

# Ewaluacja efektu synergii w transakcjach fuzji i przejęć w czasie pandemii COVID-19

## Evaluating synergy in mergers and acquisitions during the COVID-19 pandemic

JOANNA TOBOREK-MAZUR\*, KAROL PARTACZ\*\*

### Streszczenie

**Cel:** Celem artykułu jest przedstawienie efektu synergii jako relewantnego źródła informacji o wartości firmy, przyczyniającego się do ewaluacji skuteczności (zyskowności) transakcji połączeniowej. Dzięki analizie rynku M&A (*mergers and acquisitions*) możliwa była ocena tej skuteczności wśród poszczególnych przedsiębiorstw w czasie pandemii COVID-19, a ta z kolei posłużyła wyznaczeniu metodyki ewaluacji efektu synergii oraz kierunków zmian tych transakcji w poszczególnych sektorach.


**Metodyka/podejście badawcze:** W artykule zastosowano metody analizy porównawczej i deskryptywnej, oparte na przeglądzie krajowej i zagranicznej literatury przedmiotu oraz krytycznej ocenie wyników uzyskanych z eksplikacji danych prezentowanych przez pięć uznanych agencji ratingowych i doradczych z zakresu finansów i rachunkowości.


**Wyniki:** Poprzez wyznaczenie determinant warunkujących powodzenie transakcji fuzji i przejęć, możliwa była ocena wpływu efektu synergii na liczbę i wartość przeprowadzanych w czasie pandemii COVID-19 procesów połączeniowych, z ich potencjalnymi negatywnymi i pozytywnymi konsekwencjami ekonomicznymi. Zaprezentowane diagnozy i wnioski dotyczą zarówno międzynarodowego, jak i polskiego rynku M&A, w oparciu o dane zagregowane, ujęte w odniesieniu do branż, które w największym stopniu uczestniczyły w transakcjach fuzji i przejęć w dobie pandemii COVID-19.

**Praktyczne implikacje:** W artykule wskazano na sposoby ewaluacji efektu synergii w trakcie pandemii COVID-19, w kontekście liczby i wartości przeprowadzonych transakcji fuzji i przejęć, które mają znaczenie poznawcze dla kształtowania się potencjalnego efektu synergii oraz budowania koncentracji kapitałowej.

**Oryginalność:** Jest to pierwsze opracowanie, w którym dokonano ewaluacji efektu synergii w transakcjach fuzji i przejęć dokonywanych w czasie pandemii COVID-19 oraz skutków tych zdarzeń z punktu widzenia ekonomicznego i ewidencyjnego, zarówno z perspektywy analizy porównawczej, jak i deskryptywnej.

**Słowa kluczowe:** efekt synergii, fuzje i przejęcia, koncentracja kapitału, wartość firmy, COVID-19, konsolidacja.

\* Dr Joanna Toborek-Mazur, Katedra Rachunkowości, Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie,  <https://orcid.org/0000-0003-3639-3910>, [toborekj@uek.krakow.pl](mailto:toborekj@uek.krakow.pl)

\*\* Mgr Karol Partacz, absolwent kierunku rachunkowość i controlling Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, student prawa na Uniwersytecie Ekonomicznym w Krakowie,  <https://orcid.org/0000-0003-0314-6673>, [karolpe007@gmail.com](mailto:karolpe007@gmail.com)

## Abstract

**Purpose:** The paper aims to present synergy as a relevant source of information about goodwill, contributing to a more precise, balance-sheet evaluation (profitability) of a merger. Based on the mergers and acquisitions (M&A) market analysis, it was possible to assess this effectiveness assessment among individual companies during the COVID-19 pandemic. This, in turn, was used to determine the methodology for evaluating the synergy effect and the directions of changes in these transactions in individual sectors.

**Methodology/approach:** The article consists of methods of comparative and descriptive analysis based on a review of the domestic and foreign literature and a critical assessment of the results from the exploration of data presented by five recognized financial and accounting rating and advisory agencies.

**Findings:** By determining the determinants of the success of M&A transactions, it was possible to assess the impact of synergy on the number and value of these processes carried out during the COVID-19 pandemic, with their potential negative and positive economic consequences. The presented diagnoses and conclusions concern both the international and Polish M&A markets based on aggregated and sectoral data.

**Practical implications:** The article points out the discrepancies in the evaluation of synergy during the COVID-19 pandemic in the context of the number and value of mergers and acquisitions, which are of cognitive importance for the development of potential synergy and building capital concentration.

**Originality:** The article is the first attempt to evaluate the synergy in M&A during the COVID-19 pandemic and the effects of these events from economic and record-keeping points of view and from a comparative and descriptive analysis perspective.

**Keywords:** synergy, mergers and acquisitions, equity concentration, goodwill, COVID-19, consolidation.

## Wprowadzenie

Przedsiębiorstwa, by móc skutecznie konkurować na rynku, muszą poszukiwać nowych rozwiązań w zakresie metod produkcji i wytwarzania, świadczenia usług czy doskonalenia relacji z otoczeniem. Osiągnięcie tego celu jest możliwe dzięki transakcjom fuzji i przejęć. Oczywiście należy wykorzystać narzędzia umożliwiające poprawę efektywności systemu zarządzania, które połączone z koncentracją kapitału pozwolą na realizację pozytywnego efektu synergii. Jest to możliwe dzięki skuteczniejszemu reagowaniu na zagrożenia w niestabilnym otoczeniu, ale przede wszystkim poprzez uwrażliwienie kadry menedżerskiej na potrzebę redukcji kosztów i generowania dodatkowych przychodów.

Zgodnie z definicją zawartą w MSSF 3, przedsięwzięcie to zintegrowany zespół działań i aktywów, którym można operować i zarządzać w celu uzyskania zwrotu w formie dywidend, obniżenia kosztów lub uzyskania innych korzyści ekonomicznych bezpośrednio dla inwestorów lub innych właścicieli, członków lub uczestników. Takimi działaniami są transakcje fuzji i przejęć. W czasie pandemii COVID-19 część przedsiębiorstw musiała zmierzyć się z jej negatywnymi konsekwencjami, dla innych była to okazja, aby osiągnąć długoterminowy wzrost, wykorzystując założony efekt synergii w procesach fuzji i przejęć. Przystępując do planowania transakcji połączeniowej w praktyce gospodarczej nabywca ustala, czy przedsięwzię-

cie przyniesie dodatni efekt synergii, szacując potencjalne korzyści ekonomiczne po połączeniu (Świetła, Toborek-Mazur, 2021).

Celem artykułu jest przedstawienie efektu synergii jako relewantnego źródła informacji o wartości firmy oraz ocena transakcji fuzji i przejęć w skali krajowej i międzynarodowej, a także w Polsce.

Szczegółowa ocena efektu synergii polega na przeprowadzeniu porównawczej analizy wartości przedsiębiorstwa w ujęciu historycznym (kilkuletnim) oraz sektorowym (względem wyników innych przedsiębiorstw w danym sektorze). W praktyce jest to możliwe zarówno dzięki rachunkowości, jak i korzystaniu z informacji zewnętrznych. W każdym jednak przypadku koszt informacji uzyskiwanych w toku pogłębionej diagnozy i oceny tych treści ekonomicznych nie powinien przekraczać przewidywanych korzyści opracowania takiej informacji.

Autorzy przyjmują tezę, że transakcje fuzji i przejęć są źródłem tworzenia efektu synergii, która przyczynia się do poprawy kondycji finansowej łączących się przedsiębiorstw poprzez zwiększenie ich wartości. Tezę tę potwierdzają również A. Herdan i L. Antolak (2005), W Frąckowiak (2009), J. Chadam (2012), J. Korpus (2014), D. Kozłowska-Makós (2015), H. Wnorowski (2015), K. Czerkas (2018) oraz J. Toborek-Mazur i K. Świetła (2020).

