

Krzysztof Melnarowicz

Szkoła Główna Handlowa w Warszawie
ORCID: <https://orcid.org/0000-0001-6762-1029>

Specyfika rynku kontroli przedsiębiorstw jako rynku reagującego na zdarzenie katastroficzne

Streszczenie

W artykule podjęto tematykę wpływu zdarzenia katastroficznego, jakim niewątpliwie jest obecna pandemia związana z wirusem COVID-19, na rynek kontroli przedsiębiorstw. Celem publikacji jest wykazanie specyfiki rynku kontroli przedsiębiorstw jako rynku reagującego na zdarzenie katastroficzne. W tym celu autor postawił dwa pytania badawcze: 1. Czy istnieje specyfika rynku fuzji i przejęć polegająca na pewnej reakcji tego rynku na zdarzenia katastroficzne? 2. Jak zachowują się inwestorzy branżowi i finansowi w okresie pandemii? Aby odpowiedzieć na tak zadane pytania, została przeprowadzona analiza dostępnych danych statystycznych z rynku fuzji i przejęć zarówno transakcji krajowych, jak i globalnych. Następnie w części empirycznej przedstawiono badanie studium przypadku w celu potwierdzenia pewnych zachowań rynku, które zostały ujawnione w trakcie analizy. W wyniku przeprowadzonej analizy dostępnych danych statystycznych oraz studium przypadku odnaleziono pewne elementy specyfiki rynku kontroli przedsiębiorstw jako rynku reagującego na zdarzenie katastroficzne. Na koniec autor zaleca przeprowadzenie dalszych, pogłębionych badań dotyczących specyfiki rynku kontroli przedsiębiorstw jako rynku reagującego na zdarzenie katastroficzne.

Słowa kluczowe: rynek kontroli przedsiębiorstw, zdarzenia katastroficzne, fuzje i przejęcia, pandemia
Kody klasyfikacji JEL: G23, G28, M21, L2

1. Wprowadzenie

Do celów strategicznych właścicieli czy menedżerów zarządzających przedsiębiorstwami zaliczyć można między innymi maksymalizację korzyści z podmiotów przez nich zarządzanych. W nauce o zarządzaniu do kluczowych zagadnień można zaliczyć pojęcia takie, jak ryzyko i niepewność, które mają istotny wpływ na przedsiębiorstwa. Pojęcia te wiążą się ściśle z odpowiednim zarządzaniem ryzykiem, polegającym m.in. na przewidywaniu pewnych zachowań rynkowych oraz odpowiedniej reakcji na nie osób zarządzających, w celu nie tylko minimalizacji ryzyka, lecz także wykorzystywania pewnych pojawiających się szans rynkowych. W niniejszym artykule pojawiające się ryzyko dla przedsiębiorstw zostało zawężone do zdarzenia o charakterze katastroficznym, a jako przykład takiego zdarzenia przytoczono ostatnią pandemię. Celem publikacji jest wykazanie specyfiki rynku kontroli przedsiębiorstw jako rynku reagującego na zdarzenie katastroficzne.

Początek okresu pandemii związanej z wirusem COVID-19 w Polsce i w Europie szacowany jest na pierwszy kwartał 2020 r. To wtedy kraje europejskie (ale również i reszta świata, poza Chinami, gdzie wirus po raz pierwszy zaatakował w drugiej połowie 2019 r.), zaczęły stosować różnego typu restrykcje (np. pozostawanie ludzi w domach, blokada branż związanych z przemieszczaniem się i kontaktami międzyludzkimi), które miały znaczący wpływ na stan gospodarczy państw. Na początku 2022 r. rządy poszczególnych krajów, pomimo trwających kolejnych fal zarażeń (które wydają się jednak już nie takie groźne, jak na początku, przy stosowaniu szczepionek oraz łagodniejszych mutacjach wirusa) rozpoczęły politykę odchodzenia od restrykcji, która miałaby wpływ na ich gospodarki. Można zatem przyjąć, że okres pandemii wciąż trwa, niemniej wygląda na to, że 2022 r. będzie można zaliczyć już do okresu schyłkowego tego zdarzenia katastroficznego (pomimo odmiennych zdań niektórych wirusologów).

Na podstawie przeprowadzonej analizy należy stwierdzić, że zostały wykonane badania wpływu kryzysów na poszczególne branże czy przedsiębiorstwa. Brakuje jednak badań i opracowań, które pokazywałyby specyfikę reagowania rynku kontroli przedsiębiorstw na zdarzenie nagłe i nieoczekiwane, zwane czarnym łabędziem. Przykładem takiego zdarzenia mogłaby być pandemia COVID-19. Brakuje też opracowań i analiz, które porównałyby specyfikę rynku kontroli przedsiębiorstw w Polsce i na świecie w okresie pandemii. Nasuwają się zatem następujące pytania badawcze: Czy istnieje specyfika rynku fuzji i przejęć polegająca na pewnej reakcji tego rynku na zdarzenia katastroficzne? Jak zachowują się inwestorzy branżowi i finansowi w tym czasie? Przeprowadzenie weryfikacji dostępnych badań, publikacji oraz danych statystycznych czy rynkowych na temat funkcjonowania rynku fuzji i przejęć w trakcie pandemii pomoże odpowiedzieć na wyżej postawione pytania badawcze. Pomoże również wskazać dalszy kierunek prowadzonych badań. W celu odpowiedzi na zadane pytania badawcze zostało przeprowadzone badanie jakościowe polegające na przeanalizowaniu studium przypadku (badanie typu *desk research* połączone z krótkim wywiadem). Odnalezienie elementów pewnej specyfiki tego rynku w trakcie pandemii pomoże w dal-

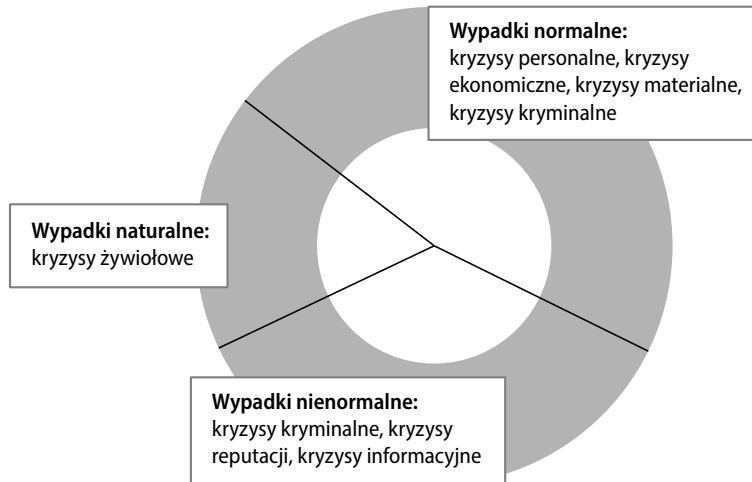
szej eksploracji specyfiki rynku kontroli przedsiębiorstw w trakcie zdarzeń katastroficznych, w tym szukaniu pewnych zależności. Będzie to pomocne dla osób zarządzających podmiotami gospodarczymi w odpowiednim przygotowaniu przedsiębiorstw do zdarzeń katastroficznych oraz podejmowaniu decyzji w trakcie takiego zdarzenia.

