

UNIWERSYTET ŁÓDZKI
Wydział Ekonomiczno-Socjologiczny
Instytut Finansów

Kamila Schneider

**RYZYO WROGIEGO PRZEJĘCIA SPÓŁKI
PUBLICZNEJ – PERSPEKTYWA ZEWNĘTRZNEGO
AUDYTORA FINANSOWEGO**

**Rozprawa doktorska
napisana pod kierunkiem
naukowym**

Prof. dr hab. Wiktora Gabrusewicza

ŁÓDŹ 2023

Spis treści

Wprowadzenie	5
Rozdział 1. Procesy fuzji i przejęć w świetle ekonomiczno-prawnych uwarunkowań funkcjonowania spółek publicznych	15
1.1. Charakterystyka spółek publicznych	15
1.2. Determinanty sposobu zarządzania spółką publiczną – ład korporacyjny	19
1.3. Istota procesów fuzji i przejęć spółek publicznych we współczesnej gospodarce	34
1.4. Motywy występowania fuzji i przejęć spółek publicznych	47
1.5. Charakterystyka wrogich przejęć spółek publicznych	66
Rozdział 2 Instrumenty obrony przed wrogim przejęciem spółek publicznych	82
2.1. Działania obronne przed wrogim przejęciem spółek publicznych	82
2.2. Prawne aspekty obronne wobec wrogich przejęć w spółce publicznej	96
2.2.1. Instrumenty prawne o charakterze statutowym	96
2.2.2. Przeszkody w przeprowadzeniu składu zarządu	98
2.2.3. Nabywanie akcji własnych przez spółkę akcyjną	102
2.2.4. Nabywanie akcji spółki atakowanej	103
2.2.5. Środki obrony polegające na ograniczeniu zbywalności akcji	105
2.2.6. Przestępstwa związane z działalnością spółek publicznych w fazie przejęć na rynku akwizycji i fuzji	107
2.3. Działania zapobiegawcze – obronne powstaniu wrogich przejęć w spółce publicznej	113
2.3.1. Podwyższanie kapitału zakładowego	113
2.3.2. Wyzbywanie się przez spółkę atakowaną z jej najcenniejszych aktywów	123
2.3.3. Odwołanie do Urzędu Ochrony Konkurencji i Konsumentów	125
2.3.4. Odwołania do Komisji Nadzoru Finansowego	126
2.3.5. Rola związków zawodowych w spółce	126
2.4. Ustawowe przeciwdziałanie wrogim przejęciom polskich firm w latach 2020-2022	130
Rozdział 3 Problemy w badaniu sprawozdań finansowych związanych z audytem zewnętrznym	137
3.1. Sprawozdanie finansowe jako produkt systemu rachunkowości	137
3.2. Problemy wiarygodności sprawozdania finansowego	153
3.3. Kluczowe kwestie badania sprawozdań finansowych (key audit matters – KAMs) w obszarach o największym stopniu ryzyka	164
3.4. Procedury badania sprawozdania finansowego związane z oceną kontynuacji działalności gospodarczej	171
3.5. Wynik rewizji finansowej – sprawozdanie biegłego rewidenta	180
Rozdział 4 Rola audytu finansowego w procesie przejęć i fuzji	191
4.1. Audyt finansowy w spółce publicznej	191
4.2. Cele i funkcje audytu, rewizji finansowej w spółkach publicznych	198
4.3. Ryzyko biegłego rewidenta w badaniu sprawozdania finansowego	205

4.4. Analiza wskaźnikowa podstawowym narzędziem oceny sytuacji finansowej badanych spółek	232
4.5. Wybrane modele oceny zagrożenia upadłością jako instrument diagnozy stanu finansowego spółek publicznych	240
4.6. Ocena wybranych modeli upadłości - modele J. Gajdki i T. Stosa	249
4.7..Ocena modeli logitowych, sztuczne sieci neuronowe i drzewa decyzyjne	253
Rozdział 5 Studium analityczno – badawcze prób przyjęcia wybranych spółek publicznych (giełdowych)	259
5.1. Efekt walki pomiędzy spółką Komputronik SA „najeźdźcą” a spółką CCE „celem” w wyniku próby wrogiego przejęcia	260
5.2. Polska Grupa Energetyczna versus Polenergia	273
5.3. Polenergia S.A. versus Edison Energia S.A.	280
5.4. BEST S.A. versus KREDYT INKASO S.A	286
5.5. Robygz przejęty za 2,5 mld zł przez TAG Immobilien	294
5.6. Zakłady Magnetyzowe Inwest S.A. versus Zakłady Magnetyzowe „Ropczyce” S.A.	296
5.7. Inter Cars S.A. broni się przed wrogim przejęciem	308
5.8. Wojna o władze w giełdowej spółce i Albatros Group	315
5.9. Próba wrogiego przejęcia majątku grupy Hawe S.A. przez Agencję Rozwoju Przemysłu S.A. (ARP)	321
5.10. Grupa Azoty S.A. versus Acron – próba wrogiego przejęcia	331
5.11. Podsumowanie badań	345
Zakończenie	347
Bibliografia	358
Spis tabel, rysunków i schematów	374
Załącznik 1	376

Wprowadzenie

Tematyka rozprawy dotyczy ważnego zjawiska we współczesnej gospodarce rynkowej jakim są transakcje fuzji i przejęć (mergers and acquisitions, M&A), które dla przedsiębiorstw stanowią alternatywną ścieżkę rozwoju w stosunku do wzrostu organicznego. Operacje dotyczące fuzji firm i przejęć aktywów (M&A) osiągnęły w 2021 r. na świecie absolutny rekord, bijąc poprzedni najlepszy wynik sprzed 15 lat. Przyczyniły się do tego obfitość kapitału i gigantyczne wyceny spółek. Ich wartość wzrosła z 0,63 bln dolarów do 5,63 bln dolarów, przekroczyła pierwszy raz pułap 5 bilionów i z łatwością przebiła dotychczas rekordową sumę 4,42 bln osiągniętą w 2007 r., w ostatnim roku przed światowym kryzysem finansowym - podała firma Dealogic na podstawie danych do 16 grudnia 2021. Łączne umowy w USA zwiększyły się niemal dwukrotnie do 2,61 bln dolarów, w Europie nastąpił ich wzrost z 0,47 bln dolarów do 1,26 bln, a w Azji-Pacyfiku z 0,37 bln do 1,27 bln. Duża dostępność do środków finansowych wpłynęła na wzrost transakcji private equity; było ich dwukrotnie więcej i osiągnęły rekordową wartość 985,2 mld dolarów - podała Dealogic. Fuzje i przejęcia wpływają na konkurencyjność i rozwój nie tylko przedsiębiorstw, ale także całych działów gospodarki.

Od początku lat siedemdziesiątych ubiegłego wieku fuzje i przejęcia wielokrotnie stanowiły temat publikacji naukowych. Można wyróżnić tutaj trzy podstawowe kierunki badań:

- 1) w pierwszym nurcie skupiają się na analizie danych rynkowych z dnia opublikowania ogłoszenia informacji o fuzji,
- 2) w drugim, również wykorzystującym kursy akcji, analizowana jest długoterminowa efektywność tego typu transakcji z perspektywy właścicieli spółek przejmujących,
- 3) w ramach trzeciego nurtu konsekwencje fuzji i przejęć (M&A) oceniane są na podstawie danych księgowych.

W każdym z wymienionych nurtów badawczych podejmowane są próby identyfikacji determinant realizowanych stóp zwrotu (zarówno rynkowych, jak i księgowych), w ramach których w analizie regresji uwzględnia się charakterystyki transakcji, cechy firm biorących w niej udział oraz kwestie regulacyjne. Pomimo różnej zastosowanej procedury badawczej czy analizowanych zbiorowości, rezultaty w

większości przypadków – jeśli chodzi o podejście rynkowe – wskazują na pogarszanie się wyników podmiotów przejmujących (m.in. Sudarsanam 1998, Machała 2007). W przypadku analizy skutków procesów fuzji i przejęć (M&A) prowadzonych na podstawie danych księgowych wyniki zdecydowanie bardziej odbiegają od siebie. Niektóre dowodzą, że fuzje bądź przejęcia powodują wzrost efektywności operacyjnej spółek (Dreas 2014), inni wręcz przeciwnie (Braguinsky i in. 2014). Są też takie, w których nie potwierdzono istnienia związku pomiędzy łączeniem się spółek, a ich wynikami finansowymi (Al.-Hroot 2016). Z uwagi na problemy związane z gromadzeniem danych finansowych, trzecie podejście do badania efektów fuzji i przejęć jest wykorzystywane zdecydowanie rzadziej od metod opierających się na danych pochodzących z rynku kapitałowego.

Nabywanie kontroli nad spółkami publicznymi w drodze fuzji i przejęć stanowi powszechnie występujący element otoczenia gospodarczego i coraz częściej wybierane są przez przedsiębiorstwa narzędzia realizacji strategii wzrostu. Fuzje i przejęcia stanowią złożone procesy korporacyjne, które należy rozpatrywać wieloaspektowo — jako działania z pogranicza strategii rozwoju spółki, zarządzania finansami, restrukturyzacji czy też sprawowania kontroli i zarządzania.

Autorka jako biegły rewident zamierza, oprócz teorii przedmiotu, opierać się na danych księgowych. Jej zdaniem poruszona w pracy problematyka jest wartościowa z naukowego punktu widzenia, ma duże znaczenie praktyczne i stanowi istotny wybór przedmiotu rozprawy doktorskiej. Nie tylko w światowej (wiele prac cytowanych powyżej), ale i w polskiej literaturze przedmiotu jest wiele kompleksowych badań empirycznych dotyczących zjawisk fuzji i przejęć, analizujących skutki tych transakcji na podstawie danych księgowych.

W pracy autorka skupi się na wrogich przejęciach. Przez **wrogie przejęcie** (ang. hostile takeover) rozumie się proces uzyskania kontroli nad spółką poprzez nabycie jej akcji w liczbie wystarczającej do kontroli i zarządzania nią, który to proces nie zyskał akceptacji kierownictwa spółki przyjmowanej i spotkał się z opozycją zarządu lub rady nadzorczej na którymkolwiek etapie¹. W celu nabycia kontroli „najeźdźca” może wykorzystać różnorodne formy nabycia akcji.

¹ Ze względu na charakter prowadzonych rozważań terminy „przedsiębiorstwo”, „spółka”, „podmiot”, „firma”, mimo że na gruncie prawa nie są tożsame, w tym opracowaniu są używane zamiennie. Gdy jest to konieczne autorka wskazuje, że w danym przypadku chodzi o konkretne określenie.

W Polsce pierwszy udokumentowany przypadek operacji wrogiego przejęcia spółki związany był w 1865 r. z Leopoldem Kronenbergiem. Było to przejęcie linii kolejowej zwanej warszawsko – wiedeńską. W 1857 r. linie sprywatyzowano, gdyż były źródłem strat dla skarbu państwa. (Dobrowolski 2017)

Doktorantka, wskazując na znaczenie prawidłowego funkcjonowania systemu przeciwdziałania wrogim przejęciom, za główny cel rozprawy obrała:

1) identyfikacja, z wykorzystaniem podejść i metod audytu finansowego, wewnętrznych i zewnętrznych czynników ryzyka wrogiego przejęcia spółki publicznej i próby opracowania modelu wczesnego ostrzegania przed taką ewentualnością,

2) określenie roli i funkcji zewnętrznego audytu finansowego w ocenie ryzyka wrogiego przejęcia spółki publicznej w Polsce.

Doktorantka za jeden z celów niniejszej pracy obrała określenie roli i funkcji zewnętrznego audytu finansowego w ocenie ryzyka wrogiego przejęcia spółki publicznej w Polsce. Celem tym było zweryfikowanie czy biegli rewidenci w trakcie badań rocznych sprawozdań finansowych spółki mogą ustalać czy występuje ryzyko kontynuacji działania firm.

Zadała zatem następujące pytanie badawcze: „Jaka jest rola audytu finansowego we współczesnych systemach społecznych?”. Realizacja celu badawczego powinna także pozwolić odpowiedzieć na poniższe cząstkowe pytania badawcze:

1. jaką rolę odgrywa audyt finansowy w spółce publicznej?
2. dlaczego istnieje luka oczekiwań w odniesieniu do audytu finansowego?
3. jakie działania zmierzają do zmniejszenia luki audytu finansowego?
4. jakie specyficzne cechy wyróżniają firmę audytorską od innych organizacji?
5. jaka jest rola biegłego rewidenta w ograniczeniu lub wyeliminowaniu wrogiego przejęcia spółki?

Po przeprowadzeniu badań wstępnych, obejmujących przegląd polskiej i światowej literatury poświęconej audytowi finansowemu, zostały sformułowane następujące tezy:²

1. audyt finansowy jest instytucją ulegającą przeobrażeniom wraz z rozwojem spółek publicznych i ich potrzebami,

²Grant badawczy finansowany ze środków Narodowego Centrum Nauki pt. „Reformy systemu ładu korporacyjnego. Doświadczenia biegłych rewidentów w Polsce” (projekt nr 4115/B/H03/2011/40).

2. zmiany w zakresie audytu finansowego nie nadążają za potrzebami społeczeństwa, co uniemożliwia likwidację luki między postrzeganiem, czym audyt finansowy powinien się zajmować, a tym, czym się w istocie zajmuje,

3. dotychczasowe działania zmierzające do zmniejszenia luki audytu koncentrowały się głównie na rozwoju regulacji, standardów oraz modyfikacji modelu sprawozdawczości audytora finansowego,

4. firma audytorska, jako organizacja oparta na wiedzy, buduje swoją przewagę konkurencyjną, umacniając reputację,

Audyt finansowy także ulega przeobrażeniom - gdy do analizy włączymy perspektywę czasu i perspektywę międzynarodową, łatwo zauważymy istotne różnice w podejściu do niego i technice jego przeprowadzania.

Inne współczesne zjawisko to obarczanie audytu finansowego i audytorów finansowych winą za pojawiające się cyklicznie zjawiska kryzysowe. Dzisiejsze rynki finansowe oferują wiele projektów inwestycyjnych. Racjonalny inwestor spośród tych wielu różnych możliwości ulokowania swojego kapitału zwykle wybiera tę, która zapewni mu optymalną relację ryzyka i oczekiwanej stopy zwrotu. Jednocześnie przedsiębiorcy poszukujący kapitału na realizację swoich projektów mają możliwość obniżenia postrzeganego przez inwestorów ryzyka związanego z konkretnym przedsięwzięciem. Tego rodzaju poprawa relacji jest możliwa dzięki dostarczeniu wysokiej jakości informacji finansowej. Dlatego w razie niepowodzeń audytorzy oskarżani są o różne straty związane z niewystarczającą pewnością i wiarygodnością informacji finansowej przedkładanej przez organizację jej interesariuszom. Stąd obserwatorzy życia społecznego i gospodarczego mogą także dostrzec, że ostatnich kilkanaście lat to okres intensywnego rozwoju regulacji dotyczących audytu finansowego. Standardy audytu finansowego coraz bardziej szczegółowo określają działania podejmowane przez audytora w procesie audytu finansowego. Ulegają także zmianie procesy nadzoru nad audytorami.

Podjęcie takiego zadania, mającego niewątpliwie charakter holistyczny, należy oceniać z punktu widzenia jego wagi dla funkcjonowania finansów, zarówno w ujęciu makroekonomicznym, jak i mikroekonomicznym. Straty, szeroko rozumiane będące rezultatem procederu wrogich przejęć, który w swojej naturze jest zwińczeniem działalności gospodarczej i pozagospodarczej, naruszające kanony prawa, są ogromnie trudne do oszacowania. Mają wymiar ekonomiczny, ale także prawny. W ślad za

zmieniającymi się technikami narzędziami i regulacjami prawnymi wrogich przejęć poszły rozwiązania dotyczące tego proceduru. Czy skutecznie są jednak działania podejmowane *ex post*? Czy przyjęte rozwiązania, regulacje i procedury są wystarczające? Czy i w jakim zakresie możliwe jest minimalizowanie tych szeroko rozumianych strat i konsekwencji proceduru wrogich przejęć? To tylko wybrane pytania, w odniesieniu do których odpowiedzi wymagają ustawicznych badań i analiz. Choć wskazana problematyka ma znaczną doniosłość praktyczną i doczekała się na świecie bardzo bogatej literatury, to w Polsce — jak się zdaje, pozostaje poza sferą zainteresowania większości przedstawicieli doktryny. Z kolei rozwiązania wypracowane na potrzeby praktyki nie są z reguły upubliczniane i komentowane, co zapewne stanowi część defensywnej strategii spółek. Pożądane zatem jest wypełnienie zaistniałej w piśmiennictwie luki i przedstawienie wzorców postępowania, dzięki którym rodzime spółki nie byłyby bezradne w konfrontacji z silniejszymi i bardziej ekspansywnymi konkurentami zagranicznymi.

Przedmiotem rozprawy są spółki publiczne. Spółka publiczna to spółka, w której co najmniej jedna akcja jest zdematerializowana i jest specyficzną jednostką, która podlega określonym wymogom formalnym. Spółka publiczna wykracza poza naturalny model spółki akcyjnej i podlega innym przepisom prawnym niż spółka prawa handlowego. W Polsce jest 1309 spółek publicznych znajdujących się na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie i są one jednostkami zaufania publicznego.

W literaturze przedmiotu nie znaleziono publikacji dotyczącej badania sprawozdań finansowych przez biegłych rewidentów (audytorów zewnętrznych) w warunkach wrogiego przejęcia spółek publicznych.

Roczne sprawozdania finansowe spółek publicznych znajdujących się na giełdzie składane są do Komisji Nadzoru Finansowego. Stąd powstaje pytanie czy sprawozdania finansowe spółek publicznych różnią się od rocznych sprawozdań finansowych pozostałych podmiotów gospodarczych, które są składane do Krajowego Rejestru Sądowego.

Następnym zagadnieniem są firmy audytorskie. Okazuje się, że na 1290 firm audytorskich w Polsce tylko 67 firm dokonuje badania sprawozdań finansowych spółek publicznych znajdujących się na parkiecie Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.

Dlatego przyjęto główną tezę badawczą opierającą się na stwierdzeniu, iż obowiązujące obecnie regulacje prawne oraz realizowane procesy kontrolne nie w pełni spełniają wymogów staranności przeciwdziałania wrogich przejęć w Polsce.

W celu udowodnienia tezy głównej sformułowano następujące hipotezy pomocnicze:

1) podatność na wrogie przejęcie spółki publicznej uwarunkowane jest jakością systemu zarządzania. Można przyjąć, że 90% upadłości firm to niekompetencja kierownictwa,

Przyczyny:

a) brak środków finansowych,

b) błędy w zarządzaniu i marketingu

2) ekspozycja na ryzyko wrogiego przejęcia zależy od kondycji finansowej spółki i narzędzi jej obrony,

3) sprawozdania finansowe spółek publicznych powinny być w zasadniczej części tożsame ze sprawozdaniami pozostałych podmiotów gospodarczych,

4) mechanizmy kreowania informacji finansowych w sytuacji wrogiego przejęcia są niewystarczające,

5) zastosowanie różnorodnych technik obrony zwiększa skuteczność działań obronnych.

Obrona przed wrogim przejęciem może odbywać się przy użyciu różnorodnych metod – zarówno mających charakter ogólnych zabezpieczeń jak i technik obronnych stosowanych w sytuacji konkretnej próby przejęcia. Wśród narzędzi obronnych można wyróżnić bariery przejęcia (strukturalne i techniczne) oraz techniki obronne.

W warunkach rozwijającej się gospodarki rynkowej o rozwoju przedsiębiorstw decyduje w coraz większym stopniu nie tylko ich wewnętrzna sprawność i poziom organizacyjny, lecz także czynniki otoczenia. Stąd konieczne jest umiejętne dostrzeganie i uwzględnienie tych czynników w celu zapewnienia rozwoju przedsiębiorstwa w zmieniających się i złożonych warunkach działalności. Całokształt działań z tym związanych stanowi odrębny rodzaj analizy ekonomicznej określanej jako analiza strategiczna. W sensie czynnościowym analiza strategiczna jest zbiorem działań diagnozujących organizację i jej otoczenie w zakresie umożliwiającym zbudowanie planu strategicznego i jego realizację, natomiast w sensie narzędziowym jest ona zestawieniem metod analizy, które pozwalają na zbadanie, ocenę i przewidywanie

przyszłych stanów wybranych elementów przedsiębiorstwa i jego otoczenia z punktu widzenia możliwości przetrwania i rozwoju.

Rozprawa ma charakter teoretyczno-empiryczny. W warstwie teoretycznej w rozprawie została dokonana systematyzacja literatury w zakresie problematyki transakcji fuzji i przejęć (M&A), ze szczególnym uwzględnieniem wrogich przejęć. Badanie rozpoczęto od systematyzacji, klasyfikacji i analizy obecnego stanu wiedzy. Zastosowanie metod opisowych pozwoliło na realizację celu identyfikacji i charakterystyki ryzyka wrogiego przejęcia. Wnioskowane na temat poszczególnych problemów badawczych zostało przeprowadzone przy wykorzystaniu metody dedukcji. Zakres przedmiotowy badania empirycznego zrealizowanego na potrzeby niniejszej pracy stanowią transakcje z polskiego rynku przeprowadzone w latach 2018-2022.

Praca składa się z wprowadzenia, pięciu rozdziałów, oraz zakończenia. Wprowadzenie zawiera uzasadnienie podjęcia tematu rozprawy, sformułowanie problemu badawczego, przedstawienie celów pracy oraz głównej tezy badawczej. We wprowadzeniu zarysowano ponadto zakres pracy oraz przedstawiono metodykę rozwiązania problemu badawczego.

Rozdział pierwszy rozpoczyna się od charakterystyki spółek publicznych oraz ekonomiczno-prawnych aspektów ich funkcjonowania. Następnie dokonano omówienia determinantów sposobu zarządzania ładu korporacyjnego oraz identyfikacji działań występujących w ramach polskiego rynku kontroli. Można przyjąć, że ład korporacyjny jest jednym z głównych elementów nowoczesnej gospodarki rynkowej decydującym o kondycji spółek publicznych.

W dalszej części omówiono fuzje i przejęcia w spółkach publicznych. Pod pojęciem fuzji i przejęć rozumiane jest szerokie spektrum działań zachodzących na rynku kapitałowym. W anglojęzycznym katalogu pojęć opisujących działania ukierunkowane na zewnętrzny wzrost skali działalności spółki lub na zmiany właścicielskie najczęściej pojawiającymi się tematami są: *merger*, odnoszące się do polskiego terminu „fuzja” oraz *acquisition* odnoszące się do polskiego terminu „przejęcie”. Z połączenia tych dwóch anglojęzycznych terminów powstał powszechnie używany w praktyce gospodarczej skrót : M&A (od ang. Merger and Acquisitions). Aby zmniejszyć ryzyko przejęcia spółki, należy wcześniej podjąć odpowiednie działania zabezpieczające przed wrogą interwencją, co przedstawiono w niniejszej rozprawie.

Dalej dokonano przeglądu motywów występowania w procesach przejęć do których zalicza się m.in. techniczne i operacyjne, rynkowe i marketingowe, finansowe i menedżerskie. Wrogie przejęcia jak i transakcje przyjazne podyktowane są przez kilka przesłanek. Ważnym aspektem wrogich przejęć, choć zapewne nie jedynym, jest dążenie do zmiany istniejącego zarządu w celu podwyższenia rentowności danej spółki, racjonalizacja zamierzeń inwestycyjnych i lepszego wykorzystania aktywów poprzez przeniesienia ich do bardziej zyskownych przedsięwzięć.

W rozdziale drugim zaprezentowano działania obronne oraz instrumenty i narzędzia przed wrogim przejęciem spółek publicznych. Wśród narzędzi obronnych wyróżniono bariery przejęcia (strukturalne i techniczne oraz techniki obronne. Wśród strukturalnych barier wymieniono: rozmiar rynku giełdowego, skupienie własności spółki, skłonność do finansowania długiem, kapitalizacja spółki, „prawne regulacje związane z transakcjami przejęć i fuzji. Do strategii obronnych o charakterze defensywnym zaliczono: odpowiedź finansowa i kompania medialna, trujące pigułki (ang. Poison), zapowiedź braindrain (ang. People pills), złote spadochrony (ang. Golden parachutes), poszukiwanie białego rycerza (ang. White knight), zielony szantaż (ang. Green mail), kontroferta (ang. Counter – tender), restrukturyzacja aktywów, zmiana struktury kapitałowej, posunięcia polityczne i prawne. Niemalą rolę w przebiegu procesów przejęć mogą odegrać organizacje reprezentujące interesy pracownicze.

Przedmiotem rozdziału trzeciego stanowią problemy występujące w badaniu sprawozdań finansowych przez biegłych rewidentów mające związek z wrogim przejęciem. Prowadzenie działalności gospodarczej wymaga dysponowania informacją o sytuacji majątkowej i finansowej spółki natomiast z drugiej strony wiąże się z obowiązkiem przekazywania takiej informacji osobom zainteresowanym/połączonym z jednostką gospodarczą. Produktem końcowym systemu rachunkowości jest sprawozdanie finansowe. Sprawozdawczość finansową można określić jako system obejmujący ogół sprawozdań sporządzonych na podstawie ewidencji księgowej oraz działania zmierzające do zakomunikowania informacji finansowych w zgodzie z wymogami prawnymi, oczekiwaniami odbiorców i celami kierownictwa firmy. W dalszej części rozdziału przedstawiono kluczowe kwestie badania sprawozdań finansowych w obszarach o największym stopniu ryzyka oraz procedury badania sprawozdań finansowych związane z oceną kontynuacji działalności gospodarczej.

Treść rozdziału czwartego dotyczy audytu finansowego w spółce publicznej.

Audyt ma być gwarancją, że dostarczony produkt rachunkowości w postaci sprawozdania finansowego jest dobry. Na podstawie zweryfikowanych i potwierdzonych informacji ujętych w sprawozdaniu finansowym inwestorzy mogą podejmować decyzje obciążone mniejszym ryzykiem, a więc pewniejsze bardziej efektywne.

Potrzeba audytu wynika więc z konieczności:

- zapewnienia bezpieczeństwa obrotu gospodarczego,
- zagwarantowania bezpieczeństwa lokat kapitałowych,
- minimalizacji ryzyka działalności jednostek gospodarczych.

Omówiono cele i funkcje rewizji finansowej w spółkach publicznych oraz prawne i instytucjonalne aspekty badania sprawozdań finansowych. Następnie zostały przedstawione współczesne metody przewidywań ewentualnych zagrożeń kontynuacji funkcjonowania spółek publicznych w przypadku zaistnienia możliwości wrogiego przejęcia. Dalej omówiona została analiza wskaźnikowa jako narzędzie oceny sytuacji finansowej badanych spółek. W następnej kolejności zostały omówione modele prognozujące upadłość lub wrogie przejęcie badanych firm.

Przewidywanie upadłości jednostek ma istotne znaczenie dla wielu jego kontrahentów, co prowadzi do wykorzystania w tym celu indeksów Z-score. W ostatnich latach coraz większe znaczenie zaczynają odgrywać modele Z-score wykorzystywane pomocniczo przez audytorów dla stwierdzenia czy kontynuowanie działalności przez badany podmiot nie jest wątpliwe. Podjęto też próbę opracowania modelu wczesnego ostrzegania przed wystąpieniem możliwości wrogiego przejęcia spółki publicznej.

Rozdział piąty ma charakter empiryczny. Przedstawiono w nim 16 spółek publicznych o różnym charakterze działalności gospodarczej. Jest to studium analityczno-badawcze prób przejęć, w tym wrogich, wybranych spółek giełdowych. Spółki te reprezentują różne działy gospodarki rynkowej.

Uzyskane ze sprawozdań finansowych badanych spółek publicznych dane w wartościach wymiernych zostały wykorzystane do wyliczeń w modelach dyskryminacyjnych oceny zagrożenia upadłością. Natomiast wartości niewymierne uzyskano z sprawozdań biegłych rewidentów badających sprawozdania finansowe danych spółek publicznych. Całość przedstawia dostateczny pogląd na sytuację gospodarczą badanych spółek publicznych.

