Finance Vol. 14, No. 3/2/2016.
45. Puzio E., *Uwarunkowania fuzji i przejęć przedsiębiorstw*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Nr 2 Współczesne Problemy Ekonomiczne. Globalizacja. Liberalizacja. Etyka Nr 18, Szczecin 2018.
46. Pytkowski W., *Organizacja badań i ocena prac naukowych*, Państwowe Wydawnictwo Naukowe, Warszawa 1981.
47. Roberts A., Wallace W., Moles P., *Mergers and Acquisitions*, Edinburgh Business School Heriot-Watt University, MQ-A2-engb 1/2016 (1020), Edinburgh 2016.
48. Rutkowski A., *Zarządzanie finansami*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2016.
49. Sharma P., Goswami D. K., *Managing mergers & acquisitions: an issue of strategy management*, International Journal of Management, IT & Engineering, Vol. 7 Issue 5, May 2017.
50. Sierpińska M., Jachna T., *Metody podejmowania decyzji finansowych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2008.
51. Sikorski C., *Metody zarządzania relacjami w strukturze organizacyjnej. Relacje strukturalne*, W: Błaszczak W., *Metody organizacji i zarządzania. Kształtowanie relacji organizacyjnych*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2006.
52. Smulski J., *Raport Specjalny. Rynek IT i telekomunikacji w Polsce. Szanse, zagrożenia, bariery rozwoju*, International Data Corporation Poland, Polska Izba Informatyki i Telekomunikacji, Warszawa lipiec 2020.

53. Smutek H., *Rozwój przedsiębiorstwa a strategie dywersyfikacji*, Zeszyty Naukowe nr 613 Akademii Ekonomicznej w Krakowie, 2003.
54. Sobańska-Helman K., Sieradzan P., *Inwestycje private equity/venture capital*, Wydawnictwo Key Text, Warszawa 2013.
55. Stabryła A., *Zarządzanie projektami ekonomicznymi i organizacyjnymi*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2006.
56. Strategor, *Zarządzanie firm.: strategie, struktury, decyzje, tożsamość*, PWE, Warszawa 1997.
57. Sydor M., *Wskazówki dla piszących prace dyplomowe*, Wydawnictwo Uniwersytetu Przyrodniczego w Poznaniu, Poznań 2014.
58. Szczepankowski P. J., *Fuzje i przejęcia*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2000.
59. Szczepankowski P., *Wycena i zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2007.
60. Tadeusiewicz R. (red.), *Wczoraj, dziś i jutro polskiej informatyki*, Polskie Towarzystwo Informatyczne, Warszawa 2011.
61. Weiss E. (red.), *Podstawy i metody zarządzania. Wybrane zagadnienia*, Vizja Press & IT, Warszawa 2008.
62. Witczak I., *Płynność finansowa jako miara sprawności funkcjonowania firm farmaceutycznych*, Studia Ekonomiczne, Tom 201, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach, Katowice 2014.
63. Wróbel P., *Efekt synergiczny w fuzjach i przejęciach*, Prace i Materiały Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego nr 3, Gdańsk 2004.
64. Zadora H., *Fuzje i przejęcia na rynku kapitałowym. Motywy, okoliczności i warunki oraz procedury, procesy i struktury*, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach, Katowice 2011.
65. Zarzecki D., *Metody wyceny przedsiębiorstw*, Fundacja Rozwoju Przedsiębiorczości, Warszawa 1999.
66. Zastempowski M., Głabiszewski W., Liczmańska-Kopcewicz K., *Mikrootoczenie polskich MŚP a ich aktywność innowacyjna*, Zeszyty Naukowe Politechniki Śląskiej, Seria: Organizacja i Zarządzanie, Wydawnictwo Politechniki Śląskiej w Gliwicach, 2018.

Akty prawne:

67. Rozporządzenie Rady (WE) Nr 139/2004 z dnia 20 stycznia 2004 r. w sprawie kontroli koncentracji przedsiębiorstw (rozporządzenie WE w sprawie kontroli łączenia się przedsiębiorstw).
68. Ustawa z dnia 11 maja 2017 r. o biegłych rewidentach, firmach audytorskich oraz nadzorze publicznym (. Dz. U. z 2020 r. poz. 1415).
69. Ustawa z dnia 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych (Dz.U. z 2020 poz. 1526, 2320).
70. Ustawa z dnia 8 marca 2013 r. o przeciwdziałaniu opóźnieniom w transakcjach handlowych (Dz. U. z 2021 poz. 424).
71. Ustawa z dnia 16 lutego 2007 r. o ochronie konkurencji i konsumentów (Dz. U. z 2021 r. poz. 275).
72. Ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości (Dz. U. z 2021 r. poz. 217).
73. Ustawa z dnia 24 września 2010 r. o zmianie ustawy o gospodarce nieruchomościami (Dz.U. 2010 nr 200 poz. 1323).