2. Zdarzenia katastroficzne w badaniach i literaturze

Kryzysy mają znaczący wpływ na gospodarkę państwa, branże, poszczególne rynki (jak np. rynek kontroli przedsiębiorstw) czy same przedsiębiorstwa [Wieczerzyńska, 2009]. Z przeglądu literatury wynika, że przyczyny kryzysu, klasyfikowane według miejsc powstania [Knap-Stefaniuk, 2007], mogą mieć charakter zarówno zewnętrzny, niezależny od podmiotów gospodarczych czy branż [Uzzi, 1996], jak i wewnętrzny, wynikający z braku kompetencji uczestników procesu decyzyjnego i złego zarządzania [Romanowska, 2006; Romanowska, Mierzejewska, 2016; Krzakiewicz, 2004; Kotler, Caslione, 2009; Walas-Trębacz, Ziarko, 2011]. Charakter wewnętrzny (niesprawny system informacyjny, złe procedury podejmowania decyzji, ryzykowne strategie rozwoju, złe zarządzanie finansami, brak nadzoru właścicielskiego itp.) był już przedmiotem wielu badań (np. organizacji sieciowej Corporate Executive Board, która prowadziła badania przez 50 ostatnich lat 500 czołowych korporacji z listy „Fortune 100” i „Global 100” [Olson, van Bever, Verry, 2008]) i nie będzie to przedmiotem dalszych dywagacji. Charakter zewnętrzny również był poruszany w literaturze [Romanowska, Mierzejewska, 2016], niemniej jednak nie dotyczył on bezpośrednio rynku kontroli przedsiębiorstw, zwłaszcza w Polsce. Do czynników ryzyka mających charakter zewnętrzny w stosunku do organizacji zalicza się najczęściej: zdarzenia losowe w otoczeniu, zmienność koniunktury, częste zmiany przepisów prawnych czy też ryzyko związane z charakterem danej branży.

I.A. Mitroff i M.C. Alpaslan zrobili szczegółową klasyfikację kryzysów ze względu na ich źródła [Mitroff, Alpaslan, 2003, s. 122]. Zostały wyróżnione trzy typy kryzysów nazwanych przez naukowców katastrofami lub wypadkami: naturalne katastrofy, wypadki normalne i wypadki nienormalne. Do naturalnych kryzysów zaliczono pożary, trzęsienia Ziemi i inne klęski żywiołowe. Wypadki normalne to zdarzenia w otoczeniu zagrażające istnieniu przedsiębiorstw, takie jak krachy na giełdzie, recesje, wrogie przejęcia, awarie i wypadki przemysłowe, czy też zdarzenia wewnętrzne, do których można zaliczyć rotacje kluczowych pracowników lub strajki. Do wypadków nienormalnych zostały zaliczone zdarzenia zewnętrzne, w tym o charakterze przestępczym, takie jak kryzysy reputacji, atak na logo firmy, kryzysy informacyjne będące skutkiem kradzieży poufnych informacji oraz ataków cybernetycznych, kryzysy spowodowane terroryzmem i innymi przestępstwami. Zagrożenia o charakterze kryzysowym zostały pokazane na rysunku 1.

Rysunek 1. Koło kryzysów



Źródło: [Mitroff, Alpaslan, 2003, s. 122].

W kole zaprezentowanym na rysunku 1 wszystkie przyczyny kryzysów mają charakter katastrof, awarii, nagłych i nieprzewidzianych niekorzystnych zdarzeń. Mitroff i Alpaslan piszą: „choć perspektywa taka może być wstrętą i przerażająca, to firmy, które chcą sobie radzić z nienormalnymi kryzysami, muszą nauczyć się postrzegać – tak jak to robią ich wrogowie – wieżowce jako piorunowe trumny, a samoloty jako latające bomby” [Mitroff, Alpaslan, 2003, s. 123]. W rzeczywistości przyczynami kryzysów w przedsiębiorstwach rzadko są wypadki i awarie. M. Romanowska i W. Mierzejewska [2016, s. 25] piszą o kryzysie jako o procesie najczęściej długotrwałym, który wykuwa się kilka miesięcy, a nawet lat, zanim zostanie zauważony przez kierownictwo i pracowników; jego źródłem są częściej błędy niż katastrofy.

W kole kryzysów nie zostały umieszczone kryzysy, które znajdują się na pograniczu wypadków naturalnych oraz ekonomicznych. Do takich wypadków można zaliczyć pandemię COVID-19, która rozpoczęła się na początku 2020 r. Z jednej strony miała charakter wypadku naturalnego (pandemia), ale z drugiej – wypadku normalnego (decyzje administracyjne związane z pandemią spowodowały groźbę kryzysu ekonomicznego).

Badania przeprowadzone w czasie recesji z 2002 r. pokazały, że kryzysy doprowadzają do istotnych zmian w strukturze branż. Jeden na trzech liderów stracił w po tym kryzysie swoją pozycję, ponieważ jego rywale potrafili w odpowiedni sposób wykorzystać recesję [Beinhocker, Davis, Mendoca, 2009/2010]. Kryzys w sektorze firm internetowych na początku XXI w. otworzył drogę do sukcesu obecnym liderom, takim jak Google czy eBay.

Niespodziewane kryzysy w postaci czarnego łabędzia zostały opisane przez N.N. Taleba, amerykańskiego ekonomistę oraz filozofa. Oparł on ideę czarnego łabędzia na strukturze losowości w rzeczywistości empirycznej „czarne łabędzie, to nieprzewidywalne i nieregularne zdarzenia o ogromnej skali i potężnych konsekwencjach, nieoczekiwane dla każdego obserwatora – nazywanego zwykle indykiem – jeśli nie tylko go zaskoczą, ale zaszkodzą”

[Taleb, 2020, s. 254]. Ekonomista wskazuje, że zdarzenia katastroficzne należy przyjąć za punkt wyjścia, a nie jako wątek – lekceważyć. Stawia też tezę, że „historie tworzą przede wszystkim zdarzenia o randze czarnych łabędzi, podczas gdy my skupiamy się na jak najdokładniejszym zrozumieniu tego, co zwyczajne, dlatego nasze modele, teorie i interpretacje nie mogą ich wychwycić ani zmierzyć możliwości wystąpienia tego rodzaju wstrząsów” [Taleb, 2013, s. 25].

Elżbieta Mączyńska w swojej publikacji wskazuje [Mączyńska, 2020], że w praktyce w talebowskiej triadzie (kruchosc, wytrzymałość, antykruchosc) dochodzi do przesuwania się w kierunku kruchosci, co czyni podmioty bezbronnymi lub ślepyimi wobec zdarzeń katastroficznych typu czarny łabędź. Mączyńska słusznie dochodzi do wniosku, że zamiast polować, czy unikać czarnych łabędzi, należy uznać je za nieuchronne zdarzenia i zacząć traktować jako szanse na postęp czy korzystne zmiany.

