

Uniwersytet Warszawski

Wydział Zarządzania

Agata Pacyna

Nr albumu 435454

Ocena opłacalności fuzji i przejęć na przykładzie branży informatycznej

Praca magisterska

na kierunku Zarządzanie finansami i rachunkowość

Praca wykonana pod kierunkiem

dr. Andrzeja Rutkowskiego

Uniwersytet Warszawski

Warszawa, lipiec 2022

Streszczenie

Głównym celem pracy jest ocena opłacalności fuzji i przejęć na przykładzie branży informatycznej. W pracy zbadano kondycję finansową dwóch grup firm: które zdecydowały się na proces fuzji i przejęć w branży informatycznej oraz tych spółek sektora IT, które nie dokonały transakcji konsolidacyjnej. Porównanie kondycji finansowej podmiotów przeprowadzono dla okresu 2011-2019. Stwierdzono, że kondycja finansowa podmiotów, które nie zdecydowały się na fuzję lub przejęcie osiągnęły korzystniejsze poziomy wskaźników od drugiej badanej grupy. Zarówno wskaźnik płynności, rentowności jak i zadłużenia charakteryzował się lepszymi wynikami. Mimo to udział sektora IT w całości transakcji konsolidacyjnych w Polsce osiąga coraz większy udział w stosunku do innych segmentów. Przedstawiono również motywy, bariery oraz rodzaje transakcji fuzji i przejęć

Słowa kluczowe

fuzja, przejęcie, sektor IT

Tytuł pracy w języku angielskim

Assessment of the profitability of mergers and acquisitions on the example of the IT industry

Spis treści

WSTĘP	6
ROZDZIAŁ 1. ISTOTA FUZJI I PRZEJĘĆ	9
1.1 Motywy podejmowania fuzji i przejęć	9
1.2 Bariery fuzji i przejęć	15
1.3 Rodzaje fuzji i przejęć	18
ROZDZIAŁ 2. MIARY EFEKTYWNOŚCI POŁĄCZENIA.....	26
2.1 Wprowadzenie do oceny efektywności fuzji i przejęć	26
2.2 Zmiana wartości firmy jako efekt procesu konsolidacyjnego.....	27
2.3 Zmiany poziomu wskaźników na skutek fuzji lub przejęcia	31
ROZDZIAŁ 3. CHARAKTERYSTYKA SEKTORA IT ORAZ SPÓLEK,	38
W KTÓRYCH WYSTĄPIŁA FUZJA LUB PRZEJĘCIE	38
3.1. Zmiany zachodzące w liczbie i wartości procesu fuzji i przejęć na świecie, w Europie oraz w Polsce.....	38
3.2. Sektor IT w Polsce	42
3.3 Charakterystyka spółek, w których doszło do fuzji lub przejęcia.....	49
ROZDZIAŁ 4. ANALIZA FINANSOWA PODMIOTÓW, KTÓRE ZDECYDOWAŁY SIĘ NA TRANSAKCJĘ KONSOLIDACYJĄ ORAZ FIRM, KTÓRE NIE DOKONAŁY FUZJI LUB PRZEJĘCIA	53
4.1 Wskaźniki płynności firm, które zdecydowały się na proces konsolidacyjny oraz które nie podjęły danej transakcji.....	53
4.2 Wskaźniki rentowności firm, które zdecydowały się na proces konsolidacyjny oraz które nie podjęły danej transakcji.....	57
4.3 Wskaźniki zadłużenia firm, które zdecydowały się na proces konsolidacyjny oraz które nie podjęły danej transakcji.....	60
4.4 Wnioski	63
ZAKOŃCZENIE	66

Bibliografia	68
Wykaz tabel i wykresów	72

WSTĘP

Firmy dążą do rozwoju we wszystkich obszarach prowadzonej działalności. Chęć wzrostu na rynku oraz większej konkurencyjności powoduje, że podmioty coraz częściej decydują się na proces konsolidacyjny, co w efekcie może spowodować poprawę lub pogorszenie kondycji przedsiębiorstwa. Poprzez tą transakcję możliwy jest także szybki rozwój nie tylko krajowy, ale również zagraniczny. Rozszerzenie swojej oferty nie tylko w Polsce, ale i za granicą jest związane z zyskaniem wykwalifikowanej kadry zagranicznej jak i większej liczby klientów, stanowi to jeden z czynników motywujących inwestorów do rozwoju poprzez transakcję konsolidacyjną.

W zależności od kierunku rozwoju podmiot może zdecydować się na dokonanie fuzji lub przejęcia. Fuzja występuje, gdy dwa podmioty lub więcej łączą się i w efekcie powstaje nowa spółka, natomiast przejęcie to sytuacja, gdy majątek firmy przejętej zostaje przeniesiony do firmy, która zdecydowała się na transakcję przejęcia. Podmiot decydujący się na inwestycję w zależności od planów rozwoju może zdecydować się na firmę z tego samego sektora, z innego sektora, firmę oferującą przedmioty lub usługi komplementarne jak i na podmiot oferujący usługi lub przedmioty ten sam łańcuch dostaw służące do wyprodukowania wspólnego dobra. Każda z tych inwestycji posiada mocne i słabe strony. Głównym celem inwestorów jako efekt fuzji lub przejęcia jest powstanie efektu synergii. W celu oceny opłacalności dokonanej transakcji podmioty mogą ocenić wartość podmiotu przed i po transakcji a następnie ocenić czy poziom zmiany jej wartości jest satysfakcjonujący. Innym sposobem oceny efektywności transakcji są zmiany poziomu wskaźników.

Proces ten bezpośrednio wpłynie na kondycję finansową przedsiębiorstwa, dlatego ważnym aspektem jest wybór odpowiedniego podmiotu, z którym dojdzie do fuzji lub połączenia. Istnieje wiele zagrożeń, ale również szans, które powstają w efekcie transakcji konsolidacyjnej. Odpowiednia strategia i plany dalszego rozwoju stanowią ważny element powodzenia danej transakcji.

Segmentem, na który popyt w ostatnich latach rośnie to sektor IT. Wzrost zapotrzebowania na usługi, sprzęt jak i oprogramowanie IT sprawia, że coraz więcej inwestorów podejmując transakcję konsolidacyjną decyduje się na ten segment. Również pandemia koronawirusa uwidoczniła znaczenie sektora informatycznego ze względu na przejście na zdalny tryb pracy jak i nauki. Pandemia spowodowała, że rynek informatyczny gwałtownie się rozwinął w tym

okresie. Ze względu na stały rozwój tego sektora, liczba fuzji segmentu informatycznego stanowi coraz większy udział w całości transakcji konsolidacyjnych w Polsce.

Przedmiotem badań w pracy jest ocena opłacalności fuzji i przejęć w branży informatycznej.

W pracy postawiono tezę, iż fuzje i przejęcia prowadzą do poprawy sytuacji finansowej firmy przejmującej

Cel:

Celem głównym jest ocena wpływu dokonania fuzji i przejęcia na sytuację finansową przedsiębiorstw z sektora informatycznego w stosunku do firm, które nie zdecydowały się na dokonanie procesu konsolidacyjnego.

Aby osiągnąć cel główny przedstawiono cele szczegółowe:

- Prezentacja podstawowych motywów i barier dokonywania fuzji i przejęć przez firmy oraz czynników, które mają wpływ na opłacalność lub niepowodzenie danej inwestycji.
- Zaprezentowanie sytuacji finansowej wybranych spółek z branży informatycznej, które dokonały przejęcia lub fuzji w stosunku do pozostałych firm z branży informatycznej, które nie zdecydowały się na proces konsolidacyjny.

Metodyka badań:

Dążąc do wykonania głównego celu pracy, skorzystano ze źródeł pierwotnych i wtórnych. W części teoretycznej dokonano przeglądu literatury dotyczącego głównych motywów, barier, rodzajów fuzji i przejęć, a także miar przedstawiających czy dana inwestycja była efektywna. W tym celu skorzystano także z artykułów naukowych i źródeł internetowych, a także źródeł statystycznych przedstawiająca jak kształtowała się sytuacja dokonywania fuzji i przejęć w ostatnich latach. Użyto metodę opisową. W drugiej części przedstawiono opis sektora informatycznego oraz zaprezentowano liczbę i wartość fuzji i przejęć ogółem na świecie, w Europie, w Polsce, a także w zaprezentowanym sektorze w Polsce oraz zmiany w jej liczbie i wartość transakcji na przestrzeni lat. Wykorzystano raporty, bazę danych Emis, sprawozdania przedstawiające kondycję finansową podmiotów sektora informatycznego, które zdecydowały się na dokonanie fuzji lub przejęcia oraz firm z tego samego sektora, które nie dokonały

danych transakcji. Za pomocą sprawozdań wykonano analizę wskaźnikową. Przedstawiono wnioski prezentujące czy sytuacja finansowa firm, które dokonały dane transakcje jest korzystniejsza niż kondycja firm, które się na nią nie zdecydowały.

ROZDZIAŁ 1. ISTOTA FUZJI I PRZEJĘĆ

1.1 Motywy podejmowania fuzji i przejęć

Przedsiębiorstwa stale dążą do wzmocnienia pozycji na rynku. Ich głównym celem jest poprawa sytuacji finansowej, a także m.in. zmniejszenie kosztów produkcji, wzrost rozpoznawalności firmy, rozszerzenie oferty produktów, w których specjalizuje się dana firma, a także zatrudnienie wykwalifikowanej kadry pracowników, którzy dzięki swojemu doświadczeniu mogą znacząco wpłynąć na jakość oferowanych usług, a także rozpoznawalność firmy. Oferowanie dobrej jakości produktów powoduje wzrost zaufania klientów do firmy, co wpływa na większą liczbę osób korzystających z usług i oferty firmy dzięki czemu podmiot może zanotować większy udział branży w danym rynku. Przedsiębiorstwa dążą do ciągłego podejmowania nowych działań, dzięki czemu stają się konkurencyjne: m.in. poprzez dokonywanie fuzji lub przejęć może nastąpić ich dynamiczny rozwój.

Powstawanie coraz większej liczby przedsiębiorstw ma znaczący wpływ na wzrost konkurencji, która pozytywnie wpływa na rynek. Powoduje, że firmy dążą do innowacyjności i wyróżnienia się na rynku, oferują różnorodne produkty o coraz wyższej jakości za niższą cenę niż konkurenci, co wpływa na wybór przez konsumenta danej firmy. Klienci szukają przede wszystkim produktów o wysokiej jakości, a także zwracają uwagę na produkty, które wyróżniają się w określony sposób w porównaniu do innych firm. Strategią niektórych firm jest również specjalizacja w określonej branży, oprócz tego konkurencja ma również wpływ na rozwój gospodarczy¹. Poprzez wzrost liczby firm konkurujących, każda z nich stara się umocnić pozycję na rynku, co ma bezpośredni wpływ na ogólną poprawę jakości oferowanych usług i produktów w poszczególnych branżach, co także wpływa na zdolność konkurencji za granicą.

Sposobem na szybki rozwój firmy, dzięki której zanotuje wzrost udziału na rynku jest dokonywanie fuzji i przejęć.

Czynnikiem, który zachęca konkurentów do podjęcia fuzji lub przejęcia danej firmy jest jej dobra kondycja finansowa, rosnąca sprzedaż w firmie przejmowanej lub w której zostanie

¹ M. Kraszewska, K. Pujer, *Konkurencyjność przedsiębiorstw. Sposoby budowania przewagi konkurencyjnej*, Wydawnictwo Exante, Wrocław, 2017, s. 12,13

dokonana fuzja, wzrost liczby klientów, oferowanie coraz lepszej jakości produktów. Natomiast główną motywacją dla właścicieli firm jest możliwość osiągnięcia dynamicznego rozwoju². Bardzo ważnym aspektem decydującym o sukcesie podjęcia fuzji lub przejęcia jest dobór odpowiedniego kontrahenta, ponieważ będzie miało to wpływ na dalszą kondycję finansową firmy przejmującej. Dokonanie danej transakcji wiąże się nie tylko z możliwością poprawy sytuacji finansowej, ale również z podjęciem ryzyka³.

Jednym z ważnych motywów dokonania transakcji fuzji lub przejęcia jest motyw finansowy. Transakcja na rynku fuzji i przejęć może mieć wpływ na poprawę sytuacji finansowej firmy, która dokonała transakcji na rynku przejęć. W momencie, gdy kondycja finansowa firmy przejmowanej jest dobra, jej wyniki sprzedaży, przychód, stopa zwrotu są wysokie - może mieć pozytywny wpływ na wzrost poziomu kondycji finansowej firmy, która dokonała transakcje na rynku przejęć.⁴ Czynnikiem, który również przyczynia się do podjęcia decyzji o połączeniu podmiotów to obniżenie kosztów na skutek synergii, poprzez zmianę struktury firmy, likwidację pokrywających się aktywów. Gdy firmy decydują się na transakcję konsolidacyjną z firmą z tego samego sektora, są w stanie obniżyć koszty, ze względu na ten sam lub podobny proces produkcyjny⁵. Dodatkowo koszty stałe w związku z powiększeniem produkcji mogą również się nie zwiększyć. Występuje korzyść skali – ma wpływ na wzrost przychodów na skutek większej skali produkcji.

Gdy poziom rozwoju firmy jest wysoki, kondycja finansowa jest dobra, występuje stały rozwój, a także charakteryzuje się stabilnością finansową oraz posiada środki finansowe, która mogłaby wykorzystać, może zdecydować się na rozwój firmy poprzez inwestycję w dokonanie fuzji lub przejęcia innej firmy. W ten sposób podmiot może wykorzystać fundusze, dzięki którym będzie w stanie dalej się rozwijać poprzez rozwój zewnętrzny. Stanowi to znacznie szybszą formę rozwoju oraz wejścia na nowe rynki w przeciwieństwie do rozwoju wewnętrznego. Dodatkowo może się okazać, że firma na skutek dokonania nabycia zwiększa swoje możliwości do skorzystania z kredytu. Taka sytuacja występuje w przypadku, gdy podmiot, który przedsiębiorstwo zdecydowało się przejąć lub z którym dokonało fuzji nie

² E. Ambukita, *Fuzje i przejęcia, jako strategia rozwoju przedsiębiorstwa- aspekty teoretyczne*, "Zeszyty naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 804", Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia nr 67, 2014, s.715-723, s. 722

³ R.F. Bruner (red.), *Applied Mergers Acquisitions*, John Wiley & Sons Inc., Hoboken, New Jersey, 2004, s.15

⁴ E. Ambukita, op.cit, s. 175-723, s. 718

⁵ E. Puzio, *Uwarunkowania fuzji i przejęć przedsiębiorstw*, "Współczesne problemy ekonomiczne nr 2/2018 (18)", Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, 2018, s. 80

wykorzystał wszystkich możliwości skorzystania z zewnętrznych źródeł finansowania. Dlatego firma, gdy nie możliwości otrzymania kredytu, poprzez rozszerzenie działalności może zyskać taką sposobność.

Dokonanie fuzji z inną firmą, mającą lepszą pozycję na rynku może się okazać korzystnym rozwiązaniem dla obu stron ze względu na połączenie sił obu spółek, które będą w stanie lepiej zarządzać firmą. Ze względu na wprowadzenie odpowiedniej strategii, kondycja finansowa działalności, której sytuacja finansowa była słabsza od firmy, z którą dokonała fuzji firmy może zanotować poprawę.

Motywami dokonywania transakcji na rynku przejęć są również korzyści podatkowe (np. wpływ na mniejszą podstawę opodatkowania) oraz wzrost wartości akcji⁶. Korzyścią, jaką podmiot inwestujący może osiągnąć to sytuacja, w której wartość rynkowa firmy przejętej zostanie niedokładnie określona, ponieważ w rzeczywistości wartość podmiotu może być znacznie większa⁷.

Do motywów rynkowych i marketingowych zaliczamy m.in. umocnienie pozycji na rynku. Poprzez zwiększenie oferty, ilości i jakości usług, firma staje się coraz bardziej zauważalna, dzięki czemu zdobywa zaufanie na rynku oraz większą liczbę klientów. Rozszerzenie działalności firmy w wielu obszarach ma wpływ na wzrost zainteresowania oferowanymi usługami ze strony kupujących, dzięki czemu jej konkurencyjność wzrasta lub zostaje wyeliminowana. Jedną ze strategii może być także specjalizacja firmy w jednej działalności. Dzięki temu oferuje produkty o znacznie wyższej jakości. Podmiot poprzez skupienie się na jednym segmencie zdobywa coraz więcej informacji, w jaki sposób może oferować produkty o lepszej jakości, co się wiąże ze wzrostem liczby klientów. Staje się ekspertem w efektywnym zarządzaniu danym segmentem, dzięki czemu wykorzystuje wszystkie możliwości rozwoju i pozytywne strony prowadzonej działalności.

Oprócz specjalizacji, inną strategią rozwoju jest połączenie podmiotów z różnych sektorów, dzięki czemu może oferować usługi nie tylko z tego samego segmentu, w którym się

⁶ H. J. Wnorowski, *Przejęcia i fuzje jako forma ekspansji korporacji*, [W:] Gruszevska E. (red.), *Współczesne wyzwania rozwoju gospodarczego Polityka i kreacja potencjału*, Wydawnictwo Uniwersytetu w Białymstoku 2015, s.15

⁷ K. Butrym, M. Odlanicka-Poczobott, *Motywy sprzedawców i nabywców w transakcjach fuzji i przejęć*, [W:] J. Pyka (red), *Nowoczesność przemysłu i usług*, Katowice: Towarzystwo Naukowe Organizacji i Kierownictwa, 2002, s.118-128, s.120

specjalizowała dotychczas, ale również rozszerzenie działalności daje możliwość zaoferowania większego zakresu produktów.

Firmy często decydują się na dokonanie fuzji lub przejęcia podmiotu, który oferuje produkty lub usługi komplementarne, dzięki czemu klienci podczas transakcji, kupują dodatkowo drugi produkt, mimo że początkowo zamierzali pozyskać tylko jeden. Oferowanie produktów komplementarnych stanowi strategię wielu firm. Sprawia, że wydatki klientów oraz przychody firmy stają się większe. Klienci oprócz produktu głównego, decydują się również na produkt, który jest bezpośrednio z nim związany. Czasami sprzedawane produkty są oferowane w zestawie, cena nie wydaje się dużo wyższa, dlatego klient decyduje się na jego zakup. Przykładem może być laptop i myszka. Po zakupie laptopa, klient z dużym prawdopodobieństwem zakupi myszkę w tym samym sklepie zamiast wyboru innego sklepu⁸

Dodatkowo, rozszerzenie działalności może stanowić formę zabezpieczenia dla firmy. Przedsiębiorstwo zmniejsza ponoszone ryzyko, w przypadku, gdy np. początkowo oferowało produkty lub usługę z danego segmentu, a podjęło decyzję o dokonaniu fuzji lub przejęcia z firmą, która nie jest związana bezpośrednio z dotychczas prowadzoną działalnością. Gdy popyt na jeden z sektorów spadnie, formą zabezpieczenia jest drugi segment, w który firma zdecydowała się zainwestować. Nagły spadek popytu może być spowodowany m.in. ze względu na powstawanie substytutów, które mogą być tańsze niż produkt oferowany przez firmę. Jednak w sytuacji, gdy firma decyduje się na połączenie z przedsiębiorstwem oferującym substytuty istnieje szansa, że połączone firmy zdecydują się na podniesienie cen za oferowane produkty⁹. Dlatego wybór segmentu, w który właściciele przedsiębiorstwa zdecydują się zainwestować stanowi ważny element, decydujący o późniejszym funkcjonowaniu i opłacalności prowadzonej działalności przez firmę.

Podjęcie transakcji na rynku przejęć lub dokonanie fuzji z podmiotem oferującym produkty komplementarne wiąże się z poniesieniem mniejszego ryzyka w przypadku np. rozpoczynania działalności od początku wewnątrz firmy. Rozpoczęcie od podstaw działalności w firmie wiąże się również z dużymi nakładami pieniężnymi. Dodatkowo firma jest w stanie w znacznie szybszy sposób dokonać rozwoju poprzez fuzję lub przejęcia, zamiast rozwoju wewnętrznego, który wiąże się z przygotowaniem planu rozwoju nowej

⁸ E. Puzio, op.cit., 2018, s. 81

⁹ R. J. Gilbert, *Innovation matters: competition policy for the high-technology economy*, The MIT press, Cambridge, Massachusetts London, England, 2020, s.93

działalności, jej organizacją, koniecznością zapoznania się ze specyfiką nowopowstałej działalności oraz wdrożenie projektu rozwoju i powstaniu działalności od podstaw. Natomiast na skutek połączenia czas, w jakim nastąpi rozwój działalności jest znacznie szybszy¹⁰. Dzięki dywersyfikacji ryzyka, sytuacja finansowa również staje się ugruntowana. W przypadku chęci otrzymania pożyczki, przedsiębiorstwo z większym prawdopodobieństwem otrzyma ją za niższą cenę ze względu na dobrą kondycję finansową, która nie zmienia się gwałtownie. Gdy popyt na jeden z segmentów spadnie, sytuacja firmy nadal może być odpowiednia ze względu na inwestycję w inny segment¹¹. Stanowi to formę zabezpieczenia dla pożyczkodawcy, dlatego z większym prawdopodobieństwem zdecyduje się na jej udzielenie.

Do motywów dokonywania fuzji i przejęć zaliczamy również motywy techniczne i operacyjne. Ze względu na duże zmiany, jakie zachodzą przez połączenie lub fuzję np. zmiana struktury firmy, zmiana kadry, następuje konieczność nowej organizacji przedsiębiorstwa.

Opracowanie strategii jest kluczowym punktem w powodzeniu przy dokonaniu transakcji na rynku przejęć. Zmiana organizacji w celu zintegrowania zarządzania na wielu płaszczyznach m.in. księgowości, marketingu, a także kadr, powoduje, że następuje zmniejszenie zatrudnienia¹². Dotyczy to m.in. pracowników działu technicznego - z powodu braku konieczności zatrudnienia dwóch osób obsługujących jedno stanowisko pracy np. jedną maszynę¹³. Ma to wpływ na ograniczenie kosztów wynagrodzenia ze względu na możliwość zmniejszenia liczby stanowisk.

Przedsiębiorstwa dążą do zatrudnienia wykwalifikowanej siły roboczej, natomiast, gdy w firmie, która została przejęta lub doszło do fuzji, kadra zarządzająca jest nieefektywna - zostaje ona usunięta z powierzonego stanowiska. Daje to możliwość zatrudnienia

¹⁰ K. Butrym, M. Odlanicka-Poczobott, op.cit., s. 119

¹¹ A. Szytko, *Motywy M&A – szerokie możliwości rozwoju przedsiębiorstw poprzez fuzje i przejęcia*, Towarzystwo Naukowe Organizacji i Kierownictwa, Przegląd Organizacji, Nr 3 (866), 2012, s.18-22, s. 21

¹² K. Gugler, B.B. Yurtoglu, *The effects of mergers on company employment in the USA and Europe*, "International Journal of Industrial Organization", Elsevier, Vol.22, issue 4, April, 2004, 481-502, s. 482

¹³ J. Adamska-Mieruszevska, M. Markiewicz, *Czynniki sukcesu fuzji i przejęć horyzontalnych na przykładzie globalnych agencji informatycznych*, *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia* nr 4/2016 (82), cz. 2, s. 473-484, s. 474

pracowników, których poziom efektywności jest znacznie wyższy, dzięki czemu zarówno poziom organizacji jak i wyniki pracowników, poprzez odpowiednią motywację wzrosną.¹⁴

Na skutek połączenia występują również korzyści techniczne, do których zaliczamy m.in. brak konieczności korzystania z części maszyn, dotyczy to firm, które przed połączeniem lub fuzją działały w tym samym sektorze lub które specjalizowały się w wytwarzaniu podobnych produktów oraz w celu ich wytwarzania korzystały z tych samych maszyn lub podobnych. W efekcie transakcji konsolidacyjnej ponoszone koszty maleją na skutek efektu synergii¹⁵.