W artykule podjęto się odpowiedzi na następujące pytania badawcze:

1. Czy w badanym okresie wzrosła wartość oczekiwanego efektu synergii poprzez zawierane na rynku transakcje fuzji i przejęć?
2. Jak zmienił się rynek fuzji i przejęć pod wpływem pandemii COVID-19?
3. Jakie czynniki warunkują podejmowanie decyzji w transakcjach konsolidacji kapitału w Polsce i świecie w okresie pandemii?

W części teoretycznej artykułu opisano różnice w terminologii fuzji i przejęć. W celu identyfikacji działań wpływających na zdolność przedsiębiorstw do generowania oczekiwanego efektu synergii w podjętych transakcjach M&A dokonano badania literatury przedmiotu poprzez wykorzystanie metod analizy porównawczej i deskryptywnej oraz raportów wiodących agencji ratingowych i doradczych z zakresu finansów m.in. Fordata i Navigator Capital, Baker Tilly, CMS, Deloitte, PwC. W części empirycznej autorzy ocenili kierunki zmian w transakcjach fuzji i przejęć, które przyczyniają się do generowania efektu synergii i powstawania dodatniej wartości firmy. Dzięki interpretacji uzyskanych wyników możliwe było wyznaczenie trendów i zmian w transakcjach M&A w trakcie pandemii COVID-19, w najbardziej rozwijających się sektorach gospodarki.

## **1. Wartość firmy a efekt synergii w transakcjach połączeniowych**

Synergia jest zjawiskiem polegającym na koordynacji (współdziałaniu) co najmniej dwóch podmiotów ze sobą w taki sposób, aby w rezultacie przyniosły one większą korzyść, niż gdyby te podmioty działały rozłącznie. Zjawisko to trafnie odzwierciedla wynik nierówności  $2 + 2 > 4$  (Toborek-Mazur, 2010, s. 34), w którym

przy zastosowaniu określonych narzędzi bądź metod (łącznie) uzyskuje się wyższy rezultat, w porównaniu z ich pojedynczym wykorzystaniem (sumy wszystkich części osobno). Przybierając postać wzoru, efekt synergii można zaprezentować modelem:  $V_{AB} = V_A + V_B + S$ , w którym  $V_{AB}$  stanowi łączną wartość połączonych przedsiębiorstw, natomiast  $V_A$ ;  $V_B$ ; oraz  $S$ , odpowiednio: osobno ujęte wartości przedsiębiorstw „A” i „B” oraz wartość synergii (Lewandowski, 2001, s. 209). Oczekiwana wartość synergii określa poziom dodatniej nadwyżki jako mierzalnej korzyści dla nowo powstałego (bądź przejmującego) przedsiębiorstwa. W wyniku udanej transakcji łączeniowej powstaje dodatnia wartość firmy, która stanowi dodatnią różnicę wartości spółki przejmującej oraz przejmowanej po przejściu i ich łącznej wartości przed realizacją tej transakcji. Powstała w ten sposób wartość dodana, jeśli jest wyższa aniżeli koszty przejścia (takie jak koszty transakcyjne, dodatkowe opłaty połączeniowe czy np. także premia za przejście), generuje wzrost wartości rynkowej spółki przejmującej. W razie, gdy wartość nabytych udziałów jest niższa od odpowiadającej im części aktywów netto jednostki przejętej, które wycenia się według wartości godziwej, powstaje ujemna wartość firmy (Kiziukiewicz, 2020, s. 623).

Warto podkreślić, że nie powinno dojść do procesu połączenia, jeżeli transakcja ta nie zakłada generowania dodatniego efektu synergii, dlatego prawdopodobieństwo jego uzyskania i stopień determinacji podmiotu przejmującego do jego przeprowadzenia wpływa na zakres powodzenia całego przedsięwzięcia. Zgodzić się można z tezą, że im wyższy oczekiwany efekt synergii, tym większa skłonność do poniesienia wyższych kosztów akwizycji (Rosenbaum, Pearl, 2022, s. 96).

Z fuzją mamy do czynienia, gdy udziałowcy (akcjonariusze) za posiadane akcje (udziały) dotychczas istniejących przedsiębiorstw, uzyskują tytuły własnościowe nowo powstającego podmiotu (Korpus, 2014, s. 29). Może zostać przeprowadzona na dwa sposoby. Pierwszy opiera się na założeniu, że łączące się podmioty tracą własną osobowość prawną na rzecz nowo powstałego podmiotu, jednocześnie przenosząc na niego majątek wszystkich partycypujących przedsiębiorstw (tzw. konsolidacja). Drugi zakłada, że z dwóch (na ogół równorzędnych) podmiotów powstaje jeden i następuje w drodze przeniesienia całości majątku spółki przejmowanej na spółkę przejmującą (tzw. inkorporacja) (Kozłowska-Makós, 2015). Od fuzji należy odróżnić przejście, które zachodzi w przypadku, gdy jeden podmiot uzyskuje kontrolę nad innym podmiotem. Przez „uzyskanie kontroli” należy rozumieć taki transfer kontroli między tymi podmiotami, który prowadzi do utraty niezależności przez jeden z nich na rzecz drugiego (Puzio, 2018). Fuzje w praktyce gospodarczej mają charakter przyjazny i powstają w wyniku każdorazowej zgody i współpracy partycypujących stron, z kolei przejścia mogą, choć nie muszą, mieć taki charakter (tzw. wrogie przejścia) (Świetla, Toborek-Mazur, 2021).

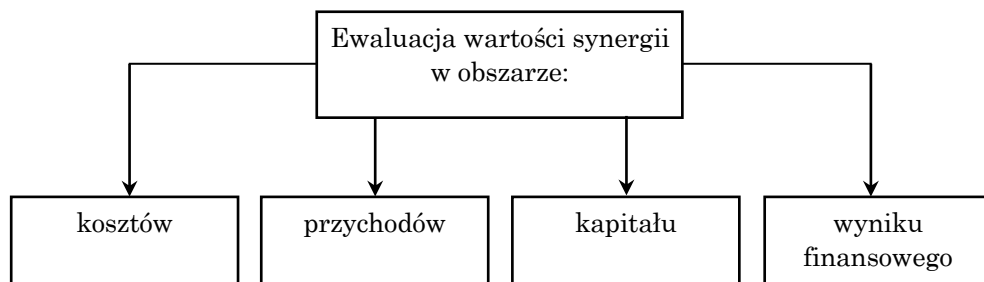
Międzynarodowa rachunkowość inaczej postrzega te procesy. MSSF 3 uznaje wszystkie połączenia jednostek za przejścia. Nawet w przypadku „prawdziwych fuzji” należy rozliczać je metodą przejścia i identyfikować spółkę przejmującą i przejmowaną (Toborek-Mazur, 2015).

W wyniku koncentracji kapitałowej poprzez przejście przedsiębiorstwo powstałe w wyniku połączenia może osiągnąć lepszą pozycję konkurencyjną nie tylko na

rynku macierzystym, ale także na rynkach dotąd będących poza sferą zainteresowania działalności operacyjnej (Pierścionek, 2011, s. 431). Wśród czynników mających potencjał synergiczny wyróżnia się wejście w posiadanie dodatkowych zasobów, optymalizację portfela inwestycyjnego, dywersyfikację, czy doskonalenie istniejących procesów wewnątrz organizacji (DePamphilis, 2017, s. 9). Wskazuje się także na korzyści wynikające z ograniczenia jednostkowych kosztów, przy zastosowaniu korzyści skali (synergia kosztowa), zwiększenia przychodów i wzmocnienia potencjału siły rynkowej, np. poprzez wzrost liczby sprzedanych produktów i tym samym efektywniejszą alokację bieżących nadwyżek środków pieniężnych (synergia przychodowa), alokacji środków trwałych i poprawie kapitału obrotowego (synergia kapitałowa) i zmniejszenia kosztów ogólnego zarządu (synergia menedżerska), czy chociażby redukcji kosztów finansowych i lepszej kontroli przepływów pieniężnych (synergia finansowa) (Wróbel, 2004, s. 33). Odpowiednio łączące się przedsiębiorstwa uzyskać mogą korzyści podatkowe (Litwińczuk, 2013, s. 268).