Analogia do obecnej sytuacji związanej z pandemią COVID-19 jest bardzo widoczna. Choć czarny łabędź to zjawisko, które uważane jest za bardzo mało prawdopodobne, to jednak pojawia się co pewien czas i ma potężny wpływ na rzeczywistość. Jednostki przygotowane na takie zdarzenia katastroficzne mogą osiągnąć spektakularny sukces lub wykorzystać je do korzystnych dla siebie zmian.

Ciekawe badanie zrobiono w maju 2020 r. pod przewodnictwem M. Iwanicz-Drozdowskiej [2020, s. 35]. Prowadzone było ono przez zespół naukowców z kilku ośrodków (P. Bongini z University of Milan-Bicocca, O. Roggi z University of Florence, a także V. Elliot z Göteborgs Universitet), w 9 językach, w 45 krajach przez wysłanie elektronicznie formularzy ankiety. Do analizy wykorzystano 924 odpowiedzi. Większość pochodziła z krajów o wysokim poziomie dochodów – 731, w tym 244 z Polski. Na kraje o średnim poziomie dochodów przypadły 192 odpowiedzi (w tym 107 z Brazylii), z krajów o niskim poziomie dochodów otrzymano zaś tylko 1 odpowiedź. Największy udział wśród udzielających odpowiedzi należał do sektora finansowego, innych usług oraz edukacji. Przeważały odpowiedzi z organizacji dużych, tj. zatrudniających 250 i więcej osób. Badanie ankietowe pokazało, że podmioty działające w Polsce radziły sobie podobnie jak podmioty z innych krajów o wysokim poziomie dochodów, a mianowicie:

- zwinnie dopasowały się do realiów pandemii;
- zwiększyły świadomość w zakresie potrzeby stosowania *business continuity plan / business continuity management*;
- aktywne poszukiwały niestandardowych rozwiązań, mających na celu zapewnienie dalszego funkcjonowania na rynku;
- stosowano dobre praktyki w zakresie zarządzania sytuacją kryzysową;
- w Polsce odnotowano mniejsze doświadczenie w zarządzaniu sytuacją kryzysową, szczególnie w przypadku mniejszych podmiotów w porównaniu z podmiotami z innych krajów o wysokim poziomie dochodów.

Zdarzenie katastroficzne, jakim była pandemia, oraz jego skutki dla przedsiębiorstw, opisuje również amerykański badacz F.J. Contractor [2022]. Autor omawia działania państw,

które ratowały przedsiębiorstwa w czasie pandemii, a wzmożony nacjonalizm, protekcjonizm czy cofanie się globalizacji spowodowane naruszeniem łańcuchów dostaw przedstawia jako zmiany marginalne niemające fundamentalnego charakteru. Będą one z łatwością tłumione przez globalne przedsiębiorstwa przez ich jeszcze większy rozwój.

Badacze L. Ciravegna oraz S. Michailova [2022] w swojej publikacji opisują skutki pandemii dla gospodarek jako powrót państwa interwencjonistycznego w gospodarce, co utworowało drogę do wzrostu protekcjonizmu. Są jednak bardziej sceptyczni, co do sprawczości globalnych przedsiębiorstw. Twierdzą wręcz, że rekonfiguracja globalnych łańcuchów wartości spowoduje mniej zglobalizowaną i bardziej regionalnie rozdrobnioną gospodarkę światową. W swoim artykule sugerują m.in. badania dotyczące niepowodzeń międzynarodowych transakcji.

Powyższe badania oraz publikacje pokazują, jak zachowują lub zachowywały się podmioty w trakcie zdarzenia katastroficznego, albo rozważane są ich późniejsze działania w sytuacji już popandemicznej. Skoro zatem część autorów odnosi się do podmiotów gospodarczych, a część zastanawia się znowu nad przyszłymi transakcjami międzynarodowymi, to nasuwa się pytanie: Jak w trakcie i przed zdarzeniem katastroficznym, jakim była niewątpliwie pandemia, zachowywał się rynek kontroli przedsiębiorstw?

3. Globalny i polski rynek kontroli przedsiębiorstw przed i w trakcie pandemii

W 2019 r. w Polsce rynek kontroli przedsiębiorstw odnotował prawie dwukrotny wzrost wartości, przy mniejszej liczbie transakcji w porównaniu z 2018 r. Przy wartości przejęć na poziomie 10,93 mld EUR spadła liczba transakcji o 20% do 258 [CMS, EMIS 2020]. Warto podkreślić, że aż trzysta transakcji miało wartość ponad 1 mld zł.

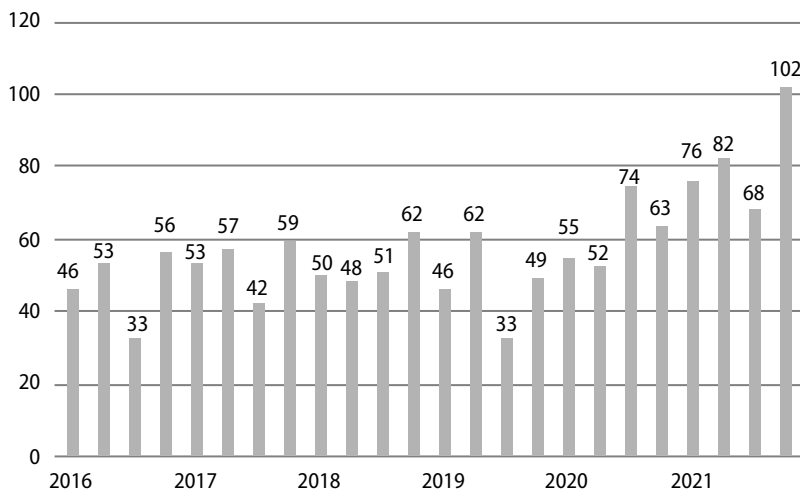
W pierwszej połowie 2020 r., czyli w okresie, kiedy panowały największe obostrzenia związane z pandemią COVID-19, sfinalizowano w Polsce 68 transakcji fuzji i przejęć wobec 129 w tym samym okresie 2019 r., a ich łączna wartość była mniejsza o 65% i wyniosła 1,4 mld EUR, jak wynika z analizy danych Thomson Reuters i Catalyst (rysunek 2).

Dla porównania liczba transakcji w Europie Zachodniej spadła w tym okresie o 41% do 6186 [www.reuters.com].