Do głównych motywów zaliczamy również motywy menadżerskie. Na skutek dokonania transakcji połączenia lub fuzji, wzrasta odpowiedzialność ze względu na rozszerzenie działalności oraz zwiększenie obowiązków menadżera, osób zajmujących się zarządzaniem w firmie. Podejmują decyzje, które są znacznie bardziej odpowiedzialne ze względu na powiększenie obszaru zarządzanej działalnością. Może być to równoznaczne z otrzymaniem większego wynagrodzenia. Rośnie również prestiż i władza ze względu na wzrost konieczności kontroli, a także konieczność rozwoju menadżera w różnych obszarach, np. w przypadku, gdy fuzja lub połączenie dotyczy innego segmentu niż dotychczasowa działalność¹⁶.

Decyzja o dokonaniu fuzji lub przejęcia stanowi dużą szansę rozwoju dla przedsiębiorstwa. Ważnym elementem mającym wpływ o dokonaniu transakcji jest analiza due diligence. Przed dokonaniem wyboru dotyczącego zainwestowania w konkretną firmę - przygotowywanie analizy pomaga podjąć ostateczną decyzję. Osoba zainteresowana inwestycją, zleca firmie zewnętrznej jej przygotowanie, dzięki czemu zostaje przedstawiona ogólna kondycja firmy. Poprzez dostęp do wszystkich danych firmy i przygotowaniu jej w odpowiedni sposób inwestor otrzymuje szczegółowe informacje dotyczące możliwych obszarów zagrożenia i szans rozwoju dla przedsiębiorstwa. Przygotowane badanie dotyczy nie tylko sytuacji finansowej przedsiębiorstwa, ale także wszystkich obszarów związanych z prowadzoną firmą. Przedstawia m.in. informacje na temat wykorzystania zasobów technologicznych, sytuację handlową, podatkową. Dzięki temu inwestor jest w stanie zdecydować, czy dany podmiot jest odpowiednim wyborem. Stanowi również wskazówkę po

¹⁴ M. Stuss Magdalena, Specyfika zarządzania zasobami ludzkimi po fuzjach i przejęciach przedsiębiorstw, Wydawnictwo Uniwersytetu Jagiellońskiego, Kraków, 2015

¹⁵ Benefits of a Merger or Acquisition < <https://archive.mbda.gov/news/blog/2012/04/benefits-merger-or-acquisition.html> > [dostęp: 13.02.2022]

¹⁶ K. Butrym, M. Odlanicka-Poczobott, op.cit., s.120

podjęciu decyzji o przejęciu lub fuzji, na czym firma powinna się skupić, aby prawidłowo wykorzystać potencjał firmy jak i na co powinna zwrócić uwagę, aby mogła zlikwidować lub zabezpieczyć ewentualne ryzyka¹⁷.

Podjmując decyzję o dokonaniu transakcji na rynku fuzji i przejęć ważny aspekt, na którym kierownictwo powinno się skupić stanowi stworzenie odpowiedniej strategii dalszego rozwoju. Na skutek dokonania danych transakcji istnieje szansa na dynamiczny rozwój firmy. Udział procentowy w rynku również wzrośnie, dzięki czemu firma staje się coraz bardziej konkurencyjna. Chęć poprawy kondycji finansowej, redukcja części kosztów operacyjnych jak i redukcja stanowisk pracy sprawia, że ponoszone koszty są niższe. Wiele zalet dokonania fuzji lub przejęcia zachęca nabywców firm do podjęcia danej decyzji. Jest to jedno z działań, dzięki, któremu firma może w krótkim okresie czasu znacząco wpłynąć na zajmowaną pozycję na rynku. Jednak podjęcie danej decyzji stanowi nie tylko szansę dla firmy, ale również stanowi ryzyko niepowodzenia transakcji.

1.2 Bariery fuzji i przejęć

Decyzja o dokonaniu fuzji lub przejęcia stanowi ciężką i odpowiedzialną decyzję. Jest to zarówno szansa, jak i zagrożenie dla funkcjonowania podmiotu. Dlatego jej podjęcie jest równoznaczne z koniecznością dokonania wielu zmian w firmie m.in. zmiana organizacji firmy, co nie zawsze okazuje się łatwe, może wywołać wiele komplikacji w jej funkcjonowaniu. Podjęcie decyzji o przejęciu lub fuzji innego segmentu niż działalność podstawowa stanowi szansę ze względu na możliwość szybkiego rozwoju, a z drugiej strony jest zagrożeniem z powodu dynamicznych zmian zachodzących na rynku. Organizacja zarządzania nowym segmentem, z którym dotychczas nie miało się styczności stanowi jedną z wielu barier dokonania takiej decyzji, ponieważ konieczna jest zmiana struktury funkcjonowania firmy.

Zachodzące zmiany stanowią również trudności dla pracowników firm, które zostały przejęte lub w których doszło do transakcji konsolidacyjnej. Często nie są oni odpowiednio informowani o sytuacji, w jakiej znajduje się firma lub wiadomość o przejęciu lub fuzji pojawia się przed samym dokonaniem transakcji, mimo że planowane jej dokonanie, zaplanowane było z dużym wyprzedzeniem. Barierą jest również zmniejszenie wydajności

¹⁷ A. Podczaski, Due diligence – kluczowy etap w procesach fuzji i przejęć, Kwartalnik nauk o przedsiębiorstwie, 54(1), 2020/1, s. 69-80, s.72-74

pracy osób zatrudnionych¹⁸, co może stanowić zagrożenie w funkcjonowaniu firmy. Wiele osób traci miejsce pracy ze względu na redukcję etatów. Zmiany organizacyjne powodują, że pracownicy z wieloletnim stażem, których efektywność była wysoka są zmuszeni znaleźć nowe zatrudnienie. Pracownicy zarządzający firmą przejmowaną na skutek przejęcia mogą stracić swoje stanowisko – ich potencjał operacyjny zostaje niewykorzystany. Firma ze względu na oszczędności lub stanowiska, które były podobne w obu firmach jest zmuszona zredukować wiele etatów z powodu braku opłacalności utrzymywania kilku tych samych stanowisk lub ze względu na zmianę struktury firmy, pełnione wcześniej stanowiska nie są już potrzebne. Dlatego poinformowanie pracowników o dokonaniu fuzji lub przejęcia przez inną firmę wzbudza obawy, a także może wpłynąć na zmniejszenie ich zaangażowania. Stanowi to jedną z głównych barier, ponieważ brak efektywności pracowników oznacza słabsze wyniki firmy lub zaburzenie jej funkcjonowania¹⁹.

Różnice kulturowe również stanowią przeszkodę w podjęciu decyzji o dokonaniu transakcji na rynku przejęć ze względu na różnice korporacyjne. W przypadku braku odpowiedniej organizacji lub niezwróceniu uwagi na aspekt różnic kulturowych pracownicy mogą czuć się pominięci lub nie odczuwać satysfakcji z wykonywanej pracy. Jest to ważny element, który jest bardzo często pomijany w planowaniu organizacji firmy. Nagła zmiana właściciela, warunków i zwyczajów panujących w firmie może stanowić problem dla pracowników firmy przejętej²⁰. Dlatego tak ważne jest wdrożenie w planie rozwoju aspektów kulturowych, tak, aby różnice kulturowe żadnej ze stron nie zostały pominięte, ponieważ stanowi to istotny element decydujący o satysfakcji z wykonywanej pracy. Poprzez odpowiednią strategię firmy i okazanie szacunku nowo przejętej firmie, ich pracownicy mogą nie odczuwać dużych zmian. Zamiast tego odpowiednia strategia powinna uwzględnić szanse rozwoju, jakie mogą stanowić różnice kulturowe, czyli w jaki sposób obie strony mogą skorzystać na różnicach jakie ich dzielą i w jaki sposób razem mogą dążyć do wspólnego celu²¹.

¹⁸ K. Łopacińska, *Korzyści i zagrożenia dla przedsiębiorstw wynikające z fuzji i przejęcia na rynku międzynarodowym*, "Biznes międzynarodowy w gospodarce globalnej", nr 33, 2014, s.583–594, s.591, 592

¹⁹ D. Klimczak, *M&A Post-merger integration – istota i rola dobrze przygotowanego przejęcia*, Kwartalnik nauk o przedsiębiorstwie, 2020/2, s.94-103, s.98

²⁰ S. Kosowski, *Efektywne zarządzanie zasobami ludzkimi w fuzjach i przejęciach*, "Zeszyty Naukowe Wyższej Szkoły Humanitas Zarządzanie" 2019 (2), s. 93-106, str.95

²¹ K. Łopacińska, op.cit., s. 583–594, s.591, 592

Firma decydująca się na przejęcie lub fuzję powinna mieć jasno sprecyzowane cele. Często poprzez brak precyzyjnych motywów i ograniczony dostęp do informacji na temat spółki przejmowanej firma nie jest w stanie zaplanować efektywnej strategii wzrostu. Brak możliwości otrzymania szczegółowych informacji na temat spółki stanowi barierę, ponieważ strategia przedsiębiorstwa na kolejne lata może zostać nieprawidłowo wykonana, ze względu na brak dostępu lub niedostarczenie wszystkich danych na temat firmy przejmowanej.

Jedną z barier, która jest możliwa do wystąpienia stanowi złe oszacowanie wartości firmy. Istnieje możliwość, że zaistnieje konieczność poniesienia wyższych wydatków niż w rzeczywistości firma powinna przeznaczyć na nią²².

Oprócz aspektu finansowego ważną rolę stanowi również odpowiednia wiedza o przejmowanym segmencie w celu prawidłowego zarządzania firmą jak i wiedza na temat klientów: ich potrzeb oraz przyzwyczajzeń. W celu utrzymania klientów firma przejmująca powinna zdobyć dokładne informacje na temat relacji podmiotu z klientami, ich polityki, sposobach dobrej komunikacji jak i metodach, dzięki którym mogliby zachęcić nowych klientów do skorzystania z oferty firmy przejętej. Często decyzja wejścia na nowy segment może okazać się znacznie cięższa niż mogło się to wydawać firmie, która dokonuje przejęcia. Sposób organizacji, przyzwyczajenia pracowników są często inne, co stanowi barierę dla firmy przejmującej. Jednak poprzez stworzenie odpowiedniego planu, strategii i zdobyciu informacji na temat dotychczasowych sposobów zarządzania podmiotem nowi właściciele również w prawidłowy sposób sprawią, że firma będzie się rozwijała w dobrym kierunku dzięki swojej wiedzy i doświadczeniu.

Przedsiębiorstwo decydując się na fuzję lub przejęcie powinno uwzględnić wszystkie możliwe zagrożenia. Dzięki temu zmniejszy ryzyko poniesienia niepowodzenia. Bariere stanowi możliwość nieprawidłowego przygotowania analizy rynku, który jest jednym z głównych elementów decydujących o powodzeniu dokonanej transakcji a także aspekt różnic kulturowych, który często jest pomijany, a również jest ważnym elementem²³. Podjęcie decyzji o dokonaniu fuzji lub przejęcie wiąże się z ryzykiem. Analiza rynku i analiza finansowa stanowi ważną część powodzenia transakcji. Dlatego przygotowanie jej przez specjalistów, może znacząco wpłynąć na powodzenie transakcji. Często poprzez brak

²² Ryzyka współczesnego rynku fuzji i przejęć, Raport z badania Crowe Horwath i FERF, s.7

<<https://www.tgc.eu/media/publikacje/Mergers&Acquisitions.pdf>>

²³ J. Badrtalei, D.L.Bates, *Effect of Organizational Cultures on Mergers and Acquisitions: The Case of DaimlerChrysler*, "International Journal of Management", Vol. 24 No., 2 June 2007, s.304

wystarczających informacji lub nieprawidłowe przygotowanie analizy, dokonana transakcja może skończyć się niepowodzeniem, co w duży sposób wpłynie na sytuację finansową przedsiębiorstwa. Przygotowanie dokładnej analizy finansowej, a także zwrócenie uwagi na wszystkie ryzyka podejmowane przez firmę i stworzenie odpowiedniego planu zabezpieczenia firmy, poprzez odpowiednią strategię może mieć wpływ na powodzenie transakcji konsolidacyjnej. Jednak czasami przewidzenie sytuacji, jaka będzie w danym segmencie w ciągu kilku lat może być niemożliwa, ze względu na stale zachodzące zmiany w gospodarce co w efekcie może spowodować zmiany w popycie na produkt oferowany przez przejętą firmę.

1.3 Rodzaje fuzji i przejęć

Firmy planują różne strategie wzrostu, w zależności od planu rozwoju mogą zdecydować się na dokonanie fuzji lub przejęcia. Fuzja występuje w sytuacji, gdy następuje połączenie firm, dzięki czemu powstaje nowa spółka. Dlatego majątek obu firm zostaje przeniesiony do nowopowstałego podmiotu. Fuzja pomaga we wspólnym wykorzystaniu silnych stron, a pokonaniu słabych, wspólnym rozwoju i zintegrowaniu działalności, dzięki czemu efektywność firmy wzrośnie, a koszty działalności poprzez wspólną działalność będą mniejsze niż w porównaniu, gdy działały, jako odrębne firmy. Integracja firm sprawia, że poprzez ograniczenie kosztów, oferowana cena za produkty także może zanotować spadek, co wpływa na większą konkurencyjność. Oprócz tego obie firmy na skutek połączenia decydują o dalszych kierunkach rozwoju, a także podejmują decyzje i razem zarządzają firmą. Natomiast przejęcie zachodzi w sytuacji, gdy majątek jednej firmy zostaje przejęty przez drugą firmę – nie powstaje nowy podmiot. Następuje ustanie bytu prawnego firmy, która została przejęta. Często przedsiębiorstwo dokonujące przejęcia charakteryzuje się wyższą pozycją rynkową, lepszym poziomem rozwoju oraz jest silniejsze w stosunku do firmy, która została przejęta. Tak jak w przypadku fuzji także następuje ograniczenie kosztów i wzrost pozycji na rynku.

Firma decyduje się na inwestycję w konkretną spółkę, w zależności od planowanego rozwoju, jej celem może być oferowanie produktów z różnych segmentów, z jednego segmentu lub m.in. osiągnięcie większej kontroli nad firmą poprzez inwestycje w przedsiębiorstwo, mających taki sam łańcuch dostaw, a które znajduje się na różnym ich poziomie.

Istnieje wiele klasyfikacji fuzji i przejęć, jednak jednym z podstawowych rodzajów, jakie wyróżniamy, to podział, ze względu na fuzję:

- poziome
- pionowe
- konglomeratowe
- koncentryczne

Wyróżniamy fuzję poziomą (horyzontalną), dotyczy fuzji z firmą oferującą produkty z tych samych sektorów, producentów, których oferta obejmuje ten sam lub podobny rodzaj produktów. Segment klientów, do których kierowane są oferowane produkty jest podobna. Firmy często decydują się na podjęcie fuzji ze swoimi konkurentami. Jej celem jest zdobycie jak największej części rynku. Dzięki fuzji z firmą zajmującą się podobną działalnością przedsiębiorstwo jest w stanie ograniczyć poniesione koszty²⁴. Część z nich się pokrywa, z powodu na prowadzoną działalność. Istnieje możliwość ograniczenia kosztów produkcji, marketingowych oraz logistycznych dzięki eliminacji części z nich. Na skutek redukcji kosztów, wydajność firmy może wzrosnąć, ponieważ jest w stanie przeznaczyć większy nakład pieniężny na inwestycje w celu poprawy efektywności firmy.

Dodatkowo w sytuacji, gdy dwa podmioty się połączą, które mają duże udziały na rynku w danym sektorze, mogą zdobyć większość rynku. Na skutek połączenia koszty jednostkowe również mogą zmaleć, istnieje możliwość obniżenia ceny oferowanych produktów. Z tego względu możliwe jest kierowanie cenami produktów na rynku, dzięki czemu przedsiębiorstwo zyskuje dużą przewagę nad konkurentami²⁵. Zakup firmy, która jest znana i oferuje dobrej jakości produkty, może być znacznie tańsze niż tworzenie jej od podstaw. Rozszerzenie działalności i decydowanie o cenach może sprawić, że potencjalni kandydaci mogą nie zdecydować się na inwestycje w dany segment ze względu na obawy związane z możliwością nie poradzenia sobie z konkurencją.

Fuzja pionowa (wertykalna) - dotyczy działalności, które są wzajemnie powiązane poprzez posiadanie tego samego łańcucha dostaw. Dotyczy tej samej działalności oraz produktów lub usług znajdujących się na różnym poziomie łańcucha dostaw, służących do wytworzenia

²⁴ L. Capron, *The long term performance of horizontal acquisitions*, "Strategic Management Journal", Volume 20, Issue 11, 1999, s.987-1018, s. 989

²⁵ C.E. Fee, Shawn T., *Sources of gains in horizontal mergers: evidence from customer, supplier, and rival firms*, "Journal of Financial Economics 74", Elsevier, 2004, s. 423–460, s.424

wspólnego produktu. Nie konkurują ze sobą i nie zajmują się wytwarzaniem tych samych produktów, ale są to dobra, które są od siebie wzajemnie zależne np. może dotyczyć wytwarzania dwóch różnych produktów, które są konieczne, aby stworzyć produkt końcowy²⁶. Zaletą połączenia wertykalnego jest możliwość jednoczesnego kontrolowania procesu wytwarzania dwóch towarów składających się na produkt końcowy. Dzięki dokonaniu danej transakcji proces kontroli jest większy. Podczas różnych procesów wytwarzania danego produktu istnieje możliwość poprawy komunikacji. Następuje integracja procesu, dzięki czemu wdrożona zostaje lepsza organizacja zarządzaniem całą produkcją i wzrost efektywności²⁷.

Poprzez połączenie firm, których łańcuch dostaw jest taki sam, poniesione koszty całego procesu maleją. Nie ma konieczności szukania przedsiębiorstwa, które oferuje produkt po korzystnej cenie potrzebny do wykonania produktu końcowego, ponieważ firma poprzez połączenie może być właścicielem firmy wytwarzającego ten towar. Dzięki temu ma wpływ na poniesione koszty.

Dodatkowo poprzez współzależność produktów zachodzi również efekt synergii jest on większy niż synergia w przypadku produktów, które nie są ze sobą powiązane w żaden sposób. W fuzji pionowej zachodzi synergia finansowa, operacyjna jak i menadżerska. Synergia operacyjna dotyczy poprawy koordynowania całym procesem. Firma jest w stanie znacząco zmniejszyć wydatki na proces komunikacyjny. Synergia finansowa dotyczy możliwości wyeliminowania ograniczeń finansowych, m.in. możliwe jest wykorzystanie wolnych przepływów pieniężnych, zmniejszenie kosztu kapitału jak i wzrost poziomu zdolności kredytowej. Natomiast synergia menadżerska dotyczy możliwości zatrzymania dobrej kadry, dzięki której poziom wydajności przedsiębiorstwa wzrasta, a w efekcie następuje usunięcie nieefektywnej kadry zarządzającej²⁸.

Ważnym aspektem jest również konkurencja. Czym większą część składających się na łańcuch dostaw posiada przedsiębiorstwo tym większą przewagę i kontrolę osiąga nad konkurencją²⁹. Przykładem może być walizka ze skóry, gdy firma posiada wszystkie części

²⁶ T. J. Brennan, *Vertical mergers, the coase theorem and the burden of proof*, "Journal of Competition Law & Economics", 16(4), 2020, s.488–510, s.489

²⁷ <[What is a Vertical Merger? Advantages and Disadvantages - Wikiaccounting](#)> [dostęp: 28.05.2022]

²⁸ <<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/strategy/vertical-merger-integration/>> [dostęp: 04.03.2022]

²⁹ J. P. Choi, *Mergers with Bundling in Complementary Markets*, "The Journal of Industrial Economics", Wiley, Vol. 56, No. 3, 2008, pp. 553-577 s. 555

oprócz skóry, ze względu na przyjęcie firmy zajmującej się produkcją skóry jest w stanie zmniejszyć swoje koszty jak i wpłynąć na koszty poniesione przez resztę firm za towar do produkcji walizek. Dlatego firma zyskuje przewagę nad konkurencją. Jest w stanie decydować o kosztach poniesionych przez inne firmy, a swoje koszty jest w stanie zminimalizować.

Główna różnica między fuzją poziomą i pionową polega na tym, że fuzje horyzontalne dążą do zdobycia jak największej części rynku, dzięki czemu następuje duża redukcja kosztów, natomiast celem fuzji wertykalnej nie jest połączenie z konkurencją, ale z firmą, znajdującą się na innym poziomie łańcucha dostaw, dzięki czemu poziom kontroli jest znacznie większy.

Kolejnym rodzajem fuzji jest fuzja konglomeracyjną, która dotyczy firm prowadzących działalności wzajemnie niepowiązane. Jest to rodzaj fuzji, w których firmy działają na różnych segmentach. Podejmują odrębne decyzje, ponieważ rynki nie są powiązane. Ich głównym celem jest rozszerzenie prowadzonej działalności jak i poprawa sytuacji finansowej³⁰.

Istnieją:

- konglomeraty finansowe, których zadaniem jest efektywne zarządzanie finansami, który prowadzi do wzrostu finansowego firmy
- konglomeraty zarządcze, których celem jest prowadzenie odpowiedniej strategii jak i koordynowanie nad odpowiednim zarządzaniem operacyjnym

Ich główną zaletą jest dywersyfikacja - firma oferuje produkty z różnych segmentów. Może to stanowić formę zabezpieczenia w sytuacji, gdy popyt na jeden produkt zanotuje spadek, drugi może zanotować wzrost. Strata w pierwszym sektorze może zostać zrekompensowana wzrostem zysku w segmencie, w który firma zdecydowała się zainwestować³¹.

Fuzja konglomeracyjna umożliwia także zwiększenie liczby klientów. Firma zyskuje konsumentów z innego segmentu, dzięki czemu mimo braku powiązania między oferowanymi produktami, nowy klient może zainteresować się ofertą produktu z segmentu, z którego dotychczas nie korzystał lub wybierał poprzednio inną firmę. Z tego powodu,

³⁰ W. Karaszewski, M. Kuzel, *Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw zagranicznych na gruncie eklektycznej teorii bezpośrednich inwestycji zagranicznych*, "Ekonomia XXXIV – Nauki humanistyczno-społeczne", zeszyt 368, Toruń, 2004, s.82-93, s.90

³¹ <<https://efinancemanagement.com/mergers-and-acquisitions/conglomerate-merger>> [dostęp: 05.03.2022]

podmiot, który powstał na skutek połączenia obu firm, poprzez zyskanie konsumentów, może osiągnąć większy przychód.

Natomiast wadą fuzji konglomeracyjnej, związanej z wejściem na nowy rynek jest możliwość braku dobrej znajomości nowego segmentu przez osoby przejmujące. Stanowi to duże wyzwanie dla osób odpowiedzialnych za wprowadzenie odpowiedniej strategii oraz efektywne zarządzanie firmą. Na skutek braku wystarczającej wiedzy może zostać wprowadzony nieodpowiedni ład korporacyjny, a także zatrudniona kadra pracownicza, której wydajność nie jest wystarczająca. Zarządzanie nowym segmentem stanowi duże wyzwanie dla kierownictwa. Ważnym aspektem jest również ustalenie odpowiedniej kultury korporacyjnej m.in. wspólnych wartości, które na skutek połączenia firm zajmujących się różnymi segmentami mogą się znacząco różnić³².