Informacji o tych korzyściach dostarcza rachunkowość, dzięki której można ustalić, czy przedstawiony efekt synergii ma charakter dodatni dla przedsiębiorstwa i czy uzyskuje się wyższy wartościowo wynik, względem efektu bazowego. Niemniej czasami w wyniku niepowodzenia transakcji fuzji i przejęć bądź niedostosowania się do oczekiwań rynkowych pojawia się asynergia, a nawet dyssynergia (Domańska-Grędyś, 2013). Rysunek 1 ilustruje rozkład oddziaływania efektu synergii na najważniejsze obszary majątkowo-finansowe przedsiębiorstwa.

**Rysunek 1.** Ewaluacja efektów synergii w głównych obszarach majątkowo-finansowych przedsiębiorstwa



Źródło: opracowanie własne.

Synergia jest relewantnym czynnikiem motywującym inwestorów do przeprowadzenia transakcji fuzji i przejęć, bez której nie jest możliwa rzetelna ocena ich przydatności i efektywności ekonomicznej (Czerkas, 2018, s. 24). Dla pomiaru efektu synergii znaczenie ma treść ekonomiczna poszczególnych wartości łączących się przedsiębiorstw. W związku z tym, należy pozyskiwać informacje pochodzące z wewnątrz przedsiębiorstwa, ale również informacje zewnętrzne tworzone przez np. konkurentów, agencje ratingowe czy instytuty badawcze (Czerny, 2011).

W zależności od przyjętego kryterium źródła pochodzenia treści ekonomicznych przydatnych do oceny efektu synergii, stosuje się różnego rodzaju mierniki,

np. według wartości majątku przed i po połączeniu, wysokości zysku czy również tych wskaźników finansowych, które wykorzystywane są w analizie sprawozdań finansowych. Analiza majątkowa transakcji fuzji i przejęć opiera się na rozliczeniu ich skutków względem majątku łączących się przedsiębiorstw. Analiza skuteczności, na podstawie oczekiwanego efektu synergii, uwzględnia wycenę wartości przedsiębiorstwa. Jednakże, efekt ten wyceniany może być przy założeniu także kryteriów niefinansowych, które odzwierciedlają osobiste intencje nabywców, które choć niewymierne, mają istotne znaczenie dla oszacowania ceny nabycia (przejęcia) przedsiębiorstwa, odzwierciedlając poziom ich determinacji.

Wartość firmy to złożona kategoria, której źródłem jest zarówno efekt synergii wypracowany z osiągniętych korzyści ekonomicznych połączenia bądź niedoszacowania wartości aktywów materialnych i niematerialnych, jak i wynikający z uwzględnienia czynników niebilansowych, np. czynnika ludzkiego (np. kompetencji) czy społecznego (np. relacji z pracownikami) (Bał, 2016). Wartość firmy obejmuje wartości przedsiębiorstw sprzed połączenia, jak i efekt synergii pomniejszony o koszty transakcji (Wójcik-Jurkiewicz, 2009). Niemniej, jest on konsumowany i płacony przez stronę przejmującą. Stąd też, z punktu widzenia przejmującego, miernikiem wartości przejęcia jest kalkulacja różnicy między wartością połączonych przedsiębiorstw (przy uwzględnieniu efektu synergii) a wartością najlepszej spośród alternatyw. Tak wyznaczona różnica stanowi akceptowalną cenę, będącą wyznacznikiem opłacalności ekonomicznej całej transakcji.

Jak wspomniano, rachunkowość przedstawia nieco inaczej zrealizowany dodatni efekt synergii. W sprawozdaniu finansowym spółki przejmującej ujawnia się go jako dodatnią wartość firmy. Wykazywana jest ona w aktywach spółki, na którą przeszedł majątek połączonych spółek lub nowo powstałej spółki w pozycji wartości niematerialne i prawne. Odzwierciedla ona oczekiwania spółki przejmującej, co do przyszłych korzyści ekonomicznych podobnie jak efekt synergii, jakie ma przynieść połączenie spółek. Często wpływają one na cenę, jaką spółka przejmująca zapłaciła za wartości, które w momencie połączenia nie spełniają warunków zaliczenia ich do aktywów, a co za tym idzie nie mogą być ujęte w księgach rachunkowych. (Gierusz, 2002, s. 92). Zdaniem autorów nie zawsze są to korzyści tożsame, chociaż w wielu przypadkach podobne.

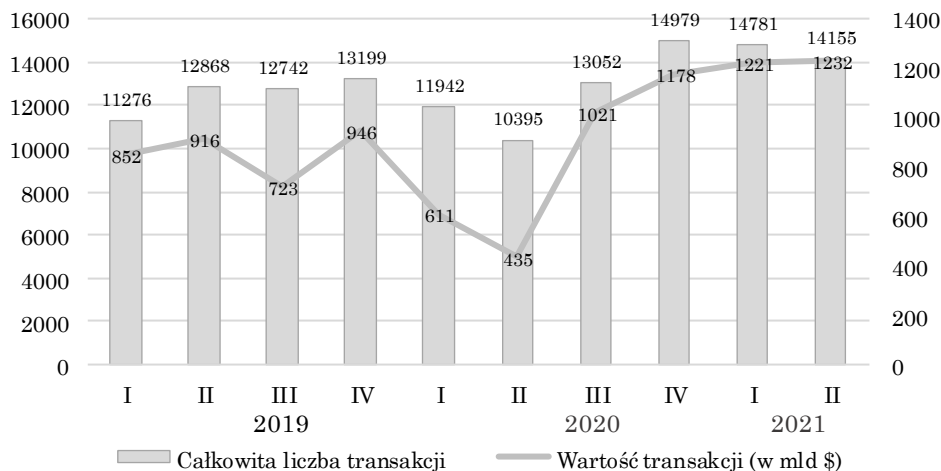
## **2. Rynek fuzji i przejęć przed i w trakcie pandemii COVID-19 na świecie**

Oceniając efektywność ekonomiczną transakcji połączeniowych (z punktu widzenia rachunkowości), należy dokonać weryfikacji motywów, jakimi kierowały się przedsiębiorstwa zainteresowane strategią rozwoju opartą na fuzjach i przejęciach. Celem połączeń jednostek jest chęć podniesienia ich wartości, co przekłada się na osiągnięty efekt synergii. Jednakże taka ocena zdaniem autorów nie jest pełna, ponieważ sprawozdanie finansowe jako wiarygodne i wartościowe narzędzie analityczne

uwzględnia jedynie dane historyczne, ujęte w konkretnym momencie, które nie zawsze oddają rzeczywisty obraz majątkowy przedsiębiorstwa. W kontekście konsolidacji kapitału, którymi są również transakcje fuzji i przejęć o charakterze międzynarodowym, problem ten nabiera dodatkowej trudności (Toborek-Mazur, 2010, s. 184). Dla przedstawienia kierunku zmian wartości transakcji fuzji i przejęć w dobie pandemii COVID-19, autorzy proponują analizę studium przypadków, ujętą w formie zbiorczej analizy porównawczej tych transakcji.