Jak wynika z wywiadu przeprowadzonego z firmą doradcą będącą uczestnikiem tego rynku [www.money.pl, data dostępu 09.12.2021], wielu inwestorów postanowiło przeczekać okres największej niepewności związanej z epidemią, by przekonać się, jak zamrożenie gospodarki wpłynie na funkcjonowanie poszczególnych sektorów oraz wyniki finansowe spółek, a co za tym idzie – ich wyceny. Dodatkowo w 2020 r., na początku pandemii banki finansujące transakcje zaostryżyły warunki kredytowe, co miało także wpływ na zamykanie transakcji. Spodziewano się również, że spowolnienie gospodarcze może ograniczyć oczekiwania cenowe właścicieli przedsiębiorstw i skłonić ich do szybszej sprzedaży. W 2020 r. przewidy-

wano też, że dla funduszy *private equity*, czyli inwestorów, którzy wiedzą, jak strukturyzować transakcje i zarządzać ryzykiem, okres pandemii może być dobrym czasem na szukanie okazji inwestycyjnych. Warto podkreślić, że o ile niektóre segmenty rynku w trakcie pandemii zostały całkowicie zamrożone (branża hotelarska czy turystyczna) o tyle inne branże kontynuowały transakcje (zwłaszcza energetyka, paliwa czy branże z sektora TMT, czyli Technologie, Media, Telekomunikacja). Na przykład wśród największych przejęć ogłoszonych w 2020 r. były m.in. kupno Grupy Interia przez Telewizję Polsat oraz przejęcie stacji paliw eMila przez spółkę Anwim, do której należy marka Moya.

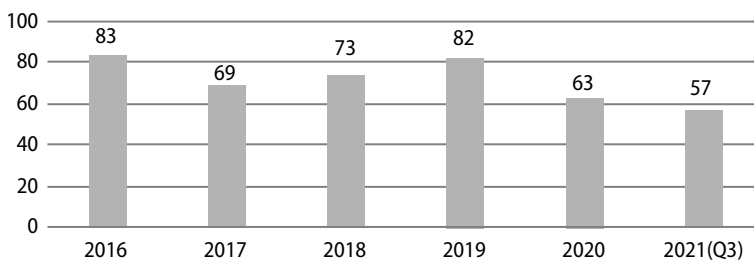
Rysunek 2. Liczba transakcji fuzji i przejęć w Polsce w latach 2016–2021 w podziale na kwartały



Źródło: opracowanie własne na podstawie [Raport M&A Index Poland].

W trakcie pandemii osobliwością polskiego rynku fuzji i przejęć jest to, że znaczna część transakcji odbywa się pomiędzy podmiotami krajowymi (rysunek 3).

Rysunek 3. Liczba krajowych transakcji fuzji i przejęć w okresie 2016–2021 (3Q)



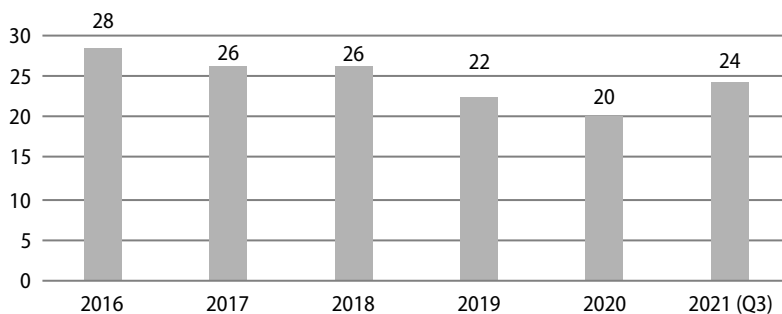
Źródło: opracowanie własne na podstawie [Raport CRIDO].

W lutym 2022 r. również UOKiK potwierdził rekordowe dane liczby transakcji, które miały miejsce w 2021 r. Prezes UOKiK podkreślił, że pomimo trwającej pandemii ubiegły

rok upłynął pod znakiem fuzji i przejęć. Łącznie zostało przeprowadzonych 376 postępowań, z czego 329 wszczęto w 2021 r. Wydanych zostało 300 decyzji (o 57 więcej niż w 2020 r.), w tym 295 zgód na koncentrację, 4 decyzje warunkowe oraz jeden zakaz. Rozpatrywane sprawy najczęściej dotyczyły branży nieruchomości, handlu oraz energetyki [www.uokik.gov.pl].

Warta uwagi jest reakcja rynku kontroli przedsiębiorstw w obszarze krajowych przejęć w 2020 r., gdzie nastąpił spadek liczby transakcji z 82 w 2019 r. do 63 w 2020 r. (por. rysunek 3). W tym samym czasie, tj. w 2020 r., spadła również liczba zagranicznych inwestycji realizowanych przez polskie podmioty (rysunek 4).

Rysunek 4. Liczba transakcji zagranicznych M&A zrealizowanych przez polskie podmioty



Źródło: opracowanie własne na podstawie [Raport CRIDO].

Spadek liczby transakcji w 2020 r. był związany z ograniczeniami w okresie pandemii. Rynek jednak dość szybko zaczął działać w nowych okolicznościach, a procesy M&A na nowo przyspieszyły w drugiej połowie roku, osiągając rekordy już w 2021 r. (por. rysunek 2).

Warto również zwrócić uwagę na branże, w których transakcje zostały zamknięte w 2020 r. i trzech kwartałach 2021 r. Pokazują one, jak pandemia wpłynęła na polski rynek kontroli przedsiębiorstw (rysunek 5).

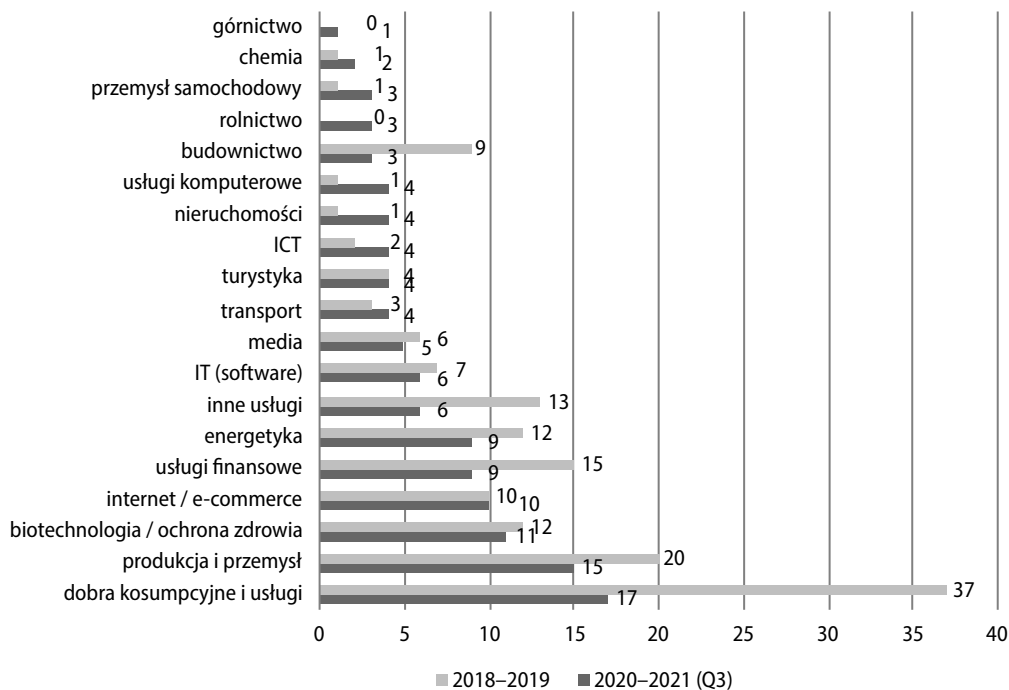
Z danych rysunku 5 wynika, że w trakcie pandemii nastąpił znaczny spadek transakcji w sektorach: dobra konsumpcyjne i usługi, produkcja i przemysł, budownictwo czy usługi finansowe oraz zawarto mniej transakcji m.in. w usługach finansowych. Z drugiej strony widoczny jest znaczny wzrost w porównaniu do lat poprzednich udziału biotechnologii i e-commerce.