Podsumowaniem pracy jest zakończenie zawierające wnioski z przeprowadzonych badań. W zakończeniu odniesiono się do postawionych w hipotezie głównych pytań, o to czy obowiązujące regulacje prawno-ekonomiczne na procesy kontrolne oraz przydatność na wrocie przejęcie spółki publicznej uwarunkowane jest jakością systemu zarządzania i jej sytuacją finansową. Wskazano również kierunki dalszych badań, których realizacja mogłaby przyczynić się do pogłębienia wiedzy o zakresie podstaw funkcjonowania polskiego rynku fuzji i przejęć, a także praktyczne implikacje rezultatów przeprowadzonego badania.

Rozdział I

Procesy fuzji i przejęć w świetle ekonomiczno-prawnych uwarunkowań funkcjonowania spółek publicznych

1.1. Charakterystyka spółek publicznych

Zgodnie z obowiązującym prawem przez spółkę publiczną rozumie się spółkę, w której co najmniej jedna akcja jest zdematerializowana w rozumieniu przepisów ustawy o ofercie publicznej instrumentów finansowych³.

Spółka publiczna jest specyficzną jednostką, która podlega określonym wymogom formalnym. Podstawowym dokumentem jest ustawa z dnia 29 lipca 2005 roku *o ofercie publicznej i warunkach wprowadzenia instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu o spółkach publicznych z późniejszymi zmianami*, która nakłada na spółki obowiązki informacyjne, reguluje obowiązki emitentów papierów wartościowych i innych podmiotów uczestniczących w obrocie tymi papierami lub instrumentami. Ustawa ta weszła w życie 13 stycznia 2009 roku. Zgodnie z ustawą informacje przekazywane przez spółki przesyłane są do Komisji Nadzoru Finansowego, a następnie udostępniane do publicznej wiadomości. W ustawie zawarte są wytyczne dotyczące postępowania z dokumentami informacyjnymi, które są związane z ofertą publiczną lub ubieganiem się o dopuszczenie papierów wartościowych do obrotu, zasady sporządzania prospektu emisyjnego, memorandum informacyjnego oraz innych dokumentów informacyjnych. Według ustawy inwestorzy powinni być informowani przez spółkę o poziomie udziału znaczących akcjonariuszy w kapitale. Ustawa zawiera także informacje na temat odpowiedzialności cywilnej oraz przepisy karne [Krug 2010, s.48].

Problematyka spółki publicznej obejmuje szeroki zakres zagadnień, bowiem spółka ta stanowi nie tylko instytucję prawa, ale jest również kategorią nauk ekonomicznych, zwłaszcza w teorii rynku finansowego.

³ Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzenia instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (tj. Dz.U. z 2019, poz. 623)

Ustawa z dnia 29 lipca 2005 o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. z 2005 nr 183, poz. 1538)

Spółka publiczna w Polsce jako kategoria prawna pojawiła się w ustawie z dnia 23.03.1991 r. Zgodnie z art. 52d tej ustawy spółką publiczną była spółka, której akcje chociaż z jednej emisji były dopuszczone i znajdowały się w publicznym obrocie.

W piśmiennictwie powołuje się także argumenty natury makroekonomicznej, odwołujące się do spółki publicznej jako elementu gospodarki, co uzasadniać miałyby jej odrębność regulacyjną i systemową [Glicz 2018, s. 189]. W tym kontekście spółka publiczna, postrzegana jako podmiot mający większe znaczenie dla szeroko pojmowanego rynku, poddana jest bardziej restrykcyjnej regulacji. Odwoływanie się wyłącznie do kryteriów natury ekonomicznej dla uzasadnienia większego stopnia ingerencji prawodawczej w konstrukcję spółki publicznej należy jednak ocenić krytycznie. W obrocie gospodarczym funkcjonują bowiem spółki, prowadzące przedsiębiorstwo w dużym rozmiarze, których znaczenia nie sposób przecenić, jednakże nie są uczestnikami obrotu na rynku kapitałowym. Nie zmienia to jednak faktu, że duże spółki akcyjne są bardzo często spółkami publicznymi. Nie wielkość spółki i jej potencjalne znaczenie dla systemu gospodarczego, ale stosunki obrotu z jej udziałem na rynku kapitałowym powinny mieć znaczenie zasadnicze dla porównywania spółki publicznej i spółki akcyjnej.

Spółka akcyjna uzyskuje jednak nowy wymiar, wykraczający poza cel służący realizacji działalności gospodarczej, z chwilą gdy jako spółka publiczna staje się przedmiotem stosunków prawnych obrotów na rynku kapitałowym, podobnie jak przedsiębiorstwo⁴.

⁴ Pojęcie „przedsiębiorstwo” występuje w naukach prawnych, społecznych, nauce o organizacji i zarządzaniu oraz ekonomii (Kamela-Sowińska, 2006, s. 26). Charakterystyczne jest koncentrowanie się przez przedstawicieli różnych dyscyplin naukowych na tych elementach, które dla danej nauki są najważniejsze. Różnice w podejściu do definiowania przedsiębiorstwa umożliwiają dostrzeżenie różnych aspektów jego funkcjonowania. Przedsiębiorstwo można traktować jako podstawowy podmiot każdego współczesnego systemu gospodarczego.

Zaobserwowane pod koniec ubiegłego wieku szczególnie intensywne i znaczące zmiany w przedsiębiorstwach oraz konieczność dostosowania ich do bardzo szybko zmieniających się warunków otoczenia spowodowały powstanie wielu nowych teorii zarządzania, co ostatecznie doprowadziło do zaniku niektórych form przedsiębiorstwa i pojawienia się nowych, dotychczas nieznanych (Jędrzejewski 2016, s. 13).

Najlepszym podsumowaniem rozważań na temat celu działalności przedsiębiorstwa jest stwierdzenie, że „od wielu lat toczy się dyskusja na temat podstawowego (nadrzędnego) celu prowadzenia działalności gospodarczej. W literaturze z szeroko rozumianego zakresu zarządzania przedsiębiorstwem zwraca się uwagę, iż nadrzędnym strategicznym celem działalności podmiotu gospodarczego jest dążenie do maksymalizacji jego wartości rynkowej, przede wszystkim z perspektywy korzyści dla właścicieli” (Szczepankowski, 2007, s. 19). Jednocześnie „należy znacznie bardziej cenić taką spółkę, która intensywnie inwestuje w swoją przyszłość i płaci za to zmniejszeniem bieżących zysków, niż taką, która, dla zwiększenia bieżących zysków poświęca swoją przyszłość” (Ackoff, 1993s. 33)

Definicja przedsiębiorstwa została zawarta w art. 55¹ k.c. zd. 1. Zgodnie z nią przedsiębiorstwo jest „zorganizowanym zespołem składników niematerialnych i materialnych przeznaczonym do prowadzenia działalności gospodarczej”.

Spółka publiczna w odróżnieniu od spółki akcyjnej w większym stopniu odzwierciedla zróżnicowany interes akcjonariuszy i inwestorów. W spółce akcyjnej akcjonariusz nie jest traktowany jak inwestor, ale jako wspólnik któremu przepisy Kodeksu spółek handlowych (Ksh) przyznają określone uprawnienia korporacyjne, mające na celu umożliwienie mu realizację określonych interesów w spółce⁵ [Wiedemann 1980, s. 488] Akcjonariusze w spółkach akcyjnych tworzą co do zasady trwalsze powiązania gospodarcze ze spółką, przez co akcje takiej spółki nie są przedmiotem obrotu masowego. W spółce publicznej nie wszyscy akcjonariusze muszą wykazywać takie powiązania ze spółką. Mniejsi inwestorzy w spółce publicznej wyrażają swoją dezaprobatę dla zarządu przez sprzedaż akcji (tzw. *exit*), a nie aktywne uczestnictwo w decyzjach personalnych czy merytorycznych spółki.

Definicja spółki publicznej została zatem funkcjonalnie powiązana z ustanowieniem obowiązku wprowadzania do publicznego obrotu każdej kolejnej emisji akcji. [Ustawa z dnia 22.03.1991, poz. 155]

Ostatni etap ewolucji unormowania spółki publicznej w Polsce stanowi wejście w życie przepisu ustawy z 29.07.2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi oraz ustawy z 29.07.2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych. Ustawodawca zdecydował się na odejście od koncepcji funkcjonalnej i powiązał pojęcie spółki z technicznym elementem obrotu, jakim jest dematerializacja akcji. Konsekwencją takiego stanu rzeczy jest krytykowanie w doktrynie rozszerzenie kręgu podmiotów, które należy uznawać za spółki publiczne [Michalski w: Kidyba (red.) 2017, s. 74-82]. Polska koncepcja spółki publicznej stanowi rezultat analogicznej ewolucji unormowania jak w innych systemach prawnych, poza jednym szczególnie istotnym elementem klasyfikującym, jakim jest dematerializacja akcji.

⁵ W doktrynie niemieckiej rozróżnia się w tym zakresie trzy kategorie interesu akcjonariusza: interes w prawidłowym zarządzaniu powierzonym kapitałem, interes informacyjny realizowany w dostępie do informacji na temat spółki i zachodzących w niej procesów oraz interes likwidacyjny, polegający na ... wniesionego wkładu [Wiedemann 1980, s. 488].

Występująca w spółkach publicznych dematerializacja jest pozbawieniem akcji fizycznej postaci dokumentu na rzecz zapisu akcjonariusza w odpowiednim systemie ewidencyjnym, co powoduje, że nie nośnik materialny, ale system ewidencji pełni funkcję legitymacyjną⁶ [Chłopecki, w: Szumański (red.), t.19, s. 880, Michalski, w: Wierzbowski, .Sobolewski, Wajda (red.), s. 603] Dematerializacja papieru występuje powszechnie w systemach prawnych państw, w których funkcjonuje rynek kapitałowy.⁷

Akcja w spółce publicznej jest instrumentem finansowym przeznaczonym do realizacji celów inwestycyjnych. W przypadku akcjonariusza spółki publicznej inwestycja ma charakter samoistny, niepokrywający się z celem spółki co przejawia się w dążeniu do osiągania korzyści z tytułu różnic wartości akcji. Rynkowy element akcji akcentuje relacje mające źródło poza spółką akcyjną, niewynikające zatem ze stosunku członkostwa. Istotne znaczenie ma w tym przypadku nieograniczona możliwość zbycia akcji. Jednym z wymogów dopuszczenia akcji do obrotu na rynku regulowanym jest bowiem brak ograniczeń w ich zbywalności⁸. Reguła ta rozciąga się także na reżim aportowy wobec akcji obejmowanych w razie podwyższenia kapitału, które w związku z ubieganiem się spółki o ich dopuszczenie do obrotu na rynku regulowanym podlegają dematerializacji⁹ (Szerzej:[Kidyba, Komentarz aktualizowany, art. 336]). Warto w tym miejscu zwrócić również uwagę, na wyraźne powołanie się ustawodawcy na rynek regulowany, w kontekście uchylecia reżimu aportowego. Przy braku poprawności definicyjnej spółki publicznej ograniczenia reżimu aportowego znajdują zastosowanie do spółek publicznych spoza obrotu na rynku regulowanym, na którym konieczne jest także zagwarantowanie nieskrępowanego obrotu akcjami.

⁶ A. Chłopecki podkreśla znaczenie mechanizmu uzewnętrznienia prawa przez podmiot ewidencjonujący zdematerializowany papier wartościowy, przy jednoczesnym pozbawieniu nośnika doniosłości prawnej. Zapis w podmiocie ewidencjonującym nie pełni funkcji publikacyjnej. Nie ma na celu ujawnienia pozycji zbywcy w obrocie gospodarczym, lecz służy jedynie ustaleniu istnienia prawa. Zapis ewidencyjny nie jest substytutem papieru, czyni go raczej zbędnym.

⁷ Dematerializacja akcji ewentualnie zbiorowe konstrukcje inkorporujące prawa występują pod postacią zróżnicowanych modeli depozytowych.

⁸ Zapewnienie swobodnej zbywalności stanowi zgodnie z § 10 ust. 1 rozporządzenie MF z 14.01.2016r. w sprawie szczegółowych warunków, jakie musi spełniać rynek regulowany oraz z platformą aukcyjną (Dz.U. z 2016 r. poz. 139), jedno z kryteriów i warunków dopuszczenia papierów wartościowych do obrotu przez spółkę prowadzącą rynek regulowany.

⁹ Reguły pokrycia kapitału zakładowego spółki akcyjnej ograniczają możliwość zbywania i zastawiania akcji aportowych. Akcje takie zgodnie z art. 336 § 1 Ksh powinny pozostać imiennymi do dnia zatwierdzenia przez najbliższe zwyczajne walne zgromadzenie sprawozdania finansowego za rok obrotowy, w którym nastąpiło ich pokrycie. W ciągu tego okresu obowiązuje zakaz zbywania i zastawiania akcji aportowych. Celem ograniczeń w zakresie formy oraz zbywalności akcji jest zabezpieczenie roszczeń wobec akcjonariuszy z tytułu niewykonania lub nienależytego wykonania zobowiązań w zakresie wniesienia wkładów.

Reasumując, należy zauważyć, że płaszczyzna instrumentów ochrony akcjonariuszy spółki publicznej obejmuje w większym stopniu konstrukcje o charakterze zewnętrznym, czyli osadzone w regulacjach rynku regulowanego, niż konstrukcje wewnątrzkorporacyjne, do których zaliczono uprawnienie do żądania ustanowienia biegłego rewidenta. Co istotne, ustawodawca przenosi na grunt reżimu obrotu relacje między akcjonariuszami w spółce, przyznając im dodatkową, nieznaną w spółce akcyjnej możliwość ochrony swoich interesów. Podstawowym sposobem realizacji tej ochrony jest daleko idąca formalizacja stosunków z udziałem akcjonariuszy mniejszościowych, która realizuje założenia paradygmatu prawa rynku kapitałowego.

Spółka publiczna wykracza zatem poza naturalny model organizacyjny spółki akcyjnej, odzwierciedlony w abstrakcyjnych regułach Kodeksu spółek handlowych.

1.2. Determinanty sposobu zarządzania spółką publiczną – ład korporacyjny

Przetrwanie i rozwój to najbardziej ogólne cele działania spółki. Zarówno współczesna teoria finansów, jak i nauka o przedsiębiorstwie uznają maksymalizację wartości rynkowej za podstawowy ekonomiczny i finansowy cel działalności jednostki gospodarczej. Współczesny management musi sprostać rosnącym oczekiwaniom akcjonariuszy spółek, tzn. zmiany dotychczasowego modelu opartego na równowadze interesów właścicieli i menedżerów spółki oraz pozostałych grup interesu. Pracownicy, wierzyciele, klienci, dostawcy, państwo, społeczność lokalna, podlegało to istotnej transformacji. Współczesny management staje dzisiaj przed wyzwaniem jak sprostać rosnącym oczekiwaniom „nowych” aktywnych właścicieli spółek tzw. inwestorów instytucjonalnych, którzy chcą przywrócić tradycyjną władzę akcjonariuszy z końcem XIX wieku, a przede wszystkim wykreować nową formę, nowy język odpowiedzialności przed właścicielem. Nowe zasady funkcjonowania spółek publicznych są przedmiotem międzynarodowej dyskusji, która kojarzy się nieodłącznie z anglojęzycznym terminem „*corporate governance*” [Jeżak 2010, s. 10]¹⁰. Ład

¹⁰ Sam termin „Ład Korporacyjny” nie jest najlepszym odzwierciedleniem angielskiego terminu „*corporate governance*”. Niektórzy przedstawiciele świata nauki i praktyków za bardziej adekwatne uważają tłumaczenie „nadzór korporacyjny”, „władztwo korporacyjne”, „Władanie korporacyjne”, czy „nadzór właścicielski”. Termin „ład korporacyjny” wszedł już w życie do prawa polskiego od 2010 r. na podstawie rozporządzenie ministra finansów z dnia 19 lutego 2009 r. [Rozporządzenie z dnia 19.02.2009 poz. 259] oraz Regulaminu Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie [Uchwała Zarządu GPW z dnia 11.12.2007]. W 2018 r. emitenci podlegali zasadom ładu korporacyjnego określonego przez Radę

korporacyjny wiąże się z istnieniem sieci relacji między kadrą zarządzającą spółek, ich organami zarządzająco-nadzorczymi, współnikami czy akcjonariuszami i innymi interesariuszami (podmiotami zainteresowanymi działaniem spółki). Nadzór korporacyjny oferuje ponadto strukturę, za pośrednictwem której są ustalane cele spółki, środki realizacji tych celów oraz środki umożliwiające śledzenie wyników spółki. Dobry nadzór korporacyjny powinien w sposób właściwy stymulować organ spółki i kadrę zarządzającą do osiągania celów, których realizacja leży w interesie spółki i jej współników bądź akcjonariuszy, a także powinien ułatwiać skuteczne śledzenie wyników, sprzyjając tym samym efektywniejszemu wykorzystaniu zasobów przez firmy (OECD 2004, s. 11).

Istnieje szereg przesłanek powodujących szybko rosnące zainteresowanie problematyką ładu korporacyjnego, a mianowicie [Dobija, Kołodkiewicz (red.) 2011, s. 20]:

A jest to problematyka będąca przedmiotem zainteresowania prawa cywilnego i handlowego, ekonomii, finansów, organizacji i nauki o zarządzaniu i rachunkowości;

B jest to problematyka o doniosłym znaczeniu dla praktyki gospodarczej ze względu na wzrost rozmiarów oraz ekspansji kapitału prywatnego w krajach rozwiniętych gospodarczo;

C następuje globalizacja rynków finansowych, czyli swobodne, ponadgraniczne transfery kapitału, szczególnie pomiędzy krajami członkowskimi OECD;

D wzmacnia zaufanie inwestorów, bowiem dobry system ładu korporacyjnego jest równie ważny jak wyniki finansowe.

Jest jeszcze jeden ważny powód zainteresowania ładem korporacyjnym, a mianowicie nadużycia i skandale korupcyjne w USA, Europie i Japonii w ostatnich dwudziestu latach. Współczesne systemy kontrolowania działalności korporacji nie spełniają oczekiwań ich właścicieli oraz oczekiwań społecznych, np. w zakresie kontroli ryzyka, eliminowania niektórych zachowań menedżerów, systemów ich wynagradzania i premii oderwanych od osiągniętych przez spółkę wyników finansowych i rynkowych.

GPW w Warszawie S.A. w dokumencie „Dobre Praktyki spółek Notowanych na GPW 2018” wprowadzonych uchwałą GPW w Warszawie z dnia 15 października 2015 r. [//www.gpw.pl].

W Polsce zostały też zgłoszone zasady ładu korporacyjnego przez Komisję Nadzoru Finansowego uchwałą z dnia 22 lipca 2014.

Do głównych zagadnień regulowanych zasadami ładu korporacyjnego— należą (Kamiński 2022, s. 164):

- relacje z właścicielami, kontrahentami i pracownikami,
- ujawnienie konfliktów interesów,
- ustalenie celów oraz identyfikacja czynników i mechanizmów monitorowania realizacji tych celów,
- kształtowanie struktury organizacyjnej, podział ról i obowiązków,
- system informacyjno-sprawozdawczy,
- zarządzanie ryzykiem,
- system kontroli wewnętrznej,
- audyt zewnętrzny i wewnętrzny.

W procesie opracowywania i propagowania zasad ładu korporacyjnego duży nacisk kładzie się na system kontroli przedsiębiorstw w zakresie rachunkowości i sprawozdawczości. Wynika to z założenia, że skuteczny nadzór nad systemem sprawozdawczym jest warunkiem koniecznym poprawy jakości ujawnianych informacji.

Można przyjąć, że ład korporacyjny jest jednym z głównych elementów nowoczesnej gospodarki rynkowej decydujący o kondycji spółek publicznych [Rudolf (red.) 2002]¹¹.

Nadzór korporacyjny, odnoszony początkowo do spółek publicznych będących przedmiotem obrotu na giełdzie, stał się istotnym elementem funkcjonowania spółek niepublicznych, a nawet bywa rozszerzany na działanie organizacji na styku sektora państwowego i samorządowego z sektorem prywatnym – nadzór korporacyjny w spółkach Skarbu Państwa (całkowita i częściowa kontrola państwa), nadzór korporacyjny w spółkach samorządowych (częściowa i całkowita kontrola spółki), a nawet w spółdzielniach.

Funkcjonowanie ładu korporacyjnego jest analizowane za pomocą wielu teorii, z których najbardziej znane to teoria agencji, teoria kosztów transakcyjnych, teorie

¹¹Do problemów stanowiących zasadniczy przedmiot rozważań w dziedzinie nadzoru korporacyjnego należą: prawa akcjonariuszy, zapewnienie równego traktowania akcjonariuszy, rola właścicieli w nadzorze korporacyjnym, problemy związane z publikowaniem informacji oraz ich przejrzystością i rzetelnością, struktura i odpowiedzialność zarządu i rad, kształtowanie wynagrodzeń kadry kierowniczej. Dążąc do rozwiązania problemów nadzoru korporacyjnego, poszczególne państwa czy międzynarodowe organizacje gospodarcze publikują kodeksy najlepszej praktyki w tym zakresie. Dokumenty takie zostały już opracowane w kilkudziesięciu krajach.

menedżerskie, teorie zasobowe, teorie służebności menedżerów. [Jerzemowska 2002, s. 45-86]

Studiując literaturę w zakresie ładu korporacyjnego można zauważyć, że – jak dotąd – nie udało się skonstruować jednej uniwersalnej koncepcji ładu korporacyjnego. Każdy kraj kształtuje swój ład korporacyjny dowolnie. Niemniej występują ważne cechy różnicujące stosowane modele ładu korporacyjnego. Zalicza się do nich takie zmienne, jak [Gad 2019, s. 24-28]:

- koncepcja i rola spółki w systemie ekonomicznym danego kraju,
- stopień koncentracji własności w spółkach,
- organy władzy w spółce według obowiązujących regulacji prawnych,
- wpływ grup interesów na decyzje podejmowane w spółkach,
- horyzont czasowy w zarządzaniu spółkami;
- stopień uzależnienia wynagrodzeń menedżerów od osiągniętych przez spółki wyników,
- rola rynku kapitałowego w danej gospodarce,
- istnienie lub nieistnienie rynku kontroli przedsiębiorstw (procesy fuzji i przejęć).

Na podstawie tych cech wyróżniono różne typy ładu korporacyjnego, a mianowicie model [Jerzemowska 2002, s. 41-86]

- Angloamerykański (zewnątrzny),
- Kontynentalno – japoński (łaciński) (wewnętrzny).

Do modelu angloamerykańskiego zaliczono rozwiązania praktykowane w Wielkiej Brytanii, Irlandii, Stanach Zjednoczonych, Kanadzie, Australii oraz Nowej Zelandii. Do typu kontynentalnego zakwalifikowano rozwiązania stosowane w Niemczech, Holandii, Szwajcarii i Austrii, a także zaliczono rozwiązania praktykowane we Francji, Belgii, Hiszpanii i Włoszech. Jako odrębny typ ładu korporacyjnego wyróżniono rozwiązania stosowane w Japonii. Bliższą charakterystykę wymienionych typów ładu korporacyjnego zamieszczono w tabeli 1.1.

Tabela 1.1 Typologia ładu korporacyjnego

Rodzaj systemu ekonomicznego	Zorientowany rynkowo	Zorientowane sieciowo		
Typ ładu	Anglosaski	Niemiecki	Łaciński	Japoński
Kraje	Wielka Brytania, Irlandia, Stany Zjednoczone, Kanada, Australia	Niemcy, Holandia, Szwajcaria, Austria	Francja, Belgia, Hiszpania, Włochy	Japonia
Koncepcja i rola spółki	Instrumentalna, orientacja na akcjonariuszy	Spółka jako niezależna instytucja	Spółka jako niezależna instytucja	Spółka jako niezależna instytucja
Koncentracja własności	Niska	Wysoka	Wysoka	Średnia/niska
Model naczelnego kierownictwa	Jednopoziomowy	Dwupoziomowy	Opcjonalny, w większości jednopoziomowy	Jednopoziomowy
Najważniejsze grupy interesu	Akcjonariusze indywidualni i instytucjonalni (fundusze inwestycyjne)	Banki, grupy kapitałowe, pracownicy	Holdingi finansowe, branżowe, rząd, rodziny	Banki i inne instytucje finansowe, grupy kapitałowe, pracownicy
Horyzont czasowy decyzji	Krótkoterminowy	Długoterminowy	Długoterminowy	Długoterminowy
Zależność wynagrodzenia od wyników spółek	Silna	Słaba	Średnia	Słaba
Znaczenie rynków kapitałowych	Duże	Średnie	Średnie	Duże
Rynek kontroli przedsiębiorstw	Istnieje	Nie istnieje	Nie istnieje	Nie istnieje

Zródło: Jeżak (2010), Ład korporacyjny. Doświadczenia światowe oraz kierunki rozwoju, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa, s. 165

W typowym ujęciu mechanizmy ładu korporacyjnego wynikają z konieczności eliminacji negatywnych konsekwencji relacji agencji, czyli problemu agencji. Chodzi głównie o niemożność przygotowania kontraktu obejmującego wszystkie możliwe warianty rozwoju sytuacji – kontraktu kompletnego. Pojęcie mechanizmu zaczerpnięto właśnie z teorii agencji i teorii kosztów transakcyjnych, a oznacza ono sposób, w jaki te negatywne konsekwencje eliminuje się i ogranicza.

Zgodnie z teorią agencji właściciela (a w wypadku spółek – udziałowców czy też akcjonariuszy) należy traktować jako pryncypała, natomiast menedżerów zarządzających spółką (i przedsiębiorstwem) jako agentów. Między akcjonariuszami a menedżerami powstają konflikty określane jako problem agencji, wynikające z trzech przyczyn [Dobija, Koładkiewicz (red.) 2011, s. 20]:

- 1) asymetrii informacji, czyli niejednakowego dostępu do informacji, gdyż menedżerowie lepiej znają sytuację przedsiębiorstwa niż akcjonariusze,
- 2) rozbieżności celów akcjonariuszy i menedżerów,
- 3) różnego nastawienia akcjonariuszy i menedżerów do ryzyka.

Asymetria informacji jest obecnie jedną z podstawowych koncepcji nowoczesnej ekonomii i stanowi podstawę do zrozumienia problemu agencji, jest jedną z podstaw współczesnej teorii finansów i bankowości. Warto przy tym dodać, że Akerlof, Spence oraz Stiglitz zostali w 2001 r. uhonorowani Nagrodą Nobla w dziedzinie ekonomii właśnie za prace dotyczące asymetrii informacji.

Jako jedną z przyczyn kryzysu 2007-2009 roku podaje się nieskuteczność ładu korporacyjnego, gdyż realizacja celów organizacji jest zdeterminowana stosowaniem przez organizacje standardów corporate governance. Standardy te dotyczą kontroli nad zarządzaniem daną organizacją np. spółką giełdową, czyli np.: udziału interesariuszy wewnętrznych i zewnętrznych spółki w radzie nadzorczej, partycypacji zarządu rady nadzorczej w zarządzaniu (problem odpowiedzialności itp.), zatwierdzaniu sprawozdań finansowych, polityki rachunkowości itp.

Jak podkreśla M. Aluchna obszary problemowe w aspekcie przejrzystości informacyjnej spółek dotyczą [Aluchna 2006, s. 87]:

- rachunkowości – standaryzacja i harmonizacja rachunkowości (celem jest – zwiększenie wiarygodności, przejrzystości informacji sprawozdawczych a także porównywalności wyników działalności spółek na terenie Unii Europejskiej, w ramach jednolitego rynku usług finansowych itp.),
- polityki informacyjnej np. spółek giełdowych – regulowane przepisami prawa wymagania co do zakresu, częstotliwości itp. publikowania informacji przez spółki (raporty roczne, informacje o akcjonariuszach posiadających znaczne pakiety akcji itp.),
- prawa spółek i standardów ładu korporacyjnego - „twarde” i „miękkie” prawo w zakresie: ustalania np. odpowiedzialności organów spółek za informacje ujęte w sprawozdaniach finansowych, wzmocnienia roli niezależnych członków rad, standardów działania komitetów np. audytu, w ramach rady, ujawnianie informacji o wynagrodzeniach członków rad i zarządów, zwiększenia ochrony inwestorów itp. oraz ujawniania informacji w zakresie przestrzegania standardów ładu korporacyjnego i ich wdrażania.