Innym typem fuzji, który wyróżniamy jest fuzja koncentryczna, która skupia się na:

- firmach oferujących produkty komplementarne. Podmioty oferują podobny rodzaj produktu – zachodzi połączenie z firmą, w której profil produktu lub usługi, jest podobny lub wzajemnie powiązany. Występuje między takimi samymi segmentami lub powiązanymi między sobą, których baza klientów również jest podobna. Poprzez ofertę produktu komplementarnego z większym prawdopodobieństwem klient wybierze ten sam sklep niż wybór nowego miejsca.
- położeniu geograficznym – jest związane z miejscem wytwarzania danego produktu lub usługi, jednak dotyczy różnych segmentów.
- firmach, których zakres oferowanych towarów przez oba podmioty jest różny³³.

W przedstawionej fuzji, gdy firma oferuje produkty komplementarne występuje efekt synergii. Jest on znacznie większy niż w przypadku fuzji z firmą, która nie jest związana z działalnością. Zaletą fuzji koncentrycznej jest zmniejszenie poniesionego ryzyka ze względu na oferowanie produktów, które są ze sobą powiązane. Stanowi to zabezpieczenie dla prowadzonej działalności, a także sprawia, że popyt na oferowane produkty może wzrosnąć³⁴.

Należy także zwrócić uwagę na powody dokonania transakcji. Ze względu na cele strategiczne, według których doszło do dokonania fuzji i przejęcia, wyróżniamy:

³² <<https://www.letslearnfinance.com/advantages-and-disadvantages-of-conglomerate-merger.html>> [dostęp: 05.03.2022]

³³ W. Frąckowiak (red.), *Fuzje i przejęcia*, PWE, Warszawa, 2009, 29,30

³⁴ <<https://dealroom.net/faq/guide-to-concentric-mergers>> [dostęp: 05.03.2022]

- Nabycie obronne – dotyczy sytuacji, w której w celu uniknięcia przejęcia firmy przez inny podmiot, firma decyduje się na dokonanie fuzji. Ze względu na wzrost obszaru działalności, występuje mniejsze prawdopodobieństwo, że firma zostanie przejęta. Nabycie obronne ma również charakter zabezpieczenia, ze względu na chęć połączenia się ze spółką mającą lepszą pozycję na rynku. Gdy firma nie jest w stanie rozwijać się w sposób autonomiczny, możliwość połączenia z inną firmą wzmocni jej pozycję na rynku i sprawi, że zasoby podmiotu zostaną wykorzystane w lepszy sposób.
- Nabycie strategiczne i okazyjne
 - nabycie strategiczne dotyczy strategii rozwoju firmy, czyli dokonania przejęcia, dzięki któremu nastąpi rozwój i rozszerzenie prowadzonej działalności, osiągnięcie większego zysku, a także powstanie efektu synergii.
 - nabycie okazyjne dotyczy sytuacji, w której właściciele wykorzystują sytuację kupna firmy ze względu na jej złe oszacowanie. W rzeczywistości jej wartość może być znacznie większa
- Nabycie krajowe i międzynarodowe
 - nabycie krajowe dotyczy podjęcia transakcji w jednym kraju.
 - nabycie międzynarodowe, oznacza podjęcie nabycia w wielu państwach, co powoduje powstanie transakcji między krajowymi i zagranicznymi podmiotami oraz w efekcie powstaje korporacja prowadząca działalność w co najmniej dwóch krajach³⁵.

Przejęcie przyjazne i wrogie

W celu rozwoju przedsiębiorstwa, zdobycia większości udziałów na rynku, firmy dokonują przejęć, które mogą odbywać się za zgodą lub bez zgody właścicieli.

W przypadku, gdy firma zamierza przejąć inną firmę, która nie wyraża sprzeciwu mamy do czynienia z przejęciem przyjaznym. Przygotowanie korzystnej oferty dla firmy jest ważnym aspektem powodzenia przyjaznego przejęcia. Gdy zarządy dochodzą do porozumienia, czyli obie strony podejmujące transakcję dochodzą do zgodności jest to równoznaczne z

³⁵ W. Frąckowiak, Fuzje i przejęcia, Polskie Wydawnictwo Naukowe, Warszawa 2009, s.31, 32

przekazaniem oferty akcjonariuszom, którzy podejmują ostateczną decyzję dotyczącą dalszych losów firmy. Przejęcie przyjazne odznacza się jawnością podjętej transakcji³⁶.

Drugi rodzaj przejęcia- wrogie, to sytuacja, w której firma zostaje przejęta mimo jej woli. W sytuacji, gdy firma składa ofertę innej spółce w celu jej przejęcia, jednak nie otrzymuje zgody zarządu jak i akcjonariuszy, a mimo to stara się ją przejąć oznacza, że stara się przejąć nad nią kontrolę za pomocą przejęcia wrogiego³⁷.

Gdy firma składa propozycję przejęcia firmie publicznej, informacje na ten temat powinny mieć charakter ogólnodostępny. Istnieje możliwość wystąpienia sytuacji, gdzie zarząd podejmuje główne decyzje, zamiast akcjonariuszy. Gdy kadra kierownicza, podejmuje ważne decyzje odnośnie dalszego rozwoju, bez udziału właścicieli, może się okazać, że działania, które podejmują nie prowadzą do znacznego rozwoju firmy. Poziom wydajności kadry zarządzającej jak i strategia rozwoju może nie być odpowiednia, co może wpływać na słabą kondycję na rynku. Na skutek przejęcia, może nastąpić zmiana kadry, a także wprowadzenie efektywnej strategii rozwoju firmy. W efekcie w rzeczywistości wartość rynkowa przedsiębiorstwa może być na znacznie wyższym poziomie.

Wrogie przejęcia mogą prowadzić do poprawy sytuacji przedsiębiorstwa, gdy zostanie przejęta przez podmiot, który ma lepszą pozycję rynkową, charakteryzuje się wysoką konkurencyjnością i szybkim rozwojem. Firma dokonująca przejęcia może w lepszy sposób zarządzać przejętą firmą, dzięki czemu jej wydajność wzrośnie³⁸.

Wyróżniamy następujące formy nabycia wrogiego:

- Sukcesywny wykup akcji firmy, w której celem jest dokonanie jej przejęcia, jednak, gdy mamy do czynienia ze spółką państwową, gdy zdobędzie powyżej 5% własności przedsiębiorstwa, które zamierza przejąć – informacja powinna być ogólnodostępna
- Przekazanie oferty akcjonariuszom z pominięciem zarządu. Gdy firma dokonująca przejęcia zdaje sobie sprawę z braku możliwości uzyskania zgody zarządu, swoją ofertę kieruje do akcjonariuszy.

³⁶ Ibidem, s.95

³⁷ <<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/deals/hostile-takeover/>> [dostęp: 06.03.2022]

³⁸ <<https://onlinebusiness.northeastern.edu/blog/offensive-and-defensive-strategies-for-hostile-takeovers/>> [dostęp: 8.03.2022]

W sytuacji, gdy udziały w spółce posiada wiele osób, istnieje większa szansa dokonania wrogiego przejęcia, niż gdy np. większością akcji dysponuje jeden akcjonariusz³⁹.

Poza opisanymi formami przejęcia warto zwrócić uwagę na podział ze względu na metodę wykupu:

- Management buy-out- pracownicy, którzy obejmują stanowiska kierownicze w firmie, w której doszło do przejęcia wykupują większość akcji, dzięki czemu przejmują kontrolę nad firmą.
- Management buy-in- kadra pracownicza zajmująca pozycje menadżerskie innego przedsiębiorstwa dokonuje zakupu akcji firmy, przez co stają się jej właścicielami
- Employment buy-out- występuje, gdy osobami, które zdecydowały się na przejęcie jest jej zatrudniony personel
- LBO – wykup lewarowany, czyli zainwestowanie w przedsiębiorstwo, czego efektem jest przejęcie firmy poprzez uregulowanie transakcji w głównej mierze przez dług. Danej transakcji dokonuje wyznaczona spółka inwestycyjna. Inwestorzy otrzymują kredyt, ze względu na sposób zabezpieczenia w postaci akcji firmy, której stali się właścicielami. Wkład własny inwestorów jest niski. Głównym celem przejęcia to firma o ugruntowanej sytuacji finansowej. Po dokonaniu przejęcia, kredyt zostaje spłacony dzięki pozyskanym środkom, jakie przedsiębiorstwo wytworzyło. Dzięki rozwojowi firmy, osoby, które przejęły podmiot, poprzez jej rozwój mogą ją następnie odsprzedać, dzięki czemu osiągną zysk.⁴⁰

W celu dokonania fuzji lub przejęcia, gdy inwestorzy nie otrzymują zgody podmiotu, który był celem ich przejęcia, często decydują się na przejęcie wrogie. Efektywność transakcji przejęcia wrogiego jest możliwa dzięki przedstawionym powyżej metodom. Możliwość stopniowego wykupu akcji firmy przejmowanej jak i przekazanie oferty bezpośrednio właścicielom stanowią główne sposoby, dzięki którym przejęcie wrogie jest możliwe. Do innych metod, w jakie dochodzi do transakcji przejęcia to wykup przez kadrę zarządzającą firmy przejmowanej, kadrę zarządzającą innej firmy, personel firmy przejmowanej jak i wykup za pomocą długu tzw. wykup lewarowany. Wszystkie zaprezentowane metody umożliwiają zrealizowanie transakcji przejęcia.

³⁹ W. Frąckowiak, op.cit., s.96, 97

⁴⁰ W. Frąckowiak, op.cit., s. 104

ROZDZIAŁ 2. MIARY EFEKTYWNOŚCI POŁĄCZENIA

2.1 Wprowadzenie do oceny efektywności fuzji i przejęć

Właściciele firm chcąc doprowadzić w krótkim okresie czasu do szybkiego rozwoju firmy oraz do jej rozbudowy decydują się na dokonanie fuzji lub przejęcia. Chęć rozbudowy podmiotu jest również możliwa dzięki rozwojowi wewnętrznemu od podstaw, jednak stanowi to znacznie dłuższy proces, dlatego właściciele przedsiębiorstw często decydują się na transakcję przejęcia lub fuzji.

Dobra kondycja firmy przejmowanej może pozytywnie wpłynąć na kondycję podmiotu powstałego w efekcie transakcji konsolidacyjnej. Poprawa sytuacji finansowej firmy, jako efekt przejęcia lub połączenia świadczy o pozytywnym wpływie transakcji fuzji lub przejęcia na funkcjonowanie przedsiębiorstwa. Poprzez dokonanie danych transakcji podmiot może zanotować poprawę w różnych aspektach prowadzonej działalności. W zależności od kondycji finansowej firmy przejmowanej może nastąpić poprawa wskaźnikowa, czyli np. poziomu płynności, rentowności, zadłużenia jak i sprawności działania. Porównując sytuację finansową przedsiębiorstwa przed przeprowadzeniem fuzji lub przejęcia oraz po jej dokonaniu właściciele są w stanie ocenić, jaka część prowadzonej działalności uległa poprawie, a jaka jej nie zanotowała.

Innym aspektem świadczącym o efektywności podjętej transakcji jest wzrost wartości firmy. Inwestorzy dążą do jej maksymalizacji. Poprzez porównanie wartości akcji przed i po podjęciu transakcji fuzji i przejęć mogą ocenić, w jakim stopniu dokonana transakcja wpłynęła na wartość firmy po przejęciu⁴¹. Innym ważnym aspektem przedstawiającym, jakie korzyści firma osiągnęła jest efekt synergii. Czym jest on większy tym oddziaływanie na wartość firmy jest korzystniejsze, ponieważ jej wartość wzrasta.

Korzyścią, jaką również podmiot może osiągnąć jest obniżenie kosztu kapitału. Dzięki inwestycji w inny segment podmiot osiąga zabezpieczenie, co w efekcie przynosi korzyści w postaci ceny za kredyt. Jednocześnie w momencie, gdy firma przejmująca już skorzystała z możliwości finansowania zewnętrznego, poprzez połączenie może zyskać możliwość

⁴¹ L. Czerwotka, *Wpływ fuzji przedsiębiorstw na ich wartość*, *Ekonomika i Organizacja Przedsiębiorstwa*, nr 4 (723)/2010, s. 31-37

zaciągnięcia kredytu. Taka sytuacja może wystąpić, gdy firma przejmowana nie korzystała z niego w znacznym stopniu.

Wszystkie wyżej opisane czynniki mają pozytywny wpływ na kondycję finansową firmy po transakcji fuzji i przejęcia. Inwestorzy poprzez porównanie sytuacji finansowej przed i po przedstawionej transakcji są w stanie ocenić, w jakim stopniu decyzja o połączeniu lub przejęciu była efektywna. Bardzo ważną częścią przed podjęciem decyzji o fuzji lub przejęciu jest wybór odpowiedniej firmy. Kondycja finansowa firmy przejmowanej będzie oddziaływała na sytuację finansową podmiotu po połączeniu, dlatego tak ważna jest jej analiza finansowa przed przystąpieniem do fuzji lub przejęcia. Oprócz tego istotnym elementem jest również analiza sektora, specyfika branży oraz analiza zmian zachodzących w danym segmencie.

2.2 Zmiana wartości firmy jako efekt procesu konsolidacyjnego

Podjmując transakcję fuzji i przejęć właściciele firm dążą do osiągnięcia jak największych korzyści. Należy do nich m.in. wzrost wartości firmy. W rzeczywistości na skutek lepszego zarządzania podmiotem dzięki transakcji fuzji lub przejęcia może się okazać, że jej wartość jest większa. Wzrost wartości podmiotu oznacza także wzrost zyskowności akcjonariuszy, którzy dążą do osiągnięcia jego jak najwyższego poziomu. Ocenę efektywności podjęcia transakcji można przedstawić poprzez zmianę wartości akcji na rynku, w zależności od wzrostu jej poziomu lub spadku.

Czasami przedsiębiorstwa są przejmowane w celu zwiększenia ich wartości, a następnie dokonywana jest sprzedaż, co przynosi korzyści materialne właścicielom firm. Oprócz tego ważnym aspektem przy ocenie wartości firmy jest oszacowanie jej wartości. Firma dąży do maksymalizacji wartości podmiotu przejmowanego, jednak często okazuje się, że na skutek nieprawidłowo wykonanej wyceny, podmiot jest niedoszacowany. Wartość firmy w rzeczywistości może być wyższa, dlatego poziom poniesionych kosztów jest mniejszy. Istnieje także szansa na przeszacowanie wartości przedsiębiorstwa, w takiej sytuacji wydatek nabywcy jest wyższy. W celu odpowiedniego określenia wartości firmy ważny aspekt stanowi wybór odpowiedniej metody wyceny.

Do najpopularniejszych mierników pozwalających określić opłacalność dokonania danej transakcji zaliczamy:

- EVA

Obliczany jest za pomocą poniższego wzoru:

$$EVA = NOPAT - (IC * WACC)$$

NOPAT – zysk operacyjny netto po opodatkowaniu

WACC- średni ważony koszt kapitału

IC – zainwestowany kapitał⁴²

Jest jednym z najbardziej znanych mierników prezentujących wartość firmy. Umożliwia obserwowanie zmian wartości podmiotu z roku na rok. Oprócz możliwości przedstawienia wartości dodanej ważnym aspektem jest również wykorzystanie go w celach uzgodnienia planów firmy, oceny wykorzystanych możliwości przedsiębiorstwa oraz planowanych zmian, dzięki którym podmiot będzie lepiej funkcjonował, a także usprawnieniu pracy kadry zarządzającej. Dzięki użyciu miernika EVA zarządzający są w stanie w lepszy sposób kierować podmiotem, ponieważ wskaźnik koncentruje się na elementach mających wpływ na efektywność prowadzonej działalności. Podejmując decyzje odnośnie dalszego rozwoju mającego na celu zwiększenie wartości dodanej kadra kierująca przedsiębiorstwem skupia się na analizie kosztów oraz wypracowanej efektywności⁴³.

Powstanie wartości dodanej jest możliwe w sytuacji, gdy rzeczywista stopa zwrotu i przeznaczony kapitał na podmiot osiąga wyższą wartość od jego kosztu. Jeśli wartość wskaźnika jest na plusie jest to równoznaczne z wykreowaniem wartości przez firmę. Natomiast w momencie, gdy jego wartość jest ujemna oznacza, że majątek ulega redukcji. Dlatego korzystając z metody EVA inwestorzy są w stanie ocenić, czy dana inwestycja charakteryzuje się efektywnością - czy przejęcie sprawiło, że wartość firmy zanotowała wzrost

Kolejnym istotnym wskaźnikiem przy wycenie przedsiębiorstwa jest wskaźnik:

- DCF

Przed przystąpieniem do wyceny powyższym sposobem konieczne jest ustalenie:

⁴² < [EVA - co to jest? \(businessinsider.com.pl\)](http://businessinsider.com.pl) > [dostęp:28.05.2022]

⁴³ K. Kochaniak, Ekonomiczna wartość dodana (EVAtm) jako metoda oceny efektywności finansowej przedsiębiorstwa, Zeszyty Naukowe nr 840 Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, 2010, s.2,3

- wartości przepływów pieniężnych prawdopodobnych do powstania w przyszłości (następnych latach)
- okresu czasu, którego dotyczy wycena
- stopy dyskontowej opierającej się na rachunku przypuszczanej wartości kosztu kapitału pokrywającej koszty funkcjonowania firm, który przedstawia spodziewaną stopę zwrotu z kapitałów zaangażowanych w działalność podmiotu
- wartość rezydualna podmiotu, która została określona w finalnym okresie oszacowania przepływów pieniężnych

Miara prezentuje wartość firmy z uwzględnieniem zmiany wartości pieniądza w czasie – przedstawia, ile dochodu podmiot będzie w stanie wytworzyć w przyszłości, dlatego poprzez zdyskontowanie środków możliwe jest przedstawienie wartości bieżącej podmiotu. Miara ta obejmuje także czynnik ryzyka. Inwestorzy dążą do osiągnięcia jak najwyższej wartości wskaźnika. Istnieją dwa sposoby wyznaczenia wartości przedsiębiorstwa przedstawioną metodą, poprzez użycie pierwszego z nich – FCFE wraz ze stopą dyskontową kosztu kapitału własnego obliczona zostanie wartość podmiotu netto, czyli jego wartość bez uwzględnienia długu, natomiast drugi sposób użycie: FCFF wraz z stopą dyskontową wyznaczającą WACC - przedstawia wartość brutto podmiotu⁴⁴.

Efekt synergii

Przeprowadzając fuzję lub przejęcie inwestorzy oczekują osiągnięcia jak największego poziomu efektu synergii, jako rezultat transakcji. Synergia powstaje w momencie, gdy wartość firm działających odrębnie jest mniejsza ich wartości po połączeniu. Dlatego w sytuacji, gdy wartość firm na skutek prowadzenia wspólnej działalności notuje wzrost oznacza, że firma osiągnęła efekt synergii. Czym osiąga on większe wartości tym podjęta transakcja fuzji lub przejęcia charakteryzuje się większą efektywnością. Powyższą zależność przedstawia wzór:

$$VAB > VA + VB$$

$$VAB = VA + VB + S$$

⁴⁴ P. Szczepanowski, *Wycena i zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa, s. 204, 205, 207

VAB to wartość spółki jako następstwo dokonania fuzji, VA - wartość podmiotu przeprowadzającego fuzję lub przejęcie, VB - wartość nabywanego przedsiębiorstwa, natomiast S- miara synergii powstała poprzez fuzję lub przejęcie⁴⁵

Wartość całkowita firmy po połączeniu jest równa sumie obu firm oraz efekcie synergii powstałego na skutek fuzji lub przejęcia.

Czynnikami wpływającymi na chęć połączenia przedsiębiorstw powiązane z efektem synergii to:

- motyw ofensywny: spowodowany jest możliwością wykorzystania zdolności przedsiębiorstwa: np. osiągnięcie wyższego poziomu rentowności, wzrost udziałów w rynku, ograniczenie kosztów produkcji oraz korzystniejsze użycie posiadanych środków
- motyw defensywny: chęć wzrostu konkurencyjności, przejęcie w celu ochrony przedsiębiorstwa przed jego przejęciem przez konkurencję, a także przejęcie konkurencji, którego motywem jest likwidacja podmiotu

Poprzez efekt synergii powstają korzyści:

- operacyjne
- finansowe

Korzyści operacyjne powstają poprzez wzrost poziomu przychodów oraz redukcję kosztów operacyjnych. Natomiast korzyści finansowe są powiązane z ograniczeniem kosztu kapitału. Synergia finansowa to m.in. okazja do obniżenia kosztów ponoszonych na podatki, większa możliwość otrzymania pożyczki, natomiast do operacyjnej zaliczamy wzrost przychodów, redukcję ponoszonych kosztów, znaczący rozwój prowadzonej działalności w stosunku do działalności podmiotów przed procesem fuzji lub przejęcia.

Mniejsze koszty jako efekt synergii dotyczą ograniczenia ponoszonych nakładów m.in. na aktywa trwałe. Na skutek rozbudowy działalności istnieje możliwość eliminacji części kosztów stałych: zamiast organizacji produkcji w dwóch halach możliwa jest produkcja w

⁴⁵ <<https://analizafinansowa.pl/controlling/analiza-efektywnosci-fuzji-i-przejec-2880.html>> [dostęp: 13.03.2022]

jednej, a także zamiast kosztów poniesionych na kilka maszyn, na skutek synergii liczba maszyn zostaje ograniczona, dlatego koszty ulegają redukcji⁴⁶.

Poprzez przedstawione wyżej miary: efekt synergii oraz zmianę wartości podmiotu właściciele są w stanie ocenić, w jakim stopniu połączenie wpłynęło na wartość firmy, czy zanotował wzrost oraz na zmiany, jakie zaszły na skutek efektu synergii. Dlatego stanowią podstawowe miary pozwalające inwestorom ocenić efektywność procesu fuzji lub przejęcia.

2.3 Zmiany poziomu wskaźników na skutek fuzji lub przejęcia

Wybór firmy, z którą zajdzie proces fuzji lub przejęcia ma wpływ na kondycję finansową podmiotu powstałego na skutek przedstawionej wyżej transakcji. Sytuacja finansowa przedsiębiorstwa przejmowanego będzie oddziaływała m.in. na to czy powstała firma będzie w stanie terminowo zwrócić zobowiązania - ponieważ niski poziom płynności firmy przejmowanej w efekcie wpłynie na zmniejszenie płynności podmiotu przejmującego, a wysoki poziom może wpłynąć pozytywnie - na wzrost jego płynności. Również analiza zmian wskaźników rentowności pozwala ocenić efektywność procesu, a także zmiana zysku, jaki podmiot jest w stanie wypracować z zainwestowanych kapitałów własnych, zmiana opłacalności sprzedaży a także czy aktywa są w stanie w większym stopniu wypracować zysk. Zmiany wartości poziomu wskaźników zadłużenia, a także sprawności działania również umożliwiają ocenę korzyści, jakie firma zyskała.

Wskaźniki płynności

Jednym z ważnych motywów dokonania danej transakcji jest poprawa wskaźnikowa firmy. Transakcja na rynku fuzji i przejęć może mieć wpływ na poprawę sytuacji finansowej przedsiębiorstwa, gdy kondycja finansowa podmiotu przejmowanego jest dobra – może pozytywnie wpłynąć na wzrost poziomu płynności firmy, która dokonała transakcji.

Właściciele dążą do osiągnięcia odpowiedniego poziomu kapitału obrotowego netto, dzięki czemu będzie mógł być on wydajnie wykorzystany. W momencie pogorszenia płynności finansowej kapitał obrotowy netto stanowi formę ochrony dla firmy. Właściciele poprzez dokonanie transakcji fuzji i przejęć dążą do ograniczenia ponoszonych nakładów na kapitał pracujący. Na skutek połączenia ponoszone wydatki mogą zanotować spadek.