W latach 2015–2019 aż 57 na 60 transakcji przeprowadzonych przez podmioty polskie za granicą były transakcjami poniżej 100 mln EUR. Tendencja ta nie zmieniła się również w wyniku pandemii, gdyż wśród transakcji zamkniętych w okresie 2020–2021 transakcje poniżej 100 mln EUR stanowiły 84% wszystkich transakcji [www.crido.pl].

Z prezentowanych danych wynika, że sytuacja na krajowym rynku kontroli przedsiębiorstw była podobna jak na rynku globalnym. Rok 2020 był na globalnym rynku kontroli przedsiębiorstw okresem spadku transakcji (oprócz IPO – por. rysunek 7), podczas gdy 2021 r. był rekordowy w historii pod względem wartości transakcji na globalnym rynku kontroli przedsiębiorstw oraz pierwszych publicznych ofert (IPO). Według wstępnych danych firmy

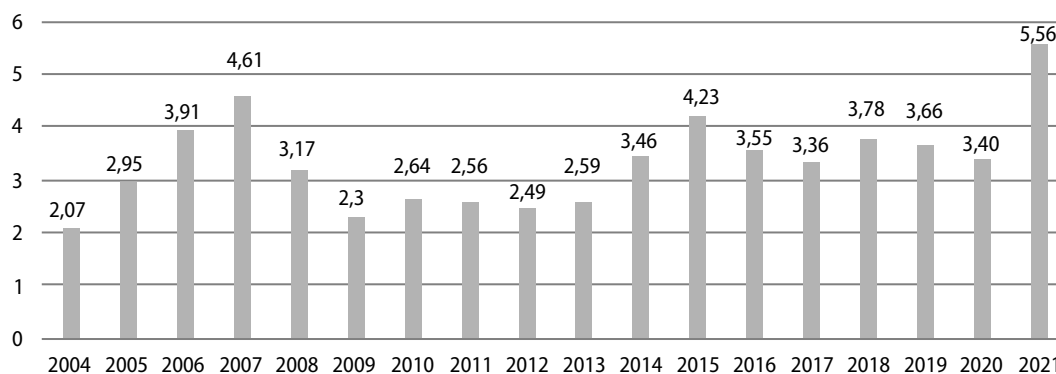
Dealogic [www.dealogic.com] wartość globalnego rynku kontroli przedsiębiorstw sięgnęła 5,56 bln USD. Dotychczasowy rekord tego rynku był odnotowany w 2007 r., tuż przed światowym kryzysem finansowym, przy wartości 4,6 bln USD (rysunek 6).

Rysunek 5. Krajowe transakcje M&A według branży



Źródło: opracowanie własne na podstawie [Raport CRIDO].

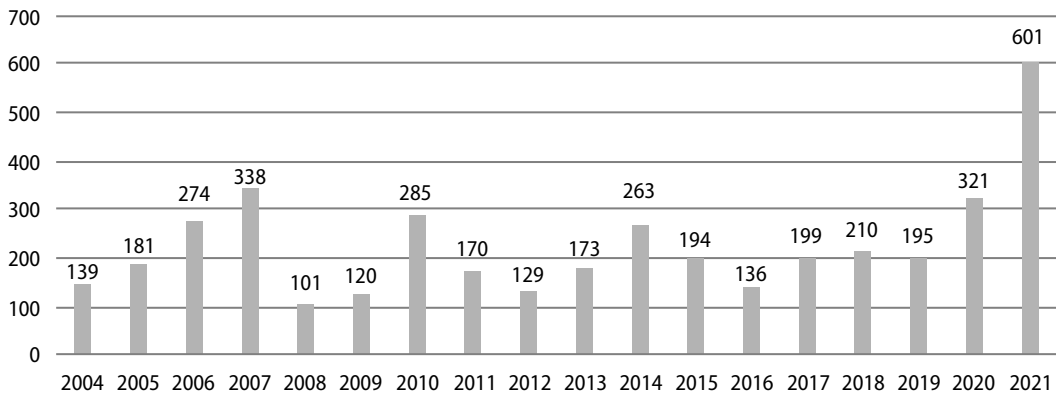
Rysunek 6. Wartość ogłoszonych globalnych transakcji fuzji i przejęć (w bln USD)



Źródło: opracowanie własne na podstawie [Raport M&A Highlight].

Rynek pierwszych publicznych ofert (IPO) osiągnął prawie 601 mld USD w 2021 r. Na rynku IPO również 2007 r. należał do rekordowych, kiedy to oferty były warte prawie 338 mld USD (rysunek 7).

Rysunek 7. Wartość przeprowadzonych pierwszych ofert publicznych (IPO) (w mld USD)



Źródło: opracowanie własne na podstawie [Raport M&A Highlight].

Podobnie jak na rynku polskim, za ubiegłoroczny rekord na globalnym rynku fuzji i przejęć odpowiadają zaległości z 2020 r., gdy za sprawą pandemii COVID-19 i lockdownu pierwsze dwa kwartały były nadzwyczaj słabe, a potem zaczęła się kumulacja zaległych i bieżących transakcji, która rozładowana została dopiero w połowie 2021 r. Transakcjom fuzji i przejęć sprzyjały niskie stopy procentowe przy rosnącej inflacji, a co za tym idzie niskie oprocentowanie długu oraz urealnienie wycen. Część podmiotów wykorzystała te okoliczności do przeprowadzenia integracji poziomej lub pionowej, dążąc do optymalizacji rosnących kosztów.

Ciekawym zjawiskiem na globalnym rynku kontroli przedsiębiorstw w 2021 r. była znacznie większa aktywność inwestorów finansowych. Według firmy monitorującej rynek CBInsights [CBInsights], Fundusze Private Equity (PE) na zakupy udziałów spółek wydały niemal 1 bln USD – najwięcej w historii i dwa razy więcej niż rok wcześniej. W 2021 r. dał się zauważyć znaczący wzrost – o 180% w porównaniu z 2019 r. i o 55% w porównaniu z 2020 r., do 42 mld USD – wartości transakcji, w których firmy zarządzające funduszami PE sprzedawały spółki z portfela jednego ze swych funduszy innemu zarządzanemu przez siebie funduszowi. Takie transakcje pozwalają z jednej strony na zamykanie starszych funduszy i oddawanie pieniędzy inwestorom, a z drugiej – wydłużają zazwyczaj o kilka lat horyzont inwestycyjny w najbardziej atrakcyjnych inwestycjach. Również szacunki firmy CBInsights dowodzą, że w 2021 r. na świecie inwestorzy Venture Capital zainwestowali w startupy 584 mld USD, czyli ponad dwa razy więcej niż w 2020 r. W Polsce wartość transakcji szacowana jest na 2,5 mld zł (wzrost o 100 proc. w porównaniu z 2020 r.).