Przejrzystość informacji np. spółek giełdowych – oznacza swobodny dostęp wszystkich uczestników rynku do aktualnych, kompletnych, istotnych i wiarygodnych informacji – dotyczących organizacji gospodarczej, który jest konieczny dla oceny sytuacji majątkowo-finansowej organizacji, sposobów jej funkcjonowania, a także rozwiązań w zakresie ładu korporacyjnego, co implikuje zmniejszenie tzw. asymetrii informacyjnej uczestników rynku itp.

Odpowiedzialna polityka informacyjna jest jednym z podstawowych filarów ładu korporacyjnego, co jest zdeterminowane prawem wszystkich interesariuszy do informacji o organizacji gospodarczej, a także stanowi swoisty test odpowiedzialności organów np. spółki giełdowej.

Jakość ładu korporacyjnego wpływa bezpośrednio na zdolność danej gospodarki do mobilizacji kapitału, a także na jego mniej lub bardziej efektywną alokację oraz mniej lub bardziej skuteczny monitoring jego wykorzystania. Tę ważną rolę ładu korporacyjnego wzmacniają jeszcze dominujące dzisiaj trendy ogólnogospodarcze, takie jak rosnące znaczenie sektora prywatnego, postępująca globalizacja procesów gospodarczych oraz gwałtownie zmieniające się otoczenie konkurencyjne firm.

Twórcy zasad nadzoru korporacyjnego OECD (Ministerstwo Skarbu Państwa 1999), przypominają panujące w świecie przekonanie, że nie istnieje jeden właściwy model dobrego ładu korporacyjnego, ale równocześnie stwierdzają, że bogate doświadczenia wielu państw i wielu korporacji pozwalają jednak na wyodrębnienie pewnych wspólnych elementów charakteryzujących dobry ład korporacyjny. Sformułowano sześć głównych elementów – zasad budowy oraz doskonalenia ładu korporacyjnego [Jeżak 2010, s. 266-267]. Są nimi:

1. zapewnienie odpowiednich ram systemowych dla ładu korporacyjnego w danym kraju. te ramy powinny promować przejrzyste oraz skuteczne działające rynki, a także wyraźnie rozgraniczać zakresy kompetencji i obowiązków pomiędzy władzą ustawodawczą, sądowniczą oraz wykonawczą w danym kraju,
2. ochrona podstawowych praw wspólników/akcjonariuszy, w tym praw do (a) korzystania z możliwości rejestracji praw właścicielskich; (b) przenoszenia praw do udziałów/akcji; (c) systematycznego i terminowego otrzymywania istotnych i wartościowych informacji o spółce; (d) uczestniczenia i głosowania na walnych zgromadzeniach wspólników/akcjonariuszy; (e) wybierania członków organów spółki

oraz (f) udziału w zyskach spółki,

3. jednakowe traktowanie wszystkich współników/akcjonariuszy, nie wyłączając akcjonariuszy mniejszościowych i zagranicznych. wszyscy akcjonariusze powinni mieć możliwość uzyskania należytego zadośćuczynienia w razie naruszenia ich praw,

4. respektowanie praw osób należących do poszczególnych grup interesów zainteresowanych działaniem spółki w sensie uprawnień przysługujących tym osobom na mocy prawa (wierzyciele, pracownicy, klienci itd.) oraz sprzyjanie aktywnej współpracy pomiędzy spółką i tymi osobami w kreowaniu wartości ekonomicznej, miejsc pracy oraz trwałych i zdrowych podstaw finansowych przedsiębiorstwa lub przedsiębiorstw prowadzonych przez spółkę,

5. zapewnianie jawności i przejrzystości informacji o wszystkich istotnych sprawach spółki, nie wyłączając jej celów, w sytuacji finansowej, struktury własności kapitału, struktur zarządzania i kontroli oraz dających się przewidzieć czynników ryzyka. Ta przejrzystość jest potrzebna nie tylko inwestorom ale również samej spółce. Przyczynia się bowiem do otwarcia spółki na komunikację oraz lepszą współpracę z klientami i partnerami biznesowymi. A jak wiadomo, jest to poważne wyzwanie dla organizacji silnie zhierarchizowanych, jakimi są duże spółki akcyjne,

6. zagwarantowanie spółce odpowiedniego ukierunkowania strategicznego, efektywne nadzorowanie pracy osób zarządzających przedsiębiorstwem spółki, w tym zapewnienie rzetelności systemów rachunkowości i sprawozdawczości finansowej spółki oraz efektywne monitorowanie ryzyka.

Ogólnoświatowy ruch corporate governance wzbudza duże zainteresowanie również w Polsce już od prawie dwudziestu lat. Z inicjatywy Warszawskiej Giełdy Papierów Wartościowych od 2000 r. odbywają się coroczne konferencje na temat różnych aspektów ładu korporacyjnego w polskich spółkach publicznych i niepublicznych. Powstał w 2002 r. Komitet Dobrych Praktyk, który opracował zbiór zaleceń dla spółek. Ujęto w nim zalecenia dotyczące: organizację walnych zgromadzeń akcjonariuszy, pracy rad nadzorczych i zarządów spółek, a także relacji spółki z osobami i instytucjami zewnętrznymi.

Zasady nadzoru korporacyjnego były ujęte w dokumencie opracowanym przez OECD.¹² Rada Organizacji Współpracy Gospodarczej i Rozwoju (OECD) we

¹² Polska uzyskała statut członka OECD

współpracy z rządami państw członkowskich oraz innymi odpowiednimi organizacjami międzynarodowymi i sektorem prywatnym sformułowała zestaw zasad w zakresie nadzoru korporacyjnego, które mają stanowić międzynarodowy punkt odniesienia dla kwestii nadzoru właścicielskiego. W dokumencie przedstawionym przez OECD [Borowiecki i in. 2005, s. 160-161] stwierdzono, że dobry system nadzoru korporacyjnego pozwala na uzyskanie pewności, że przedsiębiorstwa wykorzystują swój kapitał w efektywny sposób, że ich zarządy będą finansowo odpowiedzialne wobec spółki i wobec jej wspólników/akcjonariuszy, biorąc w swoim działaniu pod uwagę interesy społeczności w obszarze, których działają. Podkreślono, że etyka biznesu oraz działania w interesie całego społeczeństwa pomagają w utrzymywaniu zaufania inwestorów i w przyciąganiu długoterminowego kapitału, a końcowy sukces jest wynikiem pracy zespołowej, obejmującej wkład pracowników i innych dostawców zasobów.

Według OECD¹³ [Rudolf (red.) 1999, s. 155] „dobry nadzór korporacyjny przyczynia się do zapewnienia stabilności rynku finansowego, inwestycji oraz wzrostu gospodarczego, wskazano również na pozytywny wpływ dobrego nadzoru korporacyjnego” i zwiększenie konkurencyjności.

Warunkiem urzeczywistnienia zasad dobrych praktyk na polskim rynku kapitałowym jest istnienie systemu efektywnych mechanizmów służących zachęcania do stosowania tych zasad przez organizacje gospodarcze i wymuszania stosownych zachowań w spółkach publicznych przez regulatorów rynku, bądź implementacje niektórych rozwiązań zagranicznych w publicznych spółkach zależnych funkcjonujących na rynku polskim. Wdrażanie zasad corporate governance w Polsce odbywa się również poprzez możliwość ich przenikania do regulacji prawnych wskutek ewentualnego zaliczenia ich przez praktykę sądową do norm wyznaczających zasady współżycia w obszarze gospodarczym i społecznym.

Bardzo dużo uwagi problemom nadzoru korporacyjnego poświęca się także w Niemczech, choć wskazano we wcześniejszej części opracowania na zasadnicze różnice

¹³ Jeśli chodzi o relacje Polski z OECD, to pierwsze kontakty z tą organizacją zostały nawiązane w 1987 r.; konkretna współpraca rozpoczęła się jednak dopiero w drugiej połowie 1989 r. W czerwcu 1991 r. Polska została włączona do programu „Partnerzy w Trakcie Przemian” (jego głównym celem było przygotowanie do przyszłego członkostwa), pełnoprawne członkostwo OECD Polska uzyskała zaś w listopadzie 1996 r. Członkostwo w OECD wiązało się z akceptacją Kodeksu Liberalizacji Przepływów Kapitałowych, Polska zobowiązała się do pełnej liberalizacji przepływów kapitałowych do końca 1999 r.

pomiędzy anglosaskim (monistycznym, otwartym, instrumentalnym, finansowym) modelem funkcjonowania nadzoru korporacyjnego, a modelem niemieckim (dualistycznym, zamkniętym, instytucjonalnym, społecznym), wskazując jednakże na postępującą konwergencję pomiędzy różnymi modelami, która głównie odbywa się właśnie na poziomie kodeksów dobrych praktyk, zgodnie z zasadą *comply or explain*. Spółki niemieckie masowo publikują informacje dotyczące audytu rad nadzorczych, powstawania komitetów do spraw wynagrodzeń i nominacji oraz sporządzania sprawozdań finansowych przy wykorzystaniu międzynarodowych standardów rachunkowości i amerykańskich reguł GAAP (Generally Accepted Accounting Principles). Powołano rządową komisję, której zadaniem było przedstawienie propozycji ulepszenia niemieckich regulacji dotyczących działalności przedsiębiorstwa (*Unternehmensrecht*) oraz niemieckiego Corporate governance. Kolejnym krokiem było powołanie tzw. Komisji ds. Kodeksu, która następnie opracowała niemiecki Kodeks dobrych praktyk w zarządzaniu przedsiębiorstwem (*Deutscher Kodex guter Unternehmensführung*). Zgodnie z modelem dualistycznym wyraźnie rozgranicza się w nim kompetencje rad nadzorczych i zarządów [Rudolf (red.) 1999, s. 157-158].

W modelu anglo-amerykańskim, w przeciwieństwie do Japonii i Niemiec, zasadnicze znaczenie mają fuzje i przejęcia. Trzeba jednak pamiętać, że przewagę konkurencyjną tworzy działalność operacyjna, a nie zakup i sprzedaż firm.

Konieczne jest zatem istnienie konkurencyjnych rynków kontroli korporacji — rynku menedżerskiego i rynku produktów (Fama, 1981). Niektórzy uważają, że to właśnie konkurencja na rynku produktów tworzy zachęty do adaptowania przez firmy najbardziej efektywnych mechanizmów nadzoru korporacyjnego. Spółki, które nie wprowadzą mechanizmów redukujących koszty produkcji, zostaną wyeliminowane z rynku.

Przejęcia są przejawem rozbieżności komunikacji i interesów pomiędzy akcjonariuszami a menedżerami. Są one kosztowną, ale konieczną metodą dyscyplinowania menedżerów. Przejęcia należy zatem uważać za reakcję rynku na istniejące słabości instytucjonalne. Rynek kontroli korporacji stał się istotny od lat osiemdziesiątych XX w. i przyczynia się do zwiększania odpowiedzialności kierownictwa spółki przed akcjonariuszami.

Tabela 1.2. Cechy alternatywnych modeli zarządzania spółką

	Model anglo-amerykański (zewnątrzny)	Model kontynentalno-japoński (wewnętrzny)
Własność akcji Zaangażowanie banku w operacje spółki Krzyżowe posiadanie akcji Struktura zarządu	rozproszona nieznaczne nieznaczne jednowarstwowa	skoncentrowana znaczne znaczne przeważnie dwuwarstwowa
Wpływy zarządu Ochrona akcjonariuszy mniejszościowych Legislacja w zakresie upadłości	duże ważna nacisk na ochronę przed wierzycielami surowe	niewielkie mniej istotna nacisk na ochronę wierzycieli
Księgowość i wymogi jawności Rynek kontroli spółek Zachęty kierownicze	aktywny rozległe	mniej surowe słaby niewielkie

Źródło: Jerzemowska M., Nadzór korporacyjny, PWE, Warszawa 2002, s.40

Celem ładu korporacyjnego jest tworzenie narzędzi wspierających efektywne zarządzanie, skuteczny nadzór, poszanowanie praw akcjonariuszy oraz przejrzystą komunikację spółki z rynkiem. „Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW 2016” jako zbiór zasad ładu korporacyjnego oraz reguł postępowania mających wpływ na kształtowanie relacji spółek giełdowych z ich otoczeniem rynkowym, są ważnym elementem budowania pozycji konkurencyjnej tych spółek i w istotny sposób przyczyniają się do umacniania atrakcyjności polskiego rynku kapitałowego. Zasadam „Dobrych Praktyk Spółek Notowanych na GPW 2016” i regulacjom z nimi związanym podlegają emitenci akcji dopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym GPW¹⁴.

Zgodnie z Zaleceniem Komisji Europejskiej z 9 kwietnia 2014 r. w sprawie jakości sprawozdawczości dotyczącej ładu korporacyjnego (2014/208/UE) przyjęto także nową systematykę zbioru.

Każdy rozdział Dobrych Praktyk rozpoczyna się od ogólnego wskazania celu, jaki powinna osiągnąć spółka giełdowa poprzez stosowanie szczegółowych postanowień zawartych w danym rozdziale. Następujące potem rekomendacje podlegają

¹⁴ „Dobre praktyki Spółek Notowanych na GPW 2016” składają się z następujących rozdziałów:

- I. Polityka informacyjna i komunikacja z inwestorami
- II. Zarząd i Rada Nadzorcza
- III. Systemy i funkcje wewnętrzne
- IV. Walne zgromadzenie i relacje z akcjonariuszami,
- V. Konflikt inwestorów i transakcje z podmiotami powiązanymi
- VI. Wynagrodzenia

wyłącznie obowiązkowi zamieszczenia informacji na temat ich stosowania w oświadczeniu o stosowaniu zasad ładu korporacyjnego, stanowiącym część raportu rocznego emitenta.

W stosunku do zasad szczegółowych Dobrych Praktyk obowiązuje formuła: stosuj lub wyjaśnij (comply or explain). Trwałe niestosowanie danej zasady lub incydentalne jej niezastosowanie rodzi po stronie spółki obowiązek do niezwłocznego poinformowania o tym fakcie, w sposób określony w § 29 ust. 3 Regulaminu Giełdy. Należy przy tym podkreślić, że wyjaśnienia spółek wskazujące przyczyny i okoliczności niestosowania zasady powinny być na tyle wyczerpujące, by móc stanowić realne źródło informacji o powodach niestosowania danej zasady, jak również pozwalać na dokonanie oceny stosunku spółki do kwestii przestrzegania zasad zawartych w tym zbiorze.

Zasady ładu korporacyjnego dla instytucji nadzorowanych wprowadziła też Komisja Nadzoru Finansowego, która uznała, że zasady powinny zostać przyjęte przez instytucje nadzorowane, stając się istotnym dokumentem programowym w ich strategicznej polityce korporacyjnej oraz wpływać na kształtowanie postępowania instytucji nadzorowanych [Uchwała KNF z dnia 22.07.2014]¹⁵.

Zasady ulegają ciągłej modernizacji. W przeciwnym wypadku zasady mogą stać się skostniałymi zapisami, a wypełnianie obowiązku corocznego składania oświadczenia, ograniczy się do mechanicznego powtarzania tych samych komentarzy przez wszystkie spółki publiczne notowane na GPW. W ten sposób inwestorzy tak naprawdę nie będą mieć żadnej wiedzy na temat przyzwoitego postępowania spółek.

Podsumowując, kilkudziesięcioletnie doświadczenie rozwiniętej gospodarki rynkowej w różnych krajach pokazuje, że konkurencja i rynek nie są na tyle

¹⁵ Omawiany dokument składa się z dziewięciu rozdziałów i 57 paragrafów. Każdy rozdział rozpoczyna się od systematycznie zdefiniowanej zasady oraz wspierających ją zaleceń. Rozdziały dotyczą:

- I. organizacji i struktury organizacyjnej,
- II. relacji z udziałowcami instytucji nadzorowanej,
- III. organu zarządzającego,
- IV. organu nadzorującego,
- V. polityka wynagradzania,
- VI. polityka informacyjna,
- VII. działalności promocyjnej i relacje z klientami,
- VIII. kluczowe systemy i funkcje wewnętrzne
- IX. wykonywanie uprawnień z aktywów nabytych na ryzyko klienta.

doskonałymi regulatorami decyzji zarządzających spółkami, aby zapewnić odpowiedni priorytet interesu ich właścicieli oraz innych ważnych *stakeholders*. Zdaniem ekspertów od finansów, prawa spółek oraz zarządzania spółkami rolę tę muszą wziąć na siebie systemy ładu korporacyjnego. Tymczasem stosowane dotychczas zewnętrzne, a zwłaszcza wewnętrzne mechanizmy kontroli działalności spółek pewności takiej nie dają. Stąd ogólnoświatowy ruch *corporate governance* mający na celu nie tyle doskonalenie obowiązujących rozwiązań prawnych, ile tworzenie tzw. kodeksów dobrych praktyk w zakresie ładu korporacyjnego.

Określone zestawy zaleceń formułowanych przez krajowe giełdy papierów wartościowych, stowarzyszenia inwestorów, maklerów, przedsiębiorców oraz przez organizacje międzynarodowe, stanowią swoisty wzorzec etyczny oraz kulturowy. I chociaż nie mają mocy wiążącej dla spółek, stały się więc w Europie, Stanach Zjednoczonych, Japonii, Chinach oraz innych krajach świata standardem w zakresie sposobu prowadzenia oraz kontrolowania działalności spółek, w szczególności spółek publicznych.

Dzięki inicjatywom stowarzyszeń inwestorów indywidualnych i instytucjonalnych oraz polskiej giełdzie papierów wartościowych kodeksy dobrych praktyk w zakresie ładu korporacyjnego pojawiły się również w Polsce. Proponowane w nich reguły postępowania, zbudowane na podstawie doświadczeń zagranicznych oraz dotychczasowych doświadczeń polskich, mogą i powinny przyczynić się do zwiększenia wiarygodności polskich spółek i polskiej gospodarki na międzynarodowych rynkach kapitałowych, a tym samym do wzrostu jej międzynarodowej konkurencyjności.

Oceniając system nadzoru korporacyjnego istniejący w Polsce, należy nadmienić, że temu zagadnieniu poświęca się w naszym kraju wiele uwagi. Świadczą o tym liczne publikacje ukazujące się na ten temat oraz dokonywane zmiany uregulowań.

Na podstawie przeprowadzonych badań można wskazać w działalności przedsiębiorstw pewne obszary, które powinny zostać zmodyfikowane w aspekcie tworzenia efektywnych systemów nadzoru korporacyjnego w Polsce [Jerzemowska, Nogalski, 2000]. (Badania dotyczą holdingów, jednakże wnioski z nich wypływające mogą być szerzej wykorzystywane.) Do obszarów tych należą:

- zasady dobrego nadzoru korporacyjnego,

- rola i zadania spółek zależnych w umacnianiu nadzoru korporacyjnego,
- zasady dotyczące kooperacji między spółkami zależnymi a spółką matką,
- tworzenie odpowiednich zasad zarządzania finansami w ramach przedsiębiorstw,
- utworzenie audytu wewnętrznego,
- wdrażanie reguł służących poprawie jakości (przejrzystości) sprawozdawczości finansowej.

Ład korporacyjny może być rozumiany wąsko lub szeroko. Wąskie rozumienie dotyczy relacji właściciel-zarządzający oraz koncentruje się na wyjaśnieniu zachowań zarządzających i wpływie tych zachowań na wyniki przedsiębiorstwa. Szerokie rozumienie ładu korporacyjnego dotyczy wszystkich agentów, którzy mają wpływ na efektywny system ładu korporacyjnego. W takim ujęciu ład korporacyjny to system który równoważy oczekiwania wszystkich członków organizacji i ich samolubne zachowania (Dobija, 2014 s.22). Utrzymanie systemu ładu korporacyjnego w równowadze nie jest zadaniem łatwym. Każda zmiana oczekiwań lub zachowań członków organizacji wytrąca system z równowagi. Aby zachować stan równowagi, trzeba utrzymać właściwe proporcje między regulacjami prawnymi, siłami rynku oraz normami społecznymi obowiązującymi w danym społeczeństwie.

Możliwe do zastosowania mechanizmy kontrolne są istotnym elementem funkcjonowania określonego systemu ładu korporacyjnego. Dotyczą one bowiem sposobów ograniczania samolubnego zachowania się zarządzających, którzy mogą dążyć do maksymalizacji własnych korzyści kosztem maksymalizacji wartości dla właścicieli kapitału i wyników firmy. Mechanizmy kontrolne pozwalają na monitorowanie ich osiągnięć i wyników pracy.

Wyróżniamy następujące mechanizmy kontrolne (Dobija, 2014 s. 23):

- Wewnętrzne mechanizmy kontrolne:
 - kontrola sprawowana przez radę nadzorczą,
 - wewnętrzna kontrola i audyt wewnętrzny,
 - podział władzy między organami spółki,
 - wynagrodzenia członków zarządu (płace i premie) w tym akcje, opcje na zakup akcji, plany emerytalne,
 - struktura zadłużenia – kredyty, obligacje oraz inne formy zadłużenia.

- Zewnętrzne mechanizmy kontrolne:
 - uwarunkowania polityczne,
 - regulacje prawne,
 - zasady ogólne, formułowane na różnych poziomach w tym uniwersalne, regionalne i krajowe,
 - działania grup interesów,
 - konkurencja na rynku produktów,
 - rynki finansowe: rynek kapitałowy i rynek obligacji,
 - rynek kontroli nad przedsiębiorstwem,
 - fuzje i przejęcia,
 - rynek pracy zarządzających (rynek talentów menedżerskich),
 - wpływ mediów,
 - wymagania dotyczące jawności i przejrzystości.
- Sprawozdawczość finansowa i audytorzy zewnętrzni.

W ostatnim dwudziestoleciu w wyniku powtarzających się skandali finansowych i kryzysów finansowych ład korporacyjny znalazł się w centrum zainteresowania zarówno praktyków, jak i teoretyków. Wyniki badań naukowych wskazują na związek między nieefektywnym ładem korporacyjnym a niską jakością sprawozdawczości finansowej, manipulacją informacją finansową, oszustwami finansowymi i słabą kontrolą wewnętrzną. Dlatego też podkreśla się, że istnieje potrzeba wzmocnienia mechanizmów nadzoru nad procesem sprawozdawczości finansowej oraz zwiększenia odpowiedzialności zarządów oraz rad nadzorczych za integralność sprawozdawczości finansowej.

Analiza wykazuje bowiem, że rozumienie istoty nadzoru korporacyjnego w praktyce jest niedostateczne i często uproszczone, niejednoznaczne, a niekiedy nawet błędne. Zwykle koncentruje się ono jedynie na takich podstawowych jego elementach, jak struktura rad nadzorczych i sposoby wyznaczania członków tego organu. Obserwacje dowodzą, że skuteczność optymalizacji interesów właścicieli spółek zależy od możliwości, a raczej umiejętności, stosowania istniejących prawnych, organizacyjnych, finansowych i personalnych instrumentów zarządzania przez menedżerów.

Obecnie w dyspozycji zarządzających przedsiębiorstwem znajdują się różnorodne narzędzia związane z wdrażaniem strategii i pomiarem dokonań w tym zakresie; przykładem jest chociażby Strategiczna Karta Wyników opracowana przez Kaplana i Nortona. Metody te polegają jednak zwykle na przełożeniu założeń strategicznych na kompletny i kompleksowy dla danego przedsiębiorstwa system mierników. Podejście to wydaje się być metodologiczne wrażliwe na wszelkie zmiany w kierunku funkcjonowania i rozwoju danej organizacji. Przekonaniem autorki oparcie weryfikacji realizacji strategii bezpośrednio na modelu biznesowym, nawet jeżeli mają mieć charakter bardziej jakościowy aniżeli ilościowy, pozwala na szybszą adaptację do wymogów otoczenia, co (będąc jednym z czynników konkurencyjności) może skutkować powodzeniem na rynku.

1.3. Istota procesów fuzji i przejęć spółek publicznych we współczesnej gospodarce

Najogólniej rzecz ujmując, istotą procesów fuzji i przejęć jest nabywanie kontroli nad przedsiębiorstwami.

Nabywanie kontroli nad podmiotami gospodarczymi w drodze realizacji fuzji i przejęć stanowi powszechnie występujący element otoczenia gospodarczego i coraz częściej wybierane przez przedsiębiorstwa narzędzie realizacji strategii wzrostu. Fuzje i przejęcia stanowią złożone procesy korporacyjne, które należy rozpatrywać wieloaspektowo — jako działania z pogranicza strategii rozwoju przedsiębiorstwa, zarządzania finansami, restrukturyzacji czy też sprawowania kontroli i zarządzania. Również na gruncie teoretycznym zjawiska te dostarczają szerokiego spectrum problemów badawczych, które można zaklasyfikować w obszary takie jak: efektywność przeprowadzonych transakcji, metody płatności, sposoby wyceny przedsiębiorstw na potrzeby realizacji działań z zakresu M&A czy determinanty zagregowanego poziomu aktywności na rynku kontroli. Problem badawczy podjęty w niniejszej rozprawie wpisuje się w ostatnią ze wskazanych płaszczyzn badań nad procesami fuzji i przejęć.

Powszechnie używany w praktyce gospodarczej skrót: M&A (od ang. *Mergers and Acquisitions*), używany zarówno w odniesieniu ogólnego opisu transakcji ukierunkowanych na transfer kontroli nad przedsiębiorstwem lub zorganizowanym zespołem aktywów, jak i do całego rynku tego rodzaju operacji (rynku M&A). Należy

przy tym zaznaczyć, że zakres znaczeniowy skrótu M&A jest szerszy niż, odnoszący się jedynie do dwóch wskazanych pojęć i może obejmować katalog bliskoznacznych terminów anglojęzycznych, takich jak: *consolidation*, *taveover buvout*, *control transfer* czy *shakeouts* [Frąckowiak 2009].

Wspólnymi cechami powtarzającymi się w przytoczonych definicjach są:

- fuzja to połączenie dwóch lub więcej uprzednio niezależnych podmiotów;
- w wyniku fuzji tylko jeden z podmiotów zachowuje tożsamość i kontynuuje funkcjonowanie, natomiast pozostałe podmioty biorące udział w fuzji przestają istnieć;
- do połączenia dwóch spółek dochodzi w wyniku wymiany akcji albo udziałów lub w wyniku płatności w formie pieniężnej na rzecz akcjonariuszy przejmowanego podmiotu.

Natomiast transakcje przejęć najczęściej definiowane są przez pryzmat dwóch charakterystyk:

- przejęcie polega na objęciu kontroli, posiadania lub własności określonego składnika;
- przedmiotem przejęcia mogą być całe przedsiębiorstwa, ich oddziały lub zorganizowane części, jak i same aktywa.

W warunkach polskich termin fuzje i przejęcia należy postrzegać przez dodatkowy pryzmat obowiązujących w Polsce regulacji prawnych. Komplikacje w tym względzie powoduje fakt, że terminologia występująca w przepisach nie jest jednoznaczna i spójna z praktyką gospodarczą. Jak podkreśla Kidyba [2011], pojęcia używane w języku prawnym często w istotnym stopniu różnią się od rozumienia danych zagadnień stosowanych przez praktyków gospodarczych.

Definicje terminów „fuzja” i „przejęcie” występujące w finansowej literaturze polskojęzycznej nie zawsze w pełni trafnie oddają charakter wspomnianych terminów wynikający z obowiązujących w Polsce regulacji. Definicje te są natomiast w większości spójne z rozumieniem omawianych terminów w literaturze anglojęzycznej. Przegląd definicji terminu „fuzja” i „przejęcie” występujących w literaturze polskojęzycznej został przedstawiony w tabeli 1.3 i 1.4.