⁴⁶ E. Maćkowiak, *Fuzje i przejęcia w kreowaniu wartości przedsiębiorstwa*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, nr 737, Finanse, rynki finansowe, ubezpieczenia nr 56, 2012, s.126

$$\text{Wskaźnik bieżącej płynności finansowej} = \frac{\text{aktywa obrotowe}}{\text{zobowiązania krótkoterminowe}}$$

Celem właścicieli jest utrzymywanie poziomu płynności na prawidłowym poziomie, dzięki czemu aktywa obrotowe netto pokrywają zobowiązania bieżące oraz firma ma nadwyżkę majątku obrotowego, co pozwala na uregulowanie zobowiązań krótkoterminowych bez opóźnień w momencie, gdy wystąpi taka konieczność⁴⁷. Właściciele dążą do wzrostu poziomu wskaźnika bieżącej płynności jako efekt transakcji fuzji lub przejęcia – utrzymywanie go na odpowiednim poziomie oznacza, że firma w korzystniejszy sposób zarządza aktywami. Prawidłowa wartość wskaźnika, jaką przedsiębiorstwo powinno starać się utrzymać, wynosi 1,2-2,0.⁴⁸

Celem inwestorów poprzez dokonanie fuzji lub przejęcia podmiotu jest również poprawa poziomu wskaźnika płynności szybkiej, jak i wskaźnika płynności natychmiastowej.

$$\text{Wskaźnik płynności szybkiej} = \frac{\text{aktywa obrotowe} - \text{zapasy} - \text{krótk. rozl. międzyokresowe}}{\text{zobowiązania krótkoterminowe}}$$

Pierwszy z nich obejmuje aktywa obrotowe bez uwzględnienia zapasów oraz krótkoterminowych rozliczeń międzyokresowych czynnych, w stosunku do zobowiązań krótkoterminowych⁴⁹. Zapasy nie są uwzględniane ze względu na ich niższy poziom płynności⁵⁰.

Przedsiębiorstwa dążą do terminowej spłaty zobowiązań. Natomiast w momencie, gdy poziom wskaźnika płynności jest niski może to wskazywać na trudności z uregulowaniem zobowiązań w terminie, w sytuacji przeciwnej - gdy wskaźnik płynności szybkiej charakteryzuje się zbyt wysokim poziomem, stanowi to wskazówkę dla firmy odnośnie możliwości lepszego zagospodarowania posiadanymi środkami zamiast nieproduktywnego ich wykorzystania.

Wskaźnik płynności natychmiastowej prezentuje, w jakim stopniu zobowiązania mogą zostać uregulowane przy użyciu najpłynniejszych aktywów.

⁴⁷ W. Gabrusiewicz, Analiza finansowa przedsiębiorstwa Teoria i zastosowanie, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, 2014, s.327-328

⁴⁸ M. Zaleska, Ocena kondycji finansowej przedsiębiorstwa przez analityka bankowego, Oficyna Wydawnicza Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa, 2012, s.72

⁴⁹ P. Pomykańska, P. Pomykański, Analiza finansowa przedsiębiorstwa wskaźniki i decyzje w zarządzaniu, Wydawnictwo Naukowe PWN, 2017, s.99

⁵⁰ P. Pabianiak, Analiza finansowa przedsiębiorstwa, Business Concepts, 2016, s.112

$$\text{Wskaźnik płynności natychmiastowej} = \frac{\text{\textit{środki pieniężne}}}{\text{\textit{zobowiązania krótkoterminowe}}}$$

Poprzez dokonanie transakcji fuzji lub przejęcia inwestorzy dążą do poprawy poziomu danych wskaźników, dzięki czemu w przypadku konieczności spłaty zobowiązań nie zaistnieje sytuacja, w której firma nie będzie w stanie ich spłacić. Jednak ich zbyt wysoka wartość świadczy o nieodpowiednim zarządzaniu kapitałem⁵¹.

Wskaźniki rentowności

Celem właścicieli firm w momencie, gdy dokonują fuzji lub przejęcia, jest poprawa rentowności kapitału własnego firmy.

$$\text{Rentowność kapitału własnego} = \frac{\text{\textit{zysk netto}}}{\text{\textit{kapitał własny}}}$$

Za pomocą wskaźnika inwestorzy są w stanie ocenić efektywność dokonanej transakcji. Właściciele poprzez dokonanie fuzji lub przejęcia dążą do poprawy poziomu przedstawionego wskaźnika rentowności, który prezentuje, jaką część kapitału własnego stanowi zysk. Dzięki analizie rentowności firma może ocenić, czy zysk, jaki generuje na 1 zł jest wystarczający. Gdy po podjęciu transakcji jego poziom wzrośnie, proces pozytywnie wpłynął na kondycję firmy. Właściciele są w stanie wygenerować więcej zysku niż przed dokonaniem nabycia lub połączenia. Ich celem jest osiągnięcie jak najwyższego poziomu przedstawionego wskaźnika.

Gdy przejmowana firma osiąga wysoki poziom zysku, może on wpłynąć na sytuację całego przedsiębiorstwa powstałego na skutek dokonania fuzji lub przejęcia - podmiot może zanotować poprawę wskaźnika, co świadczy o podjęciu korzystnej decyzji ze względu na wysoki poziom zysku w stosunku do kapitału własnego, który właściciele zdecydowali się zainwestować w działalność.

Firma na skutek osiągnięcia efektu synergii obniża ponoszone koszty, dlatego jest w stanie zwiększyć zysk, dzięki czemu poziom wskaźnika może zanotować poprawę. Gdy wskaźnik zanotuje poprawę, właściciele generują większą stopę zwrotu, dzięki czemu dokonana transakcja fuzji lub przejęcia jest efektywna oraz przynosi większe korzyści niż przed

⁵¹ P. Pomykalska, P. Pomykalski, op.cit. s. 103, 105

dokonaniem połączenia lub fuzji. Gdy ROE przedsiębiorstwa osiąga większe wartości niż średnia branżowa, świadczy to o opłacalnym gospodarowaniu kapitałem własnym⁵².

Celem podmiotu jest także poprawa wskaźnika rentowności sprzedaży oraz rentowności aktywów.

$$\text{Wskaźnik rentowności sprzedaży} = \frac{\text{zysk netto}}{\text{przychód ze sprzedaży}}$$

Pierwszy z nich stanowi stosunek zysku netto do przychodu ze sprzedaży. W jego przypadku, gdy wystąpi możliwość ograniczenia kosztów na skutek synergii, zysk firmy wzrośnie. Przychody firmy również mogą osiągnąć wzrost ze względu na większą ofertę produktów lub usług. Właściciele firm dążą do osiągnięcia jej jak najwyższej wartości, ponieważ przedstawia skuteczność oraz odpowiednie zarządzanie całą produkcją, dzięki czemu potencjał firmy zostaje wykorzystany⁵³.

Drugi z nich - wskaźnik rentowności aktywów oblicza się za pomocą poniższego wzoru:

$$\text{Wskaźnik rentowności aktywów} = \frac{\text{zysk netto}}{\text{aktywa}}$$

Gdy następuje wzrost jego poziomu, dokonana transakcja wytwarza większy zysk z posiadanych aktywów niż poprzednio, dlatego w efekcie proces fuzji lub przejęcia pozytywnie wpłynął na wykorzystanie majątku firmy⁵⁴.

Koszty poniesione na aktywa poprzez efekt synergii mogą ulegnąć redukcji. Stanowi to miarę efektywności, na skutek inwestycji kondycja firmy się poprawia.

Wskaźnik zadłużenia

Istotną miarą przedstawiającą czy podmiot ponosi duże ryzyko oraz w jakim stopniu korzysta z zewnętrznych źródeł finansowania jest wskaźnik zadłużenia ogólnego.

$$\text{Wskaźnik zadłużenia ogólnego} = \frac{\text{kapitał obcy}}{\text{aktywa ogółem}}$$

Miara przedstawia, w jakim stopniu działalność jest finansowana przez zewnętrzne źródła. W momencie, gdy poziom wskaźnika jest wysoki, podmiot w małym stopniu jest finansowany

⁵² A. Goryńska (red), N. Grzenkowicz, J. Kowalczyk, A. Kusak, Z. Podgórski, Analiza Finansowo-ekonomiczna, jako narzędzie oceny kondycji przedsiębiorstwa, s.130

⁵³ M. Lesiak, *Istota analizy wskaźnikowej – ujęcie edukacyjne*, Przedsiębiorczość – Edukacja, 17(1), 2021, s.221-233, s.230

⁵⁴ P. Pomykańska, P. Pomykański, op.cit. s. 124

przez kapitał własny. Gdy wartość wskaźnika notuje wzrost oznacza to, że w coraz większym stopniu działalność jest uzależniona od finansowania zewnętrznego, co jest równoznaczne z podniesieniem poziomu ryzyka. Za odpowiedni stosunek zobowiązań do aktywów ogółem uważa się przedział 0,57-0,67⁵⁵.

Jeżeli prowadzona działalność charakteryzowała się dużym poziomem ryzyka, w efekcie procesu konsolidacyjnego jego poziom może się zmniejszyć w sytuacji, gdy zadłużenie przejmowanej firmy jest niskie, dlatego kondycja finansowa podmiotu może zanotować poprawę, ponieważ finansowanie działalności kapitałem własnym wzrasta. Natomiast, gdy poziom wskaźników firm przed połączeniem był podobny, na skutek procesu jego poziom może wzrosnąć, ze względu na zmniejszenie wartości aktywów jako efekt synergii.

Przejęcie firmy może także wpłynąć na uzyskanie wyższej zdolności kredytowej, dzięki czemu podmiot jest w stanie inwestować w dalszy rozwój. Ze względu na inwestycje w inny produkt lub segment ponoszone ryzyko inwestycji spada, ponieważ posiada zabezpieczenia w postaci drugiego segmentu. W sytuacji, gdy spadnie popyt na jeden z oferowanych produktów, kondycja finansowa firmy nie zmienia się w tak znacznym stopniu jakby firma oferowała tylko jeden produkt. Koszt kapitału spada, dlatego przedsiębiorstwu z większym prawdopodobieństwem zostanie udzielony kredyt. Jest to cel właścicieli, ponieważ będą mogli przeznaczyć więcej środków pieniężnych na rozwój firmy, poprzez większą możliwość wykorzystania zewnętrznych środków finansowania.

Wskaźnik pokrycia majątku kapitałem własnym przedstawia, jaki jest poziom zabezpieczenia zobowiązań kapitałem własnym

$$\text{Wskaźnik zadłużenia kapitału własnego} = \frac{\text{Zobowiązania ogółem}}{\text{kapitał własny}}$$

Gdy firma notuje wzrost wskaźnika, oznacza, że zdolność kredytowa spada, natomiast w sytuacji, gdy wskaźnik wzrasta – zdolność kredytowa rośnie.

Wskaźnik zadłużenia długoterminowego również stanowi ważny element wskazujący czy po procesie połączenia lub przejęcia jego poziom zanotował poprawę lub pogorszenie

$$\text{Wskaźnik zadłużenia długoterminowego} = \frac{\text{zadłużenie długoterminowe}}{\text{kapitał własny}}$$

⁵⁵ W. Gabrusewicz, Analiza finansowa przedsiębiorstwa Teoria i zastosowanie, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, s.342

Gdy poziom zadłużenia długoterminowego jest wysoki, oznacza to, że poziom ryzyka prowadzonej działalności również jest wysoki⁵⁶.

Sprawność działania

Do wskaźników, które prezentują sprawność działania podmiotu zaliczamy wskaźnik cyklu regulowania należności, który przedstawia, w jakim czasie podmiot będzie w stanie uzyskać swoje należności handlowe.

Wskaźnik cyklu regulowania należności = $\frac{\text{przeciętny stan należności}}{\text{przychody ze sprzedaży}}$ * liczba dni badanego okresu

W sytuacji, gdy liczba dni po procesie fuzji lub przejęcia zanotowała spadek oznacza, że przedstawiona transakcja korzystnie wpłynęła na okres, w którym przedsiębiorstwo otrzyma swoje należności.

Innym wskaźnikiem obrazującym sprawność działania jest wskaźnik cyklu regulowania zobowiązań, który określa, w jakim okresie zobowiązania krótkoterminowe zostaną uregulowane.

Wskaźnik cyklu regulowania zobowiązań = $\frac{\text{przeciętny stan zobowiązań krótkoterminowych}}{\text{przychody ze sprzedaży}}$ * liczba dni badanego okresu

Celem firmy jest utrzymywanie jego odpowiedniego poziomu. Czas spłaty nie powinien być zbyt długi, ponieważ może to świadczyć o zaistniałych problemach z płynnością.

Transakcje fuzji i przejęć umożliwiają inwestorom na ocenę czy poziom wskaźników w jego efekcie zanotował poprawę. Dążą do wzrostu poziomu rentowności. Miarą efektywności jest osiągnięcie większej stopy zwrotu z kapitału własnego, czyli gdy ROE zanotuje wzrost oznacza to, że zaangażowany kapitał własny był w stanie osiągnąć większy zysk. Do wskaźników rentowności, które również pozwalają na ocenę efektywności w zależności od wzrostu poziomu lub spadku jego wartości zaliczamy: rentowność sprzedaży oraz aktywów. Zmiana poziomu wskaźników zadłużenia przedstawia czy następuje wzrost finansowania kapitałem obcym czy jego spadek. Większa wartość ogólnego zadłużenia oznacza, że transakcja fuzji lub przejęcia w negatywny sposób wpłynęła na kondycję przedsiębiorstwa ze względu na wzrost zobowiązań w stosunku do poziomu aktywów.

⁵⁶ M. Zaleska, op.cit., s. 88

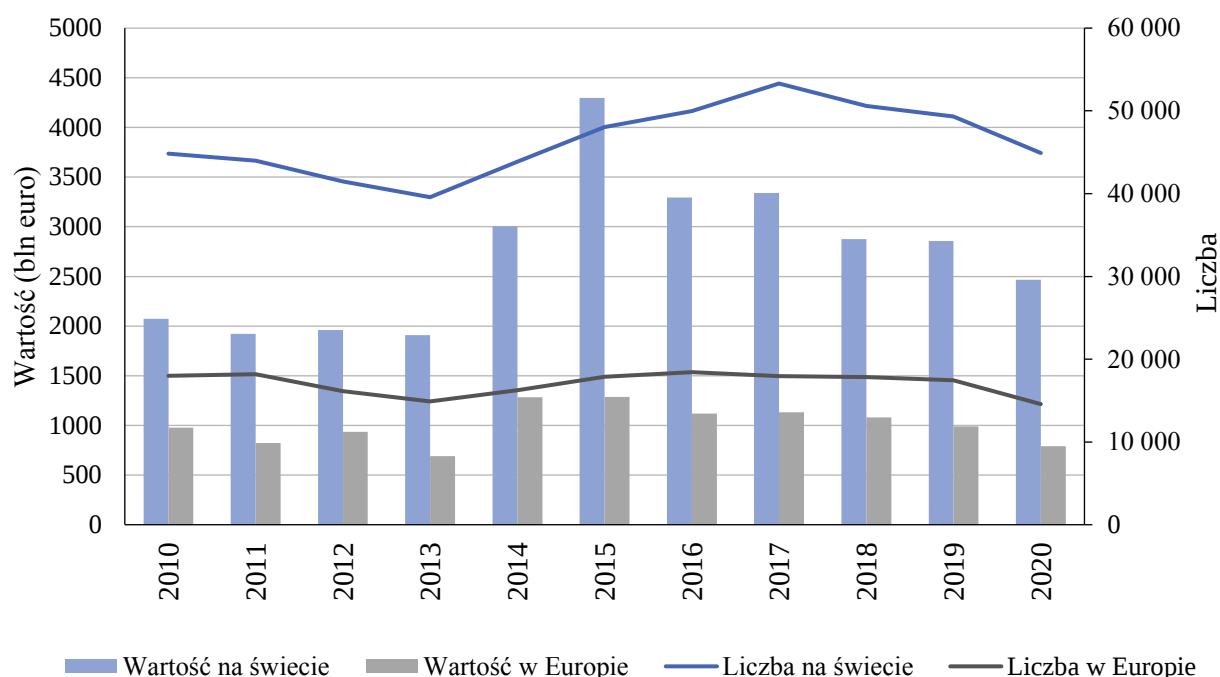
Natomiast wzrost zadłużenia kapitału własnego oznacza, że prowadzona działalność charakteryzuje się większym ryzykiem ze względu na wzrost finansowania kapitałem obcym w stosunku do kapitału własnego. Wskaźniki sprawności działania także mogą wskazać, czy transakcja konsolidacyjna w pozytywny sposób wpłynęła na kondycję przedsiębiorstwa. Poprzez analizę zmian wskaźników inwestorzy są w stanie ocenić, w jakim stopniu dokonana transakcja jest efektywna.

ROZDZIAŁ 3. CHARAKTERYSTYKA SEKTORA IT ORAZ SPÓLEK, W KTÓRYCH WYSTĄPIŁA FUZJA LUB PRZEJĘCIE

3.1. Zmiany zachodzące w liczbie i wartości procesu fuzji i przejęć na świecie, w Europie oraz w Polsce

Proces fuzji i przejęć umożliwia w krótkim czasie zwiększenie udziałów na rynku. Polska jest jednym z liderów pod względem liczby i wartości transakcji w Europie. Ze względu na wartość transakcji w 2021 znalazła się na trzecim miejscu, po Rosji (której wartość transakcji wynosiła 45,38 mld €) oraz po Czechach (wartość transakcji wyniosła 13,37 mld €), natomiast ze względu na liczbę transakcji, Polska znajduje się za Rosją, która dokonała 609 transakcji, natomiast Polska 270 transakcji⁵⁷.

Wykres 1. Liczba i wartość fuzji i przejęć (mld €) na Świecie i w Europie w okresie 2010-2020 r.



Źródło: Opracowanie własne na podstawie IMAA

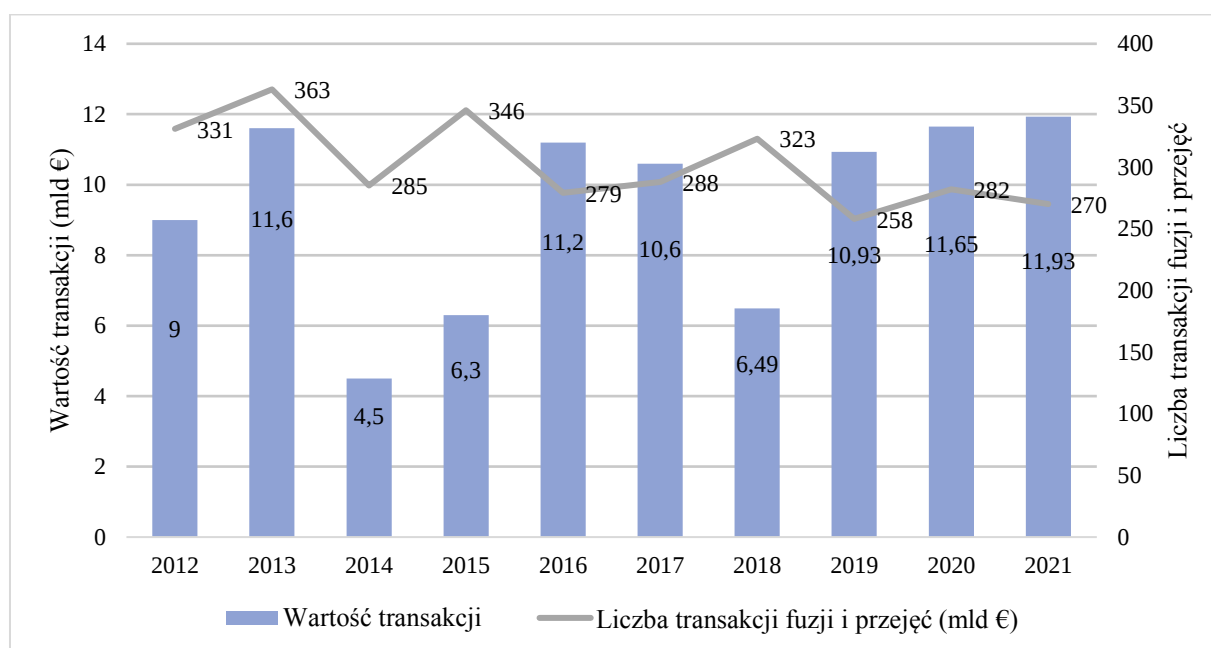
Wykres 1. przedstawia liczbę i wartość (mld €) fuzji i przejęć na świecie i w Europie w okresie 2010-2020. W latach 2010-2015 wartość fuzji i przejęć na świecie miała tendencję rosnącą, zanotowała wzrost o 107 % z 2072 mld. € do 4297 mld. €. Jednak w następnym

⁵⁷ Emerging Europe M&A Report 2021/22, s.6

okresie 2015-2020 zanotowała spadek o 42,6% - do 2466 mld. €. Wartość fuzji na świecie w 2020 roku w stosunku do początku badanego okresu wzrosła o 19%.

Wartość transakcji fuzji i przejęć w Europie w okresie 2010-2020 wynosiła 690,58-1287,51 mld €, stanowiła średnio 39% dokonanych tych transakcji na świecie. Natomiast liczba transakcji fuzji i przejęć na świecie w 2010-2020 wynosiła 39 568-53 302 mld €, największą liczbę transakcji konsolidacyjnych dokonano w 2017 roku. Liczba transakcji w badanym okresie 2010-2020 w Europie wynosiła 14 572-18 430.

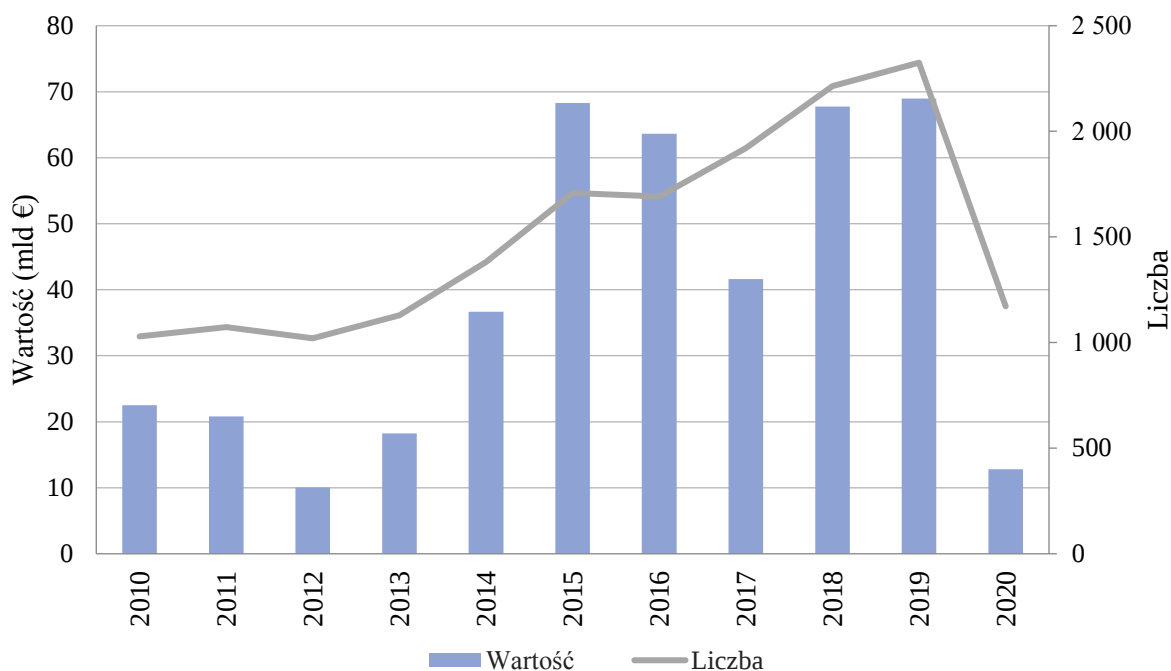
Wykres 2. Liczba i wartość transakcji fuzji i przejęć (mld €) w Polsce w okresie 2012-2021 r.