4. Transakcje fuzji i przejęć w okresie pandemii na przykładzie Asseco SA

Asseco SA to największa polska firma informatyczna notowana na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, która wchodzi w skład indeksu WIG20. Spółka jest szóstą największą firmą IT w Europie pod względem przychodów z produkcji oprogramowania według rankingu firmy analitycznej z sektora informatycznego „Truffle 100” [Raport firmy doradczej]. Spółki grupy koncentrują się na produkcji i rozwoju oprogramowania własnego, przeznaczonego dla każdego sektora gospodarki. Produkty i usługi grupy są skierowane do sektora finansowego, instytucji publicznych oraz przemysłu, handlu i usług. Grupa posiada bogate portfolio własnych produktów, unikatowe doświadczenie w realizacji najbardziej złożonych projektów informatycznych oraz szeroką bazę klientów, wśród których znaleźć można największe instytucje finansowe, czołowe przedsiębiorstwa, a także jednostki administracji publicznej. Na czele grupy stoi Asseco Poland, które po osiągnięciu pozycji lidera w Polsce, konsekwentnie buduje holdingi działające w poszczególnych regionach świata.

Strategia rozwoju Asseco SA opiera się na dwóch filarach. Pierwszy to rozwój organiczny, którego podstawą jest własne oprogramowanie i usługi, natomiast drugi to rozwój przez połączenia i akwizycje (tabela 1).

Tabela 1. Wykaz i opis transakcji fuzji i przejęć w latach 2004–2021

Rok	Wykaz transakcji fuzji i przejęć ASSECO SA
2004	<ul style="list-style-type: none"> Przejęcie przez Comp Rzeszów SA słowackiego przedsiębiorstwa Asset Soft SA Debiut Comp Rzeszów SA na GPW w Warszawie
2006	Połączenie Asseco SA z Softbank SA
2007	Połączenie Asseco SA z Prokom Software SA
2008	Połączenie Asseco SA z ABG SA
2009	<ul style="list-style-type: none"> Nabycie przez Spółkę 55% akcji w Asseco Spain oraz 85% akcji w spółce Terminal Systems SA, w wyniku czego Grupa Asseco poszerzyła obszar działalności o rynek hiszpański Nabycie przez Spółkę 51,65% akcji w Asseco Danmark, w wyniku czego rozpoczęła się obecność Grupy Asseco na rynku skandynawskim Nabycie przez Spółkę 95% udziałów w OTAGO, w wyniku czego oferta produktowa Grupy Asseco została poszerzona o produkty dedykowane jednostkom samorządu terytorialnego
2010	<ul style="list-style-type: none"> Nabycie przez Asseco CE akcji reprezentujących 70,04% kapitału zakładowego w spółce Statlogics oraz akcji reprezentujących 60% kapitału zakładowego spółki GlobeNet, w wyniku czego Grupa poszerzyła zakres swojej działalności o rynek węgierski Nabycie przez Asseco SEE odpowiednio 99,66% oraz 99,99% akcji w spółkach ITD oraz EST, w wyniku czego Grupa Asseco rozszerzyła obszar działalności o rynek turecki Nabycie przez Asseco SWE 65% udziałów w hiszpańsko-portugalskiej Grupie Necomplus, przez co Grupa Asseco rozszerzyła swoją ofertę usług związanych z obsługą terminali płatniczych (POS) Nabycie przez Asseco spółki Formula Systems notowanej na NASDAQ Global Market. Dzięki tej akwizycji grupa wchodzi na rynki izraelski, amerykański, japoński i kanadyjski
2011	<ul style="list-style-type: none"> Obniżenie udziału spółki Formula Systems w spółce Sapiens do 42% w związku z nabyciem kontroli nad spółkami FIS Software oraz IDIT i związaną z tym emisją akcji przez Formula Systems, w wyniku czego spółka Sapiens przestała być jednostką zależną i stała się jednostką stowarzyszoną spółki Formula Systems

cd. tabeli 1

Rok	Wykaz transakcji fuzji i przejęć ASSECO SA
	<ul style="list-style-type: none"> Nabycie przez spółkę Magic Software 51% udziałów w spółce Magix, w wyniku czego obszar działalności Grupy Asseco został rozszerzony na rynek RPA Nabycie przez CarPro Systems Ltd (spółkę zależną od Magic Software) 95% udziałów w izraelskiej spółce Complete Business Solutions Ltd, posiadającej status SAP Business Partner w Izraelu
2012	<ul style="list-style-type: none"> Zwiększenie udziału spółki Formula Systems w spółce Sapiens do 54,41%, w wyniku czego spółka Sapiens ponownie stała się jednostką zależną spółki Formula Systems Nabycie przez Spółkę 99,84% udziałów w głosach na walnym zgromadzeniu i 99,87% w kapitale zakładowym ZETO Nabycie przez Spółkę 60% udziałów w SKG, w wyniku czego Spółka wzmocniła swoją ofertę w sektorze administracji publicznej i przedsiębiorstw oraz poszerzyła ofertę Grupy o rozwiązania dla handlu detalicznego, audytu i analizy danych
2013	<ul style="list-style-type: none"> Rozpoczęcie działalności na rynku rosyjskim dzięki przejęciu spółki R-Style Softlab Rozpoczęcie działalności na rynku gruzińskim przez zakup pakietu większościowego firmy Onyx Consulting
2014	Nabycie spółki niemieckiej oraz zmiana jej nazwy na Asseco Solutions AG
2015	Przejęcie przez Asseco Poland SA spółki Infovide-Matrix SA
2016	Przejęcie spółki izraelskiej Roshtov Software oraz TSG
2017	Przejęcie spółki Stoneriver w USA, Macrologic, słowackiej firmy CEIT oraz Izraelskiej Michpal Micro Computers
2018	Dalsza ekspansja w USA, przejęcie spółki Adaptic
2019	Akwizycje 16 spółek, w tym na rynkach amerykańskim (4 spółki), izraelskim (4 spółki), polskim (1 spółka) oraz na pozostałych rynkach międzynarodowych (7 spółek)
2020	Akwizycje 15 spółek, w tym na rynkach izraelskim (5 spółek), amerykańskim (4 spółki) oraz europejskim (6 spółek)
2021	Akwizycje 14 spółek, w tym na rynkach izraelskim (7 spółek), europejskim (6 spółek) oraz amerykańskim (1 spółka)

Źródło: opracowanie własne na podstawie [Raporty roczne].