Zasadne wydaje się również wykorzystanie analizy przyczynowej, która pozwala na określenie wpływu poszczególnych elementów na powstanie efektu synergii. Podstawową zaletą tego rozwiązania jest możliwość ich ewaluacji przy uwzględnieniu tożsamości czynników warunkujących (liczby i wartości transakcji) oraz założeniu stopnia efektywności, z perspektywy zarówno estymacji potencjalnego efektu synergii, jak i zmian wynikających z pandemii COVID-19. Na wykresie 1 przedstawiono wartość i liczbę transakcji fuzji i przejęć w latach 2019 i 2020 oraz w pierwszych dwóch kwartałach 2021 roku.

**Wykres 1.** Wartość i liczba transakcji fuzji i przejęć na świecie (w mld \$)



Źródło: opracowanie własne na podstawie PwC (2021).

Jak wynika z danych przedstawionych na wykresie 1, wartość transakcji fuzji i przejęć zasadniczo w badanym okresie wzrosła. Wyjątkiem jest II kwartał 2020 roku, w którym przeprowadzono zaledwie 10 395 operacji, o łącznej wartości około 435 mld dolarów. Warto nadmienić, że później nastąpił ich znaczący wzrost, aż w IV kwartale 2020 roku liczba fuzji i przejęć wyniosła 15 000 transakcji, o łącznej wartości ponad 1 biliona dolarów. W pierwszym półroczu 2021 roku ich liczba nie spadła poniżej 14 000, a wartość poniżej 1,2 biliona dolarów. Odnosząc się do danych z I kwartału 2021 roku, można zauważyć, że w IV kwartale 2020 roku liczba przeprowadzonych transakcji spadła, choć ich łączna wartość

wzrosła. Inwestorzy zatem od III kwartału 2020 roku coraz częściej decydowali się na podejmowanie kosztownych inwestycji<sup>1</sup>.

Tabela 1 zawiera zestawienie zmian wartości oraz liczby transakcji fuzji i przejęć w latach 2019–2021.

**Tabela 1.** Zmiany tendencji fuzji i przejęć w latach 2019–2020 oraz I półroczu 2021 roku

Tendencje	2019				2020				2021	
	Kwartały									
	I*	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II
Wzrost/spadek liczby transakcji (w %)		14,12	-0,97	3,59	-9,52	-12,95	25,56	14,76	-1,32	-4,23
Wzrost/spadek liczby transakcji		1592	-126	457	-1257	-1547	2657	1927	-198	-626
Wzrost/spadek wartości transakcji (w %)		7,51	-21,07	30,84	-35,41	-28,80	-134,71	15,38	3,65	0,9
Wzrost/spadek wartości transakcji (w mld \$)		64	-193	223	-335	-176	586	157	43	11

\* Nie dotyczy.

Źródło: opracowanie własne na podstawie wykresu 1.

Dane zawarte w tabeli 1 zostały obliczone względem okresu poprzedzającego. Ich analiza wskazuje, że rozkład procentowy oraz wartościowy transakcji fuzji i przejęć jest nieregularny. Potwierdzają to prezentujące się nierównomiernie w poszczególnych kwartałach dane dotyczące procentowego i wartościowego wzrostu liczby oraz wartości transakcji, np. pomiędzy II i III kwartałem 2019 (spadek liczby i wartości transakcji) a III i IV kwartałem 2019 (wzrost liczby i wartości), ale także IV kwartałem 2020 i I kwartałem 2021 (spadek liczby transakcji i wzrost ich wartości). Szczegółowa analiza wskazuje na znaczący spadek liczby i wartości transakcji w pierwszej połowie 2020 roku, i jednocześnie znaczący ich wzrost w drugiej połowie tego roku, np. pomiędzy II a III kwartałem 2020 roku (wartość transakcji wzrosła ponad dwukrotnie) o 586 transakcji (co odpowiada wzrostowi o 134%) przy znaczącym wzroście liczby transakcji o ponad 2500 transakcji. Przyczyną tego zjawiska były ograniczenia pandemiczne związane z rozprzestrzenia-

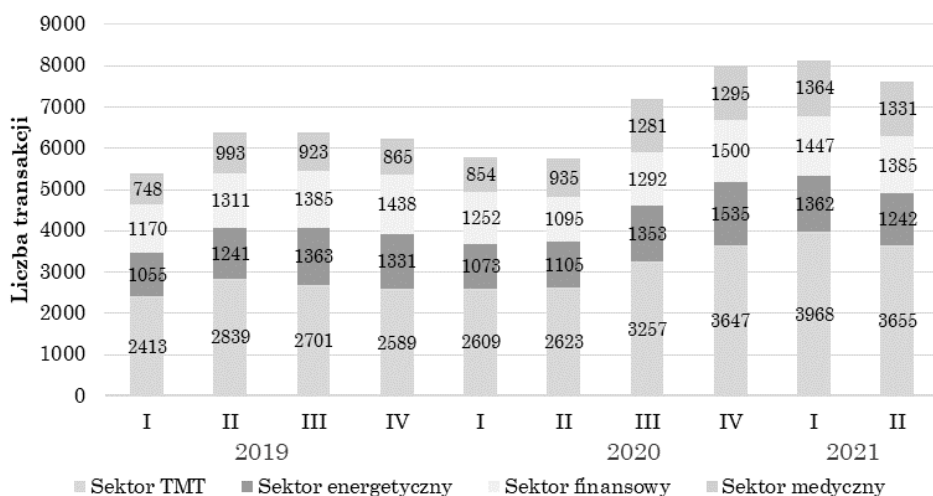
<sup>1</sup> „Kosztowność” opiera się tutaj na założeniu, że jeśli liczba transakcji fuzji i przejęć spadała, a jednocześnie wzrosła ich zbiorcza wartość, to przedsiębiorstwa podejmowały się transakcji w mniejszym wolumenie, przy relatywnie niższych kosztach ich przeprowadzenia.



niem się pandemii COVID-19 w Polsce, a tym samym wzmożoną zachowawczością wśród inwestorów, której „przełamanie” nastąpiło dopiero pod koniec 2020 roku.

Wpływ na dynamikę zmian tych transakcji ma niewątpliwie ich liczba zawierana w poszczególnych sektorach. W celu oszacowania poszczególnych wartości, w badaniu uwzględniono cztery sektory, które w największym stopniu partycypowały, w okresie pandemii COVID-19, w transakcjach połączeniowych, tj. sektor związany z: elektroniką i rozrywką – sektor TMT (technologia, media, telekomunikacja), z energetyką (wydobycie, chemia, górnictwo i metale oraz ropa naftowa i gaz ziemny), z finansami (bankowość, ubezpieczenia, zarządzanie aktywami) oraz z medycyną (ochrona zdrowia, farmacja). Dane dotyczące liczby i wartości (wraz z ujęciem graficznym) transakcji fuzji i przejęć na świecie w ujęciu kwartalnym w okresie I kwartał 2019 – II kwartał 2021 roku, w czterech sektorach prezentuje odpowiednio wykres 2, tabela 2 i wykres 3.

**Wykres 2.** Liczba transakcji fuzji i przejęć w czterech analizowanych sektorach



Źródło: opracowanie własne na podstawie PwC (2021).