Źródło: Emerging Europe M&A Report 2016/17, s.50., Emerging Europe M&A Report 2021/22, s.72

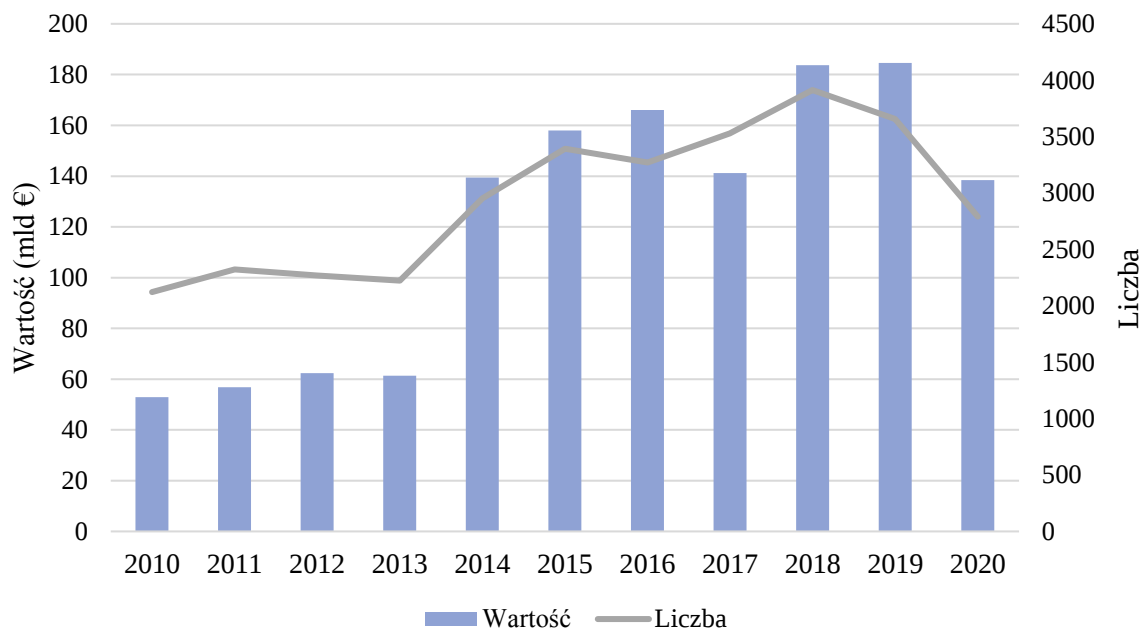
Wykres 2. przedstawia liczbę oraz wartość (mld €) fuzji i przejęć w Polsce w okresie 2012-2021 r. Wartość transakcji konsolidacyjnych w okresie 2012-2018 były zróżnicowane. Najniższą wartość w okresie 2012-2018 osiągnięto w 2014 r. - 4,5 mld €, natomiast najwyższą w 2013 roku 11,6 mld €. W okresie 2019-2021 wartość transakcji stopniowo rosła, osiągając w 2021 najwyższą wartość od 2012 roku – 11,93 mld €. W stosunku do 2012 roku nastąpił wzrost o 32,6%. Liczba transakcji w okresie 2012-2021 również była zróżnicowana, osiągała wartości w przedziale od 258-363. W 2012 roku wynosiła 331, natomiast 2021 – 270 transakcji.

Wykres 3. Wartość (mld €) i liczba przejęć i fuzji w Doradztwie IT oraz Usługach w okresie 2010-2020.



Źródło: Opracowanie własne na podstawie IMAA

Wykres 4. Wartość (mld €) i liczba przejęć i fuzji w segmencie Oprogramowania w okresie 2010-2020



Źródło: Opracowanie własne na podstawie IMAA

Wykres 3. obrazuje wartość (mld €) i liczbę fuzji i przejęć w Doradztwie IT i Usługach w okresie 2010-2020, natomiast wykres 4 przedstawia wartość (mld €) i liczbę przejęć i fuzji w segmencie Oprogramowania w okresie 2010-2020. Większa liczba i wartość

fuzji została osiągnięta w oprogramowaniu i usługach internetowych, jednak w obu segmentach: wartości i liczby transakcji charakteryzowały się przybliżonymi tendencjami. Wartość przejęć w zakresie oprogramowania w okresie 2010-2014 osiągała zbliżone wartości 52,9-61,3 mld €, natomiast Doradztwo IT oraz usługi: 10,05-36,68 mld €, największe wartości w obu segmentach osiągnięto w 2015-2016 oraz 2018-2019. W tym okresie wartość transakcji konsolidacyjnych w zakresie oprogramowania wynosiła 157,9-184,6 mld €, natomiast w doradztwie i usługach IT wynosiła 63,63-68,98 mld €.

Tabela 1. Wartość (mld. €) i liczba fuzji i przejęć w segmencie Oprogramowania, Doradztwie oraz Usługach IT na świecie oraz ogólna liczba, wartość fuzji (mld €) na świecie oraz udział % wartości i liczby fuzji w Oprogramowaniu, doradztwie, usługach IT w ogólnej liczbie przejęć i fuzji na świecie w okresie 2010-2020 r.

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Wartość fuzji i przejęć - Oprogramowanie i Doradztwie oraz Usługach IT	75,4	77,6	72,4	79,6	176,2	226,2	229,7	182,8	251,4	253,5	151,2
Liczba fuzji i przejęć - Oprogramowanie i Doradztwo oraz Usługach IT	3151	3396	3288	3351	4333	5101	4961	5450	6127	5981	3962
Wartość wszystkich fuzji i przejęć na świecie	2072	1923	1961	1910	3006	4297	3294	3340	2877	2857	2466
Liczba wszystkich fuzji i przejęć na świecie	44 844	43 976	41 480	39 568	43 847	48 052	49 991	53 302	50 607	49 327	44 926
Udział % wartości fuzji i przejęć w segmencie IT w stosunku do fuzji oraz przejęć na świecie	3,6 %	4,0 %	3,7 %	4,2 %	5,9 %	5,3 %	7,0 %	5,5 %	8,7 %	8,9 %	6,1 %
Udział % liczby fuzji i przejęć w segmencie IT w stosunku do fuzji i przejęć na świecie	7,0 %	7,7 %	7,9 %	8,5 %	9,9 %	10,6%	9,9%	10,2%	12,1%	12,1%	8,8%

Źródło: Opracowanie własne na podstawie IMAA

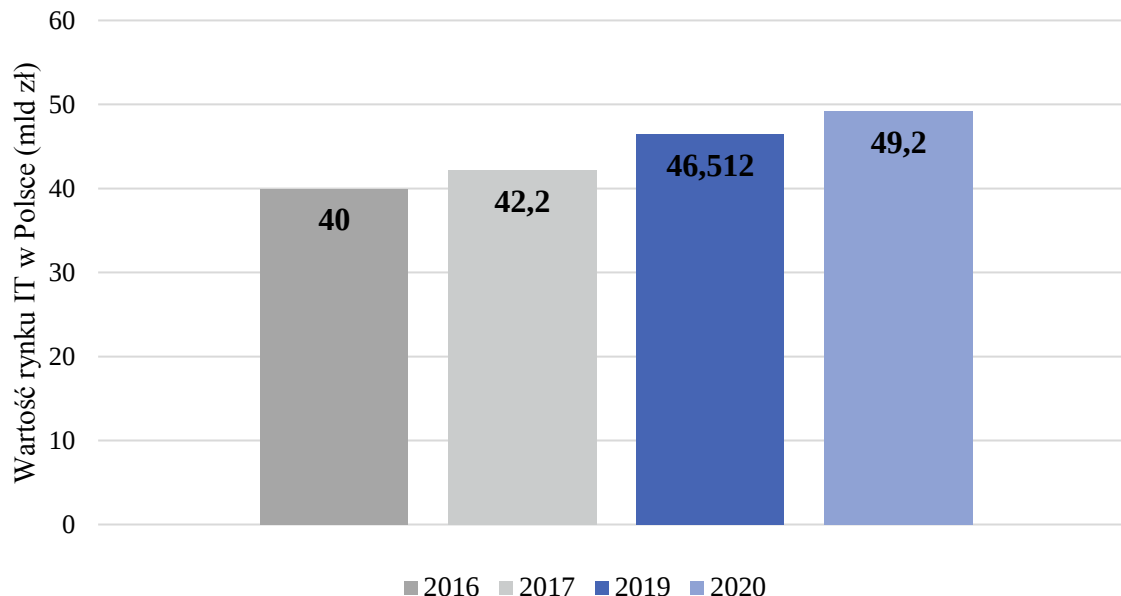
Tabela 1. przedstawia wartość (mld. €) i liczbę fuzji i przejęć w segmencie Oprogramowania, Doradztwie oraz Usługach IT na świecie i ogólną liczbę, wartość fuzji (mld €) na świecie oraz udział % wartości i liczby fuzji w Oprogramowaniu, doradztwie, usługach IT w ogólnej liczbie i wartości przejęć i fuzji na świecie w okresie 2010-2020 r. Zarówno liczba jak i wartość transakcji osiągały trend wzrostowy w okresie 2010-2020. Wartość jak i liczba fuzji charakteryzują się coraz większymi wartościami - inwestorzy coraz częściej decydują się na transakcję fuzji oraz przejęcia.

3.2. Sektor IT w Polsce

Wzrost roli i zapotrzebowania na nowe technologie sprawia, że powstaje coraz więcej firm z branży IT. Popyt na dany segment rośnie dzięki potrzebie na usprawnienia działalności poprzez zapotrzebowanie na nowe oprogramowania, aplikacje, infrastrukturę IT oraz zapotrzebowanie na dobry i sprawny przepływ informacji, który jest możliwy dzięki usługom IT.

Coraz więcej powstających podmiotów z innych segmentów ma wpływ na rosnące zapotrzebowanie na sektor IT, ponieważ powstanie firm z innej branży jest powiązane z koniecznością skorzystania z usług oferowanych przez branżę IT. Wzrost popytu na przedstawioną branżę w efekcie sprawia, że inwestorzy coraz częściej decydują się na ten sektor oraz na proces fuzji lub przejęcia, dzięki czemu ich konkurencyjność rośnie oraz osiągają większy udział na rynku.

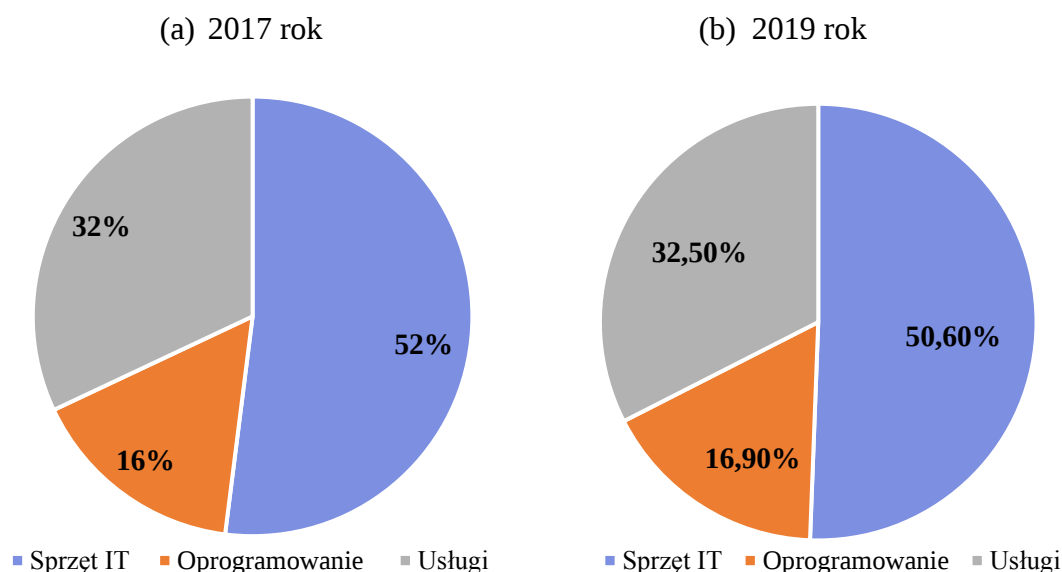
Wykres 5. Wartość rynku IT w Polsce w okresie 2016-2017, 2019-2020 r (mld. zł)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie: < [https://ictmarketexperts.com/aktualnosci/pmr-50 mld-zl-na-ryнку-it-w-polsce-i-rekordowy-wzrost-sprzedazy-sprzetu-komputerowego-w-2020-r/](https://ictmarketexperts.com/aktualnosci/pmr-50-mld-zl-na-ryнку-it-w-polsce-i-rekordowy-wzrost-sprzedazy-sprzetu-komputerowego-w-2020-r/)> oraz < <https://pl.euro-linux.com/blog/polski-rynek-it/>> dostęp [03.05.2022]

Wykres 5. przedstawia wartość rynku IT w Polsce w okresie 2016-2017, 2019-2020 r. (mld. zł) Rynek IT ma coraz większe znaczenie ze względu na wzrost zapotrzebowania na sektor IT. Jego wartość wzrasta – w 2016 wynosiła 40 mld zł, natomiast w 2020 o 23% więcej – 49,2 mld zł. Jedną z przyczyn wzrostu popytu na sektor IT miała wpływ pandemia. Konieczność przejścia na pracę oraz naukę zdalną spowodowała wzrost zapotrzebowania na sprzęt komputerowy. Oprócz tego nastąpił wzrost zapotrzebowania na usługi, ponieważ w celu sprawnej komunikacji w firmie usługi IT odegrały dużą rolę. Ograniczone zasoby finansowe firm w okresie pandemii, nie oddziaływały na segment IT. Mimo hamujących czynników, jakimi były niższa wartość PKB, nieinwestowanie w nowe firmy, ograniczona liczba inwestycji zagranicznych - rynek IT zanotował wzrost wartości.

Wykres 6. Podział rynku IT według segmentów (a) 2017, (b) 2019



Źródło: Opracowanie własne na podstawie:
<<https://ict.trade.gov.pl/pl/polski-sektor-ict/305563,raport-nt-sektora-it-ict-w-polsce.html>>

Źródło: Opracowanie własne na podstawie:
<<https://itwiz.pl/najwieksze-firmy-polsce-roku-2019-ranking-itwiz-best100/>>

Wykres 6. obrazuje podział rynku IT według segmentów (a) 2017, (b) 2019 r. Największy udział w rynku stanowi sprzęt IT, następnie usługi, a najmniejszy udział w segmencie osiągnęło oprogramowanie. W latach 2017 i 2019 usługi oraz oprogramowanie osiągnęły nieznaczny wzrost. W czasie pandemii znaczącą rolę odegrał segment sprzętu IT, ze względu na jego rosnące zapotrzebowanie – jednak klienci nie wybierali drogiego sprzętu. Dużym popytem cieszyły się także akcesoria, pomagające w nauce lub pracy zdalnej, takie jak mikrofon lub kamera, oprócz tego wzrosło zapotrzebowanie na monitory. Jedynym sprzętem, na którego popyt nie wzrósł to smartfony. W okresie pandemii zanotowano rosnące zapotrzebowanie na usługi IT jak i oprogramowanie⁵⁸. Jednym z powodów mających wpływ na wzrost znaczenia sektora IT to dynamiczny rozwój e-commerce, którego rola podczas pandemii wzrosła ze względu na wprowadzone obostrzenia. Wiele osób, dla których wcześniej korzystanie z usług handlowych przez internet stanowiło barierę, w sytuacji, gdy nie było innej możliwości, przekonali się do nich ze względu na łatwość oraz czas, w jakim

⁵⁸ <<https://ictmarketexperts.com/aktualnosci/pmr-50-mld-zl-na-rynku-it-w-polsce-i-rekordowy-wzrost-sprzedazy-sprzetu-komputerowego-w-2020-r/>> [dostęp: 07.05.2022]

zakupione produkty mogą dotrzeć do domu. Według statystyk 50% w 2020 roku dokonało większej liczby zakupów internetowych w stosunku do roku poprzedniego⁵⁹.

Tabela 2. Przychody z dostawy produktów i usług przez IT (mld. zł) w okresie 2019, 2020 oraz zmiana % przychodów w 2020 w stosunku do 2019 r.

	2020	2019	Wzrost przychodów 2020/2019
Administracja publiczna i samorządowa	2,1	1,92	10,50%
Banki	2,5	2,23	13,60%
Sektor finansowy	1,7	1	70%
Sektor handlu	1,5	1,44	7,10%
Sektor przemysłu	1,3	1,1	18,20%
Sektor telekomunikacji i mediów	1,1	1,01	10%
Sektor utilities i energetyka	1,1	0,96	22,20%
Sektor opieki zdrowotnej	1,2	0,44	172,7%
Sektor transportu i logistyki	0,6	0,38	57,9%

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: < <https://itwiz.pl/najwieksze-firmy-it-w-polsce-w-roku-2020-ranking-itwiz-best100/>> dostęp [07.05.2022 r.]

Tabela 2 przedstawia przychody z dostawy produktów i usług przez IT w Polsce (mld. zł) w okresie 2019, 2020 oraz zmiana % przychodów w 2020 w stosunku do 2019 r. W każdym z przedstawionych segmentów w okresie 2019/2020 zanotowano wzrost przychodów. Sektorami, dzięki którym poprzez dostawę produktów i usług IT jest w stanie najwięcej uzyskać zaliczamy administrację publiczną i samorządową, banki oraz sektor finansowy. Największą dynamiką wzrostu przychodów w przedstawionym okresie charakteryzował się sektor opieki zdrowotnej (wzrost o 172,7% w stosunku do 2019 roku), sektor finansowy (wzrost o 70% w stosunku do 2019 roku) oraz transportu i logistyki (wzrost o 57,9% w stosunku do 2019 roku).

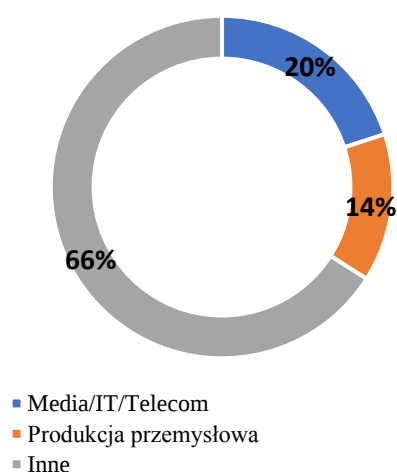
Dynamiczny rozwój rynku informatycznego oraz jego wzrost pomimo pandemii powoduje, że następuje wzrost liczby procesów konsolidacyjnych segmentu IT. Konieczność nagłego przystosowania się do sytuacji, spowodowała, że przedsiębiorstwa, które miały obawy przeniesienia pracy na zdalną nie miały innej alternatywy i w efekcie przekonały się do pracy

⁵⁹ <<https://businessinsider.com.pl/finanse/handel/e-commerce-w-czasie-pandemii-jak-radzily-sobie-firmy-z-handlem-online/k7fd4gp>> [dostęp: 08.05.2022]

przez internet, a dodatkowo były w stanie wygenerować oszczędności związane m.in. z brakiem konieczności wynajmowania biura. Dlatego ze względu na konieczność naglej zmiany systemu pracy na zdalną następuje wzrost znaczenia usług IT oraz zainteresowania transakcjami fuzji oraz przejęć w tym segmencie. Poniżej przedstawiono zestawienie udziałów segmentów, które dokonały największą liczbę przejęć, jak i które zostały przejęte w okresie 2019-2021 oraz Q1 2022. Do sektorów, które zostały poniżej przedstawione zaliczamy: Media/IT/Telecom, produkcji przemysłowej, FMCG, usługi finansowe, biotechnologii/ochrony środowiska, energetyki

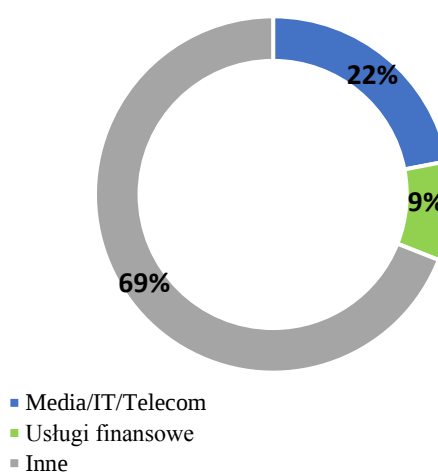
Wykres 7. Udział % podmiotów przejmowanych w okresie (a) 2019, (b) 2020, (c) 2021, (d) Q1 2022r.

(a) 2019 r.



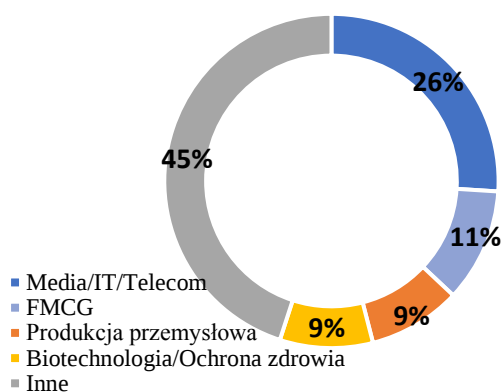
Źródło: Opracowanie własne na podstawie: <<https://fordata.pl/wp-content/uploads/2019/12/raport-mnaindexpoland-2019.pdf>>

(b) 2020 r.



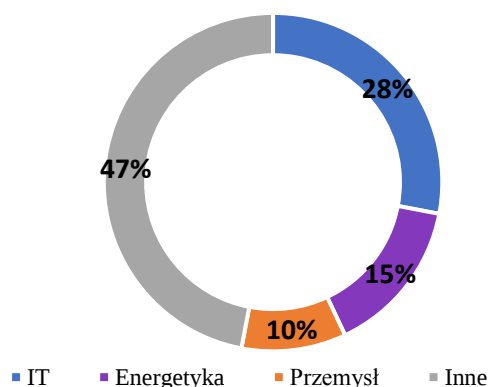
Źródło: Opracowanie własne na podstawie: <<https://fordata.pl/wp-content/uploads/2020/12/raport-mnaindexpoland-2020.pdf>>

(c) 2021 r.