Strony internetowe:

74. Asseco Poland S.A., <https://pl.asseco.com> (dostęp: 14.06.2021 r.)
75. CMS Cameron McKenna, <https://cms.law/en/pol> (dostęp: 22.05.2021 r.).
76. Emerging Markets Information Service, <https://www.emis.com/pl> (dostęp: 22.05.2021 r.).
77. Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie, <https://www.gpw.pl> (dostęp: 23.05.2021 r.).
78. Główny Urząd Statystyczny, <https://stat.gov.pl> (dostęp: 08.05.2021 r.).
79. Grant Thornton, <https://grantthornton.pl> (dostęp: 07.05.2021 r.).
80. Grupa Polskiego Funduszu Rozwoju, <https://pfr.pl> (dostęp: 18.05.2021 r.).
81. Institute for Mergers, Acquisitions and Alliances, <https://imaa-institute.org> (dostęp: 20.05.2021 r.).
82. NewConnect, <https://newconnect.pl> (dostęp: 08.05.2021 r.).
83. Notoria Serwis, <https://uw.notoria.pl> (dostęp: 16.06.2012 r.).
84. Stooq, <https://stooq.pl> (dostęp: 23.05.2021).

Spis schematów

Schemat 2.1. Proces przejęcia.....	16
---	----

Spis tabel

Tabela 3.1. Podstawowe różnice pomiędzy audytem a due diligence	36
Tabela 3.2. Rodzaje <i>due diligence</i>	39
Tabela 3.3. Klasyfikacje metod wyceny wg koncepcji różnych autorów	42
Tabela 4.1. Tabela korelacji liczby transakcji fuzji i przejęć w latach 1985 – 2020.....	47
Tabela 4.2. Tabela korelacji wartości transakcji fuzji i przejęć w latach 1985 – 2020.....	47
Tabela 4.3. Liczba i wartość fuzji i przejęć na rynku światowym według branży w latach 1985 – 2016.....	49
Tabela 4.4. Liczba transakcji fuzji i przejęć w Polsce wg branży w latach 2012 – 2018	49
Tabela 4.5. Udział liczby transakcji fuzji i przejęć w Polsce w branży telekomunikacyjnej i IT w latach 2012 – 2018	50
Tabela 4.6. Liczba podmiotów gospodarki narodowej oraz z podziałem według działów Polskiej Klasyfikacji Działalności (PKD) w latach 2012 – 2020	51
Tabela 4.7. Zmiana liczby podmiotów gospodarki narodowej ogółem oraz według Działów 26 i 62 PKD r/r w latach 2012 – 2020.....	51
Tabela 4.8. Udział liczby podmiotów Działów 26 i 62 PKD w ogólnej liczbie podmiotów w latach 2012 – 2020	52
Tabela 4.9. Spółki wchodzące w skład indeksu WIG-Informatyka wg stanu na dzień 23.05.2021 roku.....	54
Tabela 4.10. Spółki wchodzące w skład indeksu WIG-Informatyka, które były aktywne w obszarze fuzji i przejęć w latach 2012 – 2018	55
Tabela 5.1. Spółki WIG – Informatyka aktywne oraz nieaktywne w procesach transakcji fuzji i przejęć w latach 2012 – 2018.....	58
Tabela 5.2. Spółki przejęte przez Asseco Poland S.A. w latach 2012 – 2018	59
Tabela 5.3. Wskaźniki płynności finansowej spółek WIG – Informatyka aktywnych w procesach transakcji fuzji i przejęć w latach 2012 – 2018	63
Tabela 5.4. Wskaźniki płynności finansowej spółek WIG – Informatyka, które nie wykazują transakcji fuzji i przejęć w latach 2012 – 2018	63

Tabela 5.5. Wskaźniki rentowności spółek WIG – Informatyka aktywnych w procesach transakcji fuzji i przejęć w latach 2012 – 2018 (w %)	67
Tabela 5.6. Wskaźniki rentowności spółek WIG – Informatyka, które nie wykazują transakcji fuzji i przejęć w latach 2012 – 2018 (w %)	67
Tabela 5.7. Wskaźniki sprawności działania spółek WIG – Informatyka aktywnych w procesach transakcji fuzji i przejęć w latach 2012 – 2018 (w dniach)	70
Tabela 5.8. Wskaźniki sprawności działania spółek WIG – Informatyka, które nie wykazują transakcji fuzji i przejęć w latach 2012 – 2018 (w dniach)	70
Tabela 5.9. Wskaźniki zadłużenia spółek WIG – Informatyka aktywnych w procesach transakcji fuzji i przejęć w latach 2012 – 2018	73
Tabela 5.10. Wskaźniki zadłużenia spółek WIG – Informatyka, które nie wykazują transakcji fuzji i przejęć w latach 2012 – 2018	73

Spis wykresów

Wykres 3.1. Odsetek firm pozyskujących określony typ informacji	38
Wykres 4.1. Transakcje fuzji i przejęć na rynku światowym w latach 1985 – 2020	45
Wykres 4.2. Transakcje fuzji i przejęć na rynku światowym w latach 1985 – 2020 z segmentu oprogramowania	46
Wykres 4.3. Transakcje fuzji i przejęć na rynku światowym w latach 1985 – 2020 z segmentu usług oraz doradztwa IT	46
Wykres 4.4. Udział liczby i wielkości transakcji fuzji i przejęć z segmentu oprogramowania wraz z segmentem usług i doradztwa IT w odniesieniu do całości procesów konsolidacyjnych światowej gospodarki w latach 1985 – 2020	48
Wykres 4.5. Podział rynku IT w Polsce według segmentów (mld USD)	52
Wykres 4.6. Wartość indeksu WIG – Informatyka oraz indeksu WIG od 31.12.1998	53