Jeśli chodzi o rozwój organiczny, to strategia Asseco jest oparta na sektorowych kompetencjach biznesowych równolegle wzmocnianych kompetencjami technologicznymi. Spółka buduje oparte na zaufaniu wieloletnie relacje z klientami, stając się strategicznym partnerem biznesowym. Asseco wykorzystuje najlepsze doświadczenia spółek z międzynarodowej grupy kapitałowej do tworzenia kompleksowej oferty spełniającej wymagania tysięcy obsługiwanych klientów. Spółka chce być postrzegana jako firma „one stop shop”, dlatego dostarcza nie tylko własne rozwiązania i usługi, lecz także infrastrukturę niezbędną do funkcjonowania aplikacji biznesowych. W kwestii rozwoju przez akwizycje Asseco jest zainteresowane zarówno spółkami, które pozwolą na zwiększenie kompetencji w danym sektorze, jak i tymi, które umożliwią wejście na nowe rynki geograficzne. Od lat z sukcesem prowadzona polityka akwizycyjna Spółki plasuje ją w gronie najbardziej doświadczonych w tym obszarze podmiotów w Polsce.

Asseco zatem, jako jeden z aktywnych uczestników polskiego rynku kontroli przedsiębiorstw, została wytypowana do krótkiego badania, w celu uchwycenia specyfiki transakcji w trakcie zdarzenia katastroficznego. Posiada ona wieloletnie doświadczenie w przejmowaniu innych podmiotów przed okresem pandemii, co zostało pokazane w tabeli 1.

Oprócz badania typu *desk research* (badanie na podstawie publikowanych przez Spółkę dokumentów), został również przeprowadzony krótki wywiad dotyczący specyfiki przejęć w trakcie okresu pandemii. Firmie zadano następujące pytania:

1. Czy w trakcie pandemii Asseco bardziej zwracało uwagę na przejęcia okazjonalne?
2. Czy przejmowane spółki były bardziej osłabione czynnikami związanymi z pandemią?

Na obydwa pytania Spółka odpowiedziała, opisując pewną specyfikę transakcji w tym okresie. Otóż transakcje przeprowadzane przez Spółkę w okresie pandemii (zwłaszcza w jej pierwszej fazie) niczym nie różniły się od poprzednich. Część z nich była już przedmiotem rozmów w 2019 r., a okres pandemii tego nie zmienił. Zmieniła się jednak w części wycena spółek (wzrost cen), ze względu na większe zainteresowanie przejmowaniem spółek w tym sektorze. Rozpoczęto również poszukiwanie spółek, które mogły ucierpieć w skutek pandemii. Poszukiwano też potencjalnych inwestycji na innych rynkach, na których dotychczas Spółka nie była obecna, chcąc tym samym znaleźć dostęp do odpowiednich talentów. Zwrócono uwagę także na inny sposób negocjacji transakcji (mniej spotkań bezpośrednich, więcej zdalnych) oraz na szukanie bardziej przełomowych innowacji. Dostrzeżono również zwiększoną konkurencję/aktywność przy przejęciach funduszy *private equity*. Część z nich proponowała wstępnie wspólne inwestycje, co raczej nie zdarzało się w przeszłości. Spółka odnotowała również znaczny wzrost zainteresowania swoich klientów nowymi technologiami.

5. Podsumowanie

W artykule została przeprowadzona analiza rynku kontroli przedsiębiorstw w trakcie trwania zdarzenia katastroficznego, jakim była pandemia. W celu weryfikacji przeanalizowano również przypadek spółki z sektora wysokiej techniki, jakim jest Asseco SA, aby wesprzeć odpowiedzi na następujące pytania badawcze:

- Czy istnieje specyfika rynku fuzji i przejęć polegająca na pewnej reakcji tego rynku na zdarzenia katastroficzne?
- Jak zachowują się inwestorzy branżowi i finansowi w tym czasie?

Warto podkreślić, że nauka o zarządzaniu jako dyscyplina naukowa pozostaje w bezpośrednim związku z praktyką. Dlatego w procesie badawczym często sięga się po studium przypadku jako jakościową metodę badawczą. Dzięki temu badacz ma możliwość skonfrontowania rozważań teoretycznych nad prawidłowością przebiegu procesów z rzeczywistością ich realizacją. Badania te dają także okazję wyjaśnienia czy też ilustracji zachodzących procesów, czego nie jest w stanie dostarczyć badanie ilościowe/statystyczne. W artykule, przy badaniu studium przypadku jako metody badawczej w naukach o zarządzaniu, skorzystano z analizy dostępnych dokumentów (*desk research*) jak również wykorzystano technikę wywiadu, która była dopełnieniem przeprowadzonej analizy.

Spółka Asseco SA została celowo wybrana do badania jako reprezentant branży technologicznej, w której transakcje fuzji i przejęć należą do jednej z wiodących strategii rozwoju przedsiębiorstwa oraz budowania przewagi konkurencyjnej. Badanie studium przypadku przeprowadzone w formach *desk research* oraz krótkiego wywiadu pokazało pewną specyfikę rynku, uwidocznioną w określonej reakcji rynku na zdarzenie katastroficzne. Dodatkowo

zachowanie to częściowo zostało potwierdzone analizami zrobionymi na podstawie dostępnych danych z rynku kontroli przedsiębiorstw.

Na pierwsze zadane pytanie można zatem odpowiedzieć twierdząco. Istnieje specyfika rynku kontroli przedsiębiorstw polegająca na reakcji tego rynku na zdarzenie katastroficzne. Z analizy rynku fuzji i przejęć (w Polsce i globalnie), która została przeprowadzona w drugiej części artykułu, wyłaniają się następujące wnioski:

- w pierwszej fazie zdarzenia katastroficznego, jakim była pandemia, nastąpiło silne wyhamowanie transakcji;
- po krótkim oswojeniu się rynku z ryzykiem, podmioty dostosowały się do bieżącej sytuacji (spotkania wirtualne, szukanie okazji inwestycyjnych);
- zauważono zwiększoną aktywność inwestorów finansowych (typu PE);
- do aktywnych branż w tym okresie można zaliczyć branże TMT, nieruchomości czy energetykę;
- nastąpił znaczny spadek transakcji krajowych w sektorach: dobra konsumpcyjne i usługi, produkcja i przemysł, budownictwo oraz usługi finansowe.

Dodatkowo badanie studium przypadku wykazało, że:

- część spółek mogła zwracać uwagę przy szukaniu inwestycji na nabycie innowacji przemysłowych;
- branża IT zwiększyła zainteresowanie inwestorów finansowych (byli bardziej aktywni).

Opierając się na danych rynkowych oraz studium przypadku, wstępnie można zatem stwierdzić, że istnieje pewna specyfika rynku kontroli przedsiębiorstw. Przegląd dostępnej literatury, opracowań czy badań wskazuje jednak na duże braki w tym obszarze. Brakuje badań i opracowań wskazujących na tę specyfikę. Prowadzone przez autora badania oraz opracowania, z czego niniejsza publikacja stanowi ich część, pozwolą zaobserwować pewną logikę transakcji na rynku kontroli przedsiębiorstw. Jakie branże i z jakiego powodu są aktywne w tym specyficznym czasie? Jakiego typu przedsiębiorstwa w ramach branży są mniej lub bardziej odporne na tego typu kryzys? Na czym polega specyfika rynku fuzji i przejęć w trakcie i po okresie zdarzeń typu czarny łabędź? Są to pytania, które wymagają dalszych poszukiwań badacza oraz stanowią niezmiernie ciekawy obszar poznawczy również dla osób zarządzających przedsiębiorstwami. Ciekawe również może wydawać się porównanie zachowań podmiotów z sektora wysokiej i niskiej techniki w trakcie zdarzenia katastroficznego. Przedmiotem badania studium przypadku w artykule był tylko przedstawiciel sektora wysokiej techniki.