Źródło: Opracowanie własne na podstawie:
<<https://fordata.pl/wp-content/uploads/2022/01/raport-mnaindexpoland-2021-pl.pdf>>

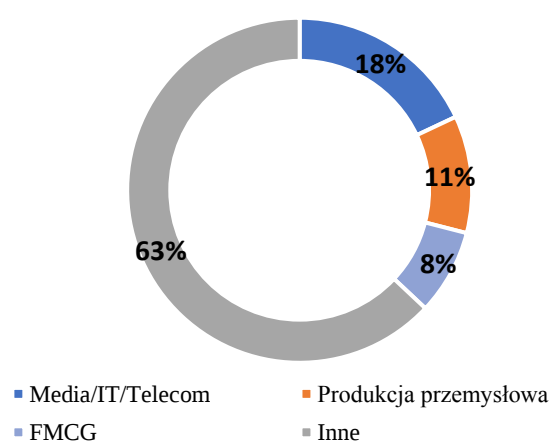
(d) 2022 r. Q1



Źródło: Opracowanie własne na podstawie:
<<https://fordata.pl/wp-content/uploads/2022/04/raport-mnaindexpoland-1q2022-pl.pdf>>

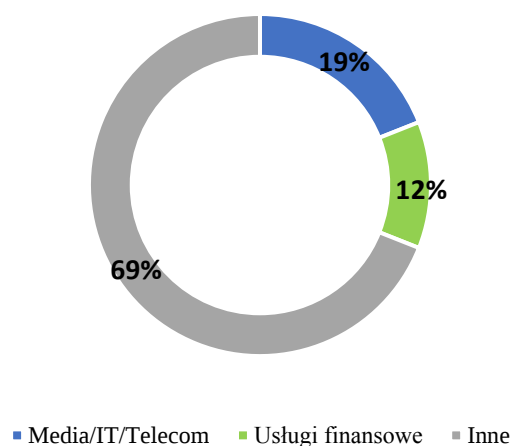
Wykres 8. Udział % podmiotów kupujących w okresie (a) 2019, (b) 2020, (c) 2021, (d) Q1 2022

(a) 2019

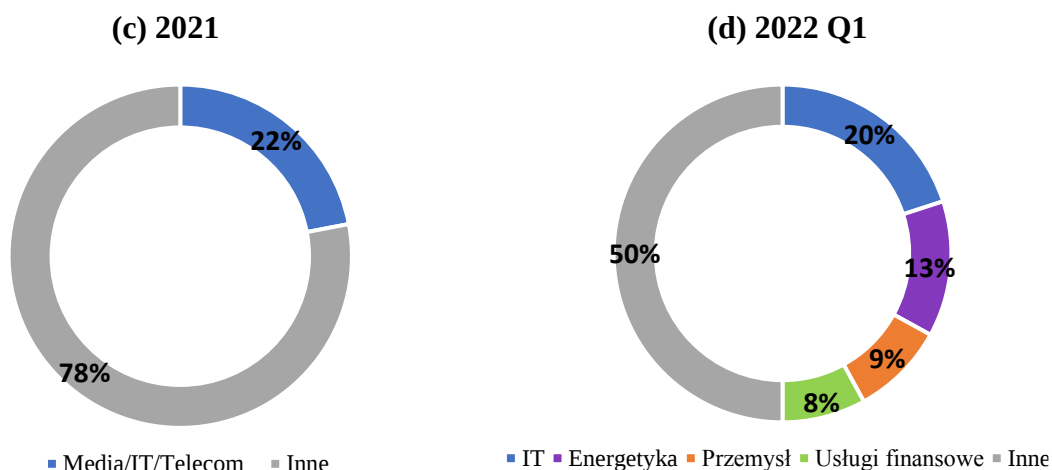


Źródło: Opracowanie własne na podstawie:
<<https://fordata.pl/wp-content/uploads/2019/12/raport-mnaindexpoland-2019.pdf>>

(b) 2020



Źródło: Opracowanie własne na podstawie:
<<https://fordata.pl/wp-content/uploads/2020/12/raport-mnaindexpoland-2020.pdf>>



Źródło: Opracowanie własne na podstawie:
 < <https://fordata.pl/wp-content/uploads/2022/01/raport-mnaindexpoland-2021-pl.pdf> >

Źródło: Opracowanie własne na podstawie:
 < <https://fordata.pl/wp-content/uploads/2022/04/report-mnaindexpoland-1q2022-pl.pdf> >

Wykres 7. przedstawia udział % podmiotów przejmowanych w okresie (a) 2019, (b) 2020, (c) 2021, (d) Q1 2022 r. Natomiast wykres 8. obrazuje udział % podmiotów kupujących w okresie (a) 2019, (b) 2020, (c) 2021, (d) Q1 2022. Podmiotem, który w okresie 2019-2021 należał do grupy, która najczęściej została przejmowana należy Media/IT/Telekomunikacja, następuje stopniowy wzrost popytu na dane usługi. Natomiast w 2022 roku ze względu na inną klasyfikację największy udział w ogólnej liczbie przejęć uzyskał segment IT – 28%. Podmiotami kupującymi charakteryzującymi się największą oraz rosnącą aktywnością na rynku w okresie 2019-2021 stanowi Media/IT/Telekomunikacja. W pierwszym kwartale 2022 r. podmioty z sektora IT najczęściej podejmowały transakcję przejęcia.

Segment IT już przed rozpoczęciem pandemii charakteryzował się znacznym rozwojem, jednak w okresie pandemii proces ten wpłynął na jeszcze większą jego dynamikę, w przeciwieństwie do innych sektorów, które nie poradziły sobie w takim stopniu jak sektor IT. Rynek poprzez stały rozwój i większą jakość oferowanych usług powoduje, że polskie usługi zdobywają także popularność za granicą. Do państw, dla których Polska oferuje swoje usługi IT mające duże znaczenie dla jej rozwoju należą Niemcy, Wielka Brytania oraz Stany Zjednoczone⁶⁰.

⁶⁰ <<https://ict.trade.gov.pl/pl/polski-sektor-ict/305563,raport-nt-sektora-it-ict-w-polsce.html>>
 [dostęp:08.05.2022]

3.3 Charakterystyka spółek, w których doszło do fuzji lub przejęcia

Polskie podmioty IT wyróżniają się na tle innych państw europejskich. Oferowanie usług na wysokim poziomie sprawia, że wiele klientów z innych państw decyduje się na skorzystanie z nich. Popularność niektórych polskich spółek staje się coraz większa poza obszarem Polski. W efekcie następuje większa ekspansja przedsiębiorstw. Wzrost poziomu i jakości rynku IT sprawia, że w ostatnim okresie zainteresowanie przedstawionym segmentem rośnie – inwestorzy coraz częściej decydują się na proces konsolidacji z rynkiem IT. Dodatkowo pandemia uwidoczniła rolę segmentu IT. Wpłynęła na strategię prowadzonej działalności – wzrost znaczenia cyberbezpieczeństwa, dobrego przekazu informacji, a także zapewnienie komponentów niezbędnych do działania usług spółek oraz systemów IT oraz ich prawidłowej kooperacji.

Do firm, które w ostatnim okresie zdecydowały się na transakcję fuzji z zagraniczną firmą zaliczmy spółkę Software Mind, która podjęła decyzję o przejęciu Code Factory pochodzących z Mołdawii oraz Rumunii. Oba podmioty są na rynku od ponad 18 lat. Poprzez przejęcia dobrych zagranicznych przedsiębiorstw polskie podmioty zyskują wyspecjalizowaną kadrę oraz baza klientów staje się znacznie większa.

W niedawnym czasie także Transition Technologies MS zdecydowała się na przejęcie 56% duńskiego podmiotu Concor, który świadczył usługi z zakresu outsourcingu IT. Podmiotem, który odznacza się dużym zaangażowaniem w podejmowanie procesów konsolidacyjnych jest Asseco⁶¹. W 2021 roku podmiot powiększył się o 19 spółek, rozwija się poprzez rozszerzanie działalności na wiele państw, segmentów, a także poprzez szeroką ofertę usług. W 2022 podmiot zdecydował się na konsolidację z firmą Pirios zajmującą się usprawnianiem kontaktu z klientem poprzez zastosowanie voicebotów i chatbotów. Z jej usług korzystają znane firmy z wielu branż⁶².

Proces fuzji i przejęć w branży IT zdobywa coraz większe udziały w ogólnej liczbie tych transakcji w Polsce. Zamierzenia dotyczące dalszych planów dotyczących połączeń i przejęć

⁶¹< <https://www.pb.pl/polskie-it-na-zagranicznych-lowach-1135576>> dostęp [10.05.2022]

⁶² <<https://www.rp.pl/biznes/art19364221-asseco-przejmuje-firme-z-krakowa-mocna-konsolidacja-w-nowych-technologiach>> [dostęp: 10.05.2022]

zapowiada wiele firm, m.in. Comarch (która ma już duże doświadczenie w tym obszarze), R22, TTMS, Ailleron⁶³.

W 2022 roku na Gieldzie było notowane 25 firm z branży informatycznej, są one przedstawione w WIG-INFO. Część z nich w celu wzrostu konkurencyjności podejmowała transakcję fuzji oraz przejęć, natomiast część z nich nie decydowała się na dany proces. Poniżej zostało przedstawione 6 firm, które przystępowały do procesów konsolidacyjnych oraz 5 podmiotów, które nie uczestniczyły w transakcjach fuzji i przejęć w okresie 2011-2018.

Tabela 3. Firmy, które zdecydowały się na transakcję fuzji lub przejęcia oraz firmy, które nie zdecydowały się na dany proces w okresie 2011-2018

Firmy, które zdecydowały się na proces konsolidacyjny	Asseco
	OPTeam
	Comarch
	Wasko
	Ailleron
	Atende
Firmy, które nie zdecydowały się na proces konsolidacyjny	NTT System
	K2 Holding
	iFirma S.A
	Talex S.A
	PGS Software

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: <<http://www.krs-online.com.pl/>> dostęp: [14.05.2022] oraz <<https://www.stockwatch.pl/gpw/indeks/wig-info,sklad.aspx>> [dostęp: 14.05.2022]

Tabela 4. Spółki, które przeprowadziły transakcję fuzji i przejęcia oraz które zostały przejęte w okresie 2011-2018

Asseco	
Asseco System	2011
Alatus Sp. z o.o.	2011
SKG S.A.	2012
Centrum komputerowe ZETO S.A.	2012
ZOA R-Style Softlab	2013
POSTINFO	2013
Onyx Consulting LLC	2013
New Technologies Integrator	2014
Infovide Matrix	2015

⁶³ <<https://www.pb.pl/polskie-it-na-zagranicznych-lowach-1135576>> [dostęp: 10.05.2022]

Exictos SGPS	2015
Nextbank Software	2018
Comarch	
A-MEA	2012
ESA Projekt	2012
Geopolis	2017
Wasko	
COIG S.A.	2012
Logic Synergy Sp z o.o.	2017
Fonon Sp. z o.o.	2018
Atende	
KLK	2011
Phoenix system	2013
Trust IT	2013
Ailleron	
Software Mind	2014
Hotelgia	2017
Opteam	
Polskie ePłatności	2016

Zródło: Opracowanie własne na podstawie <http://www.krs-online.com.pl/> [dostęp:15.05.2022], <https://pl.asseco.com/aktualnosci/> [dostęp:15.05.2022]

Tabela 3 przedstawia firmy, które zdecydowały się na transakcję fuzji lub przejęcia oraz firmy, które nie zdecydowały się na dany proces w okresie 2011-2018, natomiast tabela 4, przedstawia spółki, które przeprowadziły transakcję fuzji i przejęcia oraz które zostały przejęte w okresie 2011-2018. Strategią rozwoju części firm informatycznych jest przeprowadzanie procesów konsolidacyjnych. Część z nich charakteryzuje się dużą aktywnością w tym obszarze. Najczęściej podmioty, które często podejmują transakcje fuzji i przejęć odznaczają się szeroką ofertą usług: zarówno z segmentu oprogramowania, sprzętu IT jak i usług. Asseco wyróżnia się największą liczbą fuzji i przejęć spośród przedstawionych spółek. Duże doświadczenie w tym obszarze ułatwia im dokonywanie następnych transakcji konsolidacyjnych. Natomiast część firm z branży informatycznej mimo dużego doświadczenia na rynku nie decyduje się na fuzję lub przejęcie.

W rozdziale 4 zostanie przeprowadzona analiza sytuacji finansowej przedstawionych firm, które zdecydowały się na proces konsolidacyjny oraz tych, które się nie zdecydowały na daną transakcję. Kondycja finansowa dwóch grup podmiotów zostanie wykonana dla okresu 2011-2019. Część firm nie decyduje się na podejmowanie transakcji fuzji lub przejęcia, a

skupiają się na rozwoju wewnętrznym, rozbudowują posiadaną ofertę, zatrudniają specjalistów w swojej dziedzinie, dzięki czemu zdobywają stałych klientów. Druga grupa podmiotów mająca inną strategię decyduje się na transakcję konsolidacyjną m.in. ze względu na możliwość szybkiego wzrostu udziałów na rynku oraz wzrost konkurencyjności. Dzięki temu mogą się rozwijać również na rynkach zagranicznych, a także zyskać wykwalifikowanych specjalistów z innych branż z zagranicy. W zależności od strategii mogą zdecydować się na podmioty z tego samego segmentu, podmioty oferujące produkty komplementarne lub m.in. substytuty oferowanych produktów. W okresie 2018-2021 nastąpił wzrost wartości podjętych transakcji. W Polsce inwestorzy coraz chętniej decydują się na branżę IT. Przychody sektora IT w ostatnich latach rosną, ze względu na wzrost zapotrzebowania na usługi informatyczne. Dlatego udział fuzji i przejęć w sektorze IT notuje wzrost w stosunku do pozostałych segmentów.

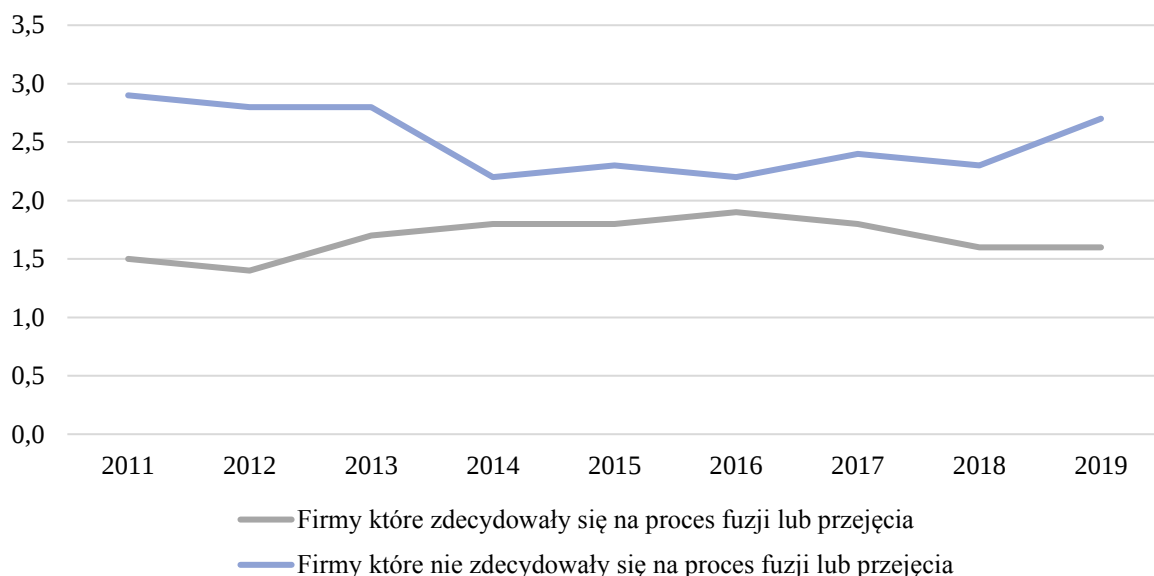
ROZDZIAŁ 4. ANALIZA FINANSOWA PODMIOTÓW, KTÓRE ZDECYDOWAŁY SIĘ NA TRANSAKCJĘ KONSOLIDACYJĄ ORAZ FIRM, KTÓRE NIE DOKONAŁY FUZJI LUB PRZEJĘCIA

W 4 rozdziale zostanie przedstawiona analiza kondycji finansowej dwóch grup firm, które zdecydowały się na transakcję przejęcia lub fuzji oraz tych, które się na nią nie zdecydowały. Analiza zostanie przeprowadzona na 6 firmach, które zdecydowały się na proces konsolidacyjny oraz 5, które nie przeprowadziły danej transakcji. Szósta firma, która nie przeprowadziła tej transakcji nie zostanie uwzględniona ze względu na odstające wyniki tej firmy, które w znaczący sposób wpłynęłyby na pozostałe wyniki wskaźników. Zostaną porównane średnie wyniki dwóch grup firm. Ocena sytuacji finansowej zostanie przeprowadzona na podstawie wskaźników: płynności, rentowności oraz zadłużenia dla okresu 2011-2019.

4.1 Wskaźniki płynności firm, które zdecydowały się na proces konsolidacyjny oraz które nie podjęły danej transakcji

Poniżej zostanie porównana kondycja finansowa podmiotów za pomocą wskaźnika płynności bieżącej, dzięki któremu możliwe będzie porównanie kondycji dwóch grup firm oraz zinterpretowanie czy firmy aktywnie przeprowadzające fuzje lub przejęcia, czy firmy nieprzeprowadzające procesów konsolidacyjnych charakteryzują się lepszą sytuacją w zakresie spłaty zobowiązań.

Wykres 9. Płynność bieżąca firm, które przeprowadziły proces konsolidacyjny oraz podmiotów, które nie zdecydowały się na fuzję lub przejęcie w okresie 2011-2019



Źródło: Opracowanie własne na podstawie Emis

Wykres 9. przedstawia płynność bieżącą firm, które nie zdecydowały się na fuzję lub przejęcie oraz firm, które przeprowadziły proces konsolidacyjny w okresie 2011-2019. Podmioty, które nie zdecydowały się na proces fuzji lub przejęcia charakteryzowały się przez cały badany okres 2011-2019 większą płynnością bieżącą, czyli aktywa obrotowe w większym stopniu pokrywały zobowiązania krótkoterminowe. Wartość wskaźnika płynności bieżącej dla podmiotów, które nie zdecydowały się na wyżej przedstawiony proces osiąga wartości 2,2-2,9, natomiast podmioty, które zdecydowały się na fuzję lub przejęcie 1,4-1,9. Żadna z dwóch grup nie powinna mieć problemu ze spłatą zobowiązań krótkoterminowych. Podmioty, które nie zdecydowały się na dany proces osiągnęły wyższe wartości. Gdy wartość wskaźnika jest zbyt wysoka może to wskazywać na możliwość lepszego gospodarowania środkami.

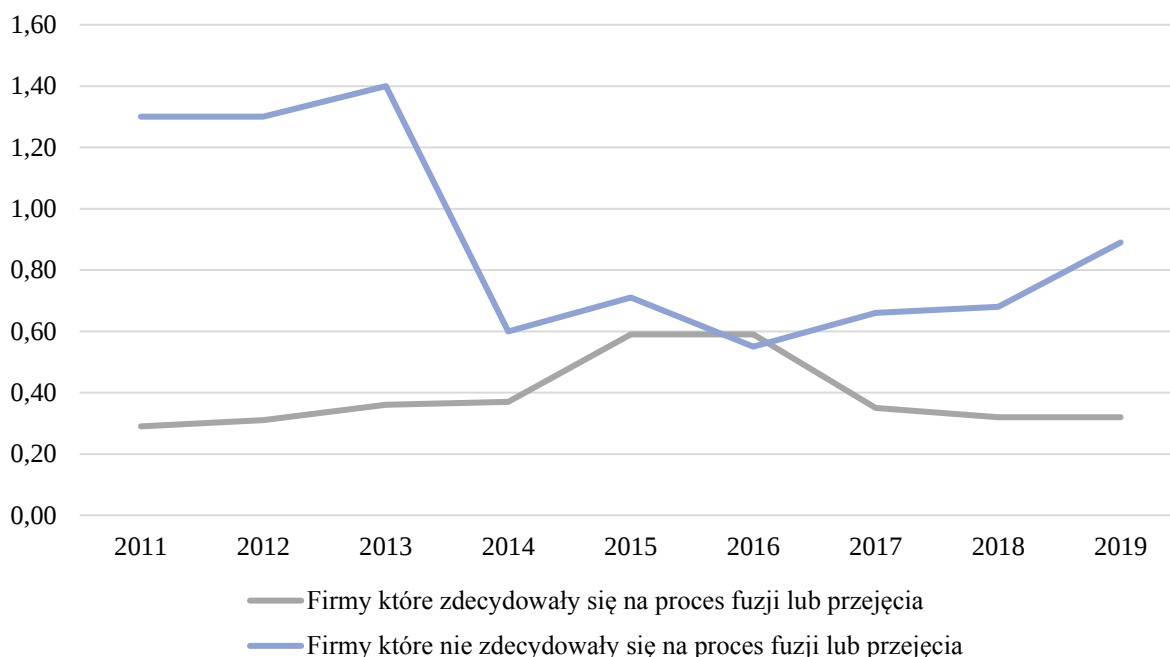
Tabela 5. Wskaźnik szybkiej płynności firm, które przeprowadziły proces konsolidacyjny oraz podmiotów, które nie zdecydowały się na fuzję lub przejęcie w okresie 2011-2019

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Firmy, które zdecydowały się na proces fuzji lub przejęcia	1,4	1,3	1,6	1,7	1,7	1,8	1,6	1,5	1,4
Firmy, które nie zdecydowały się na proces fuzji lub przejęcia	2,3	2,4	2,7	1,9	2,3	2,0	2,2	2,1	2,5

Źródło: Opracowanie własne na podstawie Emis

Tabela 5. przedstawia wskaźnik szybkiej płynności firm, które przeprowadziły proces konsolidacyjny oraz podmiotów, które nie zdecydowały się na fuzję lub przejęcie w okresie 2011-2019. Wartość wskaźnika szybkiej płynności osiąga wyższy poziom dla podmiotów, które nie zdecydowały się na proces fuzji lub przejęcia. Obie grupy firm ze względu na wysoką nadwyżkę aktywów obrotowych bez uwzględnienia zapasów w stosunku do zobowiązań krótkoterminowych były w stanie w terminie w okresie 2011-2019 spłacić pożyczki za pomocą płynnych aktywów, gdyby zaistniała taka potrzeba. Wartość powyżej 1 oznacza, że firma jest w stanie terminowo spłacić zobowiązania. Natomiast zbyt wysokie jego wartości może wskazywać, że podmiot nie dokonuje inwestycji mających wpływ na dalszy rozwój przedsiębiorstwa

Wykres 10. Wskaźnik płynności natychmiastowej podmiotów aktywnie podejmujących transakcje konsolidacyjne oraz podmiotów, które nie zdecydowały się na transakcję fuzji lub przejęcia w okresie 2011-2019



Źródło: Opracowanie własne na podstawie Emis

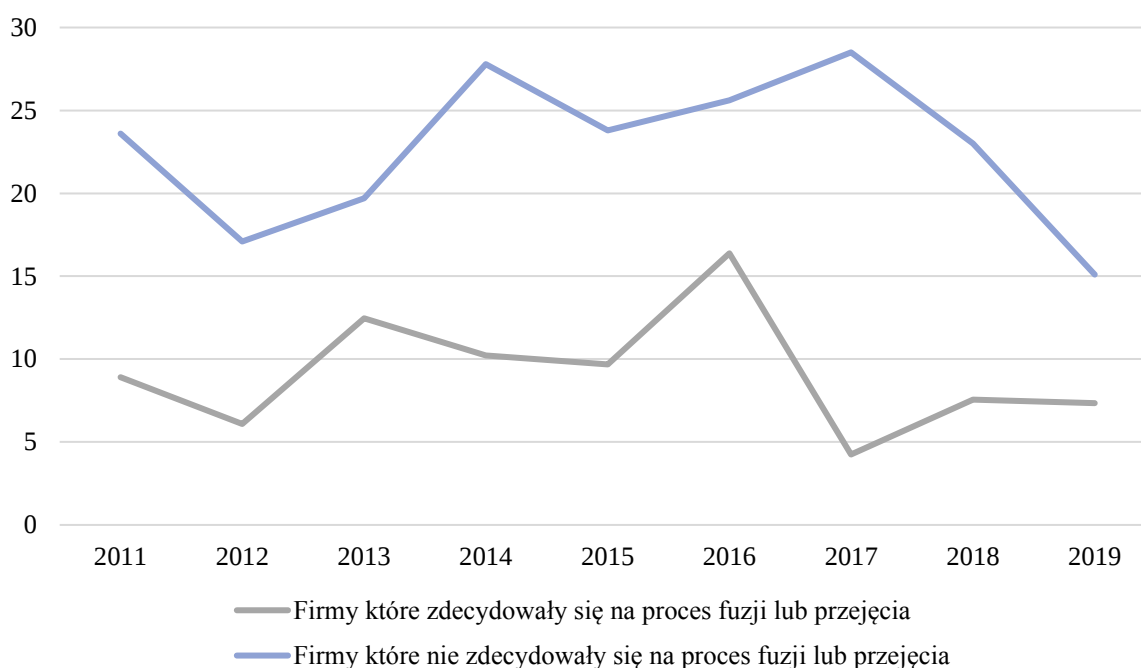
Wykres 10. przedstawia poziom wskaźnika płynności natychmiastowej dla podmiotów, które są aktywne w zakresie transakcji fuzji i przejęć oraz dla firm, które nie zdecydowały się na dany proces w okresie 2011-2019. Wskaźnik przedstawia poziom, w jakim środki pieniężne są pokryte przez zobowiązania krótkoterminowe, co pozwala na ocenę, w jakim stopniu podmiot może uregulować posiadane zobowiązania krótkoterminowe środkami pieniężnymi. Firmy, które nie zdecydowały się na wyżej przedstawioną transakcję charakteryzują się wyższą płynnością natychmiastową w badanym okresie od grupy podmiotów, które się zdecydowały na proces konsolidacyjny. Jedynie w 2016 roku jego poziom dla firm nieaktywnych w zakresie dokonywania fuzji i przejęć był nieznacznie niższy od podmiotów, które zdecydowały się na proces konsolidacyjny w okresie 2011-2019. Firmy, które nie zdecydowały się na powyższą transakcję odznaczały się zróżnicowanymi wartościami poziomu wskaźnika w tym okresie. Płynność natychmiastowa dla tej grupy podmiotów osiągała wartości 0,6-1,4. W okresie 2011-2013 wartość środków pieniężnych charakteryzowała się większym poziomem od zobowiązań krótkoterminowych. Natomiast wartość wskaźnika dla grupy podmiotów aktywnie decydujących się na proces konsolidacyjny wynosiła 0,29-0,59. Środki pieniężne firm, które nie zdecydowały się na fuzję

lub przejęcie mogły w większym stopniu były w stanie zabezpieczyć posiadane zobowiązania krótkoterminowe.