**Tabela 2.** Zestawienie wartości transakcji fuzji i przejęć w czterech sektorach (w mld \$)

Rok	Kwartał	Sektor				Łącznie (w mld \$)
		TMT	energetyczny	finansowy	medyczny	
2019	I	154	149	102	156	561
	II	154	154	55	125	488
	III	163	89	77	74	403
	IV	150	184	138	95	567
2020	I	93	62	149	28	332
	II	115	54	72	43	284

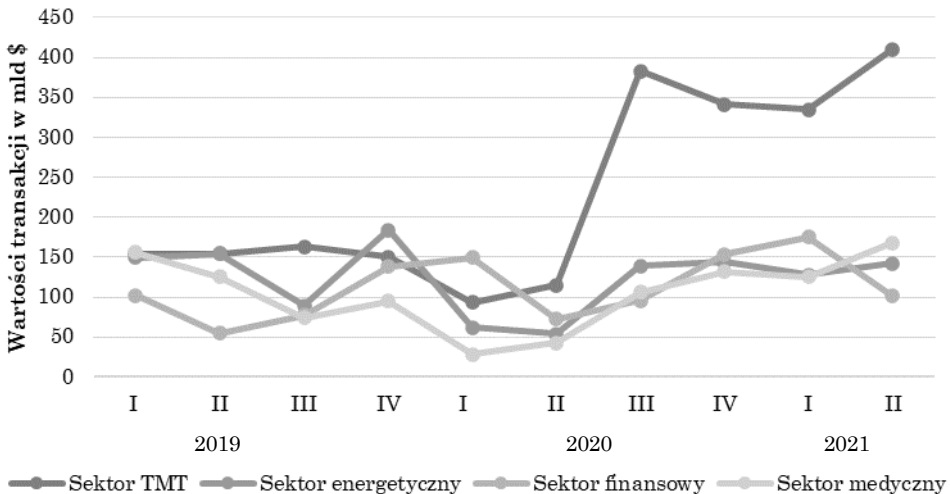
cd. tab. 2

Rok	Kwartał	Sektor				Łącznie (w mld \$)
		TMT	energetyczny	finansowy	medyczny	
2021	III	383	139	96	106	724
	IV	341	144	153	132	770
	I	335	128	175	125	763
	II	410	142	101	168	821

Źródło: opracowanie własne na podstawie PwC (2021).

Analizując przedstawione informacje, można zauważyć, że największy udział w połączeniach w badanym okresie przypada transakcjom w sektorze TMT. W ciągu dwóch lat wystąpił wzrost o 1555 (od 2413 operacji w I kwartale 2019 r., do 3968 w I kwartale 2021 r.). W każdym z okresów ich liczba przekraczała 2000 operacji (rekordowo: w I kwartale 2021 r.), natomiast ich wartość zawierała się w przedziale od 93 mld w I kwartale 2020 r., do 410 mld w II kwartale 2021 r. W sektorze energetycznym liczba przeprowadzonych transakcji mieściła się w przedziale od 1055 w I kwartale 2019 r., do 1535 w IV kwartale 2020 r., natomiast w sektorze finansowym zanotowano w I kwartale 2019 r. 1170 transakcji, a najwięcej w IV kwartale 2020 roku – 1500. W sektorze medycznym najmniej transakcji wystąpiło w I kwartale 2019 r., czyli 748, a najwięcej w I kwartale 2021 r. 1364.

**Wykres 3.** Wartości transakcji fuzji i przejęć w czterech badanych sektorach (w mld \$)



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z tabeli 1.

Warto zauważyć, że podobnie jak w przypadku połączeń międzynarodowych (wykres 1), tak również w przypadku ich częściowego ujęcia sektorowego (tab. 2),

wartości te odpowiednio rosły, choć rozkład tego wzrostu nie był regularny. Przeprowadzona analiza pierwszych ostatnich dwóch kwartałów 2020 roku i dwóch pierwszych kwartałów 2021 roku wskazuje na znaczący wzrost nie tylko liczby transakcji na rynku M&A, ale także ich wartości.

### 3. Trendy w transakcjach fuzji i przejęć przeprowadzonych w Polsce

Kontynuując analizę zestawiono dane ujęte poprzednio ze strukturą rynku fuzji i przejęć w Polsce. W tym celu autorzy uwzględnili okres poprzedzający pandemię, tj. lata 2015–2019, jak również 2020 i 2021 (zob. tab. 3).

**Tabela 3.** Liczba transakcji fuzji i przejęć w latach 2015–2021 w Polsce

Rok	2015	2016	2017	2018	2019				2020				2021			
Liczba transakcji	223	171	204	199	179				229				328			
					Kwartał											
					I	II	III	IV	I	II	III	IV	I	II	III	IV
	46	63	33	49	55	52	74	63	76	82	68	102				
Wartość najwyższej transakcji (w mld zł)	2,42	12,7	4,3	4,2	5,0				9,6				11,7			

Źródło: opracowanie własne na podstawie Navigator Capital (2015–2021).

Jak wynika z danych przygotowanych przez Navigator Capital i Fordata, trend liczby transakcji fuzji i przejęć w latach poprzedzających pandemię był nieregularny. Średnia wartość transakcji o najwyższej wartości w badanym okresie wyniosła 7,13 mld zł (zakładając najwyższą wartość fuzji i przejęć w 2021 roku na poziomie 11,7 mld euro). W 2015 roku liczb transakcji wyniosła 223, po czym spadła o 52 (w 2016 roku), aby w 2017 roku wzrosnąć o 33. Kolejne dwa lata potwierdzają trend spadkowy do poziomu 179 w 2019 roku. Wyraźny wzrost liczby transakcji wystąpił dopiero w latach 2020–2021, gdyż zanotowano odpowiednio: 229 i 328.

W roku 2015 kwota transakcji o najwyższej wartości (przejęcia grupy TVN przez amerykański koncern medialny Scripps Networks Interactive) wyniosła około 2,42 mld zł. W kolejnym roku doszło do przejęcia 100% akcji Allegro przez grupę funduszy PE, za kwotę prawie 12,7 mld zł. Jest to wynik rekordowy, biorąc pod uwagę analizowany przedział czasu. W latach 2017–2019 wartość transakcji nie przekroczyła 5 mld zł. W roku 2020, wartość transakcji o najwyższej wartości wyniosła 9,6 mld zł i była ona wynikiem przejęcia w Polsce, Play Communications SA przez francuski koncern telekomunikacyjny Iliad SA (Chustecki, 2020).

W celu zbadania powstałej dodatniej wartości firmy w wyniku transakcji Play z francuskim Iliad autorzy przeanalizowali ich skonsolidowane sprawozdania

finansowe. Zgodnie z zaprezentowanymi danymi spółka Iliad w 2020 roku, według wymogów MSSF 3, wykazała wzrost prowizorycznej wartości firmy (*provisional goodwill*) na poziomie 2,181 mld dolarów. Uwzględniając inne przejęcia w tym okresie dokonane przez spółkę, na 31 grudnia 2020 roku ujawniła wartość firmy na łączną kwotę 2,437 mld dolarów (przy zaledwie 294 mln w 2019 r.). Co równie istotne, a co potwierdza tezę autorów pracy, twórcy sprawozdania finansowego wskazują, że pandemia COVID-19 miała niewielki wpływ na wyniki finansowe grupy za 2020 rok i nie zagroziła jej perspektywom rozwoju (w kontekście dokonanego przejęcia) (Iliad, 2020).

W trakcie analizy ustalono, że przejęta przez Iliad spółka Play Communications dokonała w 2020 roku przejęcia Virgin Mobile Polska. Transakcję tę spółka ujęła w sprawozdaniu finansowym za 2020 rok, wykazując dodatnią wartość firmy wynoszącą 23 523 tys. zł (przy cenie nabycia wynoszącej 34 174 tys. zł) (Play, 2020). Wartość firmy z dokonanych transakcji obejmuje oczekiwaną wartość synergii operacyjnych oraz wynika z powiększenia bazy klientów. Tym samym autorzy potwierdzają, że dla pojedynczych połączeń realizowany efekt synergii wpływa na powstanie dodatniej wartości firmy.