Tabela 1.3. Przegląd definicji terminu „fuzja”

Autor	Treść
-------	-------

Penc[1997]	„Fuzja - sytuacja w której dochodzi do połączenia dwóch przedsiębiorstw lub nabycie (przejęcie) jednego przedsiębiorstwa przez drugie, w wyniku czego zostaje utworzona zupełnie nowa firma. Może ona pozostać przy dotychczasowej nazwie jednego z nich lub przyjąć zupełnie nową nazwę."
Sudarsanam [1998]	„W wyniku fuzji jednostki gospodarcze łączą się ze sobą, dzieląc się swoimi zasobami dla osiągnięcia wspólnych celów. Udziałowcy łączących się firm często pozostają współwłaścicielami nowo powstałego podmiotu.
Orłowski [1998]	„Fuzja jest to inaczej zespolenie działalności kilku przedsiębiorstw w celu utworzenia nowego przedsiębiorstwa lub przejęcia wszystkich innych przez jedną z nich. W momencie utworzenia całkiem nowej jednostki gospodarczej wszystkie dawne przestają istnieć. "
Szczepankowski [2000]	„Rodzaj współpracy między aktualnymi lub potencjalnymi konkurentami oraz dostawcami, producentami i klientami, którzy zdecydowali się wspólnie prowadzić swoją bieżącą działalność i dalsze przedsięwzięcia rozwojowe. Integrują (łączą) one wówczas swoje zasoby materialne, finansowe, ludzkie oraz umiejętności, wiedzę i praktyczne doświadczenia. Fuzja przedsiębiorstw tworzy nowy podmiot gospodarczy. Firmy ją realizujące tracą na jej rzecz całość lub część swojej gospodarczej samodzielności. "
Johnson [2000]	„Fuzja jest to połączenie w jeden organizm dwóch lub większej liczby podmiotów na zasadzie połączenia kapitałów, wykupu gotówkowego akcji jednej z firm lub kombinacji powyższych działań. "
Herdan i Antolak [2005]	„Fuzja - sytuacja, kiedy z dwóch (lub więcej) niezależnych bytów prawnych powstaje jeden."
Nita [2007]	„Fuzja - połączenie dwóch lub więcej początkowo niezależnych przedsiębiorstw, w rezultacie którego dochodzi do powstania nowego przedsiębiorstwa. Cechą fuzji jest dobrowolne i zgodne działanie łączących się podmiotów o zbliżonej lub porównywalnej wielkości."
Frąckowiak [2009]	„Połączenie lub łączenie się przedsiębiorstw będzie się odnosić do takich przypadków, w których z dwóch (lub więcej) niezależnych bytów prawnych pozostaje jeden.
Rozwadowska [2012]	„Proces łączenie się dwóch (lub więcej) autonomicznych firm w celu stworzenia nowego, odrębnego przedsiębiorstwa. "
Wierzbowski, Karasiewicz Stankiewicz [2012]	Fuzje są procesami, w wyniku których dochodzi do scalenia zarówno aktywów, jak i pasywów dwóch lub większej ilości, wcześniej niezależnych przedsiębiorców. Skutkiem tych procesów jest powstanie jednego, z punktu widzenia prawnego nieistniejącego dotychczas przedsiębiorcy, a uczestniczący w tym połączeniu przedsiębiorcy tracą swoją prawną odrębność. Taka koncentracja może przybrać formę połączenia się dwóch równorzędnych przedsiębiorców lub przyłączenia (wchłonięcia) przez jednego z nich innego przedsiębiorcy."
Helin i in. [2016]	„Występuje wtedy, gdy łączą się identyczne lub porównywalnej wielkości podmioty, z których każdy w połączonym przedsiębiorstwie występuje z wagą 50%, a akcjonariusze łączących się spółek otrzymali po 50% głosów na walnym zgromadzeniu połączonej spółki.

Źródło: Grobelny, Stradomski, Stobiecki [2018] — Determinanty aktywności na rynku fuzji i przejęć w Polsce, CeDeWu, Warszawa, s. 25-26

Tabela 1.4. Przegląd definicji terminu „przejęcie”/ „nabycie”

Autor	Treść
Szczepankowski [2000]	„W przeciwieństwie do fuzji, bardziej wyrafinowany ekonomicznie i organizacyjnie sposób konsolidacji działania firm. Jest to proces nabycia przez jedną firmę ponad 50% wartości kapitałów innego przedsiębiorstwa (lub jego aktywów) lub zdobycia w nim przewagi decyzyjnej.
Herdan i Antolak [2005]	„Przejęcie - rozumiane jako przeniesienie kontroli nad działalnością gospodarczą z jednej grupy inwestorów (lub jednego) na inną (innego), co jest wynikiem zakupu akcji (działów), majątku (aktywów) lub prywatyzacji."
Nita [2007]	Przejęcie - inaczej wykup, polega na zdobyciu przez dane przedsiębiorstwo kontroli nad innym podmiotem (poprzez nabycie ponad 50% udziałów w innej firmie, albo osiągnięcie przewagi decyzyjnej wystarczającej do sprawowania zarządu), co oznacza, że przedsiębiorstwo przejmowane traci niezależność, zachowuje natomiast osobowość prawną, przy czym przejęcie może stanowić wstępny etap na drodze do fuzji."
Frąckowiak [2009]	Transfer kontroli, czyli przeniesienie kontroli nad działalnością gospodarczą przedsiębiorstwa z jednej grupy inwestorów (lub jednego inwestora) do innej grupy (lub innego inwestora).
Rozwadowska [2012]	„Zdobycia kontroli przez jedną firmę (zwykle silniejszą ekonomicznie) nad inną poprzez nabycie akcji (udziałów) w liczbie wystarczającej do kontroli i zarządzania."
Wierzbowski, Karasiewicz i Stankiewicz [2012]	Akwizycje polegają na przejęciu kontroli przez jednego lub więcej przedsiębiorców nad innym przedsiębiorcą (ewentualnie częścią przedsiębiorcy) lub wieloma przedsiębiorcami; w ich wyniku kont rozumiana jako możliwość wywierania decydującego wpływu na przedsiębiorcę na podstawie określonych praw lub umów przejęta została przez innych przedsiębiorców.

Źródło: Grobelny, Stradomski, Stobiecki [2018] — Determinanty aktywności na rynku fuzji i przejęć w Polsce, CeDeWu, Warszawa, s. 25-26

Uwzględniając przytoczone powyżej definicje terminów „fuzja” i „przejęcie” występujące zarówno w literaturze polsko, jak i angielskojęzycznej oraz mając na uwadze omówione, utrzymujące się zarówno w języku praktyki gospodarczej jak i doktrynie prawa handlowego niespójności terminologiczne, na potrzeby niniejszej pracy sformułowano następujące definicje głównych rodzajów procesów zachodzących na rynku M&A:

Fuzja to prawne połączenie dwóch lub więcej uprzednio niezależnych przedsiębiorstw, w wyniku którego tylko jeden podmiot zachowuje ciągłość funkcjonowania, osobowość prawną i tożsamość lub w wyniku którego powstaje nowy podmiot kontynuujący działalność prowadzoną uprzednio niezależnie przez przedsiębiorstwa biorące udział w fuzji.

Przejęcie to proces nabywania kontroli, posiadania lub własności: kontrolnego pakietu praw własnościowych w innym podmiocie gospodarczym (umożliwiającego efektywne podejmowanie decyzji i zarządzanie tym podmiotem), wybranych aktywów, zorganizowanej części przedsiębiorstwa lub całego przedsiębiorstwa prowadzonego przez inny podmiot gospodarczy. Proces przejęcia w odróżnieniu od fuzji nie skutkuje bezpośrednio utratą osobowości prawnej i tożsamości żadnego z podmiotów biorących udział w transakcji.

Ogół działań związanych z procesami konsolidacyjnymi i restrukturyzacyjnymi przedsiębiorstw oraz czynnościami pokrewnymi i towarzyszącymi określany jest terminem „rynku kontroli przedsiębiorstw” lub „rynku kontroli korporacji” (ang. *market for corporate control*) [Lewandowski 2001]. Terminem tym w szczególności definiowany jest rynek, na którym dokonuje się obrotu prawami kontroli nad przedsiębiorstwami. Rynek kontroli to zatem miejsce, w którym dochodzi do spotkania popytu na prawa do sprawowania kontroli nad przedsiębiorstwem, rozumianych jako prawa do podejmowania lub uczestniczenia w podejmowaniu decyzji strategicznych i operacyjnych, z podażą tych praw.

W ramach polskiego rynku kontroli można wyróżnić następujące podstawowe zdarzenia, które prowadzą do zmiany podmiotu sprawującego kontrolę nad przedsiębiorstwem lub zespołem aktywów:

- połączenie spółek (w rozumieniu art. 492 k.s.h.),

- zbycie ogółu praw i obowiązków wspólnika spółki osobowej (art. 10.k.s.h.) albo udziałów (art. 180 k.s.h) lub akcji (art. 337 k.s.h.) spółki kapitałowej,
- zbycie przedsiębiorstwa, zorganizowanej części przedsiębiorstwa lub zespołu niezależnych aktywów.

Rozwój przedsiębiorstwa może przybierać dwojaką formę — rozwoju (wzrostu wewnętrznego (endogenicznego) lub zewnętrznego (egzogenicznego). Przez wzrost wewnętrzny rozumiana jest rozbudowa potencjału przedsiębiorstwa i zwiększanie zdolności produkcyjnych, przetwórczych czy usługowych, w następstwie podejmowania inwestycji rzeczowych [Frąckowiak 2001].

Fuzje i przejęcia można traktować jako jedno zjawisko ekonomiczne lub dwa różne zjawiska. Fuzja występuje wówczas, kiedy dwa niezależne podmioty gospodarcze łączą się na zasadzie dobrowolności i równorzędności i tworzą nową odrębną firmę.

Przejęcie oznacza, że jeden mocniejszy ekonomicznie podmiot przejmuje drugi podmiot. Przejęcie może być dobrowolne za zgodą podmiotów (ang. friendly takeover), lub wrogie — bez zgody podmiotu przejmowanego (ang. hostile takeover).

W literaturze wymienia się różne rodzaje fuzji [Pawlicki, Śliwa. 2015, s. 15-17]:

Fuzja obronna jej celem jest zwiększenie możliwości obrony przed niepożądanym przejęciem (dodajmy — wrogim przejęciem).

Fuzja pozioma polega na połączeniu się dwóch firm produkujących ten sam rodzaj dóbr (usług). W wyniku takiej fuzji może powstać nowa organizacja o szerszym zasięgu działalności. Może tu wystąpić zjawisko synergii,

Fuzja pionowa — polega na połączeniu firmy z jednym z jej dostawców. Może to mieć charakter dobrowolnego przejęcia bez powstania nowej organizacji.

Fuzja podobnych podmiotów dotyczy podmiotów podobnych do siebie. Nie dotyczy to producentów tego samego produktu lub firm pozostających w relacji producent dostawca. Dotyczy to połączenia firm z tej samej branży niebędących swoimi klientami ani dostawcami.

- **Fuzja tworząca konglomerat** — dotyczy łączenia firm z zupełnie różnych branż. Nie są to jednostki powiązane technologicznie. Są równe w stosunku do siebie, obejmują produkcję, handel, usługi. Jest to forma powiązań typu monopolistycznego.

- **Fuzja przyjacielska** występuje wówczas, kiedy warunki zostały zaakceptowane przez zarządy obu spółek. Uzasadnieniem takiej fuzji może być efekt synergii.

- **Wroga fuzja** charakteryzuje się tym, że zarząd przejmowanej spółki sprzeciwia się jej przejęciu, Wrogie przejęcie może nastąpić w drodze wykupu większościowego pakietu akcji. W takiej sytuacji spółka przejmująca ogłasza ofertę przetargową. Prosi w niej akcjonariuszy o sprzedaż ich akcji za z góry określoną cenę lub zamianę na akcje firmy przejmującej.

- **Fuzja operacyjna** — polega na integrowaniu operacji dwóch spółek w nadziei uzyskania synergicznych efektów. Połączone spółki tworzą scentralizowany system dystrybucji i zaopatrzenia pod jednym znakiem firmowym. Zwiększone zakupy stwarzają możliwość uzyskiwania znacznych rabatów związanych ze skalą zakupów.

- **Fuzja finansowa** — połączone spółki nie funkcjonują jako jeden podmiot. Nie oczekuje się istotnych oszczędności w kosztach operacyjnych. Fuzja taka może mieć na celu usprawnienie systemu zarządzania, który może poprawić wyniki finansowe przejętej spółki.

- **Fuzja nietrafiona** – wystąpi wówczas, kiedy zamiast planowanych efektów finansowych uzyskuje się straty. Dla uniknięcia strat przed pojęciem decyzji o fuzji wymagane jest sporządzenie dokładnej prognozy przepływu środków pieniężnych .

- **Fuzja koncentryczna** – obejmuje przedsiębiorstwa z powiązaną działalnością w zakresie geograficznym, technicznym, rynkowym lub działalnością niezależną. Wyróżnia się trzy typy tych fuzji i przejęć:

- produktowe,
- geograficzne,
- zlepkowe.

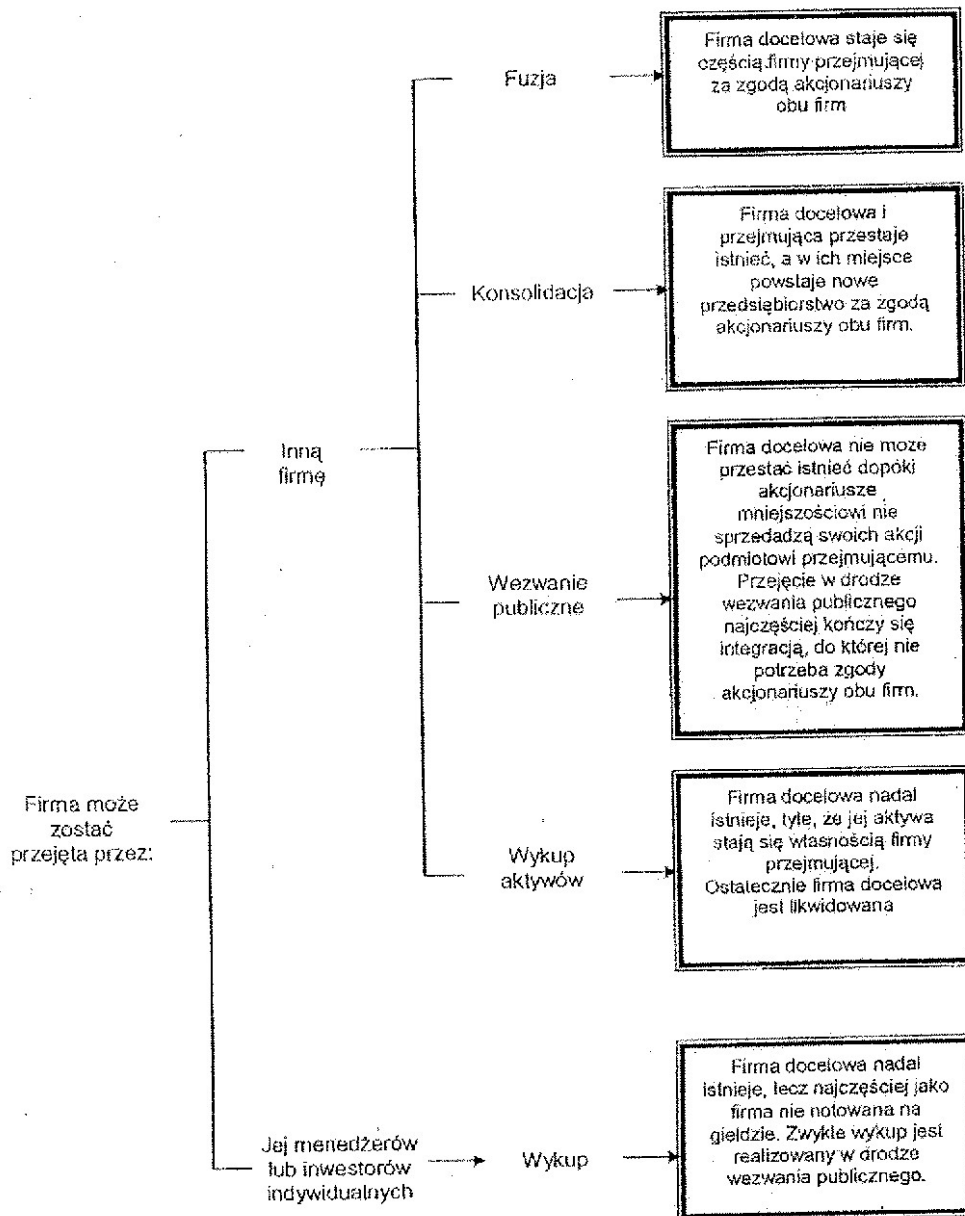
Celem takiej fuzji jest ograniczenie ryzyka branżowego.

- **Fuzja (strategia) portfelowa** – prowadzi do dywersyfikacji struktury gospodarczej zmniejszającej ryzyko.

- **Fuzja (strategia) „rodzinnego interesu”** – ma na celu pozyskanie nowych rynków, patentów, sieci sprzedaży itp.

• **Fuzja określana jako strategia segmentu** – ma na celu pozyskanie klientów konkurencyjnych przedsiębiorstw w danym segmencie rynku.

Rysunek 1.1. Klasyfikacja wykupów i przejęć



Źródło: Damodaran A. (2007), *Finanse korporacyjne, teoria i praktyka*, wyd. 2, Helion, Gliwice, s. 1269.

Celem przejęcia jest wzrost wartości aktywów spółki dokonującej takiej transakcji, zwiększenie jej udziału w sprzedaży oraz w całym rynku. Jest to jedynie cel

uboczny. Celem głównym może być zwiększenie bogactwa akcjonariuszy poprzez zawarcie transakcji przejęcia, dzięki której podmiot przejmujący uzyskuje przewagę nad konkurencją.

W nowoczesnej teorii finansów postulat maksymalizacji bogactwa akcjonariuszy wysuwany jest jako racjonalne kryterium podejmowania decyzji inwestycyjnych i finansowych menedżerów [Sudarsanam 1998, s. 5].

Również według teorii zarządzania podstawowym celem działania przedsiębiorstwa jest maksymalizacja bogactwa jego właścicieli [Szymański, Nogalski 2011, s. 43-45]. Oznacza to, że przejęcie innych podmiotów spowoduje wzrost wartości firmy przejmującej w rezultacie — bogactwo jego właścicieli.

Rozwój firmy (jej wzrost) może być realizowany w drodze wyboru określonej drogi postępowania. Może to być strategia wykorzystania wewnętrznych czynników wzrostu lub strategia wzrostu zewnętrznego [Pawlicki, Śliwa 2015, s. 27-29].

Każda firma dąży lub powinna dążyć do powiększania swojego potencjału gospodarczego i zakresu prowadzonej działalności. Jest to warunek jej przetrwania na konkurencyjnym rynku.

Wzrost wewnętrzny charakteryzuje się stopniowym powiększaniem zdolności wytwórczych i rozbudowy struktury organizacyjnej. Wymaga to ciągłego inwestowania w aktywa rzeczowe trwałe i obrotowe. Mogą tu wystąpić dwa czynniki ograniczające: własne zasoby finansowe i trudności w dostępie do zewnętrznych źródeł finansowania, takich jak kredyty bankowe, emisja akcji, obligacje, leasing.

Wzrostowi potencjału wytwórczego towarzyszy rozbudowa struktury organizacyjnej w postaci nowych wydziałów na ograniczonym, a następnie pełnym wewnętrznym rozrachunku gospodarczym. Jest to droga (sposób) poprawy efektywności procesów gospodarczych.

Następnym krokiem wewnętrznego wzrostu może być powoływanie własnych filii nastawionych na zwiększanie udziału w rynku oferowanych do sprzedaży towarów (usług).

Wzrost wewnętrzny oznacza stopniowy wzrost przedsiębiorstwa i może następować w warunkach efektywnie prowadzonej działalności, która zabezpiecza samofinansowanie pomnażania majątku. Taka droga wzrostu aktywów może ograniczyć lub wyeliminować ryzyko wrogiego przejęcia firmy.

Wzrost zewnętrzny stanowi alternatywną drogę postępowania w stosunku do wzrostu wewnętrznego. Przybiera on formę fuzji i przejęć lub różnego rodzaju stowarzyszeń z innymi przedsiębiorstwami. W realizacji takiej drogi postępowania mogą wystąpić fuzje dobrowolne lub wrogie przejęcia. Wybór takiej drogi wzrostu umożliwia skokowy przyrost potencjału wytwórczego firmy przejmującej. Wzrost zewnętrzny potencjału firmy zawiera jednak w sobie ryzyko wrogiego przejęcia firmy, która wstąpiła na drogę fuzji i przejęć. Jest ryzyko, że ona może stać się podmiotem wrogiego przejęcia. Może to nastąpić w warunkach pogorszenia się efektywności procesów gospodarczych i w konsekwencji obniżenia się cen akcji notowanych na giełdzie.

Nie ma jednoznacznej odpowiedzi, która droga pomnażania wartości firmy ma więcej zalet. Można sformułować ogólny wniosek, że każda z tych dróg może być korzystna, jeżeli prowadzi do efektywności prowadzonej działalności. Każda droga postępowania wymaga inwestowania w aktywa rzeczowe i kapitał intelektualny zapewniający umiejętność sprawnego zarządzania działalnością firmy. O sukcesach firmy w dużym stopniu decydują ludzie.

Zdaniem Druckera [1992, s. 17] „Dynamicznym, ożywczym elementem w każdym biznesie jest menedżer. Bez jego przywództwa, środki produkcji pozostają środkami i nie stają się nigdy samą produkcją. Zwłaszcza w gospodarce opartej na konkurencji.

Spółki, jako samodzielne podmioty gospodarcze są zainteresowane utrzymaniem swojej niezależności względem innych podmiotów. Rozwój firmy (jej wzrost) może być realizowany w drodze wyboru określonej drogi zarządzania. Celem firmy jest utrzymanie się na rynku oraz osiągnięcie zysku, który jest miernikiem oceny pracy przedsiębiorstwa.

Zdaniem Targalskiego: „finansowanie wzrostu kapitałem wewnętrznym nie jest obciążone ryzykiem, a jedynie kosztem, tzw. kosztem alternatywnym, czyli koszt utraconych możliwości innego ulokowania kapitału”[Targalski, Francik 2009, s. 243]

Wzrostem zewnętrznym jest stowarzyszenie się z różnymi podmiotami gospodarczymi. Może mieć zarówno charakter luźny (kooperacyjne formy współdziałania), jak i ścisły (różne formy powiązania własności).

Wzrost zewnętrzny może przyjmować następujące formy

1. Fuzje i przejęcia, polegające na:

- a) nabyciu udziałów bądź pakietu akcji w przedsiębiorstwie, które jest przejmowane (przejęcie),
- b) połączeniu się przedsiębiorstwa z innym podmiotem działającym w tej samej branży (fuzja),
- c) pozyskanie finansowego inwestora (np. fundusze typu *private equity* lub *venture capital* czy też banku inwestycyjnego lub innej instytucji) co wiąże się zazwyczaj ze sprzedażą udziałów bądź pakietu akcji w przedsiębiorstwie.

2. Alianse strategiczne są to elastyczne formy powiązań kooperacyjnych między podmiotami w jasno określonych obszarach, w których współdziałają, np. porozumienie z dostawcami, alianse technologiczne lub marketingowe.

Każda z metod ma zarówno wady, jak i zalety, swoich zwolenników oraz przeciwników. Przejęcia i fuzje w ostatnich czasach należą do najbardziej znaczących procesów w gospodarce. Pierwsze procesy łączenia się przedsiębiorstw pojawiły się na przełomie XIX i XX wieku. Mimo tego, że połączenia przedsiębiorstw dokonywane są już ponad 100 lat w literaturze trudno spotkać jednolite nazewnictwo.

Kodeks spółek handlowych¹⁶ wymienia dwie możliwości połączenia spółek:

1. poprzez przeniesienie całego majątku spółki (przejmowanej) na inną spółkę (przejmującą) za udziały lub akcje (łącznie się przez przejęcie, tzw. inkorporacja),

2. przez zawiązanie spółki kapitałowej, na którą przechodzi majątek wszystkich spółek za udziały lub akcje nowej spółki (tzw. fuzja). Przejęcie może nastąpić poprzez [Frąckowiak 1998, s. 23]:

- a) kupno udziałów (akcji),
- b) kupno majątku (aktywa),
- c) posiadanie pełnomocnictwa grupy akcjonariuszy prawa podczas walnego zgromadzenia i w imieniu tych, którzy udzielili danego pełnomocnictwa,
- d) prywatyzacja, czyli wykupienie akcji notowanych na giełdzie przez małą grupę inwestorów i wycofanie podmiotu z publicznego obrotu oraz przejęcia nad nim kontroli,
- e) wspólne przedsięwzięcie polegające na wydzieleniu przez partnerów aktywów, z których tworzy się wspólny podmiot.

¹⁶ Ustawa z 15.09.2000 art. 492

W odróżnieniu od fuzji, ani podmiot przejmowany ani przejmujący nie przestają istnieć.

Najczęściej spotykana klasyfikacja w literaturze wyróżnia kategorie podziału takie jak: rodzaj prowadzonej działalności, cel połączenia, osoby dokonujące transakcji, sposób finansowania połączenia, stosunki panujące pomiędzy łączącymi się podmiotami, zasięg terytorialny oraz możliwe do osiągnięcia cele w wyniku danego połączenia.

Typy połączeń w ramach wymienionych kryteriów są następujące [Machala 2007, s. 469]:

1. Główne motywy połączenia:
 - połączenie strategiczne,
 - połączenie okazyjne.
2. Cele realizowane w wyniku połączenia:
 - obronne (defensywne),
 - agresywne (ofensywne).
3. Zasięg terytorialny
 - krajowy,
 - międzynarodowy.
4. Sposób finansowania:
 - finansowanie ze środków własnych,
 - finansowanie z wykorzystaniem długu.
5. Stosunki pomiędzy łączącymi się firmami:
 - przyjazne,
 - wrogie.
6. Profile działalności w łączących się podmiotach:
 - połączenia poziome (horyzontalne),
 - połączenia pionowe (wertykalne),
 - połączenia konglomeratowe.
7. Osoby dokonujące transakcji:
 - wykup pracowniczy,
 - wykup menedżerski.

Niezależnie od formy w jakiej są prowadzone, fuzje i przejęcia mogą mieć odmienny charakter strategiczny oraz różne znaczenie w procesie rozwoju przedsiębiorstwa. Klasyfikacja procesów fuzji i przejęć w teorii najczęściej dokonywana jest w oparciu o podział według następujących kryteriów [Frąckowiak 2009]:

- fuzje i przejęcia poziome, pionowe, koncentryczne i konglomeratowe,
- fuzje i przejęcia obronne i agresywne,
- fuzje i przejęcia strategiczne i okazyjne,
- fuzje i przejęcia krajowe i międzynarodowe.

Złożoność i różnorodność procesów fuzji i przejęć powoduje, że relatywnie często występuje problem z jednoznacznym zaklasyfikowaniem danej transakcji do którejś spośród wskazanych grup lub właściwe jest rozpatrywanie procesu w odniesieniu do kilku grup jednocześnie (np. okazyjne przejęcie międzynarodowe). Tym samym, przedstawiona klasyfikacja nie stanowi zamkniętego zestawu możliwych do wyróżniania wariantów procesu akwizycyjnego.

Motywacja przedsiębiorstw do podejmowania rozwoju na ścieżce fuzji i przejęć najczęściej jest złożona i z reguły więcej niż jeden czynnik skłania do podjęcia decyzji o zaangażowaniu w proces akwizycyjny. W ramach tych wieloaspektowych decyzji nie wszystkie motywy mają jednakowy wpływ na ostateczne wybory decydentów. Pomimo dużej różnorodności czynników skłaniających do rozwoju na drodze transakcji M&A, motywy nabywców w procesach fuzji i przejęć mogą zostać zaklasyfikowane w cztery podstawowe grupy: [Lewandowski 2009]:

- motywy techniczne i operacyjne,
- motywy rynkowe i marketingowe,
- motywy finansowe,
- motywy menedżerskie.

W tabeli nr 1.5. zostały wyszczególnione uszczegółowione motywy, zaliczane do poszczególnych z czterech wskazanych powyżej kategorii. Z przedstawionej w tabeli klasyfikacji wynika, że motywy, które przyświecają zaangażowaniu się przedsiębiorstwa w procesy fuzji i przejęć nie zawsze związane są z kreowaniem wartości dla jego właścicieli. Poza motywami operacyjnymi, które przyczyniają się do wzrostu

efektywności działalności przedsiębiorstwa, motywami rynkowymi, które na celu mają zwiększanie przewagi konkurencyjnej przedsiębiorstwa i motywami finansowymi, którym przyświeca wzrost efektywności wykorzystania środków zaangażowanych w finansowanie przedsiębiorstwa, wyróżnia się grupę motywów menedżerskich, których realizacja przyczynia się do maksymalizacji funkcji użyteczności osób zarządzających spółką.