4.2 Wskaźniki rentowności firm, które zdecydowały się na proces konsolidacyjny oraz które nie podjęły danej transakcji

Podmiot decydujący się na transakcję fuzji lub przejęcia dąży do wzrostu poziomu rentowności, ponieważ będzie to świadczyło o efektywności procesu konsolidacyjnego. Poniżej zostanie przedstawiona średnia wartość wskaźnika 6 firm, w których zaszedł powyższy proces, a także średni poziom wskaźnika 5 podmiotów, w których nie zaszła transakcja konsolidacyjna. Dzięki temu możliwa będzie interpretacja wyników osiągniętych przez dwie grupy firm.

Wykres 11. Wskaźnik rentowności kapitału własnego podmiotów, które zdecydowały się na proces konsolidacyjny oraz firm, które się na daną transakcję nie zdecydowały (%)

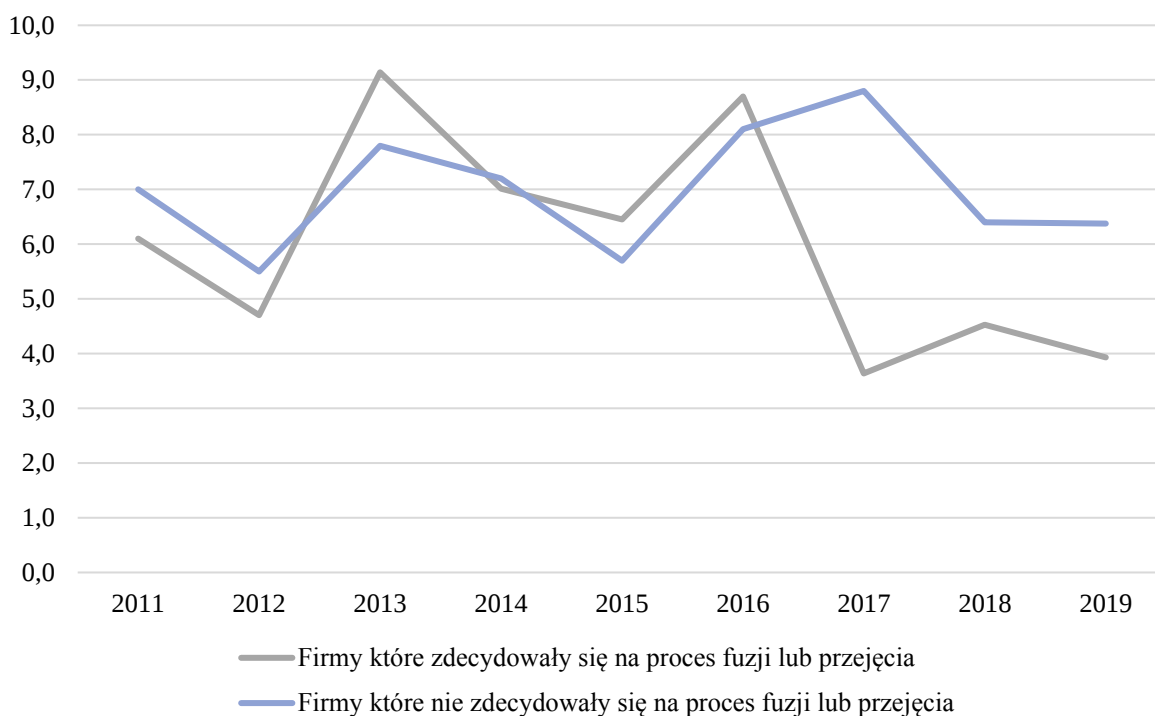


Źródło: Opracowanie własne na podstawie Emis

Wykres 11. przedstawia wskaźnik rentowności kapitału własnego podmiotów, które przeprowadziły transakcję fuzji lub przejęć oraz firm, które nie zdecydowały się na dany proces (%). Inwestorzy dążą do osiągnięcia jak najwyższej rentowności kapitału własnego, ponieważ jest to równoznaczne z większym zyskiem z zainwestowanego kapitału.

Podmioty, które nie zdecydowały się na proces konsolidacyjny przez cały okres 2011-2019 osiągnęły wyższy poziom przedstawionego wskaźnika. Średnia wartość wskaźnika przez cały badany okres osiągał zróżnicowane wartości. W okresie 2011-2019 wartość rentowności dla podmiotów, które nie były aktywne w zakresie transakcji fuzji i przejęć wynosiła 15,1%-28,5%. Grupa tych firm osiągnęła najwyższą średnią wartość w 2014 i 2017 roku. Natomiast firmy aktywnie podejmujące procesy konsolidacyjne osiągnęły rentowność na poziomie 4,2%-12,5%. Najwyższą stopą zwrotu z zainwestowanego kapitału, podmioty te zyskały w 2016 roku, natomiast najniższą w 2017 roku. Grupa firm, które nie zdecydowały się na transakcję fuzji lub przejęcia były w stanie osiągnąć większą stopę zwrotu z każdej zainwestowanej złotówki w prowadzoną działalność.

Wykres 12. Wskaźnik rentowności sprzedaży podmiotów, które przeprowadziły fuzję lub przejęcie oraz firm, które nie zdecydowały się na transakcję konsolidacyjną w okresie 2011-2019 (%)



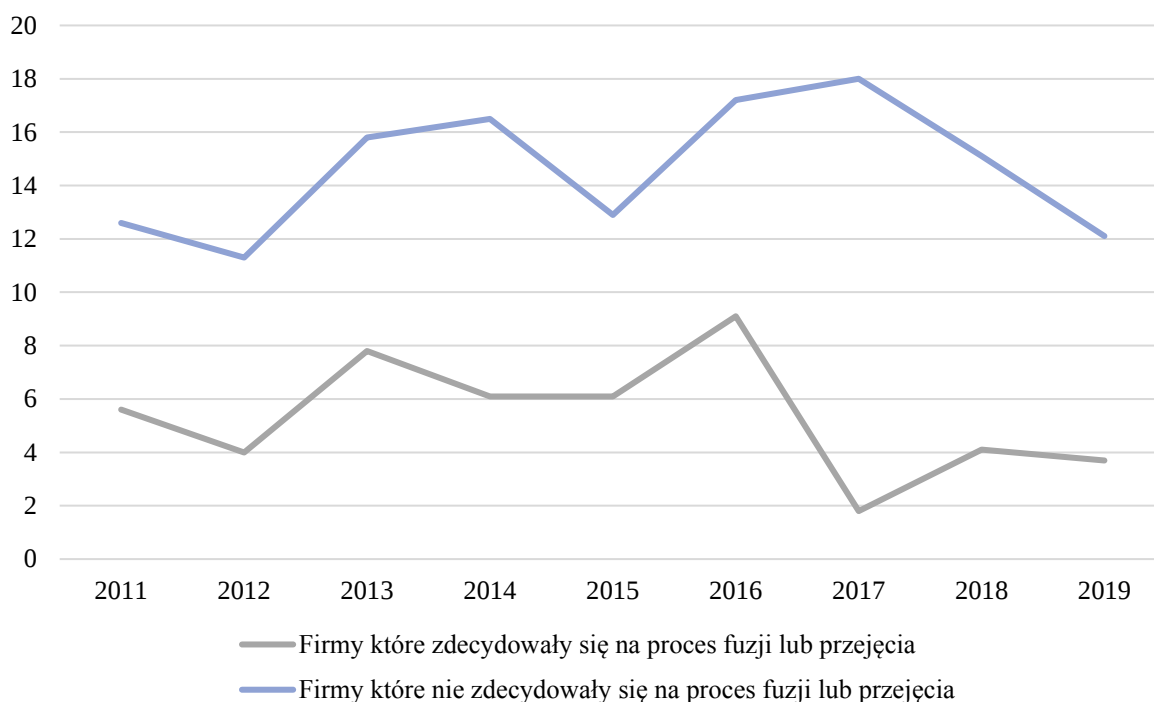
Źródło: Opracowanie własne na podstawie Emis

Wykres 12. przedstawia wskaźnik rentowności sprzedaży podmiotów, które przeprowadziły fuzję lub przejęcie oraz firm, które nie zdecydowały się na transakcję konsolidacyjną w okresie 2011-2019 (%). Zarówno podmioty, które nie zdecydowały się na proces konsolidacyjny jak i te, które się na niego zdecydowały w okresie 2011-2019 osiągnęły zróżnicowane wartości wskaźnika rentowności sprzedaży. W obu grupach podmiotów występowały znaczne wahania w jego wartościach. Średnia wartość wskaźnika

sprzedaży dla średniej 6 firm, które zdecydowały się na proces konsolidacyjny charakteryzował się większą dynamiką wartości.

Podmioty, które przeprowadziły transakcję fuzji lub przejęcia w okresie 2011-2019 osiągnęły wartości 3,9-9,1. A średnia wartość wskaźnika z całego badanego okresu dla podmiotów aktywnie przeprowadzających procesy konsolidacyjne w badanym okresie wynosiła 6,02%. Natomiast podmioty, które nie dokonały fuzji lub przejęcia osiągnęły wartości rentowności sprzedaży przez badany okres w przedziale 5,5%-8,8%. Średnia wartość tej grupy podmiotów wynosi 7%. W okresie 2011-2019 średnia wartość wskaźnika dla podmiotów, które nie zdecydowały się na transakcję przejęcia cechowały się wyższą rentownością sprzedaży, czyli były w stanie wygenerować większy poziom zysku w stosunku do osiągniętych przychodów. Mimo wyższej wartości dla tej grupy podmiotów, druga grupa osiągnęła przybliżoną wartość poziomu rentowności sprzedaży

Wykres 13. Wskaźnik rentowności aktywów podmiotów, które zawarły transakcję fuzji lub przejęcia oraz firm, które nie przeprowadziły procesu konsolidacyjnego w okresie 2011-2019 (%)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie Emis

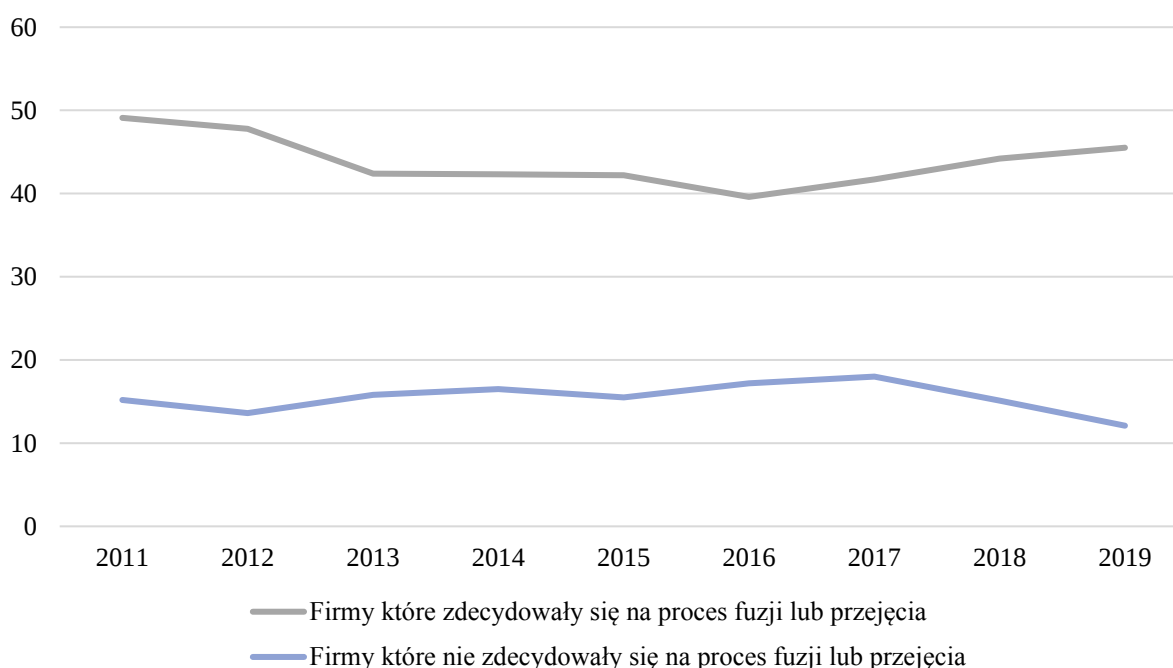
Wykres 13. przedstawia wskaźnik rentowności aktywów podmiotów, które zawarły transakcję fuzji lub przejęcia oraz firm, które nie przeprowadziły procesu konsolidacyjnego w okresie 2011-2019. Obie grupy badanych podmiotów osiągały zróżnicowane wartości przez

cały okres. Jednak firmy, które nie zdecydowały się na transakcję fuzji lub przejęcia były w stanie osiągnąć wyższą wartość wskaźnika, czyli w wydajniejszy sposób gospodarowały posiadanymi zasobami. Przez okres 2011-2019 osiągały rentowność aktywów na poziomie 11,3%-18%. Natomiast średnia wartość w tym okresie podmiotów niepodających transakcji fuzji lub przejęcia wynosiła 14,6%. Rentowność podmiotów aktywnie podejmujących procesy konsolidacyjne osiągała w tym okresie niższe wartości – w przedziale 1,8%-9,1%. Natomiast średnia wartość to 5,4%. Aktywa podmiotów, które nie zdecydowały się na transakcję fuzji lub przejęcia były w stanie wytworzyć większy poziom zysku.

4.3 Wskaźniki zadłużenia firm, które zdecydowały się na proces konsolidacyjny oraz które nie podjęły danej transakcji

W celu nieponoszenia zbyt dużego ryzyka finansowego podmioty dążą do osiągnięcia odpowiedniej wartości wskaźnika zadłużenia. Wskaźnik przedstawia sposób w jaki finansowany jest dany podmiot. W momencie, gdy poziom zadłużenia rośnie może to świadczyć o pogarszającej się kondycji finansowej.

Wykres 14. Wskaźnik zadłużenia ogólnego podmiotów aktywnie podejmujących proces fuzji i przejęcia oraz firm, które nie przeprowadziły transakcji konsolidacyjnych w okresie 2011-2019 (%)

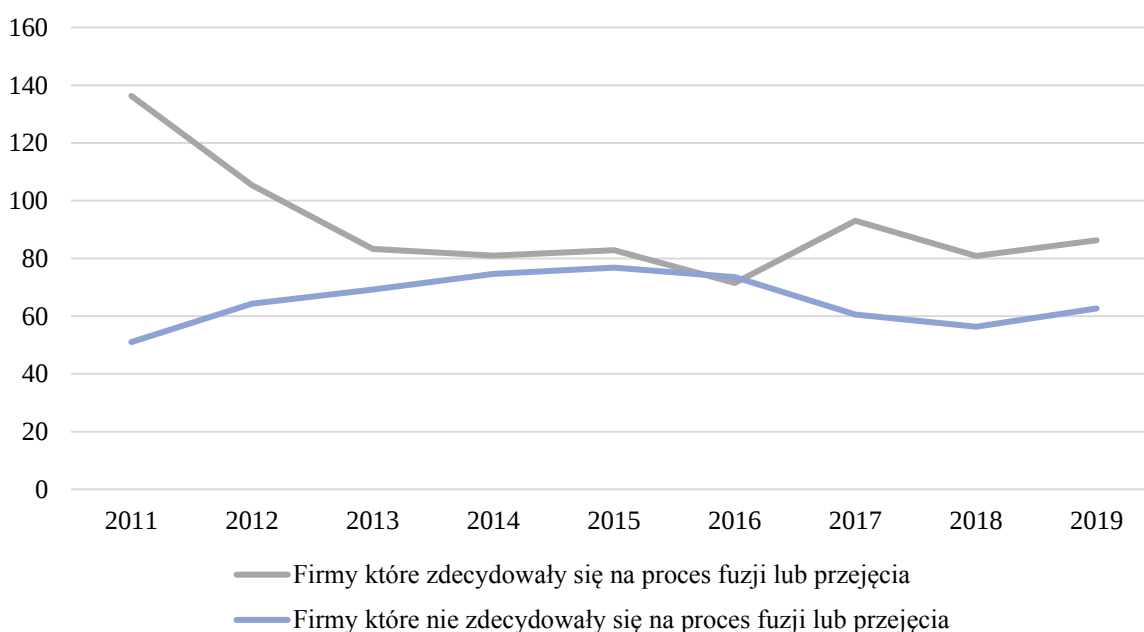


Źródło: Opracowanie własne na podstawie Emis

Wykres 14. przedstawia wskaźnik zadłużenia ogólnego podmiotów aktywnie podejmujących proces fuzji i przejęć oraz firm, które nie przeprowadziły transakcji konsolidacyjnej dla okresu 2011-2019. Obie grupy firm zarówno te, które nie podejmowały danych transakcji jak i te, które się na nią zdecydowały przez cały okres nie osiągały wahań wartości wskaźnika. Podmioty, które nie zdecydowały się na przedstawioną transakcję charakteryzowały się niskim udziałem kapitału dłużnego w finansowaniu firm. Oznacza to, że ryzyko, jakim odznaczały się podmioty nieaktywne w podejmowaniu procesów konsolidacyjnych osiągały niski poziom ryzyka. Procent zadłużenia w okresie 2011-2019 osiągał wartości 12,1%-18%. Najniższy poziom zadłużenia grupa ta osiągnęła w 2019 roku.

Natomiast podmioty aktywnie przeprowadzające procesy konsolidacyjne charakteryzowały się większym poziomem zadłużenia. W okresie 2011-2019 wartość zadłużenia wynosiła 39,6%-49,1%. Jednak poziom zadłużenia w okresie 2011-2016 miał tendencję malejącą. Natomiast w okresie 2016-2019 wartości osiągały stopniowy wzrost. Firmy nieprzeprowadzające procesu fuzji lub przejęcia w większym stopniu prowadziły działalność poprzez finansowanie kapitałem własnym w stosunku do firm, które aktywnie podejmowały procesy konsolidacyjne. Jednak, żadna z grup nie osiągnęła poziomu zadłużenia, który mógłby spowodować zagrożenie dotyczące możliwości niewypłacalności

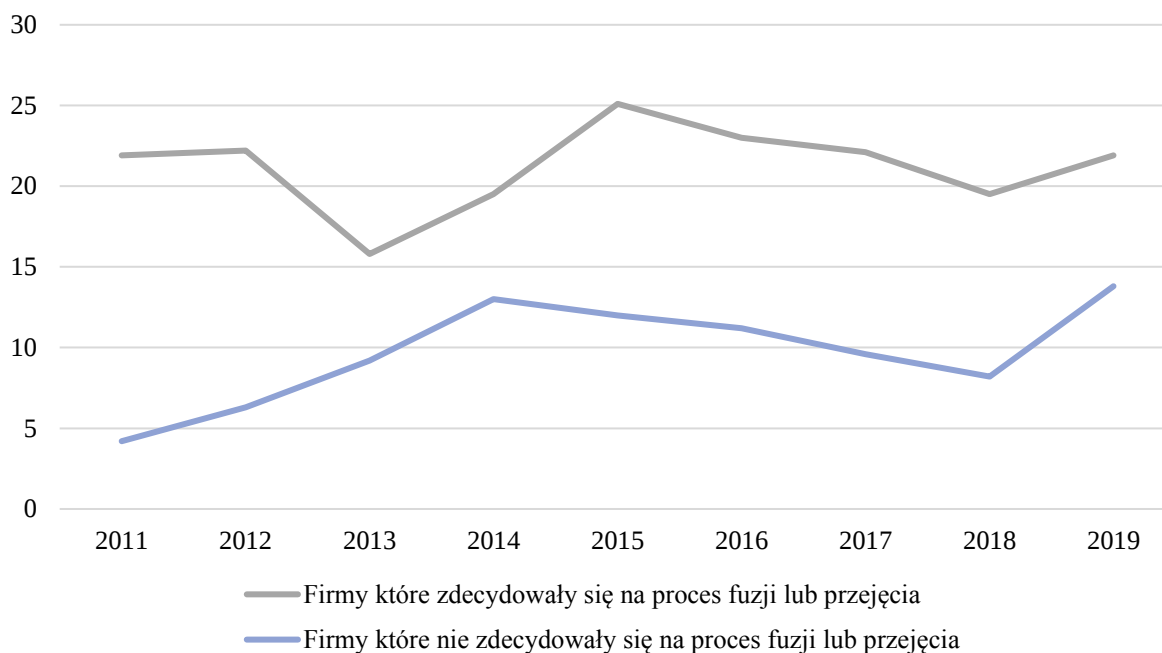
Wykres 15. Wskaźnik zadłużenia kapitału własnego podmiotów aktywnie podejmujących procesy konsolidacyjne oraz firm, które nie podjęły transakcji fuzji i przejęć w okresie 2011-2019. (%)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie Emis.

Wykres 15. przedstawia wskaźnik zadłużenia kapitału własnego podmiotów aktywnie podejmujących procesy konsolidacyjne oraz firm, które nie podjęły transakcji fuzji i przejęć w okresie 2011-2019 (%). Prawie przez cały badany okres stosunek kapitału obcego do kapitału własnego charakteryzował się wyższymi wartościami dla podmiotów, które aktywnie decydowały się na procesy konsolidacyjne. Jedynie w 2016 roku poziom zadłużenia kapitału własnego osiągnął wyższą wartość dla podmiotów niedecydujących się na proces konsolidacyjny o 2% w stosunku do podmiotów aktywnych w tym zakresie. Wartość zadłużenia kapitału własnego dla podmiotów, które podjęły transakcję fuzji lub przejęcia osiągnęły wartość zadłużenia 71,5%-136,3%. Najwyższym poziomem zadłużenia podmioty te charakteryzowały się w 2011-2012 – w tych latach poziom zadłużenia przewyższał kapitał własny, co oznacza ponoszenie dużego ryzyka finansowego. W okresie 2011-2014 poziom wskaźnika charakteryzował się tendencją spadkową, poziom zadłużenia osiągał niższe wartości w 2014 roku o 40,1% w stosunku do 2011 roku. Natomiast w okresie 2014-2019 zanotowano nieznaczny wzrost jego poziomu o 6% w stosunku do 2014 roku. Średnia wartość wskaźnika opisanej grupy - czyli podmiotów decydujących się na procesy konsolidacyjne w badanym okresie wynosiła 91,14%, a średni poziom zadłużenia drugiej grupy podmiotów – niedecydujących się na procesy konsolidacyjne 65,4%. Wartości, jakie osiągała ta grupa podmiotów w badanym okresie wynosiła 51% - 76,8%. Poziom, w jakim wartości kapitałów obcych przewyższała kapitał własny w okresie 2011-2015 stopniowo rósł. W tym okresie nastąpił wzrost zadłużenia kapitału własnego o 50,6% w stosunku do 2011 roku. Natomiast w okresie 2015-2019 jego wartość osiągnęła niższe wartości – o 18,3% w stosunku do 2015 roku. Sytuacja finansowa podmiotów nieaktywnych w zakresie podejmowania fuzji i przejęć była korzystniejsza pod względem zadłużenia kapitału własnego.