Wzrost liczby badanych transakcji w pierwszych miesiącach 2021 roku w Polsce odpowiada tendencji wzrostowej liczby tych transakcji w skali globalnej. Tylko w I kwartale 2021 roku przeprowadzono 76 transakcji, czyli o 21 więcej niż w analogicznym okresie 2020 roku oraz o 30 więcej niż w I kwartale 2019 roku. Wartość największej transakcji polegającej na przejęciu przez Allianz spółki Aviva Polska wyniosła blisko 11,7 mld zł. Dzięki temu Allianz stał się drugim największym potentatem rynku ubezpieczeniowego w Europie Środkowo-Wschodniej. W okresie pierwszych trzech kwartałów 2021 roku, liczba transakcji wyniosła 226 (prawie tyle samo, co w całym roku 2020), osiągając ostatecznie w całym roku liczbę 328 transakcji w całym roku (jest to jednocześnie najwyższy wynik w badanym okresie).

W tabeli 4 zestawiono liczbę transakcji M&A z podziałem na sektory wg badań CMS.

**Tabela 4.** Liczba transakcji fuzji i przejęć w latach 2015–2020 w Polsce

Sektor	Rok					
	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Nieruchomości	64	71	68	77	92	55
Produkcja	71	38	57	51	37	48
Technologia i telekomunikacja	55	31	39	43	brak danych	57
Usługi	37	33	18	38	28	b/d
Pozostałe sektory	119	106	106	114	101	122
Suma	346	279	288	323	258	282

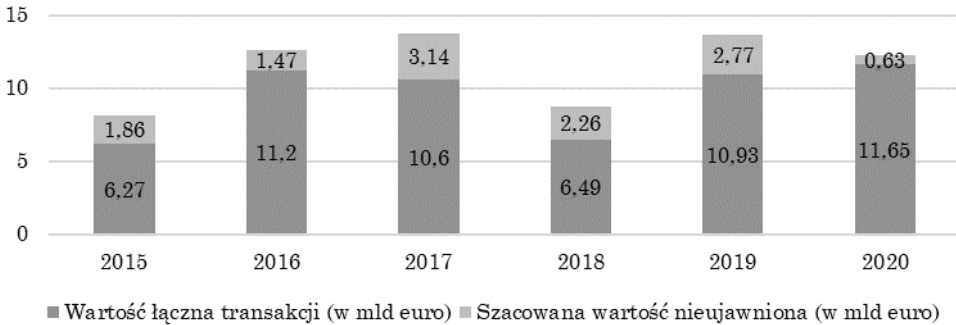
Źródło: opracowanie własne na podstawie CMS (2015–2020).

W stosunku do danych prezentowanych przez Navigator Capital i Fordata, liczba transakcji fuzji i przejęć, w badanym czasie zmieniała się nieregularnie. W 2015 roku dokonano 346 transakcji, w kolejnym roku liczba ta wyniosła 279 (spadek o 67 transakcji względem roku poprzedniego), po czym w roku 2017 nastąpił wzrost do poziomu 288 (wzrost względem roku poprzedniego o 9 transakcji). W 2018 roku nastąpił wzrost do 323 transakcji to wzrost o 35 operacji względem roku poprzedniego). Następnie, w latach 2019 i 2020 wystąpił spadek ich liczby względem roku 2018 (odpowiednio o 65 i 41), przy czym w 2020 roku odnotowano wzrost ich ilości względem roku poprzedniego o 24. Warto wspomnieć, że w zestawieniu za rok 2019 oraz 2020, nie uwzględniono danych pochodzących, z sektora technologicznego (w 2019 roku) oraz usług (w 2020 r.). A to zdecydowanie wpłynęłoby na ostateczną łączną sumę połączeń. Kontynuując analizę można zauważyć, iż wiodącymi sektorami w transakcjach fuzji i przejęć w latach 2015–2020 były te związane z produkcją, nieruchomościami, technologią oraz telekomunikacją, a także z usługami, choć to sektor nieruchomości zajmował pierwszą pozycję w badanych latach, z wyjątkiem roku 2015 i 2020 (odpowiednio na rzecz sektora przemysłowego i technologicznego).

W roku 2020 najczęściej połączeń odnotowano na rynku technologii, mediów i telekomunikacji (tzw. sektor TMT). Trend wzrostowy sektora TMT widoczny był również w III kwartale 2020 roku. Niemal 25% przejmowanych podmiotów zlokalizowanych było w sektorze technologii, mediów i telekomunikacji. Niewiele mniejszą grupę (24%) stanowiły transakcje, w których stroną kupującą był podmiot zlokalizowany w tym sektorze (wzrost o 15% względem poprzedniego kwartału i wzrost o 27% względem analogicznego okresu z 2019 r.). Podobny wniosek można wyprowadzić analizując dane z 2021 roku. W II kwartale 2021 roku niemal 30% wszystkich transakcji stanowiły operacje w sektorze TMT. Oznacza to wzrost o 13% w porównaniu do I kwartału tego roku i niemal 10% wzrost względem analogicznego okresu w 2020 roku. Jak wynika z raportów za II kwartał 2021 roku, z 24 operacji fuzji i przejęć w sektorze TMT, połowa dotyczyła spółek rozwijających oprogramowanie, a 8 spółek związanych było z sektorem e-commerce (Wójtowicz, 2021). W trzecim kwartale 2021 roku największą grupę wśród przejmowanych podmiotów stanowiły spółki z grupy TMT (31%). Wpływ na wzrost udziału tego sektora w transakcjach M&A wynika w dużej mierze ze wzrostu przychodów platform streamingowych oraz cyfrowej dystrybucji treści VOD (*Video on Demand*), podyktowanych restrykcjami pandemicznymi w czasie COVID-19 (Faughnder, 2021).

Wykres 4 ilustruje łączne wartości połączeń w przedziale 2015–2020.

Analiza wartości łącznych transakcji fuzji i przejęć w latach 2015–2020 pozwala zauważyć, że podobnie jak zmieniała się liczba badanych transakcji w poszczególnych latach, tak i ich wartości łączne również podlegały zmianom. W 2015 roku (zgodnie z wyliczeniami z wykresu 4) łączna wartość transakcji wyniosła 6,27 mld euro. W kolejnym roku wartość ta wzrosła o około 5 mld euro, do poziomu 11,2 mld euro. W następnych dwóch latach nastąpił spadek, początkowo o około 0,6 mld euro, a potem aż o 4,71 mld, względem 2016 roku.

**Wykres 4.** Wartość transakcji fuzji i przejęć w latach 2015–2020 w Polsce

Źródło: opracowanie własne na podstawie CMS (2015-2020).

W roku 2018 łączna wartość wyniosła 6,49 mld euro. W 2019 roku wzrosła o 4,44 mld euro (względem roku 2018), a następnie o kolejne 0,72 mld euro. Szacowane wartości danych nieujawnionych, które potencjalnie mogą powiększać ich rzeczywistą łączną wysokość, skorygowane w raportach (CMS, 2015–2020) wskazują na nieznaczny wzrost łącznej sumy wartości badanych procesów. Największą rozbieżność w stosunku do poprzednio analizowanych raportów wynoszącą około 3,14 mld euro można odnotować w roku 2017, natomiast najmniejszą wynoszącą 0,63 mld euro w 2020 roku.

Pandemia nie wpłynęła zasadniczo na wartości połączeń (podobnie jak na ogólną liczbę przeprowadzonych transakcji). Okres niepewności gospodarczej, a takim jest okres pandemii COVID-19, nie spowolnił konsolidacji kapitału w niektórych obszarach, np. telekomunikacji, sektorze IT czy usługach finansowych. Odnosząc się do przeprowadzonych badań można stwierdzić, że sektor TMT nie był wrażliwy (negatywnie) na zmiany wynikające z pandemii COVID-19 (Baker Tilly, 2021). Tym samym można mówić o trwałym wzroście znaczenia usług cyfrowych i internetowych w ostatnich latach, którego trend pandemia wyłącznie zaostrzyła (Deloitte, 2021). Po drugie nie nastąpił gwałtowny spadek poszczególnych wartości tych procesów. Oznacza to, że niektórzy inwestorzy zdecydowali się na przeprowadzenie kapitałochłonnych przedsięwzięć wykorzystując niepewność gospodarczą pandemii, czego dowodem jest chociażby fakt przeprowadzenia w I i III kwartale 2021 roku dwóch transakcji fuzji i przejęć przekraczających 7 mld zł.