Tabela 1.5. Klasyfikacja motywów nabywców w procesach fuzji i przejęć przedsiębiorstw

Grupy motywów	Motywy szczególne
Motywy techniczne i operacyjne	• zwiększenie efektywności zarządzania, w tym: – nabycie efektywniejszego kierownictwa, – usunięcie nieefektywnego kierownictwa; • synergia operacyjna, w tym: – korzyści skali, – komplementarność zasobów i umiejętności, – ograniczenie kosztów transakcyjnych, – korzyści integracji technicznej
Motywy rynkowe i marketingowe	• zwiększenie udziału w rynku, • zwiększenie wartości dodanej, • wyeliminowanie konkurencji, • dywersyfikacja ryzyka działalności, • wejście w nowe obszary działalności.
Motywy finansowe	• wykorzystanie nadmiernych funduszy, • obniżenie kosztu kapitału, • zwiększona możliwość zadłużenia, • przejęcie gotówki, • korzyści podatkowe, • niedoszacowanie, w tym: – niedoszacowanie przez rynek kapitałowy, – doskonalsza wycena.
Motywy menedżerskie	• wzrost wynagrodzeń, • wzrost prestiżu i władzy, • zmniejszenie ryzyka zarządu, • zwiększenie swobody działania.

Źródło: Motywy nabywcy i sprzedawcy, w: Fuzje i przejęcia red. W. Frąckowiak (2009) PWE Warszawa 2009, s. 32-33

Rozwinięta gospodarka rynkowa, w której dominuje rynek kapitałowy, stwarza duże możliwości fuzji i przejęć. Nasilenie się wrogich przejęć zrodziło szereg metod i technik obronnych, mniej lub bardziej skutecznych. Zagadnienie to zostanie szerzej omówione w następnych rozdziałach pracy.

Fuzje i przejęcia najczęściej mają charakter przyjazny (ang. *friendly takeover*), co oznacza, że dotychczasowy zarząd spółki wyraża aprobatę dla transakcji połączeniowej lub jest przychylny przeniesieniu własności i kontroli nad spółką na rzecz nowego właściciela. W przypadku transakcji przyjaznych plan połączenia lub przejęcia firmy jest analizowany i rozważany przez zarządy obu spółek, które wspólnie uwzględniają warunki transakcji. Jeśli negocjacje zakończą się porozumieniem, propozycja połączenia jest przedkładana do aprobaty akcjonariuszom (udziałowcom) obu firm. Przyjazny proces nabywania podmiotu charakteryzuje się jawnością wobec spółki, zarządu, akcjonariuszy oraz wierzycieli.

1.4. Motywy występowania fuzji i wrogich przejęć spółek publicznych

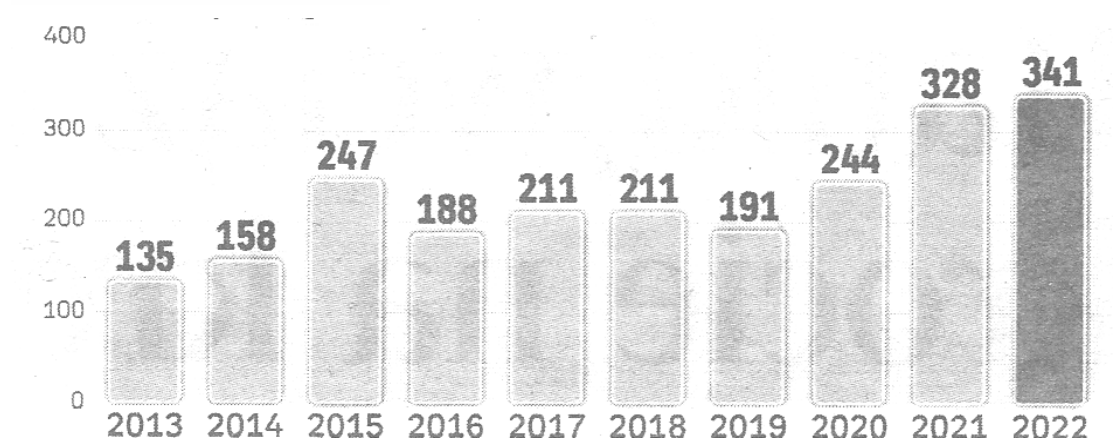
Spółki realizując strategię rozwoju, muszą dostosowywać się do zmieniających się warunków otoczenia zewnętrznego. Postępująca globalizacja gospodarki, internacjonalizacja spółek, szybki postęp techniczny i technologiczny oraz coraz ostrzejsza walka konkurencyjna wymuszają na spółkach podejmowanie inicjatyw mogących zapewnić im nieustanny rozwój. Coraz częściej spółki, które rozwijały się w oparciu o własne zasoby, wchodzą na drogę rozwoju zewnętrznego, realizując transakcje fuzji i przejęć. Fuzje i przejęcia cieszą się ogromną popularnością we współczesnych realiach gospodarczych, są atrakcyjną metodą ekspansji na rynkach narodowych i światowych.

Na polskim rynku fuzji i przejęć od kilkunastu lat widać stosunkowo dużą aktywność. W ostatniej dekadzie zrealizowano łącznie 2254 transakcje - wynika z szacunków bazujących na danych Fordaty i Navigatora. Średnia roczna liczba realizowanych przejęć to 225. Po trudnym pandemicznym 2020 r. następne dwa lata były dla rynku M&A bardzo udane. W 2021 r. zrealizowano w Polsce 328 transakcji, a w 2022 r. o 13 więcej, czyli 341.

Celem przejęcia jest wzrost wartości aktywów spółki przejmującej dokonującej takiej transakcji, zwiększenie jej udziału w sprzedaży oraz w całym rynku. Jest to jedynie cel uboczny. Celem głównym może być zwiększenie bogactwa akcjonariuszy poprzez zawarcie transakcji przejęcia, dzięki której spółka przejmująca uzyskuje przewagę nad konkurencją. Liczbę przejęć w Polsce przedstawia rys. 1.2.

Rysunek 1.2. Liczba przejęć w Polsce w latach 2019—2022

LICZBA PRZEJEĆ W POLSCE



Źródło: Fordata, Navigator Capital Froup

Największą spośród zeszłorocznych transakcji była akwizycja Lotos Paliwa przez MOL za kwotę przekraczającą 2,5 mld zł.

Ekspert podkreślają, że 2022 r. związany był ze znaczącą liczbą zrealizowanych transakcji, ale ich wartość spadła. Rok wcześniej zaobserwowano trzy transakcje o wartości przekraczającej 1 mld euro, natomiast w 2022 r. wartość największych akwizycji oscylowała w granicach połowy tej kwoty - wskazuje dyrektor w Navigator Capital.

Nabywanie firmy może być porównane z rozwijaniem istniejących serii produktów, rozpoczęciem całkowicie nowej jednostki, wejściem we współpracę typu spółki joint venture, pasywnej inwestycji, czy też współpracy w dziedzinie marketingu. Przy takim porównaniu, nabycie już ukształtowanej firmy może być bardziej preferowanym przedsięwzięciem niż rozwój wewnętrzny z czterech podstawowych powodów [Jeffrey 1998]:

- 1. Mniejsze ryzyko.** Przejmowane firmy mają już ukształtowaną bazę konsumencką, możliwy do zweryfikowania stan finansów oraz pewien stworzony produkt. Nabycie takiej spółki pozwala całkowicie ominąć najbardziej ryzykowną część inwestycji, czyli jej początek (potrzebę stworzenia produktu, znalezienia dlań konsumentów, itd.),

- 2. Infrastruktura wspomagająca wzrost.** Nabyta firma posiada ukształtowane zakłady, technologię, reputację i bazę pracowniczą. Zapewnia to nabywcy gotową

infrastrukturę. Możliwości rozwoju mogą być w takim przypadku zwiększone, jeśli tylko nowy właściciel potrafi lepiej niż poprzedni wykorzystać istniejącą bazę,

3. Oszczędności w kapitale inwestycyjnym. Większość przypadków rozwijania i ulepszania istniejących linii produktów wymaga poniesienia nakładów kapitałowych znacznie przekraczających wartość wstępnej inwestycji. W odróżnieniu od tego, firmy przejęte wykazują przychody i dodatnie saldo przepływów pieniężnych niemal natychmiastowo. Finansowanie wzrostu korporacji poprzez nowe nabytki może być łatwiejsze, gdyż pożyczkodawcy i inwestorzy zewnętrzni postrzegają taki nabytok jako dodatkowe zabezpieczenie spłaty długów oraz odpowiednie zwiększenie udziałów akcjonariuszy,

4. Kontrola. Alternatywne możliwości rozwoju korporacji – spółki joint venture, inwestowanie pasywne – wymagają mniejszego kapitału, ale również oferują mniejszy stopień kontroli nad przedsięwzięciem. Ewentualny zwrot z inwestycji jest zależny w takim przypadku również od kogoś spoza korporacji.

Przejęcie może być mało ryzykowną alternatywą wspomnianych wyżej przedsięwzięć, ale nie niesie za sobą gwarancji podwyższenia wartości korporacji. Aby uzyskać z takiej inwestycji odpowiedni wzrost wartości, musi być ona przeprowadzona za pomocą odpowiedniej strategii i bardzo ostrożnie. Wiedza o tym, jaką cenę i kiedy opłaca się zaoferować, jest bardzo ważną częścią tej strategii. Często zdarza się jednak, że szansa na dobrą fuzję lub przejęcie umyka nawet bardzo doświadczonym specjalistom w tej branży. Wobec tego posiadanie rozsądnego planu takiej operacji jest konieczne dla tego typu transakcji.

Pierwszym pytaniem, które może zadać sobie zarząd firmy, jest: który z wielu sposobów fuzji lub przejęcia powinien być zastosowany, aby zmaksymalizować zyski? Za najlepsze sposoby uznaje się następujące strategie, które mówią, że należy [Jeffrey 1998, s. 6-8]:

- przejmować firmy, które konkurują z nabywcą, w celu zwiększenia udziału w rynku,
- kupować firmy, których produkty wymagają takich samych kanałów dystrybucji jak produkty kupującego,
- nabywać przedsiębiorstwa, które posiadają bardziej zaawansowane linie produkcyjne niż kupujący,

- interesować się likwidowanymi firmami, aby zyskać na niedocenianych aktywach,
- przejmować firmy zajęte sądowo,
- interesować się firmami przejętymi przez ich własne zarządy w celu ratowania przed bankructwem.

Motywy przyczyniające się do podjęcia decyzji o fuzji czy przejęciu można podzielić na motywy nabywcy oraz motywy sprzedawcy [Herdan, Antolak 2005, s. 36-39; Frąckowiak (red.) 1998, s. 24; Szymański, Nogalski 2011, s. 47-53; Korpus 2013, s. 14-20].

W firmie będącej nabywcą w procesie fuzji i przejęć występują następujące czynniki:

1. techniczne i operacyjne,
2. rynkowe oraz marketingowe,
3. finansowe,
4. menedżerskie.

Przesłanki techniczne i operacyjne (kosztowe) przejęć opierają się na założeniu, że dzięki zakupowi dużego pakietu akcji i przejęciu kontroli nad określoną spółką będzie można uzyskać zwiększenie efektywności działania. Wzrost ten może wynikać z następujących przyczyn:

- zwiększenia efektywności zarządzania osiągniętego dzięki zastosowaniu rozwiązań, technologii i procesów, które sprawdziły się w firmie przejmowanej (np. kontrola kosztów i rezygnacja z marginalnych dziedzin działalności i niewykorzystanych aktywów i inne podejście do segmentacji rynkowej i projektowania strategii),

- pozyskiwania efektywniejszego kierownictwa. Dzięki przejęciu kontroli nad firmą – celem możliwe jest łatwiejsze przekonanie jej kluczowych pracowników do pracy dla nowego właściciela (nie oznacza to automatycznej zmiany miejsca zatrudnienia – może przybrać formę konsultacji) – znikają wówczas konflikt interesów, formalne przeszkody i poczucie lojalności zakazujące pracy u konkurenta. Dostęp do efektywniejszej kadry umożliwia także eliminację niewydajnego kierownictwa,

- synergii operacyjnej uzyskiwanej głównie dzięki funkcjonowaniu korzyści skali, ograniczeniu kosztów transakcyjnych, połączeniu komplementarnych zasobów

integrujących się jednostek oraz korzyści integracji technicznej istnienie poszczególnych czynników i ich znaczenie jest w ogromnej mierze związane z konkretnym przypadkiem, choć można się także dopatrywać bardziej ogólnych zależności (np. efekt skali występuje w przejęciach poziomych, a ograniczenie kosztów transakcyjnych lub korzyści integracji technicznej raczej w pionowych).

Motywy rynkowe i marketingowe fuzji i przejęć wynikają z możliwości poprawienia pozycji rynkowej niezależnie od zwiększenia operacyjnej efektywności jednostek. Główne motywy rynkowe to:

- zwiększenie udziału w rynku – poprzez przejęcie konkurencji spółki można zwiększyć swój udział w rynku i w rezultacie osiągnąć na przykład ekonomię skali w transakcjach rynkowych, zwiększyć zauważalność produktów i prestiż firmy,

- wejście na nowe rynki lub w nowe obszary działalności – dzięki przejęciu lub fuzji poziomej albo poprzez podobną operację wobec firmy dystrybucyjnej można szybko osiągnąć dobrą pozycję na innym geograficznie rynku lub w zupełnie nowym segmencie czy sektorze,

- wyeliminowanie konkurencji – poprzez fuzję lub przejęcie kontroli nad firmą konkurencyjną można zarówno ograniczyć liczbę konkurentów, jak i zmniejszyć natężenie działań konkurencyjnych w sektorze,

- zwiększenie wartości dodanej – w wypadku integracji pionowej można osiągnąć zwiększenie wartości dodanej poprzez przechwycenie marży wcześniejszych lub późniejszych ogniw łańcucha wytwarzania,

- dywersyfikacja ryzyka działalności – w wypadku integracji konglomeratowej da się uzyskać zmniejszenie uzależnienia od jednego sektora, rekompensować sobie spadek przychodów z tradycyjnej działalności lub kompensować niestabilność obecnego sektora.

Osiągnięcie korzyści finansowych należy do najważniejszych motywów przejęć. Ich cechą charakterystyczną jest to, że mogą wystąpić niezależnie od innych korzyści (np. rynkowych lub operacyjnych). Grupa obejmuje dość rozległy i zróżnicowany katalog motywów wykraczających poza proste zwiększenie wyniku finansowego. Do głównych motywów finansowych zalicza się:

- wykorzystanie nadmiernych funduszy – w wypadku posiadania wolnych środków finansowych spółka może zdecydować się na ekspansję drogą przejęć lub

fuzji. Dotyczy to przede wszystkim firm z sektorów dojrzałych, które sytuacja w pierwotnym sektorze zmusza do inwestowania w branże bardziej rozwojowe, cierpiące na niedobór kapitału,

- zwiększenie zdolności do zadłużania – dzięki przejęciu spółki, która nie wykorzystuje w pełni możliwości zewnętrznego finansowania, można zwiększyć zdolność kredytową nowo powstałej grupy. Dodatkowo większe rozmiary po integracji zmniejszają ryzyko kredytodawców,

- zmniejszenie kosztu kapitału – utworzenie grupy kapitałowej lub fuzja jednostek niekiedy przynoszą dodatkowo korzyści związane ze zmniejszeniem kosztu kapitału – jest to pochodna poprzedniego czynnika,

- przejęcie gotówki i przejmowanego podmiotu – spółki o dużej płynności stanowią atrakcyjne cele przejęć w związku z możliwością wykorzystania ich nadwyżki. Niekiedy nadwyżki te służą do sfinansowania nabycia (przejęcie typu LBO),

- korzyści podatkowe – spotykane, gdy straty spółki nabywanej (bieżące lub przeszłe) mogą posłużyć do zmniejszenia zobowiązań podatkowych spółki przejmującej,

- niedoszacowanie wartości nabywanej firmy – ten motyw może wskazywać na okazjność przejęcia, nie będąc wyrazem realizowania podstawowej strategii podmiotu przejmującego.

Motywy menedżerskie wiążą się z realizacją interesów osób bezpośrednio podejmujących decyzje w wypadku przejęć i inicjujących procedury w wypadku fuzji. Interesy te nie zawsze są sprzeczne z interesami akcjonariuszy, ale często w taki sposób się je przedstawia. Wśród motywów menedżerskich wymienia się:

- wzrost wynagrodzeń – przeprowadzenie udanego przejęcia, którego skutkiem będzie zwiększenie rozmiaru jednostki (lub grupy kapitałowej), może przynieść wzrost wynagrodzeń członków kadry kierowniczej. Podwyżka ta następuje niekiedy pomimo braku wzrostu bogactwa akcjonariuszy [Sudarsannam 1998, s. 22-23],

- wzrost prestiżu i władzy – poczucie prestiżu i władzy może się łączyć z większą liczbą podwładnych, większym budżetem firmy lub limitem wydatków reprezentujących i podobnymi czynnikami. Osiągnięcie tych celów dzięki działaniom na rynku kontroli wydaje się znacznie łatwiejsze niż poprzez ograniczony wzrost,

- zwiększenie swobody działania – dzięki udanej fuzji z jednej strony rośnie dostępność możliwości do wykorzystania funduszy, a z drugiej – dochodzi do intensyfikacji rozproszenia własności korporacji, co zwiększa swobodę kierownictwa,
- zmniejszenie ryzyka zarządzania – poprzez dywersyfikację działalności kierownictwo może osiągnąć zróżnicowanie przychodów i wyników finansowych. W rezultacie łatwiej jest zamaskować niepowodzenie w konkretnej sferze działania. Dodatkowo zwiększenie rozmiarów jednostki nierzadko utrudnia jego przejście w przyszłości.

Badania motywów fuzji przejęć pozwalają stwierdzić, że motywy zależą zarówno od warunków gospodarczych i kulturowych panujących w określonej gospodarce, jak i od samej spółki, a także że zmieniają się one w czasie. Fuzje i przejęcia i fuzje realizowane w USA motywowane są najczęściej finansowo, podczas gdy podobne operacje w Polsce – raczej rynkowo.¹⁷

W kolejnych badaniach nad motywami polskich fuzji i przejęć coraz ważniejszą rolę odgrywały motywy finansowe [Piorunowska – Kokoszko (w:) Jeżak (red.) 2003, s. 425]. Ale istnieją też inne motywy przejęć i fuzji np. poza menedżerskie. Poza menedżerskie motywy przejęć i fuzji opierają się na domniemaniu istnienia luki między wyceną przejmowanej spółki przez sprzedających, a wyceną dokonaną przez przejmującego. Luka ta może wynikać z:

- ewentualnej koordynacji działań podmiotu przejmującego i przejmowanego oraz synergii z tym związanej,
- poza synergicznych usprawnień działania podmiotu przejmowanego,
- premii wynikającej ze struktury rynku (premia za monopol lub zmniejszenie natężenia konkurencji w sektorze.

W literaturze wymienia się też inne motywy (np. zakup spekulacyjny, względy podatkowe), które faktycznie powodują różnice w wycenie spółki przejmowanej. Inni autorzy wyróżniają trzy grupy motywów przejęć:

- realne (związane z usprawnieniem działalności firmy przejmowanej),
- spekulacyjne (wynikające z niedoszacowania wartości aktywów),
- menedżerskie.

¹⁷ Istotą procesów fuzji i przejęć w Polsce jest nabywanie kontroli nad przedsiębiorstwami i stanowi powszechnie występujący instynkt realizacji wzrostu spółki publicznej na rynku. Proces ten stanowi główny cel przejęcia spółek publicznych.

Najbardziej rozwiniętą systematykę motywów nabywcy w procesach fuzji i przejęć przedstawili W. Frąckowiak i M. Lewandowski w tabeli 1. 6.

Tabela 1.6. Motywy nabywcy w procesach fuzji i przejęć

Grupy motywów	Motywy specyficzne
Motywy techniczne i operacyjne	- zwiększenie efektywności zarządzania - pozyskanie bardziej efektywnego kierownictwa • usunięcie nieefektywnego kierownictwa - synergia operacyjna • korzyści skali • komplementarność zasobów i umiejętności • ograniczenie kosztów transakcyjnych • korzyści integracji technicznej
Motywy rynkowe i marketingowe	- zwiększenie udziału w rynku - zwiększenie wartości dodanej - wyeliminowanie konkurencji - komplementarność produktów (rynków) - dywersyfikacja ryzyka działalności - wejście w nowe obszary działalności
Motywy finansowe	- wykorzystanie funduszy nadwyżkowych - zwiększenie zdolności do zadłużania - przejęcie gotówki - obniżenie kosztów kapitału - korzyści podatkowe - niedoszacowanie wartości nabywanej firmy • niedoszacowanie przez rynek kapitałowy • doskonalsza wycena dokonana przez nabywcę
Motywy menedżerskie	- wzrost wynagrodzeń kierownictwa - wzrost prestiżu i władzy - zmniejszenie ryzyka zarządzania - zwiększenie swobody działania

Źródło: W. Frąckowiak (red) (1998), *Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw, PWE, Warszawa.*, s. 23

Motywy kierujące sprzedającymi akcje mają charakter zbliżony do motywów nabywców.

Wśród motywów sprzedawców M. Lewandowski i W. Frąckowiak wyróżniają cztery rodzaje motywów:

- finansowe,
- strategiczne,
- administracyjne,
- menedżerskie.

W porównaniu z motywami sprzedawców brakuje motywów technicznych i rynkowych,

które częściowo zastąpione zostały motywami strategicznymi, nowością zaś są motywy administracyjne. W każdej z grup występują motywy szczegółowe, co przedstawia tabela 1.7.:

Tabela 1.7. Motywy sprzedawcy w procesach przejęć

Grupy motywów	Motywy specyficzne
Motywy finansowe	- straty finansowe przedmiotu dezinwestycji, - reorganizacja portfela inwestycyjnego: • zamiana na gotówkę, • pozyskanie atrakcyjniejszych instrumentów, • wyjście z inwestycji po zrealizowaniu celów, - korzystne warunki działania dla mniejszych firm - uzyskanie ceny wyższej niż wartość aktywów dla właścicieli: • likwidacja, • oferta odkupu z premią lub odsprzedaż na korzystnych warunkach, - wzrost wartości akcji na rynku kapitałowym
Motywy strategiczne	- pozbycie się niepotrzebnych lub niedopasowanych aktywów, - pozyskanie pożądanego partnera biznesowego, - obrona przed wrogiem przejęciem, - ograniczone możliwości samodzielnego rozwoju, - poprawa pozycji konkurencyjnej
Motywy administracyjne	- nakaz sprzedaży wydany przez organy państwa, na przykład antymonopolowe
Motywy menedżerskie	- nowe stanowiska kierownicze - większa swoboda działania

Źródło: W. Frąckowiak (red) (1998), *Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw*, PWE, Warszawa., s. 23

Motywy finansowe należą do najczęściej spotykanych motywów sprzedawcy. Stanowią one zróżnicowaną grupę czynników związanych w bezpośredni sposób z celami finansowymi. Wśród motywów finansowych wyróżnia się:

– straty finansowe przedmiotu dezinwestycji – sprzedaż akcji spółek rozczarowujących wynikami w systemie menedżerskim to najlepszy przykład. Szybkie wycofanie się z inwestycyjnych niespełniających oczekiwań może uchronić inwestora przed dekapitalizacją jego majątku,

– reorganizacja portfela inwestycyjnego – sprzedaż spółek zależnych lub oddziałów firmy może być rezultatem porządkowania majątku. Celem takiej reorganizacji bywa późniejsza dywersyfikacja, pozyskiwanie atrakcyjniejszych lub przyszłościowych instrumentów, lub wykorzystanie nadarzających się okazji

inwestycyjnych, czy w końcu wyjście z inwestycji po zrealizowaniu zamierzonych wcześniej celów (Frąckowiak; Lewandowski). Do tej grupy można zaliczyć również wysokie potrzeby kapitałowe lub konieczność pokrycia zadłużenia w innych dziedzinach. ,

- korzystniejsze warunki działania dla mniejszych firm – w wyniku funkcjonowania programów wspierania małych i średnich firm może pojawić się bodziec do podziału jednostki i sprzedaży niektórych jej części,

- uzyskanie ceny wyższej niż wartość aktywów dla udziałowców – sprzedaż części jednostki lub akcji spółki może być efektem wykorzystania okazji rynkowej. Wyższa cena akcji niż subiektywna wycena wartości dokonanych przez akcjonariuszy wynika niekiedy z oferty odkupu akcji dokonana przez akcjonariuszy wynika niekiedy z oferty odkupu akcji z premią, zaś wyższa wycena zorganizowanej części majątku może prowadzić do likwidacji spółki,

- wzrost wartości akcji na rynku kapitałowym – w wypadku wysoce zdywersyfikowanych spółek rynek kapitałowy miewa trudności z ich wyceną. W takiej sytuacji pozbycie się peryferyjnych dziedzin działalności – nawet dochodowych – nierzadko wywołuje wzrost wartości akcji.

Motywy strategiczne to grupa czynników związanych z realizacją długookresowych planów spółki. wśród nich wyróżnia się:

- pozbycie się niedopasowanych lub niepotrzebnych aktywów - spółka może sprzedać zakład lub udziały w spółce zależnej z powodów niewielkiej atrakcyjności branży, w której podmiot sprzedawany działa, niepożądanego oddziaływania produktów zakładu na prestiż marki (marek) właściciela lub z podobnych powodów,

- pozyskanie pożądanego partnera biznesowego - poprzez sprzedaż części udziałów w spółce zależnej określonego podmiotowi można rozpocząć współpracę z nim, która w przyszłości obejmowałaby większą liczbę dziedzin niż na początku,

- obrona przed wrogim przejęciem - niektóre techniki obronne polegają na wyzbyciu się określonych rodzajów działalności firmy,

- ograniczone możliwości samodzielnego rozwoju sprzedaży mogą podlegać także dywizje¹⁸ spółek działające na perspektywnych rynkach, ale wymagające dużych - inwestycji. motyw ten jest wyraźnie powiązany z finansowymi motywami reorganizacji,
- poprawa pozycji konsumpcyjnej. Dzięki sprzedaży części rodzajów działalności niezwiązanych bezpośrednio z podstawą (outsourcing) firma może skupić zasoby na podstawowej działalności i poprawie swej pozycji konkurencyjnej w tej dziedzinie.

Motywy administracyjne są najbardziej specyficzną grupą czynników wpływających na decyzję o sprzedaży spółki lub jej części. W przeciwieństwie do pozostałych, motywy administracyjne wpływają spoza jednostki i związane są z decyzjami sądów lub organów antymonopolowych.

Motywy menedżerskie dezinvestycji obejmują:

- nowe stanowiska kierownicze - dzięki wydzieleniu części jednostki w niezależną prawnie spółkę (w celu następnej sprzedaży części lub wszystkich jej udziałów) pojawiają się nowe stanowiska kierownicze, które obsadzić może kadra spółki matki,
- większą swobodę działania - wyodrębniona spółka, jako nowy byt sprawczy (a w rezultacie jej kierownictwo), może mieć większy zakres samodzielności niż były zakład. Ponadto niekiedy dochodzi do rozproszenia własności, co dodatkowo zwiększa niezależność kierownictwa.

Fuzje i przejęcia stanowią immanentną cechę rozwiniętej gospodarki rynkowej. Są procesem ciągłych przekształceń funkcjonowania organizacji gospodarczych o różnym stopniu złożoności i zakresie działania [Jeffrey1998, s. 7].

Głównym celem procesów fuzji i przejęć firm jest podniesienie efektywności funkcjonowania firmy nabywanej. Rośnie wtedy łączna zyskowność działania, w niektórych przypadkach będąca efektem synergii [Szczepankowski 2000, s. 135]. Mimo że fuzje i przejęcia są elementem realizacji strategii wzrostu i w założeniu służą rozwojowi firm, to jednak nie zawsze pozwalają osiągnąć zamierzony cel [Szczepankowski 2000, s. 135]. Przejęcia w wielu krajach spotykają się z różnego typu przeszkodami, zarówno dla przedsiębiorców krajowych, jak i zagranicznych. Bariery te to czynniki tkwiące w otoczeniu spółki przejmowanej lub przejmującej, które opóźniają, utrudniają lub nawet uniemożliwiają prawidłową realizację procesu fuzji lub przejęcia.