Warto podkreślić, że odnalezienie elementów pewnej specyfiki tego rynku w trakcie zdarzenia katastroficznego może być pewną wskazówką dla zachowań przedsiębiorstw w trudnych i nieprzewidywalnych momentach, a także wskazaniem kierunku do opracowania w przyszłości modelu działania rynku fuzji i przejęć w trakcie oraz po okresie zdarzenia katastroficznego. W celu opracowania pewnych prawidłowości należy jednak kontynuować badania na większej próbie badawczej, a niniejsze traktować jako wstępne, wyznaczające dalsze kierunki badań w tym obszarze.

Bibliografia

1. Beinhocker E., Davis I., Mendoca L. [2009/2010], *10 trendów, które trzeba obserwować*, „Harvard Business Review Polska”, grudzień 2009 – styczeń 2010.
2. Ciravegna L., Michailova S. [2022], *Why the World Economy Needs, but Will Not Get, More Globalization in the Post-COVID-19 Decade*, „Journal of International Business Studies”, vol. 53, iss. 1.
3. Contractor F.J. [2022], *The World Economy Will Need Even More Globalization in the Post-Pandemic 2021-decade*, „Journal of International Business Studies”, vol. 53, iss. 1.
4. Iwanicz-Drozdowska M. [2020], *Ciągłość działania w czasie pandemii SARS-CoV-2*, „Gazeta SGH, Pismo Szkoły Głównej Handlowej”, nr 3(355).
5. Knap-Stefaniuk A. [2007], *Kryzys w organizacji – i co dalej? Zarządzanie zmianami*, „Zeszyty Naukowe”, nr 2.
6. Kotler P., Caslione J.A. [2009], *Chaos: zarządzanie i marketing w erze turbulencji*, MT Biznes, Warszawa.
7. Krzakiewicz K. [2004], *Kryzysy w cyklu rozwoju organizacji*, w: *Strategie przedsiębiorstw w warunkach kryzysu*, red. K. Krzakiewicz, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań.
8. Mitroff I.A., Alpaslan M.C. [2003], *Przygotuj się na katastrofę*, „Harvard Business Review Polska”, listopad.
9. Olson M.S., van Bever D., Verry S. [2008], *Przychody firmy przestają rosnać. Co robić?*, „Harvard Business Review Polska”, wrzesień.
10. Romanowska M. [2006], *Zarządzanie w kryzysie*, w: *Dobra gospodarka*, Wydawnictwo Wyższej Szkoły Przedsiębiorczości i Zarządzania, Warszawa.
11. Romanowska M., Mierzejewska W. [2016], *Przedsiębiorstwo odporne na kryzys*, Wolters Kluwer, Warszawa.
12. Taleb N.N. [2013], *Antykruchłość. Jak żyć w świecie, którego nie rozumiemy*, Kurhaus Publishing, Poznań.
13. Taleb N.N. [2020], *Czarny Łabędź, jak nieprzewidywalne zdarzenia rządzą życiem*, Zysk i S-ka, Poznań.
14. Uzzi B. [1996], *The Sources and Consequences of Embeddedness for the Economic Performance of Organizations the Network Effect*, „American Sociological Review”, nr 4.
15. Walas-Trębacz J., Ziarko J. [2011], *Podstawy zarządzania kryzysowego*, Oficyna Wydawnicza AFM, Kraków.
16. Wieczerzyńska B. [2009], *Kryzys w przedsiębiorstwie*, CeDeWu, Warszawa.

Materiały internetowe

1. *CBinsights, Raport State of Venture 2021* [2022], 12 stycznia, www.cbinsights.com, dostęp: 2.02.2022.
2. *CMS, EMIS, Emerging Europe M&A report 2019/2020* [2020], styczeń.
3. *Crido, zagraniczne akwizycje polskich firm nie zwalniają*, 17.11.2021, *Raporty i publikacje*, www.crido.pl, dostęp: 2.02.2022.

4. Mączyńska E. [2020], *Czym jest „Czarny Łabędź”?*, „Gazeta SGH, Po Prostu Ekonomia”, 20.05, <https://gazeta.sgh.waw.pl/po-prostu-ekonomia/czym-jest-czarny-labedz>, dostęp: 4.02.2022.
5. *Raport CRIDO „Polish Investors’ M&A Activity in the Time of the Pandemic 2020-Q3 2021”*, www.crido.com, dostęp: 4.02.2022.
6. *Raport M&A Index Poland*, przygotowany przez Fordata i Navigator Capital, www.navigator-capital.pl, dostęp: 4.02.2022.
7. *Raport M&A Highlight: Full Year 2021*, <https://dealogic.com/insight/ma-highlight-full-year-2021/>, dostęp: 2.02.2022.
8. *Raport firmy doradczej „Truffle 100”*, <https://www.truffle100.com>, dostęp: 2.02.2022.
9. *Raporty roczne i okresowe Asseco SA*.
10. *Wywiad z 01.07.2020 roku z partnerem firmy doradczej Sasaki Partners sp. z o.o.*, <https://www.money.pl/gielda/sasaki-partners-rynek-m-a-w-polsce-najgorsze-ma-juz-za-soba-nadchodzacy-zywienie-6527366694397569a.html>, dostęp: 9.12.2020.
11. *Wywiad z Prezesem UOKiK*, https://www.uokik.gov.pl/aktualnosci.php?news_id=18278, dostęp: 12.02.2022.
12. www.reuters.com/finance/deals/mergers, dostęp: 9.01.2021.

Specificity of the enterprise control market as the market reacting to catastrophic events

Summary

This publication deals with the impact of the catastrophic event, which is undoubtedly the current COVID-19 pandemic, on the mergers and acquisitions market. The aim of the publication is to show the specificity of the enterprise control market as the one responding to a catastrophic event. For this purpose, the author asked two research questions: 1. Is there a specificity of the mergers and acquisitions market consisting in a certain reaction of this market to catastrophic events? 2. How did strategic and financial investors behave during the pandemic period? In order to answer such questions, an analysis of the available statistical data on the mergers and acquisitions market, both domestic and global, was carried out. Then, in the empirical part, a case study was presented to confirm certain market behaviours that were revealed. As a result of the analysis of the available statistical data and the case study, some elements of the specificity of the M&A market as a market responding to a catastrophic event were found. Finally, the author recommended conducting further, in-depth research on the specificity of the enterprise control market as a market responding to a catastrophic event.

Keywords: enterprise control market, catastrophic events, mergers and acquisitions, pandemic