Wpływ tego zjawiska można zaobserwować także w sektorze energetycznym. W maju 2021 roku doszło do zawarcia umowy współpracy pomiędzy Skarbem Państwa, PGNiG, PKN Orlen oraz Grupą Lotos. Efektem tej współpracy jest próba koncentracji kapitału tych spółek w kierunku powstania największego w regionie koncernu multienergetycznego (także dzięki przejęciu spółki Energa), działającego zarówno w branży paliwowej, jak i energetycznej (Dyląg, 2021). Proces wydzielania aktywów ze spółek energetycznych opiera się przede wszystkim na wykorzystaniu efektu synergii. Konsolidacja przynoszących straty i ciężących spółkom energetycznym aktywów i utworzenie w ich miejscu nowego podmiotu, powinna

poprawić ogólną rentowność i przyczynić się do pozyskania nowych źródeł finansowania, np. w ramach inwestycji z zakresu OZE. Dzięki niej wartość tych podmiotów po przeprowadzeniu transakcji fuzji i przejęć powinna zdecydowanie wzrosnąć (Toborek-Mazur, Wójcik-Jurkiewicz, 2022).

Analiza branży energetycznej i farmaceutycznej wskazuje, że na decyzje w zakresie transakcji fuzji i przejęć dzięki temu osiągnięcie kolejnych synergii wpływają odmienne czynniki. W pierwszym przypadku decydującą rolę pełni kierunek ustawodawstwa i przyjętych polityk klimatycznych nastawionych na zastępowanie źródeł nieodnawialnych, źródłami odnawialnymi. W sektorze farmaceutycznym natomiast, ogólnościwiatowa sytuacja pandemiczna skłoniła część przedsiębiorstw farmaceutycznych do zintensyfikowania prac nad opracowaniem szczepionek i leków łagodzących skutki COVID-19, a to z kolei wymuszało przyjęcie nowych modeli zarządzania, także nastawionych na współpracę pomiędzy różnymi podmiotami, np. amerykańskim koncernem Pfizer i niemieckim BioNTech w celu szybkiego opracowania szczepionki.

## Podsumowanie

Celem konsolidacji kapitału poprzez transakcje fuzji i przejęć jest stworzenie dodatkowych możliwości rozwoju przedsiębiorstwa, a główną determinantą jest uzyskanie dodatniego efektu synergii. Jednak z uwagi na złożoność połączeń, metodyka oceny tego efektu jest trudna do jednoznacznego oszacowania. Autorzy zauważyli, że przedsiębiorstwa uczestniczące w tych transakcjach nie są skłonne do podawania takich informacji. Warto podkreślić, że w praktyce realizując pierwszy etap planowania i przeprowadzenia procesu połączenia zawsze ustalany jest oczekiwany efekt synergii, ponieważ akcjonariusze na tej podstawie zatwierdzają plan realizacji transakcji fuzji i przejęcia<sup>2</sup>. Tendencje wykazane w przeprowadzonych badaniach wyraźnie wskazują na zwiększenie wartości transakcji fuzji i przejęć, a zatem także oczekiwanego efektu synergii.

Opowiadając na pytanie 1. i 2., można jednoznacznie stwierdzić, że liczba transakcji, a także ich wartość, w ostatnich latach systematycznie rosła, co ma przełożenie na osiągany przez łączące się podmioty efekt synergii. W toku przeprowadzonych badań przeanalizowano transakcje połączeń w latach 2015–2021. Diagnoza wynikająca z wnikliwej oceny pozyskanych informacji wyraźnie wskazuje na fakt, że choć w początkowej fazie pandemii COVID-19 nastąpił spadek liczby i wartości transakcji fuzji i przejęć (w II kwartale 2020 r. przeprowadzono na świecie 10395 transakcji o łącznej wartości 435 mld dolarów), to już w kolejnych kwartałach nastąpił wyraźny ich wzrost (w IV kwartale 2020 r. dokonano blisko 15 000 operacji o łącznej wartości około 1,2 mld dolarów).

---

<sup>2</sup> Faza czynności przygotowawczych prowadzona przez zarządy łączących się spółek (art. 498–505 *Kodeksu spółek handlowych*).

Przeprowadzone badania potwierdziły, że okres pandemii nie spowolnił (a wręcz zintensyfikował) procesu konsolidacji kapitału w niektórych obszarach, np. telekomunikacji, sektorze IT czy usługach finansowych. W 2020 roku największą transakcją M&A w Polsce było przejęcie Play Communications przez francuski koncern Iliad, natomiast w 2021 roku przejęcie przez Allianz spółki Aviva Polska. Inwestorzy zdecydowali się na przeprowadzenie kapitałochłonnych przedsięwzięć niezależnie od niepewności gospodarczej pandemii. Najpewniej, każda z tych decyzji poparta była uprzednią prognozą finansową uwzględniającą osiągnięcie oczekiwanego dodatniego efektu synergii.

Autorzy zbadali transakcje o najwyższej wartości połączeniowej w Polsce w celu ustalenia dokładnych informacji o zrealizowanej dodatniej wartości firmy. Spółka Iliad, która przejęła Play Communications ujawniła informacje na temat wartości firmy, co przekłada się na oczekiwane korzyści ekonomiczne z efektu synergii. Także grupa Play pokazała oczekiwany efekt synergii i ujmując go jako dodatnią wartość firmy w skonsolidowanym sprawozdaniu finansowym.

Odpowiadając na pytanie 3. należy zauważyć, że okres pandemii wymusił na uczestnikach transakcji połączeniowych weryfikację ich celów i założeń strategicznych. Częściowo wynikał on ze zmiany preferencji konsumentów i docelowych nabywców dóbr i usług, a także zmian ustawodawczych, organizacyjnych czy przyjętych polityk, np. w zakresie bezpieczeństwa energetycznego. Połączenia podmiotów w badanych sektorach prezentują wyraźny wzrost ich pozycji rynkowej.

Badane procesy skorelowane są z uzyskiwanym przez łączące się przedsiębiorstwa efektem synergii, który stanowi korelat prawidłowo przeprowadzonej transakcji łączeniowej, z oczekiwaniami rynku, wynikającymi z prawidłowo zdefiniowanych obszarów potencjalnych szans i zagrożeń, oraz ryzyka wynikającego z niepewności gospodarczej spowodowanej pandemią COVID-19.

## Literatura

- Antolak L., Herdan A. (2005), *Połączenia przedsiębiorstw. Teoria i praktyka*, Księgarnia Akademicka, Warszawa.
- Bąk M. (2016), *Wartość firmy jako składnik majątku ujawnianego i nieujawnianego – rozważania o istocie, klasyfikacji i znaczeniu*, „Studia. Ekonomiczne. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach”, 268, s. 20–33.
- Chadam J. (2012), *Synergia i wartość w strukturach kapitałowych*, Difin, Warszawa.
- Czerkas K. (2018), *Przejmowanie przedsiębiorstw, zorganizowanych części przedsiębiorstw oraz nieruchomości. Fuzje przedsiębiorstw. Aspekty prawne, finansowe, podatkowe i organizacyjne*, ODDK, Gdańsk.
- Czerny J. (2011), *Kształtowanie wartości przedsiębiorstwa w wypadku fuzji lub przejęcia*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego”, 668, Finanse. Rynki Finansowe. Ubezpieczenia, 41, s. 57–66.
- DePamphilis D. (2017), *Mergers, Acquisitions and Other Restructuring Activities*, Academic Press, San Diego.
- Domagalska-Grędyś M. (2013), *Czy efektem synergii nie sprzyja indywidualizm? Przykład gospodarstw zrzeszonych*, „Roczniki Ekonomiczne Kujawsko-Pomorskiej Szkoły Wyższej w Bydgoszczy”, 6, s. 199–210.