¹⁸ Dywizja to wojskowa jednostka taktyczna mogąca prowadzić samodzielne działania wojenne, ale także zakłady na pełnym rozrachunku gospodarczym jako jednostka organizacyjna samodzielnie prowadząca działalność gospodarczą, wyodrębniona ze spółki.

Występują jednak różnice pomiędzy ich poziomem i efektywnością. P. Szczepankowski bariery dokonywania fuzji i przejęć podzielił ze względu na fazy procesów, w których występują. Fazy te plasują się następująco [Szczepańska – Woszczyzna 2009, s. 49]: preparacja, konwersja, realizacja i faza porealizacyjna. Czynniki klasyfikujące bariery dokonywania procesów fuzji i przejęć podzielić należy na czynniki utrudniające i uniemożliwiające zarówno rozpoczęcie procesu, jego właściwy przebieg oraz uzyskanie oczekiwanych efektów.

Faza preparacji – „preparacja” dotyczy czynności przygotowawczych przeprowadzanych w celu znalezienia rozwiązania. Podczas tej fazy następuje formowanie problemu, zbieranie informacji i ich klasyfikacja. Barrierami występującymi w tej fazie są np. brak przepisów wytyczających formy i sposoby fuzji i przejęć, nieuregulowane sprawy własnościowe firmy, niewłaściwa wycena wartości aktywów firmy itp.

Faza konwersji – obejmuje procesy o charakterze finansowym, prawno-organizacyjnym oraz społeczno-politycznym. To nie tylko czynności formalne, ale także prowadzenie negocjacji i założenia, co do dalszego rozwoju przejmowanego przedsiębiorstwa. Bariery finansowo-kapitałowe powodują problemy w zdobyciu środków finansowych niezbędnych do sprawnego przeprowadzenia fuzji i przejęć z danym podmiotem gospodarczym, natomiast bariery społeczno-polityczne to głównie postawa załogi spółki wobec zmian wynikających z procesów fuzji i przejęć zarówno dla firmy przejmowanej, jak i przejmującej.

Faza realizacji – to etap rozpoczęcia działalności firmy jako jednostki wspólnej ze strategicznym partnerem.

Faza porealizacyjna – to bariery, które spotykają spółki po dokonaniu procesu fuzji lub przejęcia. Mogą uniemożliwiać lub ograniczyć skuteczność postawionych sobie przez właścicieli celów przejęcia.

Przy dokonaniu fuzji i przejęć należy pamiętać, że obawy posiadają nie tylko inwestorzy, ale także pracownicy firm przejętych i to właśnie z ich braku doświadczenia przy tego typu transakcjach wynikać mogą problemy.

W przypadku wrogich transakcji, ważnym motywem mogą być korzyści finansowe wynikające z niedoszacowania przejmowanego podmiotu przez rynek kapitałowy. Niska wartość rynkowa spółki w odniesieniu do wartości księgowej może

być postrzegana w kategorii okazji rynkowej, której nabycie może okazać się tańsze niż inwestycja w nowe aktywa. Wartość spółki może być także dla nabywcy wyższa niż wartość giełdowa ze względu na odkryte efekty synergii możliwe do wykorzystania tylko przez potencjalnego nabywcę [Lewandowski 2009, s. 41]. Ponadto korzyści finansowe mogą wynikać także z wykorzystania funduszy nadwyżkowych wykorzystania zdolności do zadłużenia, przejęcia gotówki, obniżenia kosztów kapitału oraz korzyści podatkowych.

Wśród motywów fuzji i przejęć, w tym także wrogich transakcji, szczególną grupę tworzą motywy właściwe menedżerom. Realizując transakcje, kadra kierownicza spółki przejmującej koncentruje się nie tylko na kryterium wzrostu bogactwa akcjonariuszy, lecz także na własnych korzyściach. Wśród motywów menedżerskich najczęściej wyróżnia się wzrost wynagrodzeń kierownictwa, zwiększenie prestiżu i władzy, mniejsze ryzyko zarządzania oraz większą swobodę działania [Sudarsannam 1998, s. 16].

Przeprowadzenie udanego przejęcia, którego skutkiem będzie wzrost wielkości spółki lub grupy kapitałowej, może wpłynąć na wzrost wynagrodzenia kadry kierowniczej oraz uzyskanie dodatkowych świadczeń. Przejęcia mogą być sposobem osiągnięcia osobistych celów i ambicji kierownictwa, wzrostu prestiżu i władzy, pełniejszego wykorzystania posiadanych umiejętności i kompetencji menedżerskich. Przejęcia spółek pozwalają także na dywersyfikację działalności i zmniejszenie ryzyka znacznych wahań przychodów i wyników finansowych firm, co oznacza bezpieczeństwo zarządzania dla kadry kierowniczej.

Ponadto wzrost rozmiarów spółki skutkuje wzrostem jej wartości, co utrudnia jej przejęcie w przyszłości. Ważną kwestią jest także zwiększenie swobody działania wynikające z jednej strony z rozproszenia własności korporacyjnej, która może być rezultatem przeprowadzonej transakcji, z drugiej strony – z dysponowania większymi zasobami wolnych środków finansowych [Herdan 2008, s. 17].

Wrogie przejęcia, podobnie jak transakcje przyjazne podyktowane są przez kilka przesłanek. Wydaje się, że ważnym aspektem wrogich przejęć, choć zapewne nie jedynym, jest dążenie do zmiany istniejącego zarządu w celu podwyższenia rentowności danej spółki, racjonalizacji zamierzeń inwestycyjnych i lepszego wykorzystania aktywów poprzez przeniesienie ich do bardziej zyskownych

przedsięwzięć i pod lepsze zarządzanie [Rosenzweig 1988, s. 377]. Zaprezentowane powyżej motywy nie wyczerpują problematyki przyczyn wrogich przejęć. Ich motywy zmieniają się w czasie, zależą także od warunków gospodarczych i kulturowych panujących w określonej gospodarce oraz od samego nabywcy. Warto zwrócić uwagę, że zaprezentowane przesłanki, istotne z punktu widzenia wrogich przejęć, są charakterystyczne dla większości rodzajów połączeń, a ich istnienie warunkuje również próby nabycia w przyjaznej formie, które co do zasady cechują się znacznie większym powodzeniem niż wrogie przejęcia. Szerzej na temat wrogich przejęć jest w następnym podrozdziale.

Niemniej jednak, mimo popularności fuzji, często są one związane ze stratą pieniędzy ze strony nabywającego, po uwzględnieniu kosztów tej operacji. W rzeczywistości, nawet jeśli sprawozdanie z przepływu środków pieniężnych takiej operacji wykazuje dodatnie saldo, wiele transakcji powoduje duże ubytki w zasobach ludzkich firmy przejmowanej, co powoduje obniżenie spodziewanego przyrostu wartości rynkowej firmy przejmującej. Dlaczego więc nie rezygnuje się z tych transakcji mimo opisanych wad? Okazuje się bowiem, że przejęcia stają się jednym z najpewniejszych sposobów połączenia ambitnych planów rozwoju firmy oraz rozsądnych zwrotów z inwestycji.

Istotnymi elementami, które wpływają na wartość spółki są: stan i wielkość techniczno-ekonomicznego zużycia jej majątku, stosowana technologia i technika produkcji, warunki eksploatacji i stopień wykorzystania środków trwałych, wiek i gospodarka środkami trwałymi. Na wartość jej rzutują również rzadkość i atrakcyjność poszczególnych składników majątkowych spółki i całych ich kompleksów z punktu widzenia ich sprzedaży. Ważną okolicznością przy ustalaniu wartości firmy jest jej zdolność innowacyjna oraz posiadany know-how w dziedzinie produktowo-technologicznej i rynkowej.

O wartości spółki decyduje również sytuacja ekonomiczna kraju, strategia rozwojowa firmy, atrakcyjność rynków oraz branż, w których działa lub zamierza działać jej pozycja marketingowa na rynku. Kondycja ekonomiczno-finansowa firmy i osiągnięta rentowność to także ważne determinanty wartości przedsiębiorstwa. Im wyższy zysk i dochód, tym wyższa wartość firmy. Stabilna i dobrze przygotowana

zawodowo załoga spółki oraz jej kadry zarządzające mają istotny wpływ na wartość firmy.

Czynnikami, które rzutują bezpośrednio na wartość spółki są: wielkość udziałów w innych firmach, stan prawny przedsiębiorstwa oraz stan jego zadłużenia i zdolności do spłacania kredytów. Ponadto na wartość spółki wpływają w pewnych granicach takie elementy, jak: czas i miejsce wyceny, lokalizacja stosowane metody wyceny, charakter przekształcenia własnościowego i strony uczestniczące w obrocie przedsiębiorstwem.

W badaniach naukowych poszukuje się sposobów identyfikowania niebezpieczeństwa zaistnienia upadłości, starając się dokonać identyfikacji z wyprzedzeniem. Budowanie modeli analitycznych określanych mianem systemów wczesnego ostrzegania przed bankructwem, umożliwia analizę kondycji finansowej przedsiębiorstwa i ryzyko zaistnienia sytuacji zagrożenia w spółce. Reakcja w tym zakresie może być bowiem dla spółki niezbędnym działaniem prowadzącym do przetrwania w warunkach rynkowych.

Powszechnie przyjętą przyczyną przejęć spółki jest brak środków pieniężnych. Jednak w raportach statystycznych wskazuje się, iż upadłość spółki jest wynikiem wielu błędów na szczeblu kierowniczym, a brak płynności finansowej jest konsekwencją kryzysu organizacji. Za powód utraty płynności można zatem uznać brak umiejętności zarządzania finansami, nadmiar zobowiązań, niedostateczną umiejętność zarządzania przedsiębiorstwem, niską jakość usług, rozbieżność w strategii kierownictwa i właścicieli oraz defraudację środków. Stąd też jest wręcz niezbędne dysponowanie informacjami, które w sposób adekwatny do sytuacji odzwierciedlają zagrożenie w działalności firmy. Konieczne jest stosowanie procedur i narzędzi wczesnego ostrzegania, informujących o celowości podejmowanych decyzji, ich sensowności i efektywności dla działalności jednostki gospodarczej. Monitorowanie w tym względzie jest nieodzowne we właściwej ocenie decyzji o charakterze operacyjnym oraz dla prowadzenia długofalowych działań.

Poziom upadłości poszczególnych podmiotów zmienia się w zależności od fluktuacji czynników makroekonomicznych jak również w perspektywie mikro. Firma musi reagować na wiele bodźców związanych z otoczeniem konkurencyjnym lub zmiennością walut. Musi także reagować na zmieniające się przepisy gospodarcze, stawki podatkowe, stopy kredytów i pożyczek czy też zjawiska kryzysowe na świecie

lub w węższym obszarze gospodarczym. Wielość elementów mających wpływ na działalność przedsiębiorstwa wymusza konieczność decyzji, jednak nie zawsze są one podejmowane we właściwym czasie i nie zawsze są skuteczne. Właściwe reagowanie na czynniki zewnętrzne, poprzez zmiany organizacyjne, rozstrzygnięcia podejmowane na szczeblu kierowniczym i właścicielskim, procesy dostosowawcze, zmiany planów strategicznych oraz operacyjnych mogą doprowadzić do polepszenia efektywności działalności, poprawy sprawności działania, płynności przedsiębiorstwa i innych kategorii, których znaczenie dla kondycji finansowej nie powinno być lekceważone, co przedstawia tabela 1.8.

Tabela 1.8. Oznaki pogarszającej się kondycji finansowej

Kategorie finansowe	Kategorie pozafinansowe
Obniżenie poziomu przychodów	wstrzymanie procesów inwestycyjnych
Pogorszenie płynności finansowej	znaczna rotacja dostawców
Wzrost zapotrzebowania na kapitał obrotowy	techniczne problemy produkcyjne
Pogorszenie się wskaźników zyskowności, szczególnie na poziomie operacyjnym	przestarzała technologia
Rosnące koszty finansowe	spadek zamówień i utrata klientów
Malejące wskaźniki efektywności majątku	spadek nakładów na badania i rozwój
Wzrost stanu zapasów, w szczególności	fluktuacja kadry kierowniczej
pogorszenie wskaźników obrotowości	silna pozycja roszczeniowa organizacji
zapasów, należności i zobowiązań	pracowniczych
Dezinwestycje	zmniejszenie zatrudnienia
	utrata pozycji rynkowej

Źródło: Nowak J., Zarzecki D. (2012), Perspektywa finansowa restrukturyzacji z elementami prognozowania upadłości przedsiębiorstw, Difin, Warszawa, s. 123

Jednak należy również wskazać na konieczność uznania potrzeby badania kondycji finansowej. Bezkrytyczne stosowanie wybranych metod oceny może prowadzić do sfalszowania obrazu firmy jako całości. Spółki działają bowiem w otoczeniu gospodarczym, którego specyfika lub ramy organizacyjno-prawne mogą powodować, iż ocena prowadzona na bazie wybranego modelu, a bez uwzględnienia pozostałych elementów związanych z otoczeniem i specyfiką rynku, może prowadzić do błędnych wniosków. Jak wskazuje się w literaturze przedmiotu, nie zawsze jednak jest możliwe wypracowanie jednolitej oceny sytuacji finansowej spółki, z uwagi na specyfikę działalności oraz funkcjonowania na różnych rynkach [Siemińska 2002, s. 204].

Funkcjonowanie firmy wymaga adekwatnego do zmieniających się warunków otoczenia zarządzania finansami przedsiębiorstwa. Wiedza na temat zagrożeń wynikających z podejmowanych decyzji lub zmienności parametrów rynkowych czy też stosowanych instrumentów może być więc kluczem do odpowiednio szybkiego i trafnego identyfikowania przyczyn zagrożenia, szczególnie w przypadku identyfikowania upadłości przedsiębiorstw lub zagrożenia wrogiego przejęcia [Nowak 2012, s. 129]. W jednej ze statystyk D&B (Dun & Bradstreet) wskazano, że w około dziewięćdziesięciu procentach upadłości przedsiębiorstw jest spowodowanych przez niekompetencję kierownictwa. W tym zakresie także wskazuje się na kilkanaście błędów popełnianych przez zarządzających, jak m.in.:

- podejmowanie działalności z niewłaściwych powodów,
- nietrafne decyzje na podstawie wniosków doradców,
- realizacja zamierzeń w niewłaściwym miejscu i czasie,
- niewłaściwa ocena wymogów czasowych realizacji celów,
- duma kierownictwa i właścicieli,
- brak rozpoznania rynku,
- zbyt duża wiara w swój produkt,
- brak świadomości i odpowiedzialności finansowej,
- brak wyznaczonego kierunku działalności.

Jednak większość z przyczyn można ograniczyć do trzech najbardziej typowych: brak środków finansowych, błędów w zarządzaniu i marketingu. Monitorowanie działalności bazujące na systemach identyfikacji zagrożenia upadłością to jeden z elementów rozbudowujących możliwość oceny kondycji finansowej. Podstawowym celem zastosowania tego rodzaju identyfikacji jest wykazanie pogorszenia stanu firmy, w kontekście ewentualnych konsekwencji upadłości. Pamiętać jednak należy, że nie jest to w żadnym względzie system informacji o zapobieganiu bankructwu, ale narzędzie monitorowania działalności, dostarczające informacji o ewentualnym zagrożeniu. Instrument ten wspomaga zarządzanie finansami przedsiębiorstwa i kompleksową działalność w zakresie kontroli jego stanu odzwierciedloną raportami miesięcznymi, kwartalnymi lub rocznymi, traktującymi o kondycji finansowej. Szczególnie istotne może być zatem umiejętne porównanie uzyskanych wyników do innych podmiotów w branży, sektorze lub funkcjonujących na rynku, aby rozpoznać, czy reakcje

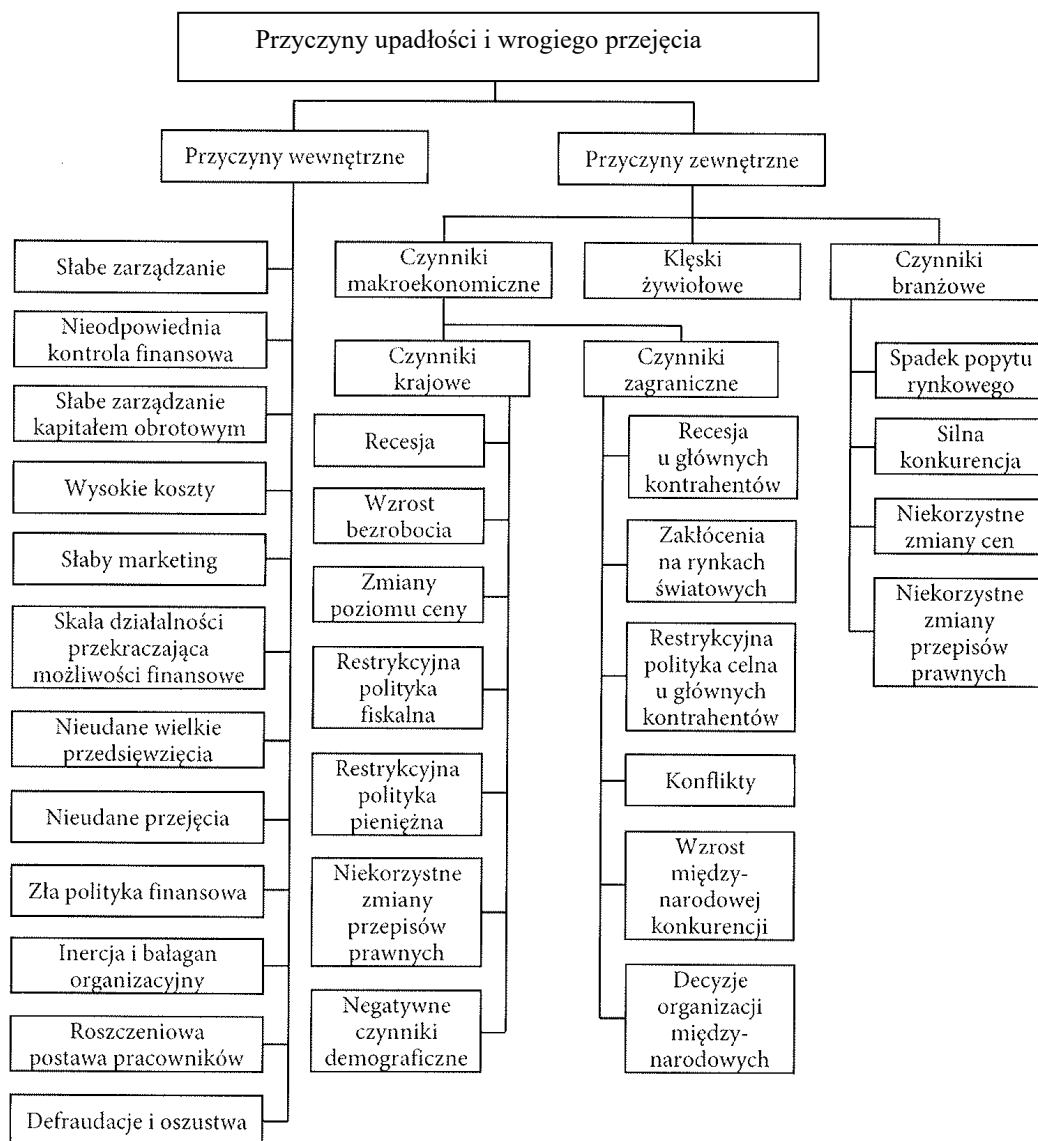
podejmowane decyzje są odzwierciedleniem stanu rynku, czy też są po prostu nietrafne, a ich konsekwencje mogą zagrażać poprawnej działalności firmy.

Z przeprowadzonej analizy finansowej spółek notowanych na rynku podstawowym GPW w Warszawie, opisanych w rozdziale 5 wynika, że ze względu na niską wartość rynkową i nieefektywne zarządzanie szereg spółek może być bardziej narażonych na wrogie przejęcie w odniesieniu do firm pozostałych. Dodatkowym czynnikiem sprzyjającym przejęciu spółki będzie rozdrobniona struktura akcjonariatu, obecność inwestorów finansowych w gronie akcjonariuszy, brak obecności założycieli spółki lub ich spadkobierców w zarządzie oraz brak kapitałowego zaangażowania kadry zarządzającej.

Jednocześnie potencjalne zagrożenia dla spółek wynikające z gorszych wyników finansowych mogą być skutecznie zniwelowane poprzez barierę, jaką jest skoncentrowana struktura akcjonariatu. Spółka posiadająca większościowego akcjonariusza kontrolującego ponad 50% głosów na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy ma niewielkie szanse, aby stać się celem wrogiego przejęcia. Najeżdźca, mając do wyboru podmiot z większościowym akcjonariuszem i spółkę z rozproszonym akcjonariatem, raczej dokona wyboru tej drugiej, ponieważ prawdopodobieństwo odpowiedzi na wezwanie akcjonariuszy w tej sytuacji jest dużo wyższe. Dodatkowym ułatwieniem w dokonaniu wrogiego przejęcia będzie obecność wśród akcjonariuszy inwestorów finansowych, którzy w obliczu atrakcyjnej oferty cenowej, pozwalającej na realizację ponadprzeciętnego zysku z inwestycji mogą być zainteresowani zbyciem akcji. Podobnie, atakujący, dokonując wyboru celu przejęcia, wybierze raczej spółkę, która będzie charakteryzować się brakiem obecności założycieli przedsiębiorstwa (lub członków rodziny założyciela) w zarządzie lub brakiem zaangażowania kapitałowego *top managementu*.

Czynniki ewentualnej przyczyny upadłości i wrogiego przejęcia przedstawia poniższy rysunek 1.3.

Rysunek 1.3.. Przyczyny upadłości i wrogiego przejęcia spółek



Źródło: Opracowanie własne na podstawie: Jędrzejewski S. Przedsiębiorstwo w upadłości, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź 2016, s. 26

W dużym uproszczeniu można powiedzieć, że upadłość podmiotu najczęściej jest następstwem kryzysu finansowego występującego w jednostce. Jednak jest to założenie teoretyczne, ponieważ w praktyce można się również spotkać z upadłością spowodowaną kryzysem zarządzania, upadłością kontrolowaną czy też upadłością polityczną. Choć każda z nich ma inne podłoże, to ostatecznie prowadzi do likwidacji co z ekonomicznego punktu widzenia oznacza zaniechanie działalności gospodarczej.

1.5. Charakterystyka wrogich przejęć spółek publicznych

Możliwe jest jednak przeniesienie własności i kontroli wbrew woli dotychczasowego zarządu, wbrew woli dotychczasowego posiadacza pakietu kontrolnego lub wbrew woli obu tych podmiotów, wtedy przejęcie ma charakter wrogi (ang. *hostile takeover*) [Jeager 2001, s. 20-21; Rozwadowska 2012, s. 45-46]. Wrogie przejęcie narusza interesy części akcjonariuszy samej spółki, zarządu i pracowników, kooperantów klientów i innych interesariuszy przedsiębiorstwa.

Pośrednią formą pomiędzy przejęciem przyjaznym a wrogim jest tzw. przejęcie wywalczone. Ma ono miejsce wówczas, gdy nabywcy bardzo zależy na przeprowadzeniu transakcji, a zarząd podmiotu będącego kandydatem do nabycia odrzuca ofertę i traktuje ją niemal jako wrogą. W miarę postępu negocjacji i korzystniejszych warunków transakcji zarząd spółki nabywanej zaczyna dostrzegać korzyści wynikające ze złożonej oferty i jego opór maleje. W konsekwencji dochodzi do porozumienia między stronami i przejęcie dochodzi do skutku [Korpus 2013, s.13].

Wrogie przejęcia mogą dotyczyć zarówno spółek publicznych, jak i niepublicznych, choć w praktyce zdecydowanie częściej obiektami wrogich przejęć stają się spółki publiczne. Wynika to bezpośrednio z faktu, iż skuteczność próby wrogiego przejęcia jest uzależniona od dużej liczby wyemitowanych akcji i znacznego stopnia ich rozproszenia. Wrogie przejęcia zatem to specyficzna odmiana procesów koncentracji gospodarczej związanej z rynkiem kapitałowym, szczególnie z publicznym rynkiem papierów wartościowych, a zwłaszcza rynkiem giełdowym [Sasiak 2000, s. 27].

Według dominującego w literaturze podejścia wrogie przejęcie (*hostile takeover*) zwane też jak stwierdza szereg autorów [Szymański, Nogalski 2011, s. 56] nieprzyjaznym przejęciem (*unfriendly takeover*), przejęciem niewynegocjowanym (*unegotiated takeover*) przejęciem kwestionowanym (*contested takeover*) lub przejęciem nieuzgodnionym (*unsolicited takeover*) to proces uzyskania kontroli nad spółką poprzez nabycie jej akcji w liczbie wystarczającej do sprawowania nad nią kontroli i zarządzania nią, który to proces nie zyskał akceptacji kierownictwa spółki przejmowanej.¹⁹

¹⁹ Jest to definicja bardzo szeroko przedstawiona w literaturze [Jenkinson, Mayer 1998, s. 6; Lewandowski 1998, s. 30; Frąckowiak (red) 2009, s. 163-181; Szymański, Nogalski 2011, s. 56]

Ekspozycja spółki na wrogie przejęcie wzrasta wraz ze spadkiem efektywności zarządzania, co skutkuje spadkiem wartości kapitalizacji spółki i wzrostem kosztów pozyskania kapitału. W obliczu spadającej wyceny rynkowej, spada także zaufanie i wiara dotychczasowych akcjonariuszy w kompetencje zarządu, a spółka może stać się atrakcyjnym i łatwym celem przejęcia. Uzyskanie kontroli nad taką spółką, wymiana zarządu i jej restrukturyzacja może prowadzić do wzrostu jej wartości. W takim kontekście zjawisko wrogich przejęć może być oceniane jako korzystne zarówno w skali mikro- jak i makroekonomicznej. Błędne byłoby jednak stwierdzenie, że tylko spółki źle zarządzane są przedmiotem wrogich przejęć. W praktyce zdarzają się także sytuacje, kiedy przedmiotem transakcji stają się spółki dobrze zarządzane, ale niedoszacowane.

W przypadku wrogiego przejęcia oferta zazwyczaj kierowana jest bezpośrednio do akcjonariuszy i właśnie ta forma przez część autorów [Wróbel 2004, s. 2] jest uznana za dominującą. W takiej sytuacji opinie zarządu na temat wrogiego przejęcia powinny uwzględniać interes spółki i akcjonariuszy. Jednak z powodu rozbieżności interesów spółki, akcjonariuszy, członków zarządu i innych interesariuszy nie zawsze tak jest. Zarządy spółek, wyrażając opinie, często kierują się przede wszystkim własnymi motywami, tzw. motywami menedżerskimi, starając się zapewnić ochronę własnych posad, ponieważ przejęcia kontroli nad spółką wbrew woli zarządu najczęściej w konsekwencji prowadzą do wymiany zarządów i rad nadzorczych.

Porównując definicje wrogiego przejęcia formułowane na gruncie ekonomii i prawa, widoczne są pewne rozbieżności. W literaturze ekonomicznej definicje wrogich przejęć ograniczają się często do aspektów zarządzania spółką, a głównie ich cechą jest brak akceptacji zarządu lub realizacja przejęcia bez powiadomienia zarządu spółki w celu i uzgodnienia warunków transakcji.