Wykres 16. Wskaźnik zadłużenia długoterminowego podmiotów aktywnie podejmujących procesy konsolidacyjne oraz firm, które nie zdecydowały się na proces fuzji lub przejęcia w okresie 2011-2019 (%)



Źródło: Opracowanie własne na podstawie Emis

Wykres 16. przedstawia wskaźnik zadłużenia długoterminowego podmiotów aktywnie podejmujących procesy konsolidacyjne oraz firm, które nie zdecydowały się na proces fuzji lub przejęcia w okresie 2011-2019 (%). Przez cały badany okres podmioty, które aktywnie decydowały się na procesy fuzji lub przejęcia jak i te, które nie były aktywne w tym zakresie osiągały zróżnicowane wartości. Poziom obu grup podmiotów nie charakteryzował się wysokimi wartościami. Jednak firmy, które nie zdecydowały się na transakcje fuzji lub przejęcia przez badany okres osiągnęły niższe wartości, czyli ich poziom zadłużenia był niższy. Wartość wskaźnika dla tych podmiotów w okresie 2011-2019 wynosił 4,2%-13,8%. Natomiast dla drugiej grupy, która zdecydowała się na proces konsolidacyjny wynosił 15,1% - 25,1%. Podmioty, które nie zdecydowały się na transakcję konsolidacyjną osiągnęły niższy poziom zadłużenia długoterminowego od podmiotów aktywnie decydujących się na transakcję fuzji i przejęć.

4.4 Wnioski

Za pomocą wskaźników rentowności, płynności oraz zadłużenia została przedstawiona kondycja finansowa dwóch grup podmiotów, do których zaliczamy średnią 5 firm, które nie zdecydowały się na proces konsolidacyjny oraz średnie wyniki 6 firm, które zdecydowały się

na proces fuzji lub przejęcia. Na podstawie porównania wyników dwóch badanych grup można stwierdzić, iż:

- Poziom wskaźnika płynności bieżącej dla badanego okresu 2011-2019 przez cały okres charakteryzuje się większymi wartościami dla podmiotów, które nie były aktywne w zakresie transakcji konsolidacyjnych. Identyczną tendencją odznaczał się wskaźnik płynności przyspieszonej oraz natychmiastowej, jedynie w 2016 roku dla podmiotów nieaktywnych w zakresie transakcji konsolidacyjnej wskaźnik płynności natychmiastowej osiągnął nieznacznie niższą wartość od podmiotów, które zdecydowały się na transakcję konsolidacyjną. Druga grupa firm, mimo osiągnięcia niższej płynności od podmiotów, które nie zdecydowały się na fuzję lub przejęcie charakteryzowała się odpowiednią płynnością.
- Poziom wskaźnika rentowności kapitału własnego oraz wskaźnik rentowności aktywów osiągnął wyższe wartości dla podmiotów, które nie zdecydowały się na transakcję fuzji lub przejęcia. Czyli podmioty nieaktywne z zakresu transakcji konsolidacyjnych z zainwestowanej 1 zł były w stanie wygenerować większy poziom zysku w stosunku do podmiotów aktywnych w tym obszarze oraz większy poziom stosunku zysku do aktywów.
- Wskaźnik rentowności sprzedaży charakteryzował się przybliżonymi wartościami dla dwóch badanych grup firm, czyli opłacalność sprzedaży była podobna dla podmiotów aktywnie podejmujących transakcję konsolidacji jak i dla podmiotów nieaktywnych w tym obszarze.
- Poziom zadłużenia ogólnego, długoterminowego jak i kapitału własnego był wyższy dla podmiotów, które zdecydowały się na proces konsolidacyjny. Jedynie dla okresu 2016 wskaźnik zadłużenia kapitału własnego był nieznacznie niższy dla podmiotów, które aktywnie dokonywały procesów konsolidacyjnych od grupy nieaktywnej w tym zakresie.

Grupa podmiotów, która nie zdecydowała się na transakcję konsolidacyjną charakteryzuje się lepszą kondycją finansową ze względu na mniejsze ryzyko ponoszonej działalności jak i możliwość wygenerowania wyższego poziomu zysku z zainwestowanego kapitału własnego oraz aktywów w stosunku do drugiej grupy- która zdecydowała się na proces konsolidacyjny. Oprócz tego podmioty nieaktywne w zakresie transakcji fuzji i przejęć ze względu na znaczną nadwyżkę aktywów w stosunku do

zobowiązań w sytuacji, gdy wystąpiłaby konieczność spłaty zobowiązań z powodu dużej nadwyżki aktywów w stosunku do zobowiązań nie powinny mieć problemu z ich spłatą.

ZAKOŃCZENIE

Celem głównym pracy była ocena i porównanie sytuacji finansowej podmiotów, które zdecydowały się na proces konsolidacyjny z firmami, które się nie zdecydowały na transakcję fuzji i przejęć. Została porównana kondycja finansowa dwóch grup podmiotów w okresie 2011-2019. W pracy opisano, jakie korzyści mogą zostać osiągnięte, gdy podmiot zdecyduje się na transakcję konsolidacyjną jak i zagrożenia, które są z nią związane.

Główne zalety to: wzrost konkurencyjności jak i udziałów na rynku; możliwość poprawy kondycji finansowej; rozpoczęcie działalności na nowym rynku; ograniczenie ryzyka w sytuacji, gdy popyt na poprzednio oferowany produkt zanotuje spadek, natomiast drugi podmiot, w który zainwestowano może stanowić formę zabezpieczenia dla firmy; powstanie efektu synergii, który może wpłynąć na ograniczenie ponoszonych kosztów.

Natomiast do zagrożeń związanych z wyżej przedstawioną transakcją zaliczamy: konieczność odpowiedniej organizacji procesu fuzji i przejęć, dotyczącą zmiany struktury podmiotu, co stanowi wyzwanie dla kadry zarządzającej; możliwość przygotowania i wdrożenia nieodpowiedniej strategii: poprzez np. zaistnienie sytuacji, w której jest brak możliwości dostępu do wszystkich informacji dotyczącej spółki przejmowanej; brak wystarczającej wiedzy dotyczącej segmentu, w który podmiot zdecydował się zainwestować; możliwość utraty pracy przez pracowników przejętej firmy; różnice kulturowe między podmiotami.

Firma decydując się na transakcję konsolidacyjną powinna uwzględnić korzyści, jakie może zyskać jak i zagrożenia. W zależności od strategii może zdecydować się na fuzję lub przejęcie. Fuzja, czyli połączenie dwóch lub więcej podmiotów – w efekcie powstaje nowa firma. Drugi rodzaj transakcji – przejęcie występuje w sytuacji, gdy majątek firmy przejętej przechodzi do podmiotu, który zdecydował się na daną transakcję. Wyróżniamy przejęcie przyjazne oraz wrogie.

Ocenę efektywności podjęcia transakcji konsolidacyjnej można wykonać poprzez ocenę zmiany wartości firmy jako efekt danej transakcji - można ją obliczyć za pomocą miary VAB- przedstawiającą wartość firmy po połączeniu, inna miara- DCF – prezentuje, ile dochodu podmiot będzie w stanie wytworzyć - poprzez zdyskontowanie środków pieniężnych możliwe jest uzyskanie bieżącej wartości firmy. Miara, która również pozwala na ocenę czy transakcja konsolidacyjna miała pozytywny wpływ na kondycję finansową są zmiany poziomu wskaźników

Transakcje fuzji i przejęć pozwalają w krótkim okresie czasu zwiększyć udziały na rynku. Inwestorzy coraz częściej spośród wszystkich segmentów wybierają sektor informatyczny. Analizowany rynek IT obejmuje sprzęt, usługi oraz oprogramowanie IT, z czego największy udział w latach 2017 oraz 2019 stanowił sprzęt IT. Ze względu na wzrost roli rynku informatycznego segment zanotował wzrost jego wartości.

Do firm notowanych na giełdzie, które aktywnie podejmowały procesy konsolidacyjne zaliczamy m.in. Asseco, OPTeam, Comarch, Atende, Ailleron, Wasko. Natomiast do podmiotów, które nie zdecydowały się na transakcję konsolidacyjną zaliczamy: NTT System, K2 Holding, iFirma, Talex oraz PGS Software.

W pracy nie udało się wykazać prawdziwości tezy, iż fuzje i przejęcia prowadzą do poprawy sytuacji finansowej firmy przejmującej. Z analizy sytuacji finansowej dwóch grup podmiotów: 6 firm, które zdecydowały się na transakcję konsolidacyjną w stosunku do 5 podmiotów, które nie dokonały transakcji fuzji lub przejęcia wynika, iż sytuacja finansowa w okresie 2011-2019 dla podmiotów, które nie zdecydowały się na transakcję konsolidacyjną była korzystniejsza w stosunku do grupy podmiotów, które podjęły transakcje fuzji i przejęć. Firmy aktywnie podejmujące transakcje konsolidacyjne osiągnęły niższą płynność od drugiej grupy, mimo to ich płynność była odpowiednia. Poziom wskaźników zadłużenia jak i rentowności również charakteryzował się korzystniejszymi wynikami dla grupy podmiotów, które nie zdecydowały się na proces fuzji lub przejęcia. Powyższe badania dla okresu 2011-2019 wskazują, że podjęcie fuzji i przejęć nie było opłacalne, ze względu na lepszą kondycję finansową grupy podmiotów, które nie były aktywne z zakresie transakcji konsolidacyjnych.

Bibliografia

Książki i artykuły:

1. Adamska-Mieruszevska J, Markiewicz M., *Czynniki sukcesu fuzji i przejęć horyzontalnych na przykładzie globalnych agencji informatycznych*, *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia* nr 4/2016 (82), cz. 2, s 473-484
2. Ambukita E., *Fuzje i przejęcia jako strategia rozwoju przedsiębiorstwa- aspekty teoretyczne*, „Zeszyty naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 804”, *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia* nr 67, 2014, s. 715-723
3. Badrtalei J., Bates D.L., *Effect of Organizational Cultures on Mergers and Acquisitions: The Case of DaimlerChrysler*, “*International Journal of Management*”, Vol. 24 No. ,2 June 2007, s.303-317
4. Brennan T.J., *Vertical mergers, the coase theorem, and the burden of proof*, “*Journal of Competition Law & Economics*”, 16(4), 2020, s.488–510
5. Butrym K., Odlanicka-Poczobott M., *Motywy sprzedawców i nabywców w transakcjach fuzji i przejęć*, [W:] J.Pyka (red), *Nowoczesność przemysłu i usług*, Katowice: Towarzystwo Naukowe Organizacji i Kierownictwa, 2002, s.118-128
6. Bruner R. F. (red.), *Applied Mergers Acquisitions*, John Wiley & Sons Inc., Hoboken, New Jersey, 2004, s.15
7. Capron L., *The long term performance of horizontal acquisitions*, “*Strategic Management Journal*”, Volume 20, Issue 11, 1999, s.987-1018
8. Choi J. P., *Mergers with Bundling in Complementary Markets*, “*The Journal of Industrial Economics*”, Wiley, Vol. 56, No. 3 ,2008 , pp. 553-577
9. Czerwonka L., *Wpływ fuzji przedsiębiorstw na ich wartość*, *Ekonomika i Organizacja Przedsiębiorstwa*, nr 4 (723), 2010, s. 31-37
10. Fee C.E., *Shawn Thomas, Sources of gains in horizontal mergers: evidence from customer, supplier, and rival firms*, “*Journal of Financial Economics 74*”, Elsevier, 2004, s.423–460
11. Frąckowiak W. (red.), *Fuzje i przejęcia*, PWE, Warszawa, 2009, s.29-32, 95-97, 104
12. Gabrusewicz W., *Analiza finansowa przedsiębiorstwa Teoria i zastosowanie*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, 2014, s.327, 328, 342
13. Gilbert R. J., *Innovation matters: competition policy for the high-technology economy*, The MIT press, Cambridge, Massachusetts London, England, 2020, s.93

14. Goryńska A. (red), Grzenkowicz N. Kowalczyk J., Kusak A., Podgórski Z., *Analiza Finansowo-ekonomiczna jako narzędzie oceny kondycji przedsiębiorstwa*, s.130
15. Gugler K., Yurtoglu B.B, *The effects of mergers on company employment in the USA and Europe*, "International Journal of Industrial Organization", Elsevier, April, 2004, s.481-502
16. Karaszewski W., Kuzel M., *Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw zagranicznych na gruncie eklektycznej teorii bezpośrednich inwestycji zagranicznych*, "Ekonomia XXXIV – Nauki humanistyczno-społeczne", zeszyt 368, Toruń, 2004, s.82-93
17. Klimczak. D., M&A Post-merger integration – istota i rola dobrze przygotowanego przejęcia, *Kwartalnik nauk o przedsiębiorstwie*, 2020/2, s.94-103
18. Kochaniak K., *Ekonomiczna wartość dodana (EVAtm) jako metoda oceny efektywności finansowej przedsiębiorstwa*, Zeszyty Naukowe nr 840 Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, 2010
19. Kosowski S., *Efektywne zarządzanie zasobami ludzkimi w fuzjach i przejęciach*, "Zeszyty naukowe Wyższej Szkoły Humanitas Zarządzanie", 2019(2), s.93-106
20. Kozłowska-Makós D., *Efekt synergii w procesach łączenia się kapitału (wybrane problemy)*, "Zarządzanie finansami i rachunkowość", 3 (2), 2015, s.17-27
21. Kraszewska M, Pujer K., *Konkurencyjność przedsiębiorstw. Sposoby budowania przewagi konkurencyjnej*, Wydawnictwo Exante, Wrocław, 2017, s.12, 13
22. Lesiak M., *Istota analizy wskaźnikowej – ujęcie edukacyjne*, *Przedsiębiorczość – Edukacja*, 17(1), 2021, s.221-233
23. Łopacińska K., *Korzyści i zagrożenia dla przedsiębiorstw wynikające z fuzji i przejęcia na rynku międzynarodowym*, "Biznes międzynarodowy w gospodarce globalnej", nr 33, 2014, s. 583–594
24. Pabianiak P., *Analiza finansowa przedsiębiorstwa*, Business Concepts, 2016, s.112
25. Podczaski A., Due diligence – kluczowy etap w procesach fuzji i przejęć, *Kwartalnik nauk o przedsiębiorstwie*, 54(1), 2020/1, s. 69-80
26. Pomykańska P. Pomykański P., *Analiza finansowa przedsiębiorstwa wskaźniki i decyzje w zarządzaniu*, Wydawnictwo Naukowe PWN, 2017, s.99
27. Puzio E., *Uwarunkowania fuzji i przejęć przedsiębiorstw*, "Współczesne problemy ekonomiczne", nr 2/2018 (18), Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, 2018

28. Maćkowiak E., *Fuzje i przejęcia a w kreowaniu wartości przedsiębiorstwa*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, nr 737, Finanse, rynki finansowe, ubezpieczenia nr 56, 2012, s.126
29. Stuss Magdalena M., *Specyfika zarządzania zasobami ludzkimi po fuzjach i przejęciach przedsiębiorstw*, Wydawnictwo Uniwersytetu Jagiellońskiego, Kraków, 2015
30. Szczepanowski P., *Wycena i zarządzanie wartością przedsiębiorstwa*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa, s. 204, 205, 207
31. Szytko A., *Motywy M&A – szerokie możliwości rozwoju przedsiębiorstw poprzez fuzje i przejęcia*, Przegląd Organizacji, Nr 3 (866), 2012, s.18-22
32. Wnorowski H. J., *Przejęcia i fuzje jako forma ekspansji korporacji*, [W] Gruszevska Ewa (red.), *Współczesne wyzwania rozwoju gospodarczego Polityka i kreacja potencjału*, Wydawnictwo Uniwersytetu w Białymstoku 2015, s.15
33. Zaleska M. *Ocena kondycji finansowej przedsiębiorstwa przez analityka bankowego*, Oficyna Wydawnicza Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa, 2012, s.72, s.88

Źródła internetowe:

1. <https://analizafinansowa.pl/controlling/analiza-efektywnosci-fuzji-i-przejec-2880.html> [dostęp: 13.03.2022]
2. Benefits of a Merger or Acquisition, <<https://archive.mbda.gov/news/blog/2012/04/benefits-merger-or-acquisition.html>> [dostęp: 13.02.2022]
3. <<https://pl.asseco.com/aktualnosci/>> [dostęp: 15.05.2022]
4. <<https://businessinsider.com.pl/finanse/handel/e-commerce-w-czasie-pandemii-jak-radzily-sobie-firmy-z-handlem-online/k7fd4gp>> [dostęp: 08.05.2022]
5. <<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/deals/hostile-takeover/>> [dostęp: 06.03.2022]
6. <<https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/strategy/vertical-merger-integration/>> [dostęp: 04.03.2022]
7. <<https://dealroom.net/faq/guide-to-concentric-mergers>> [dostęp: 05.03.2022]

8. <<https://efinancemanagement.com/mergers-and-acquisitions/conglomerate-merger>> [dostęp: 05.03.2022]
9. < <https://pl.euro-linux.com/blog/polski-rynek-it/>> dostęp [03.05.2022]
10. <[EVA - co to jest? \(businessinsider.com.pl\)](https://businessinsider.com.pl)> [dostęp:28.05.2022]
11. <<https://ictmarketexperts.com/aktualnosci/pmr-50-mld-zl-na-ryнку-it-w-polsce-i-rekordowy-wzrost-sprzedazy-sprzetu-komputerowego-w-2020-r/>> [dostęp: 07.05.2022]
12. <<https://ict.trade.gov.pl/pl/polski-sektor-ict/305563,raport-nt-sektora-it-ict-w-polsce.html>> [dostęp:08.05.2022]
13. < <https://itwiz.pl/najwieksze-firmy-polsce-roku-2019-ranking-itwiz-best100/>>:
14. <<http://www.krs-online.com.pl/>> dostęp: [14.05.2022]
1. <<https://www.letslearnfinance.com/advantages-and-disadvantages-of-conglomerate-merger.html>>[dostęp:05.03.2022]
2. <<https://onlinebusiness.northeastern.edu/blog/offensive-and-defensive-strategies-for-hostile-takeovers/>> [8.03.2022]
3. <https://www.pb.pl/polskie-it-na-zagranicznych-lowach-1135576>> dostęp [10.05.2022]
4. <https://www.rp.pl/biznes/art19364221-asseco-przejmuje-firme-z-krakowa-mocna-konsolidacja-w-nowych-technologiach>> [dostęp: 10.05.2022]
5. <<https://www.stockwatch.pl/gpw/indeks/wig-info,sklad.aspx>> [dostęp: 14.05.2022]
6. Ryzyka współczesnego rynku fuzji i przejęć, Raport z badania Crowe Horwath i FERF, s.7 <<https://www.tgc.eu/media/publikacje/Mergers&Acquisitions.pdf>>
7. <<https://onlinebusiness.northeastern.edu/blog/offensive-and-defensive-strategies-for-hostile-takeovers/>> [8.03.2022]
8. < [What is a Vertical Merger? Advantages and Disadvantages - Wikiaccounting](https://www.wikiaccounting.com/what-is-a-vertical-merger-advantages-and-disadvantages/)> [dostęp:28.05.2022]
9. Emerging Europe M&A Report 2016/17
10. Emerging Europe M&A Report 2021/22, s.6, 72
11. <<https://fordata.pl/wp-content/uploads/2019/12/raportmnaindexpoland-2019.pdf>>
12. <<https://fordata.pl/wp-content/uploads/2020/12/raport-mnaindexpoland-2020.pdf>>
13. <<https://fordata.pl/wp-content/uploads/2022/01/raport-mnaindexpoland-2021-pl.pdf>>
14. < <https://fordata.pl/wp-content/uploads/2022/04/report-mnaindexpoland-1q2022-pl.pdf>>

Wykaz tabel i wykresów

1. Wykres 1. Liczba i wartość fuzji i przejęć (mld €) na Świecie i w Europie w okresie 2010-2020 r.
2. Wykres 2. Liczba i wartość transakcji fuzji i przejęć (mld €) w Polsce w okresie 2012-2021 r.
3. Wykres 3. Wartość (mld €) i liczba przejęć i fuzji w Doradztwie IT oraz Usługach w okresie 2010-2020
4. Wykres 4. Wartość (mld €) i liczba przejęć i fuzji w segmencie Oprogramowania w okresie 2010-2020
5. Wykres 5. Wartość rynku IT w Polsce w okresie 2016-2017, 2019-2020 r. (mld. zł)
6. Wykres 6. Podział rynku IT według segmentów (a) 2017, (b) 2019
7. Wykres 7. Udział % podmiotów przejmowanych w okresie (a) 2019, (b) 2020, (c) 2021, (d) Q1 2022
8. Wykres 8. Udział % podmiotów kupujących w okresie (a) 2019, (b) 2020, (c) 2021, (d) Q1 2022
9. Wykres 9. Płynność bieżąca firm, które przeprowadziły proces konsolidacyjny oraz podmiotów, które nie zdecydowały się na fuzję lub przejęcie w okresie 2011-2019
10. Wykres 10. Wskaźnik płynności natychmiastowej podmiotów aktywnie podejmujących transakcje konsolidacyjne oraz podmiotów, które nie zdecydowały się na transakcję fuzji lub przejęcia w okresie 2011-2019
11. Wykres 11. Wskaźnik rentowności kapitału własnego podmiotów, które zdecydowały się na proces konsolidacyjny oraz firm, które się na daną transakcję się nie zdecydowały (%)
12. Wskaźnik 12. Wskaźnik rentowności sprzedaży podmiotów, które przeprowadziły fuzję lub przejęcie oraz firm, które nie zdecydowały się na transakcję konsolidacyjną w okresie 2011-2019 (%)
13. Wykres 13. Wskaźnik rentowności aktywów podmiotów, które zawarły transakcję fuzji lub przejęcia oraz firm, które nie przeprowadziły procesu konsolidacyjnego w okresie 2011-2019 (%)

14. Wykres 14. Wskaźnik zadłużenia ogólnego podmiotów aktywnie podejmujących proces fuzji i przejęcia oraz firm, które nie przeprowadziły transakcji konsolidacyjnych w okresie 2011-2019 (%)
15. Wykres 15. Wskaźnik zadłużenia kapitału własnego podmiotów aktywnie podejmujących procesy konsolidacyjne oraz firm, które nie podjęły transakcji fuzji i przejęć w okresie 2011-2019 (%)
16. Wykres 16. Wskaźnik zadłużenia długoterminowego podmiotów aktywnie podejmujących procesy konsolidacyjne oraz firm, które nie zdecydowały się na proces fuzji lub przejęcia w okresie 2011-2019 (%)
17. Tabela 1. Wartość (mld €) i liczba fuzji i przejęć w segmencie Oprogramowania, Doradztwie oraz Usługach IT na świecie oraz ogólna liczba, wartość (mld €) fuzji na świecie oraz udział % wartości i liczby fuzji w Oprogramowaniu, doradztwie, usługach IT w ogólnej liczbie przejęć i fuzji na świecie
18. Tabela 2. Przychody z dostawy produktów i usług przez IT (mld. zł) w okresie 2019, 2020 oraz zmiana % przychodów w 2020 w stosunku do 2019 r.
19. Tabela 3. Firmy, które zdecydowały się na transakcję fuzji lub przejęcia oraz firmy, które nie zdecydowały się na dany proces w okresie 2011-2018
20. Tabela 4. Spółki, które przeprowadziły transakcję fuzji i przejęcia oraz które zostały przejęte w okresie 2011-2018
21. Tabela 5. Wskaźnik szybkiej płynności firm, które przeprowadziły proces konsolidacyjny oraz podmiotów, które nie zdecydowały się na fuzję lub przejęcie w okresie 2011-2019