- Fraćkowiak W. (2009), *Fuzje i przejęcia*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa.
- Gierusz J. (2002), *Zmiany w ustawie o rachunkowości 2002*, ODDK, Gdańsk.
- Kiziukiewicz T. (red.) (2020), *Ustawa o rachunkowości. Komentarz*, Wolters Kluwer, Warszawa.
- Korpus J. (red.) (2014), *Fuzje i przejęcia*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Kozłowska-Makós D. (2015), *Efekt synergii w procesach łączenia się kapitału (wybrane problemy)*, „Zarządzanie Finansami i Rachunkowość”, 3 (2), s. 17–27.
- Kozłowska-Makós D. (2016), *Fuzje i przejęcia jako formy koncentracji kapitału*, „Studia Ekonomiczne. Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach”, 282, s. 69–79.
- Lewandowski M. (2001), *Fuzje i przejęcia w Polsce na tle tendencji światowych*, Wig-Press, Warszawa.
- Litwińczuk H. (2013), *Prawo podatkowe przedsiębiorców*, Wolters Kluwer, Warszawa.
- Maćkowiak E. (2012), *Fuzje i przejęcia w kreowaniu wartości przedsiębiorstwa*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse. Rynki Finansowe. Ubezpieczenia”, 56, s. 119–135.
- Pierścionek Z. (2011), *Zarządzanie strategiczne w przedsiębiorstwie*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Puzio E. (2018), *Uwarunkowania fuzji i przejęć przedsiębiorstw*, „Współczesne Problemy Ekonomiczne”, 2 (18), s. 77–87.
- Rosenbaum J., Pearl J. (2022), *Investment banking. Valuation, LBOs, M&A and IPOs*, Wiley & Sons Inc, Hoboken, NJ.
- Rozporządzenie Komisji (WE) nr 495/2009 z dnia 3 czerwca 2009 r. zmieniające rozporządzenie (WE) nr 1126/2008 przyjmujące określone międzynarodowe standardy rachunkowości zgodnie z rozporządzeniem (WE) nr 1606/2002 Parlamentu Europejskiego i Rady w odniesieniu do Międzynarodowego Standardu Sprawozdawczości Finansowej (MSSF) 3 (Dz.Urz. UE z 3.06.2009, L 149/22).
- Świetla K., Toberek-Mazur J. (2020), *Motywy przejęć odwrotnych i zasady ich rozliczania*, „Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości”, 108 (164), s.191–205.
- Świetla K., Toberek-Mazur J. (2021), *Verification of the Accuracy of Mergers and Acquisitions in Poland in 2012–2020*, International Business Information Management Association (IBIMA).
- Toberek-Mazur J. (2010),  *Holding jako podmiot rachunkowości*, Wolters Kluwer, Warszawa.
- Toberek-Mazur J. (2015), *Kontrowersje wokół rozliczania fuzji w międzynarodowych standardach rachunkowości*, „Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu”, 390, s. 242–249.
- Toberek-Mazur J., Wójcik-Jurkiewicz M. (2022), *Multi-Energy Concern as an Example of the Implementation of Agenda 2030: Poland as a Case Study*, „Energies” 15 (5), 1669, <https://doi.org/10.3390/en15051669>.
- Ustawa z dnia 15 września 2000 r. *Kodeks spółek handlowych* (t.j. Dz.U. 2020 poz. 1526, 2320; 2021 poz. 2052 z późn. zm.).
- Wnorowski H. (2015), *Przejęcia i fuzje jako formuła ekspansji korporacji*, Wydawnictwo Uniwersytetu w Białymstoku, Białystok.
- Wójcik-Jurkiewicz M., (2009), *Wartość przedsiębiorstwa a wartość firmy*, „Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości”, 53 (109), s. 303–320.
- Wróbel P. (2004), *Efekt synergiczny w fuzjach i przejęciach*, „Prace i Materiały Wydziału Zarządzania Uniwersytetu Gdańskiego”, s. 29–39.
- Ziółkowska B. (2016), *Wartość przedsiębiorstwa i jej determinanty w zarządzaniu współczesnymi przedsiębiorstwami*, „Studia i Prace WNEiZ Uniwersytetu Szczecińskiego”, s. 93–104.

### Źródła internetowe

- Baker Tilly (2021), *Global dealmakers. Cross-border M&A in 2021*, [https://www.bakertilly.global/media/10288/baker-tilly-global-dealmakers-2021\\_final.pdf](https://www.bakertilly.global/media/10288/baker-tilly-global-dealmakers-2021_final.pdf) (dostęp 20.12.2021).
- Chustecki J. (2020), *Play zaakceptował ofertę przejęcia 100% akcji Play Communications SA przez grupę Iliad*, <https://www.computerworld.pl/news/PLAY-zaakceptowal-oferte-przejecia-100-akcji-Play-Communications-SA-przez-grupe-iliad,422933.html> (dostęp 20.12.2021).
- Deloitte (2021), *2020 year in review and 2021 outlook*, <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/xa/Documents/corporate-finance/us-dcf-2020-year-in-review-and-2021-outlook.pdf> (dostęp 28.12.2021).
- Dyląg B. (2021), *Rynek energii naznaczony fuzjami i przejęciami*, <https://www.wnp.pl/energetyka/rynek-energii-naznaczony-fuzjami-i-przejeciami,488854.html> (dostęp 08.12.2021).
- Emerging Europe M&A Report 2015, 2016, 2017, 2018, 2019, 2020 (dostęp 10.12.2021).
- Faughnder R. (2021), *Streaming milestone: Global subscriptions passed 1 billion last year*, Los Angeles Times, <https://www.latimes.com/entertainment-arts/business/story/2021-03-18/streaming-milestone-global-subscriptions-passed-1-billion-last-year-mpa-theme-report> (dostęp 08.12.2021).
- PwC (2021), *Global M&A Industry Trends 2021 Mid-year Update*, <https://www.pwc.com/gx/en/services/deals/trends.html> (dostęp 29.11.2021).
- Raporty M&A Index Polska za lata 2015–2021 Fordata i Navigator Capital, Raporty branżowe, <https://fordata.pl/category/blog/raporty-branzowe/>, <https://fordata.pl/category/blog/raporty-branzowe/> (dostęp 10.12.2021).
- Skonsolidowane sprawozdanie finansowe Grupa P4 Sp. z o.o. za 2020 rok, <https://ir.play.pl/upload/reports/Skonsolidowane%20Sprawozdanie%20Finansowe%20Grupy%20P4%20sp.%20z%20o.o.%202020%20rok.pdf> (dostęp 01.03.2022).
- Skonsolidowane sprawozdanie finansowe spółki Iliad za 2020 rok, [https://iliad-strapi.s3.fr-par.scw.cloud/Annexes\\_Consos\\_2020\\_160321\\_Eng\\_1932d3ef3a.pdf](https://iliad-strapi.s3.fr-par.scw.cloud/Annexes_Consos_2020_160321_Eng_1932d3ef3a.pdf) (dostęp 01.03.2022).
- Wójtowicz D. (2021), *Fuzje i przejęcia w Polsce w drugim kwartale 2021 roku*, <https://pl.linkedin.com/pulse/fuzje-i-przej%C4%99cia-w-polsce-drugim-kwartale-2021-dorota-w%C3%B3jtowicz> (dostęp 25.11.2021).