W literaturze przedmiotu występuje wiele definicji wrogich przejęć, sformułowanych w różny sposób, choć znaczeniowo charakteryzujących się znacznym podobieństwem. Interesujący przegląd definicji stosowanych w literaturze zagranicznej i krajowej zaprezentowali M. Szymański i B. Nogalski²⁰, natomiast pogłębioną analizę

²⁰ T. Jenkinson, C. Mayer, Wrogie przejęcia na rynku kapitałowym. Obrona, atak i rynek kontroli nad przedsiębiorstwem, Wydawnictwo K.E. Liber, Warszawa 1998, s. 6; P. Szczepankowski, Fuzje i przejęcia. Techniki oceny opłacalności i sposoby finansowania, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa 2000, s. 145-147; P. Wróbel, Wrogie przejęcia. Studium przypadków na polskim rynku przejęć, Uniwersytet Gdański, Gdańsk 2004, s. 2; M. Lewandowski, Nabycia przyjazne i wrogie, w: Fuzje i przejęcia, op.cit., s. 95; K. Oplustil, Obrona przed

używanych w polskiej literaturze ekonomicznej i prawniczej definicji wrogich przejęć spółki akcyjnej oraz próbę ich uporządkowania prze prowadził W. Sawicz.²¹

Według większości definicji²², wrogie przejęcie to proces mający na celu przejęcie kontroli nad spółką, wbrew woli organów spółki przejmowanej, głównie zarządu spółki. Znaczna część autorów wskazuje także na brak akceptacji dla transakcji nie tylko ze strony zarządu i/lub rady nadzorczej, lecz także innych podmiotów zaangażowanych kapitałowo lub osobowo w działalność spółki. Ważną częścią definicji wrogiego przejęcia akcentowaną przez część autorów jest opozycja zarządu i podjęcie skutecznych czynności prawnych lub faktycznych w celu utrudnienia lub zapobieżenia przejęcia kontroli nad spółką na którymkolwiek etapie transakcji.

Najczęściej pomijane są kwestie stanowiska innych podmiotów zaangażowanych w funkcjonowanie spółki w przedmiocie warunków przejęcia, a także tego czy spółka (zarząd) w istocie podejmuje działania mające na celu utrudnienie lub udaremnienie transakcji.

W literaturze prawniczej pojęciem wrogiego przejęcia określa się przejęcie kontroli nad spółką wbrew woli organów spółki i/lub dominującej grupy akcjonariuszy, a transakcję utożsamia się często z instytucjonalnym nabywaniem przez rywalizujących akcjonariuszy znacznych pakietów akcji. Wspólną przesłanką uznania przejęcia za wrogie jest zazwyczaj brak akceptacji zarządu spółki, przy czym niektórzy autorzy wskazują dodatkowo na możliwość braku zgody ze strony rady nadzorczej lub dominującego akcjonariusza. W niektórych definicjach podkreśla się również, iż sam brak akceptacji nie uprawnia jeszcze do uznania przejęcia za wrogie, konieczne jest bowiem podjęcie działań mających na celu utrudnienie lub udaremnienie zamiarów podmiotu przejmującego [Sawicz 2011, s. 119-148].

wroгим przejęciem publicznej spółki akcyjnej w prawie europejskim i polskim - uwagi de lege lata i de lege ferenda, cz. I, „Prawo Spółek” 2006, nr 5, s. 10-19; R. Sasiak, Fuzje i przejęcia..., op.cit., s. 27.

²¹ Activity. Microeconomics, Washington 1990, s. 12; J. Franks, C. Mayer, Hostile takeover and correction of managerial failure, „Journal of Financial Economics” 1996, no.40, s. 165; A. Szumański, Regulacja prawna holdingu w polskim i europejskim prawie spółek, „Przegląd Prawa Handlowego” 1996, nr 8, s. 5; C. Podsiadlik, Wrogie przejęcie spółki, Wydawnictwo Prawnicze Lexis Nexis, Warszawa 2003, s. 39-40; A. Szymańczyk, Przyczyny przejęć kapitałowych i prawne sposoby ich zapobiegania, eFinanse finansowy kwartalnik internetowy, s. 1-2, www.e-finance.com (dostęp: 24.02.2012); D. Wajda, Obowiązek lojalności w spółkach kapitałowych, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2009, s. 147; W. Sawicz, Wokół problematyki op.cit., s. 147-148.

²² C. Podsiadlik, Wrogie..., op.cit., s. 39-40; D. Wajda, Obowiązek lojalności op.cit., s. 147; A. Szymańczyk, Przyczyny przejęć..., op.cit., s. 1-2; W. Sawicz, Wokół problematyki..., op.cit., s. 147-148 za: Korpus (2013, s. 13-14)

W tabeli 1.9. zaprezentowano wybrane definicje, które najdokładniej precyzują pojęcie wrogiego przejęcia. Definicją, z którą autorka się utożsamia i którą przyjmuje dla potrzeb niniejszej pracy jest definicja sformułowana przez W. Sawicza. Z przedstawionych definicji wynika, że wrogie przejęcie to specyficzna transakcja, w której wrogość dotyczy głównie stosunku podmiotu przejmującego do organu zarządzającego spółki przejmowanej. Bez względu na specyficzne motywy i przesłanki, jakie towarzyszą transakcji, strona przejmująca podejmuje działania mające na celu przejęcie kontroli nad spółką, nie konsultując ich wcześniej z organem zarządzającym spółki, a zarząd w takich transakcjach staje się oponentem i przeciwnikiem dążącym do uniemożliwienia realizacji tego przedsięwzięcia. [Korpus 2013 s.15]

Wbrew swojej nazwie, wrogie przejęcie nie musi być sprzeczne z interesem przejmowanej spółki. Transakcja ma zazwyczaj wrogi charakter tylko z punktu widzenia osób dotychczas zasiadających w zarządzie i /lub radzie nadzorczej a czasami także części akcjonariuszy (wspólników), dotąd sprawujących kontrolę nad spółką. Wrogość w ich opinii wynika stąd, iż zwykle w rezultacie uzyskanie kontroli kapitałowej nad spółką przez określonego akcjonariusza, tracą oni swoje mandaty lub wpływy w spółce. Dla części akcjonariuszy próba wrogiego przejęcia może być korzystna, ze względu na otrzymaną premię przejęcia, szczególnie w przypadku wezwania gotówkowego, które pozwala na uzyskanie szybkiego i pewnego zwrotu z dokonanej inwestycji.

Tabela 1.9. Wybrane definicje wrogich przejęć w literaturze

Autor	Treść definicji
B. Gessel - Kalinowska	Wrogie przejęcie występuje wtedy, gdy spółkę usiłuje się „przejąć [...] a nie zapłacić za nią prawdziwej i sprawiedliwej ceny, a dokładnie: przejąć pakiet kontrolny akcji po rzetelnej cenie, a następnie „wycisnąć” pozostałych akcjonariuszy po cenie daleko odbiegającej od proponowanej pierwotnie”
A. Helin	„Wrogie przejęcie występuje tylko wtedy, kiedy akcjonariusz, znaczny, ale jednak mniejszościowy, traci kontrolę nad spółką”. Dosłownie rozumienie tej wypowiedzi pozwala uznać, że jakiegokolwiek przejęcie pakietu kontrolnego przez pojedynczego akcjonariusza lub koalicję akcjonariuszy jest przejęciem wrogim, gdyż oznacza zmniejszenie udziału pozostałych akcjonariuszy. Nie ma wówczas różnicy pomiędzy wrogim a jakimkolwiek innym przejęciem firmy. Przejęcie zatem zawsze jest wrogie.
S. Sołtysiński	Wrogie przejęcie ma miejsce wówczas, gdy na przykład ma ono na celu przejęcie firmy jako konkurenta i ewentualnie wygaszenie jej działalności na danym rynku.
C. Podsiadlik	Przejęcie kontroli wbrew woli zarządu i akcjonariuszy odgrywających dotychczas wiodącą rolę w spółce. Przejmujący zwracają się wprost do akcjonariuszy spółki przejmowanej, czyniąc to często bez uprzedzenia jej organów kierowniczych. Najważniejszym wyróżnikiem wrogiego przejęcia jest fakt podjęcia przez spółkę – cel działań obronnych.
A. Szymańczyk	Przejęcie kontroli nad spółką wbrew woli zarządu i akcjonariuszy odgrywających dotychczas wiodącą rolę w spółce. Przejęcie spółki-celu, w którym to spółka – cel podejmuje działania obronne celem zarzucenia przez przejmującego jego planów.
D. Wajda	Nabycie akcji spółki przez nowego inwestora strategicznego wbrew woli zarządu oraz rady nadzorczej, wskazując jednocześnie na fakt podejmowania przez nich określonych działań prawnych i faktycznych, mających na celu utrudnienie lub udaremnienie przejęcia kontroli nad spółką.
W. Sawicz	Wrogie przejęcie spółki akcyjnej jest to transakcja udziałowa mająca na celu przejęcie kontroli nad spółką, wbrew woli choćby jednego z podmiotów zaangażowanych kapitałowo lub osobowo w działalność spółki (mającego interes w realizacji celów spółki), który to podmiot nie tylko ma możliwość podjęcia skutecznych czynności prawnych lub faktycznych w celu utrudnienia lub zapobieżenia przejęcia kontroli spółki, lecz także czynności takie faktycznie podejmuje.

Źródło: C. Podsiadlik, Wrogie przejęcie spółki, Wydawnictwo Prawnicze Lexis Nexis, Warszawa 2003, A. Szymańczyk, Przyczyny przejęć kapitałowych i prawne sposoby ich zapobiegania, eFinanse finansowy kwartalnik internetowy, s. 1-2, www.e-finanse.com [dostęp: 24.02.2012]; D. Wajda, Obowiązek lojalności w spółkach kapitałowych, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa 2009; W. Sawicz, Wokół problematyki definicji tzw. „wrogiego przejęcia” spółki akcyjnej, PWSZ IpiA, Studia Lubuskie, t.7, Sulechów 2011, s. 119-148, www.bibliotekacyfrowa.pl/Content/38444, M. Szymański, B. Nogalski: obrona przed wrogim przejęciem, wyd.cyt. s. 53-54

Wrogie przejęcie to osiągnięcie kontroli przez dysponowanie odpowiednią liczbą głosów na walnym zgromadzeniu bez porozumienia albo wbrew woli zarządu spółki. Przejęcie ma na celu usunięcie nieudolnego kierownictwa i takie pokierowanie spółką, aby w efekcie osiągnąć znaczny wzrost jej wartości. Tak zdefiniowane przejęcie może być przeprowadzone tylko w formie przejęcia akcji ogólnie dostępnych (a już nie fuzji czy aportu), czyli znajdujących się w obrocie publicznym.

Wrogie przejęcia są nieodłącznym składnikiem życia gospodarczego najbardziej rozwiniętych krajów przemysłowych. Spektakularne przejęcia odbywają się od czasu do czasu, gdy inwestor lub grupa inwestorów urządza regularny najazd na upatrzoną spółkę, zdobywa kontrolę nad maksymalnym pakietem akcji niewymagającym zgłoszenia do władz rynku kapitałowego, a następnie ogłasza publiczne wezwanie do sprzedaży akcji po atrakcyjnej cenie.

Nawet w Polsce, gdzie rynek kapitałowy ma krótką historię, występują zdarzenia mające znamiona prób wrogich przejęć, a właściwie wrogich przejęć lub też zapobieżenia takim próbom.

Wrogie przejęcia, opierające się na racjonalnych przesłankach, mają zwykle dwojakiego rodzaju motywy: konkurencyjne lub inwestycyjne. Motywy konkurencyjne występują wówczas, gdy np. przejmowana spółka znajduje się w tej samej branży. Celem przejęcia będzie osiągnięcie różnego rodzaju efektów synergii bądź też likwidacja konkurenta. Motywy inwestycyjne wiążą się często z sytuacją, gdy przejmowana spółka jest konglomeratem, które można podzielić na części składowe i odsprzedać osobno, uzyskując w ten sposób dużo wyższą kwotę niż wyniosła początkowa inwestycja związana z przejęciem podmiotu [Helin i in. 2012, s. 69].

Duża pomysłowość cechuje wrogie przejęcia występujące przede wszystkim na rynku amerykańskim. Często stosowaną metodą przejęcia jest *tender offer*, czyli publiczne wezwanie zapraszające akcjonariuszy do sprzedania akcji po atrakcyjnej cenie. Zmodyfikowana wersja polega na ofercie niedotyczącej wszystkich akcji lecz ograniczonej tylko do pakietu kontrolnego (*partial tender offer*). Jest to metoda szczególnie nieprzyjemna dla akcjonariuszy mniejszościowych, gdyż dominujący akcjonariusz może użyć kontrolującego głosu w celu „wygłodzenia” akcjonariuszy mniejszościowych przez wstrzymanie dywidendy. Jeszcze inną modyfikacją jest tzw. dwustopniowa oferta (*two-tiered tender offer*). Polega ona na zgłoszeniu propozycji wykupienia pakietu kontrolnego po zawyżonym kursie z jednoczesnym przedłożeniem planów o przyszłej fuzji i związanym z tym przymusowym wykupieniem pozostałych akcjonariuszy po dużo mniej korzystnym kursie. Podobna w działaniu jest metoda podwójnej ceny (*two price bid*), gdzie inwestor oferuje korzystną cenę, pod warunkiem że spółka przejmowana współpracuje przy przejęciu akcji. W przeciwnym wypadku inwestor oferuje dużo niższą cenę. O ile w przypadku *two tiered tender offer* inwestor

stosował presję na dotychczasowych akcjonariuszy, o tyle w przypadku *two price bid* presja jest skierowana na zarząd przejmowanego przedsiębiorstwa. Uznana techniką przejęcia jest również tzw. *sweeping the street*, gdzie inwestor najpierw stosuje publiczne zaproszenie do sprzedaży akcji, a następnie wycofuje się pod pretekstem, że nie wszystkie warunki oferty zostały spełnione. W krótkim czasie po wycofaniu publicznej oferty inwestor przedkłada nową ofertę, tym razem tylko do wybranych akcjonariuszy. Uzasadnieniem takiego postępowania jest chęć uniknięcia przepisów dotyczących publicznych wezwań z jednej strony a z drugiej – możliwość osiągnięcia kontroli bez skupowania małych pakietów akcji od tysięcy akcjonariuszy [Helin i in. 2012, s. 69].

Przed wystosowaniem oferty inwestor może wejść w posiadanie początkowego pakietu akcji przez stopniowe zakupy mniejszych pakietów na wolnym rynku akcji (*creeping acquisition*). *Creeping acquisition* jest zwykle blokowane programami informacyjnymi. W większości krajów inwestor jest zobowiązany do poinformowania władz rynku kapitałowego o osiągnięciu 5% stanu posiadania w danej spółce. Technika ta jest efektywna w takich krajach, jak np. USA, gdzie istnieje 10-dniowy termin między osiągnięciem 5% progu i jego zgłoszeniem do Komisji Papierów Wartościowych. Istnieje wiele przypadków, gdzie 10-dniowy przedział czasowy został efektywnie wykorzystany na zwiększenie stanu posiadania do 20%. W większości przypadków stopniowy zakup akcji jest traktowany jako poprzedzający publiczne wezwanie do pozostałych akcjonariuszy.²³

Wrogie nabycie ma bardziej spektakularny charakter w wypadku firmy o statusie publicznym, kiedy to wszystkie ważne działania muszą być ujawniane w ramach prawa o publicznym obrocie papierami wartościowymi. W takiej sytuacji oferent stara się zazwyczaj uzyskać zgodę i poparcie zarządu spółki – kandydata do nabycia. Zarząd ma z kolei obowiązek chronić interesy swoich akcjonariuszy, ale też popierać wszelkie przedsięwzięcia, które pomnażają ich korzyści. Może więc nie wyrazić zgody na nabycie na proponowanych warunkach, dowodząc, że nie leży to w interesie udziałowców. Niebagatelną rolę w odrzuceniu oferty może odgrywać także

²³ Przepisy regulujące działanie rynku kapitałowego w Polsce nie pozwalają na wykazanie takiej pomysłowości przy przejęciu spółki, której akcje znajdują się w obrocie publicznym, jak w USA. Tryb przejęcia kontroli nad spółką giełdową w Polsce jest szczegółowo opisany w Ustawie z dnia 29 lipca 2000 r. o obrocie instrumentami finansowymi (tj. Dz.U. nr 211 z 2000 r. poz. 1384 ze zm.)

obawa przed utratą stanowisk kierowniczych, władzy, przywilejów i wynagrodzeń z nimi związanych.

Podjęmowanie przez spółki zagrożone wrogim przejęciem działań o charakterze prewencyjnym i obronnym budzi wiele kontrowersji. Wynikają one przede wszystkim ze stosunku doktryny, judykatury i władz giełdowych do samej instytucji przejęcia kontroli nad spółką w drodze wezwania. Na poparcie swych twierdzeń przedstawiają różnorodne racje ekonomiczne, społeczne i etyczne, żaden jednak z argumentów nie ma charakteru rozstrzygającego. Jak się bowiem wydaje, ocena wrogich przejęć nie może być dokonywana w sposób zgeneralizowany, każdy zaś konkretny przypadek powinien być analizowany z osobna, z zachowaniem stosownej perspektywy czasowej. Nie przeszkadza to jednak formułowaniu pewnych syntetycznych ustaleń w kwestii omawianej instytucji. Tak np., przejęcie kontroli nad spółką publiczną w drodze wezwania, będąc instrumentem tzw. procesu internalizacji rynku, stwarza możliwość szybkiej ekspansji przedsiębiorstw: Pozwala to spółkom na odnoszenie korzyści związanych ze zwiększeniem skali ich działalności przez wykorzystanie efektu synergii, obniżenie stałych kosztów funkcjonowania i bardziej efektywne wykorzystanie zasobów. W ten sposób spółki mogą dostosowywać się do zmieniających się wymagań wolnego rynku oraz stawiać czoła istniejącej tam konkurencji. Przejęcia spółek jawią się także jako środek ułatwiający uzyskiwanie pozycji dominującej na rynku przez ekspansywne przedsiębiorstwa, a tym samym przyczyniający się do konsolidacji spółek publicznych. Zwolennicy wrogich przejęć podnoszą, że pozwalają one również na racjonalizację zamierzeń inwestycyjnych i lepsze wykorzystanie aktywów spółek przez przeniesienie ich do bardziej zyskownych przedsięwzięć i pod lepsze zarządzanie. Jak się bowiem zauważa, potencjalni atakujący poszukują przede wszystkim spółek, których wartość rynkowa mierzona aktualną ceną akcji jest niższa ich wartości potencjalnej, tj. możliwej do osiągnięcia przez sprawniejszy zespół menedżerów. Po przejęciu kontroli nad spółką dochodzi wówczas do wymiany zarządu na nowy, który bardziej efektywnie wykorzysta wszystkie zasoby spółki, a tym samym wypracuje dla atakującego zysk w postaci różnicy pomiędzy ceną nabycia spółki — zwykle wyższą od pierwotnej wartości rynkowej a jej wartością po przejęciu i wprowadzeniu niezbędnych zmian. W tym celu spółka jest restrukturyzowana, a tzw. koszty pośrednictwa (ang. agency costs), tj. koszty utrzymywania menedżerów i towarzyszącego im aparatu

biurokratycznego, są drastycznie redukowane. Okoliczności te sprawiają, że groźba wrogiego przejęcia spółki motywuje jej zarząd do lepszego wypełniania powierzonych obowiązków.

Oferta zakupu akcji ma charakter publiczny. Z chwilą jej ujawnienia w mediach ukazują się informacje uzasadniające połączenie obydwu firm i przedstawiające inicjatywę oferenta jako wyjątkowo korzystną. W interesie potencjalnego nabywcy leży przekonanie akcjonariuszy spółki, o którą się ubiega, o uczciwości i zyskowności propozycji. Druga strona odpowiada, że pragnie pozostać niezależną i odrzuca ofertę jako niezadowalającą lub wręcz niepoważną.

Spółka będąc przedmiotem tych zabiegów broni się także, sięgając do środków i działań mających przeciwdziałać niechcianemu przejęciu. Zarząd formułuje kontrpropozycję dla akcjonariuszy, w której przedstawia perspektywy firmy jako niezależnej.

W praktyce wrogie przejęcia występują relatywnie rzadko. Objęte są nimi zwykle spółki o określonej specyfice w zakresie stosunków między właścicielami i zarządem. Polegają one na tym, że z jednej strony akcjonariusze, nawet posiadający kontrolny pakiet akcji, nie włączają się aktywnie do zarządzania, pozostawiając tę kwestię kierownictwu firmy. W tej sytuacji zarząd, choć najczęściej posiadający minimalny udział we własności, ma znaczny wpływ na podejmowanie decyzje strategiczne. W warunkach słabej kontroli właścicielskiej i niesprawnego kierownictwa powstają przesłanki do spadku efektywności spółki, co w wypadku spółek publicznych odzwierciedla się w notowaniach giełdowych. Rosnące utrudnienia w dostępie do nowych kapitałów wywołują konieczność akceptacji wyższych kosztów ich pozyskania, a w konsekwencji rośnie ekspozycja firmy na nieprzyjazne nabycie. Ewentualne uzyskanie kontroli nad źle zarządzanym przedsiębiorstwem, niewykorzystującym należycie aktywów, może prowadzić do wzrostu jego wartości rynkowej. Wymaga to zwykle wymiany obecnego zarządu i restrukturyzacji, a przedtem nabycia kontrolnego pakietu akcji od dotychczasowych akcjonariuszy. Pojawiająca się okazja rynkowa dla potencjalnego nabywcy powoduje, że zarząd kandydata jest w silnej opozycji, co może prowadzić do zastosowania wrogiej formy nabycia.

W praktyce nieprzyjaznych prób nabycia kontroli wyróżnia się dwa typy strategii. Pierwszy polega na stopniowym wykupie akcji kandydata. Gdy nabywca jest

spółką publiczną, wykup ten może być nieujawniony do progu wyznaczonego w ustawie o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Udział w kapitale właścicielskim, który musi być ujawniony, wynosi najczęściej pięć procent. Ten ostatni warunek powoduje, że uzyskanie tą drogą kontroli nad firmą jest utrudnione. Ominięciem tego ograniczenia może być, przynajmniej potencjalnie, powołanie syndykatu kilku firm, formalnie działających niezależnie, skupiających akcje na własny rachunek. Praktyka taka budzi jednak pytania przynajmniej natury etycznej.

Druga strategia sprowadza się do skierowania oferty bezpośrednio do akcjonariuszy spółki – celu. Oferta ta (tender offer lub takeover bid) określa warunki nabycia udziałów znajdujących się w rękach dotychczasowych akcjonariuszy przez spółkę nabywającą. Ta forma jest zwykle stosowana wówczas, gdy nabywca z góry odrzuca możliwość osiągnięcia porozumienia z zarządem firmy-celu na drodze przyjaznych negocjacji.

Przeciwnicy wrogich przejęć jednak podnoszą, że istnienie sprawnego managementu nie chroni spółki przed jej wrogim przejęciem. Co więcej, spółki mogą dokonywać przejęć mniejszych, lecz właśnie dobrze zarządzanych i dochodowych spółek, jeśli tylko uznają, że jest to korzystne dla obranej strategii rozwoju. Znamienny jest tutaj fakt, że w ramach procedury due diligence²⁴ wytypowaniu do przejęcia podlegają z reguły spółki cechujące się zyskownością, przewodnictwem rynkowym i sprawnym systemem zarządzania. Ponadto, w przeciwieństwie do tego, co utrzymują atakujący, zaobserwowano, że przedmiotem ich zainteresowania są znacznie częściej spółki niedoszacowane aniżeli spółki źle zarządzane. Z zagadnieniem tym wiąże się także inny zarzut stawiany w stosunku do wrogich przejęć, a mianowicie teoria tzw. skradzionej spółki (the stealing company theory). Wedle tej teorii atakujący przejmują spółkę po cenie niższej od jej prawdziwej wartości, a przez to „kradną” ją akcjonariuszom; w tym ujęciu premia przejęcia tylko w nieznacznym stopniu zakładane przezeń korzyści. Teorii „skradzionej spółki” przeciwstawia się także empirycznie

²⁴ Procedura ta polega na gruntownej analizie kondycji spółki-celu. W jej ramach określa się pozytywne planowanego przejęcia, w tym ew. szanse i zagrożenia. W przypadku przejęć przyjaznych potrzebnych informacji z reguły nie stanowi problemu, dostarcza ich bowiem zarząd spółki. Wrodzy wzywający wnioski swe muszą na trudnych zweryfikowania danych, toteż podejmowane przez nich ryzyko jest większe, na ten temat szerzej zob. A. Helin K. Zoirde: *Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw*, Warszawa 1998, s. 37; W. Frąckowiak (red.): *Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw*, Warszawa 1998, s. 142--144; *Fuzje i przejęcia. Narzędzie podejmowania decyzji strategicznych*, Warszawa 2000, za [Posiadlik 2003, s. 45]

potwierdzalna prawidłowość, że aktualne ceny akcji stanowią odbicie ujawnionych publicznie informacji o spółce. Cena akcji ucieleśnia zatem wszelkie dostępne dane o spółce, jej perspektywach i otoczeniu rynkowym, a każda zmiana tych danych natychmiast inicjuje proces przewartościowania walorów spółki (the efficient market hypothesis). Obiektywnie stwierdzić jednak należy, iż większość czynników wpływających na notowania rynkowe spółek jest nieprzewidywalnych, brakuje też zasad pozwalających analitykom na wyłonienie spółek, które –...dopiero z perspektywy czasu — uznać będzie można za „niedowartościowane”. Doświadczenia amerykańskie wskazują, iż wszelkie prognozy w tym zakresie są mało wiarygodne.

Obecny kryzys gospodarczy może sprzyjać próbom wrogiego przejmowania firm przez konkurencję. Po przejęciu spółki, gdy sytuacja na rynku ulegnie poprawie można ją np. sprzedać. Nowy właściciel może też doprowadzić do jej likwidacji, jeżeli byłaby groźnym rywalem.

Ażeby zatem zmniejszyć ryzyko przejęcia firmy, należy wcześniej podjąć odpowiednie działania zabezpieczające przed wrogą interwencją.

Aby przejąć spółkę, nie zawsze należy zdobyć większość głosów z akcji lub udziałów na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy lub zgromadzeniu wspólników. Kontrolowanie firmy może wynikać również np. z prawa do powoływania i odwoływania członków zarządu lub z porozumień zawartych z innymi podmiotami (art. 368 § 4 zd. 2 K.s.h.). Przykładowo więc akcjonariuszowi większościowemu zawsze będzie przysługiwało prawo do odwołania całego zarządu spółki lub poszczególnych jego członków. Należy tutaj pamiętać, że niezależnie od powyższego organem uprawnionym do powoływania i odwoływania zarządu w spółce akcyjnej jest rada nadzorcza, „chyba że status stanowi inaczej” (art. 368 §4 zd. 1 K.s.h.). Akcjonariusz większościowy, doprowadzając więc do wymiany składu rady nadzorczej przez np. przeprowadzenie wyborów w drodze głosowania oddzielnymi grupami (art. 385 § 3 K.s.h.), może zdominować nie tylko radę nadzorczą, ale i zarząd spółki. Będzie mógł bowiem osadzić je osobami reprezentującymi jego interesy.

Przejąć można każdą spółkę kapitałową, znajdującą się w dowolnej sytuacji finansowej. Łatwiej jest jednak uczynić to ze spółką posiadającą gorszą kondycję finansową. Dyscyplina wewnętrzna wspólników może być w takiej firmie nieco luźniejsza, a przez to łatwiej można pozyskać chętnych do planowanej interwencji.

Utrata kontroli nad spółką w wyniku jej wrogiego przejęcia wiąże się z dużym ryzykiem dla spółki. Musi się ona wtedy liczyć z możliwością zmiany jej polityki (np., podział, likwidacja), a także ze zmianami kadrowymi – w szczególności na wysokim szczeblu. Ryzyka przejęcia spółki nie można wyeliminować. Nie da się bowiem całkowicie zakazać obrotu udziałami bądź akcjami, korzystać z pożyczek lub kredytów pod zastaw akcji lub udziałów ani też wyeliminować np. ewentualnego postępowania egzekucyjnego, które może skutkować przejęciem spółki. Można jednak stworzyć takie reguły funkcjonowania firmy, które umożliwią w przyszłości kontrolę obrotu udziałami i akcjami.

Kontrola może polegać np. na oddawaniu dotychczasowym wspólnikom prawa pierwokupu lub innego prawa pierwszeństwa nabycia akcji lub jej części ułamkowej (art. 338 § 2 k.s.h.). Przepis ten umożliwia wprost zawarcie przez akcjonariuszy umowy ustanawianej prawo pierwokupu lub inne prawo pierwszeństwa nabycia akcji lub jej części ułamkowej albo innego określonego w statucie lub umowie spółki praw pierwszeństwa w nabyciu udziałów lub akcji. Formą obrony przed przejęciem może być także dodanie przymusowego umorzenia akcji bądź udziałów. Spółka akcyjna może tego dokonać, gdy dojdzie do określonej sytuacji. Aby jednak można było z takich rozwiązań skorzystać, muszą być one przewidziane w statucie lub umowie spółki. Niektóre regulacje mogą pomóc w zmianie układu sił w spółce, przez co będzie on odbiegał od zasady podejmowania decyzji większością głosów. Możliwe jest wtedy podejmowanie decyzji, mimo braku standardowo wymaganej większości głosów.

Przy nabywaniu zaś dużych pakietów akcji ważne są z kolei przepisy ustawy z 29 lipca z 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (tj. Dz.U. z 2009 r. Nr 185, poz. 1439).

Analizując kwestię wielkości podmiotów predysponowanych do stania się celem wrogich przejęć należy wskazać na koszty i możliwość obrony przed wrogą transakcją. Mniejsze podmioty są łatwiejszym celem wrogich przejęć, ponieważ ze względu na ograniczone środki finansowe mają większe trudności ze skuteczną obroną. Obrona wymaga poniesienia znacznych kosztów. W tym kosztów zatrudniania prawników lub firm doradczych. Większe podmioty charakteryzują się natomiast większą zdolnością do skutecznej obrony.

Biorąc pod uwagę to, iż wrogie przejęcia utożsamiane są często z *disciplinary takeovers*, celami wrogich przejęć stają się spółki charakteryzujące się niską efektywnością kadry zarządzającej, a przejęcie staje się skutecznym narzędziem zachęcającym menedżerów do realizacji strategii maksymalizacji bogactwa akcjonariuszy. Jeżeli spółka osiąga słabe wyniki w porównaniu z innymi podmiotami tej samej branży, zachodzi podejrzenie, że jest ona niesprawnie zarządzana. W konsekwencji cena jej akcji spada poniżej poziomu wyznaczonego przez spółki efektywnie zarządzane, co staje się impulsem do transferu kontroli przez bardziej efektywnych menedżerów,

Przyjmując słuszność hipotezy o dyscyplinującej naturze wrogich przejęć i o nie efektywności zarządów spółek podatnych na wrogie przejęcia, nieefektywność kadry zarządzającej znajduje odzwierciedlenie w wynikach finansowych spółki, które są niższe od podobnych przedsiębiorstw w branży. Wskaźnikami stosowanymi do oceny efektywności zarządu w aspekcie podatności spółki na wrogie przejęcia, są najczęściej:

- **ROCE** (ang. *Return on Capital Employed*) – wskaźnik rentowności kapitału zaangażowanego określający efektywność wykorzystania przez spółkę powierzonych jej kapitałów, bez względu na źródło ich pochodzenia,
- **ROA** (ang. *Return on Assets*) – wskaźnik rentowności aktywów informujący o zdolności spółki do wypracowywania zysków i efektywności gospodarowania jej majątkiem,
- **ROE** (ang. *Return on Equity*) – wskaźnik rentowności oznaczający jak wiele zysku udało się wygospodarować spółce z wniesionych kapitałów własnych,
- **ROS** (ang. *Return on Sales*) – wskaźnik rentowności oznaczający, jak wiele zysku pozostało w spółce ze sprzedaży.

Im bardziej poziom tych wskaźników odbiega od poziomu wskaźników w branży, wskazując na nieefektywność zarządu, tym większe prawdopodobieństwo wrogiego przejęcia. Wskaźniki te zazwyczaj analizowane są w okresie trzech lat poprzedzających moment złożenia oferty.

Spośród zaprezentowanych cech charakteryzujących spółki – cele wrogich przejęć wyłoniono takie, co do których badacze dostarczyli jednoznacznych dowodów potwierdzających ich występowanie w przypadku wrogich przejęć. Należą do nich: struktura akcjonariatu umożliwiająca przejęcie pakietu akcji pozwalającego na

efektywne uzyskanie kontroli nad spółką, niska efektywność kadry zarządzającej oraz niska wartość rynkowa aktywów i niski poziom zadłużenia długoterminowego.

Jednym z czynników odnoszących się do struktury akcjonariatu determinującym prawdopodobieństwo wrogiego przejęcia jest udział w akcjonariacie spółki właścicieli dużych pakietów akcji, tzw. „blockholders”. Należy jednak wyraźnie rozróżnić dużych udziałowców stowarzyszonych z zarządem oraz niestowarzyszonych. Obecność właścicieli dużych pakietów, którzy są stowarzyszeni z zarządem, obniża bowiem prawdopodobieństwo wrogiego przejęcia, natomiast duży udział w kapitale akcyjnym niestowarzyszonych – zwiększa to prawdopodobieństwo wystąpienia wrogiego przejęcia.

Z punktu widzenia struktury akcjonariatu ważne jest jej rozdrobnienie, udział akcjonariatu instytucjonalnego i wysoki poziom agregacji udziałów instytucjonalnych oraz niska wartość zaangażowania kapitałowego *top managementu*. Ważną kwestią jest także brak obecności założycieli przedsiębiorstwa (lub członków rodzin założyciela) w zarządzie spółki. Przejawem niskiej efektywności zarządu jest niski poziom wskaźników rentowności zaangażowanego kapitału (ROCE), rentowności aktywów (ROA), rentowności kapitałów własnych (ROE) i rentowności sprzedaży (ROS) w odniesieniu do wyników innych podmiotów w branży. Natomiast odzwierciedleniem niskiej wartości rynkowej aktywów jest niski poziom wskaźnika wartości księgowej akcji do ich ceny rynkowej P/BV (poniżej oraz wskaźnika P/E (w porównaniu z innymi podmiotami w branży) a poziomem zadłużenia długoterminowego, który odnoszony jest do wartości kapitałów własnych. W tabeli 1.6. zamieszczono zestawienie cech predysponujących podmioty do wrogich przejęć oraz mierniki i wskaźniki opisujące te cechy.

Zaprezentowane cechy tworzą swego rodzaju profil spółki – celu wrogiego przejęcia, którego przydatność dla polskiego rynku kapitałowego poddano weryfikacji na przykładzie udanych i nieudanych wrogich transakcji zrealizowanych w Polsce. Wyniki analizy przedstawiono w kolejnym rozdziale. Cechy te przedstawiono w tabeli 1.10.

Tabela 1.10. Cechy predysponujące podmioty do wrogich przejęć oraz mierniki i wskaźniki je opisujące

Cecha	Miernik/wskaźnik
Struktura akcjonariatu	Liczba akcjonariuszy ujawnionych Największy pakiet akcji/głosów na WZA (w%) Poziom kontroli dla największego akcjonariusza Suma udziałów kapitałowych rozdrobnionych akcjonariuszy (w%) Struktura akcjonariuszy posiadających akcje uprzywilejowane Liczba inwestorów instytucjonalnych/finansowych Suma udziałów w kapitale spółki/głosów inwestorów finansowych na WZA (w%) Zaangażowanie kapitałowe zarządu/głosy zarządu na WZA (w%) Obecność założyciela/spadkobiercy w zarządzie
Niska efektywność zarządu	Wskaźnik rentowności zaangażowanego kapitału – ROCE (w%) Wskaźnik rentowności aktywów – ROA (w%) Wskaźnik rentowności kapitałów własnych -ROE (w%) Wskaźnik rentowności sprzedaży – ROS (w %)
Niska wartość rynkowa aktywów niedowartościowanie	Wskaźnik wartości księgowej akcji do ich ceny rynkowej – P/BV Wskaźnik poziomu kapitalizacji przez rynek zysków generowanych przez spółkę – P/E
Niski poziom zadłużenia długoterminowego	Wskaźnik zadłużenia długoterminowego

Źródło : opracowanie własne

W przypadku wrogiego przejęcia zarząd spółki przejmującej zgłasza ofertę nabycia akcji spółki przejmowanej bezpośrednio akcjonariuszom tej spółki z pominięciem jej organów, a niekiedy wbrew tym organom. Wrogie przejęcie jest więc zwykłą transakcją udziałową, polegającą na nabyciu akcji spółki przejętej od jej akcjonariuszy przez spółkę przejmującą, która staje się tym samym akcjonariuszem spółki przejętej. Tak zdefiniowana transakcja może być przeprowadzona tylko w formie przejęcia akcji ogólnie dostępnych, czyli znajdujących się w obrocie publicznym. Oznacza to, że wrogie przejęcie może dotyczyć jedynie spółek giełdowych.

Spółka, która zamierza uzyskać kontrolę nad inną spółką na drodze wspomnianego przejęcia, musi się jednak liczyć z możliwością podjęcia działań obronnych przez zagrożoną spółkę. Przejmując kontrolę nad inną spółką, przedsiębiorstwo może dążyć do zwiększenia siły rynkowej i osiągnięcia dominującej pozycji na rynku poprzez ograniczenia niszczącej konkurencji. Większy udział w rynku pozwala na wykorzystywanie korzyści skali w transakcjach rynkowych, a wielkość podmiotu wpływa na jego pozycję przetargową w stosunku do dostawców i odbiorców, dzięki czemu może on skutecznie konkurować na rynku.

Reasumując, zdaniem zwolenników wrogich przejęć, na operacjach tych zyskują zarówno akcjonariusze, którzy otrzymują premię przejęcia, jak i przejmujący, który wzbogaca się o różnicę między wartością spółki pod jego nowym przewodnictwem a

kwotą wypłaconą akcjonariuszom. Z punktu widzenia akcjonariuszy najkorzystniejsze są więc wezwania gotówkowe, pozwalają bowiem na uzyskanie szybkiego i pewnego zwrotu z dokonanej inwestycji. Zyskują nawet ci akcjonariusze, którzy pozostali spółce wierni — po zamknięciu transakcji ceny akcji spółki przejętej zwykle rosną;[Jenikson, Mayer 1998 s. 20] nie można także wykluczyć kolejnego wezwania oferującego nową, oczywiście wyższą, cenę.

Stanowisku temu jednak przeciwstawia się argument, iż obrońcy wrogich przejęć nie uwzględniają okresowych wahań koniunktury na rynku papierów wartościowych. Teza o „niedowartościowaniu” spółki nabiera wówczas innego znaczenia — spółką niedowartościowaną jest spółka nie ciesząca się popularnością wśród inwestorów. Za źródło takich aberracji podaje się tzw. krótkowzroczność rynku (ang. market), który ulegając irracjonalnym modom na inwestycje w określonych sektorach gospodarki lub promując inwestycje o charakterze spekulacyjnym nie bierze pod uwagę perspektyw rozwoju spółki. Stan taki z kolei skłaniać menedżerów do faworyzowania strategii polegających na wypłacaniu większej części zysków w formie dywidendy kosztem długoterminowych inwestycji na badania, rozwój i modernizację spółki.

Rozdział II

Instrumenty obrony przed wrogim przejęciem spółek publicznych

2.1. Działania obronne przed wrogim przejęciem spółek publicznych

Obrona przed wrogim przejęciem może odbywać się przy użyciu różnorodnych metod – zarówno mających charakter ogólnych zabezpieczeń, jak i technik obronnych stosowanych w sytuacji konkretnej próby przejęcia. Wśród narzędzi obronnych można wyróżnić bariery przejęcia (strukturalne i techniczne) oraz techniki obronne.

Strukturalne bariery przejęcia „odzwierciedlają konkretny sposób rozwoju firmy, jej własności i sposobów finansowania obowiązujące w różnych krajach. Bariery te wynikają zatem ze struktury systemu gospodarczego danego kraju, obejmującej tak odmienne czynniki jak podział bogactwa, rolę instytucji (w tym zwłaszcza instytucji finansowych) czy system polityczny”) [Jenkinson, Mayer 1998, s. 21]. Wśród strukturalnych barier przejęcia można wymienić [Szymański, Nogalski 2011, s. 109-119]:

1. rozmiar rynku giełdowego,
2. skupienie własności spółki,
3. skłonność do finansowania długiem,
4. znaczenie instytucji finansowych,
5. kapitalizacja spółki,
6. wysokość wskaźników rynkowych,
7. prawne regulacje związane z transakcjami przejęć i fuzji.

Bariery strukturalne wynikają także z zakresu „upublicznienia” spółek (struktury własności spółek, liczby akcji udostępnianych inwestorom w ramach publicznych subskrypcji oraz stopnia ich rozproszenia), natury rynków w zakresie pozyskiwania przez spółki środków finansowych (emisja akcji lub obligacji, kredyty bankowe) oraz polityki państwa w stosunku do procesów koncentracji kapitałowej. Bariery strukturalne znajdują się poza sferą kształtowania przez kierownictwo i akcjonariuszy spółki [Korpus 2013, s. 181].

Bariery techniczne natomiast związane są z problematyką alokacji władzy kontrolnej nad spółką, wynikają z krajowych regulacji prawnych i jaką formę przepisów statutowych stwarzanych przez akcjonariuszy spółki. Są one szczególnie ważne z

punktu widzenia świadomego zabezpieczania się przed wrogimi przejęciami, często bywają określane mianem strategii obronnych o charakterze prewencyjnym. Ich głównym zadaniem jest odstraszenie wszelkich potencjalnych nabywców od przejęcia kontroli nad spółką – celem. Zadaniem tych strategii jest maksymalne utrudnienie wzywającemu uzyskania takiej liczby głosów na walnym zgromadzeniu spółki, by mógł on sprawować nad nią kontrolę i/lub takiego utrudnienia realizacji przejęcia kontroli nad spółką w drodze wezwania, aby było ono dla wzywającego bardzo kosztowne, a w rezultacie nieopłacalne [Podsiadlik 2003, s. 59].

Techniczne bariery przejęcia (ang. *shark repellents*) to „bariery [...] stwarzane przez firmy poprzez [...] regulacje ograniczające prawa głosu lub poprzez przepisy dające większe uprawnienia grupom innym niż akcjonariusze firmy, na przykład menedżerom, pracownikom lub zarządowi”. Bariery techniczne zawarte są w statutach spółek lub regulaminach obrad organów spółki. Statuty polskich spółek giełdowych zawierają następujące rodzaje barier technicznych [pl.wikipedia.org]:

1. zróżnicowanie akcji pod względem liczby głosów,
2. utrudnienia w obrocie niektórymi akcjami,
3. ograniczenie liczby głosów przysługujących pojedynczemu akcjonariuszowi,
4. superwiększość,
5. dwustopniowa rada nadzorcza,
6. wybory do rady nadzorczej w głosowaniu grupami,
7. kadencyjna rada nadzorcza,
8. ograniczenia dowolności zmian w radzie nadzorczej,
9. utrudnienia zmian w zarządzie.

Podstawową kwestią z punktu widzenia zabezpieczenia się przed potencjalnym złożeniem przez agresora oferty przejęcia jest utrzymywanie przez spółkę silnej pozycji ekonomicznej oraz kontrolnego pakietu akcji. Prawdopodobieństwo wrogiego nabycia maleje, gdy firma ma charakter niepubliczny, co powoduje trudności z jego wyceną oraz skutkuje niską płynnością akcji. Możliwość wrogiego przejęcia jest stosunkowo mała w sytuacji, gdy pojedynczy inwestor lub grupa inwestorów zjednoczonych wspólnym interesem strategicznym utrzymuje kontrolny pakiet akcji (51% głosów), co umożliwia blokowanie głosowania na walnym zgromadzeniu (lub zgromadzeniu wspólników w przypadku spółki z o.o.). Ważnym czynnikiem utrudniającym

przeprowadzenie ataku jest duża skala działalności spółki i wysoki poziom kapitału własnego, co podnosi barierę kapitałową w razie zamiaru przejęcia kontroli przez inwestorów zewnętrznych. Równie ważną kwestią jest utrzymywanie płynności finansowej na minimalnym poziomie, która prowadzi do zmniejszenia atrakcyjności spółki – celu dla inwestorów planujących sfinansowanie transakcji kredytem. Korzystne jest także funkcjonowanie w spółce programu wykupu akcji (udziałów), przez jej pracowników w ramach funduszu emerytalnego lub planu motywacyjnego, co wzmacnia ich zainteresowanie utrzymaniem *status quo* firmy [Lewandowski 2009, s. 98-99].

Bariery kulturowe – ich kształt zależy przede wszystkim od takich czynników jak np. różnice w postrzeganiu roli procesów koncentracji kapitałowej, ksenofobiczne nastawienie do inwestorów zagranicznych [Sudarsanam 1983, s.276] chęć obrony tzw. championów narodowych przed obcymi wpływami, etyczna ocena procesów koncentracji kapitałowej w drodze wrogich przejęć itp.

W wielu krajach Europy kontynentalnej zauważa się niechęć do wrogich przejęć, albowiem „ich konfliktowa natura (...) sprzeczna jest z kontynentalną tradycją kompromisu” [Sudarsanam 1983, s.276]. We Francji wrogie przejęcia oceniono jednoznacznie negatywnie, jako instytucję o korzeniach anglosaskich, obcą romańskiej kulturze prawnej.

Wśród działań podejmowanych przed ogłoszeniem oferty przejęcia S. Sudarsanam wyróżnia obronę wewnętrzną i obronę zewnętrzną. Ta pierwsza to „decyzje lub działania, które zmieniają wewnętrzną strukturę lub naturę działalności firmy”. Z kolei obrona zewnętrzna ma na celu doprowadzenie do „zmiany sposobu postrzegania przedsiębiorstwa z zewnątrz oraz [...] uzyskania wczesnych sygnałów ostrzegawczych przed napastnikiem”. Najlepszą formą obrony jest utrzymywanie stanu gotowości. Ciągła ostrożność jest ceną zachowania niezależności przez firmę stanowiącą potencjalny cel przejęcia. Jednak nawet najlepsze strategie obronne mogą zawieść i wtedy spółka, które stało się celem przejęcia, potrzebuje taktycznych planów bitwy. Strategie obronne można zatem podzielić na strategie stosowane przed i po ogłoszeniu oferty przejęcia. Strategie obrony przed przejęciem (*pre-offer defences*) przedstawia tabela 2.1.

Tabela 2.1 Strategie obrony przed wrogimi przejęciami w okresie przed ogłoszeniem oferty

Działanie	Rezultat
(a) Obrona wewnętrzna:	
Zwiększenie efektywności operacyjnej i obniżka kosztów.	Zwiększony zysk na jedną akcję, wyższa cena akcji i wartość firmy.
Zastosowanie strategii restrukturyzacji, sprzedaż aktywów, itp.	Zwiększony zysk na jedną akcję i wyższa wartość firmy. Utrudnione czyszczenie firmy z majątku przez oferenta.
Zmiana struktury własności, to znaczy dwie klasy akcji, wysoki poziom zadłużenia, skupowanie własnych akcji, „zatruta pigułka”	Utrudnione uzyskanie kontroli przez oferenta. Ograniczone możliwości wykupu z wykorzystaniem dźwigni finansowej (LBO)
Zmiana struktury lub systemu motywacyjnego kierownictwa, na przykład stabilne władze spółki, „złoty spadochron”.	Opóźnione uzyskanie kontroli przez napastnika, zwiększone koszty przejęcia
Podtrzymywanie poparcia związków zawodowych i innych organizacji w przedsiębiorstwie.	Użyteczni sojusznicy przeciwko oferentowi, możliwość wykorzystania akcji z funduszu emerytalnego i ESOP
(b) Obrona zewnętrzna	
Podtrzymywanie poparcia akcjonariuszy i inwestorów, na przykład przez wykorzystanie usług specjalistów od relacji z inwestorami w celu informowania na temat wyników przedsiębiorstwa, perspektyw i prowadzonej polityki	W przypadku ogłoszenia oferty przejęcia zapewnia to lojalność i poparcie ze strony kluczowych akcjonariuszy.
Informowanie analityków na temat strategii przedsiębiorstwa, polityki finansowej oraz programów inwestycyjnych	Zmniejszone ryzyko niedoszacowania wartości akcji, zwiększone koszty przejęcia
Podjęcie zobowiązań społecznych w celu poprawy wizerunku w społeczeństwie.	Napastnik spotyka się z wrogością społeczeństwa
Dokonanie strategicznych inwestycji obronnych, na przykład utworzenie <i>joint venture</i> z podobnymi spółkami.	Blokuje możliwość uzyskania kontroli przez napastnika
Sledzenie rejestru akcji w celu wychwycenia zwiększonych zakupów akcji, wymuszenie ujawnienia danych umożliwiających identyfikację nabywców.	Wczesne sygnały ostrzegające o pojawieniu się potencjalnych napastników.

Źródło: Sudarsanam, Fuzje i przejęcia, WIG-Press, Warszawa 1998, s.186

Oferta zakupu akcji ma charakter publiczny. Z chwilą jej ujawnienia w mediach ukazują się informacje uzasadniające połączenie obydwu firm i przedstawiające inicjatywę oferenta jako wyjątkowo korzystną. W interesie potencjalnego nabywcy leży przekonanie akcjonariuszy spółki, o którą się ubiega, o uczciwości i zyskowności propozycji. Druga strona odpowiada, że pragnie pozostać niezależną i odrzuca ofertę jako niezadowalającą lub wręcz niepoważną.

Spółka będąca przedmiotem tych zabiegów broni się także, sięgając do środków i działań mających przeciwdziałać niechcianemu przejęciu. Zarząd formułuje kontrpropozycję dla akcjonariuszy, w której przedstawia perspektywy firmy jako niezależnej.

Braley i Myers wymieniają następujące sposoby obronne przed przejęciem spółki jak i po złożeniu oferty, co przedstawia tabela 2.2.

Tabela 2.2 Podstawowe rodzaje oręża stosownego w obronie przed przejęciem spółki

Metody obrony	Opis
Metody stosowane przed złożeniem oferty	
„Odstraszające” zmiany w statucie firmy:	
Podział zarządu	Członkowie zarządu są podzieleni na trzy równe grupy. Każdego roku wybierana jest tylko jedna grupa. Uniemożliwia to zdobycie natychmiastowej kontroli nad działalnością przedsiębiorstwa.
„Superwiększość”	Przeprowadzenie fuzji wymaga akceptacji znacznej większości akcjonariatu – zwykle wymagane jest 80% wszystkich głosów na walnym zgromadzeniu.
Rzetelne ustalenie ceny	Fuzja nie może dojść do skutku, jeżeli cena przedsiębiorstwa nie jest rzetelnie ustalona (za pomocą wzoru lub na drodze wyceny).
Ograniczone prawa głosu	Akcjonariusze posiadający akcje powyżej ustalonego progu procentowego mogą głosować wyłącznie za zgodą zarządu lub rady nadzorczej.
Okres oczekiwania	Niepożądani nabywcy muszą odczekać ściśle określoną liczbę lat, zanim będzie możliwe pełne zakończenie fuzji.
Inne:	
„Zakalec”	Dotychczasowi akcjonariusze otrzymują prawo poboru, które można wykorzystać do objęcia nowych akcji po preferencyjnej cenie, jeżeli oferent dokona zakupu znacznego pakietu akcji firmy.
Opcja odsprzedaży akcji	Dotychczasowi akcjonariusze mogą domagać się spłaty ich udziałów, jeżeli w wyniku wrogiego przejęcia kontrola nad przedsiębiorstwem przejdzie w inne ręce.
Metody stosowane po złożeniu oferty	
Postępowanie sądowe	Zaskarżenie fuzji jako transakcji naruszającej przepisy prawa antymonopolowego.
Restrukturyzacja aktywów	Nabycie składników majątku niechcianych przez oferenta lub takich, które w wypadku fuzji mogą stać się przyczyną naruszenia przepisów prawa antymonopolowego.
Restrukturyzacja pasywów	Emisja akcji zaoferowanych do objęcia zaprzyjaźnionemu podmiotowi lub zwiększenie liczby akcjonariuszy. Odkup akcji od dotychczasowych akcjonariuszy z premią.

Źródło: Braley, Myers, Podstawy finansów przedsiębiorstw, tom 2, PWN Warszawa 1999, s. 1304

W obronie przed wrogim przejęciem możliwe jest zastosowanie taktyki defensywnej polegającej na zmianie struktury kapitałowej spółki – celu poprzez [Korpus 2013, s.193-194]:

- zwiększenie pasywów spółki-celu, czyli zwiększenie zadłużenia, głównie zaciągnięcie istotnych zobowiązań w formie pożyczek, kredytów, gwarancji zwiększających całkowity poziom zobowiązań ciążących na spółce przejmującej po zamknięciu transakcji przejęcia spółki-celu, co utrudnia jej dalszy dostęp do kapitału oraz podnosi koszty funkcjonowania (zadłużenie negatywnie wpływa na motywy finansowe nabywającego, szczególnie gdy planuje on wykup lewarowany,

- przedterminową spłatę zadłużenia przyczyniającą się do spadku płynnych aktywów, na których może zależeć nabywcy [Sikora 1987, s.483],

- przeprowadzenie przez spółkę-cel nowej emisji dedykowanej wybranym inwestorom ukierunkowanej na zwiększenie bazy akcjonariuszy/udziałowców której celem jest rozproszenie istniejącej struktury własnościowej,

- przeprowadzenie przez spółkę-cel emisji papierów wartościowych o charakterze dłużnym konwertowanych na prawa udziałowe (obligacje zmienne, obligacje z prawem pierwszeństwa), co powoduje skokowe podwyższenie kapitału zakładowego, a w konsekwencji – rozwodnienie struktury udziałowej spółki-celu,

- emisji przez spółkę-cel instrumentów o charakterze dłużnym (obligacji) wykupywanych i umarzalnych na wypadek wrogiej akwizycji w zamian za znaczną cenę wykupu (ang. Macaroni Defense). Obowiązek wykupu takich papierów wartościowych przez wrogiego oferenta zwiększa w sposób istotny całkowity koszt przejęcia spółki-celu, czyniąc je nieopłacalnym,

- wykup własnych akcji na rynku publicznym, czyli tzw. *buy-back*, którego celem jest ograniczenie dostępu do akcji w obrocie (zmniejszenie współczynnika *free float*) oraz oddziaływania na wzrost kursu akcji spółki na rynku publicznym; wykup akcji własnych powoduje ograniczenia w dostępności akcji dla wrogiego nabywcy oraz zwiększa koszt nabycia, w efekcie czego transakcja może okazać się nieopłacalna[Helin, Zorde 1998, s. 91],

- *flip-over*- polega na tym, że w przypadku gdy firma dokonująca przejęcia uzyska kontrolę nad przejmowaną spółką, dotychczasowi akcjonariusze przejmowanej firmy mają prawo do nabycia akcji firmy dokonującej przejęcia po cenie o wiele niższej od aktualnej ceny rynkowej[Hazel 2000, s. 58],

- *back-end*- powoduje zwiększenie zadłużenia firmy w momencie osiągnięcia przez firmę dokonującą przejęcia „progu wykupu”. Firma przeprowadza wówczas emisję instrumentów dłużnych na rzecz swoich dotychczasowych akcjonariuszy, zwiększając tym samym ogólny poziom zobowiązań, które będą musiały zostać spłacone przez firmę dokonującą przejęcia.

W dwóch pierwszych przypadkach, skorzystanie przez dotychczasowych akcjonariuszy spółki-celu z preferencji opcyjnych prowadzi od zjawiska rozwodnienia kapitału akcyjnego w drodze zwiększenia liczby akcji znajdujących się w obiegu. Dążąc do zachowania (nabycia) pakietu kontrolnego, wrogi inwestor jest zmuszony zwiększyć pulę nabywanych akcji poprzez objęcie nią akcji nowych emisji (emitowanych na rzecz

akcjonariuszy i beneficjentów praw opcyjnych). Mechanizm taki stawia pod znakiem zapytania sens ekonomiczny wrogiej inwestycji.

Wśród wielu technik obronnych stosowanych na tym etapie na pierwszym miejscu należy wymienić przede wszystkim tzw. odstraszacze rekinów (*shark repellents*), przez które rozumie się bariery tworzone przez same spółki, zanim zaistnieje wroga oferta przejęcia [Zygała 2004, s. 179-181]. Obejmują one przede wszystkim wiele postanowień umieszczonych przez spółki w swoich statutach²⁵. Celem tworzenia odstraszaczy jest ograniczenie możliwości dokonania skutecznego wrogiego przejęcia lub też opóźnienia i zwiększenia kosztów przeprowadzenia go.

Omawiana technika w warunkach polskich obejmować może przede wszystkim:

1. Uprawnienia przyznane osobiście akcjonariuszowi [K.s.h. art. 354]. Jest to prawo przyznane indywidualnie oznaczonemu w statucie akcjonariuszowi (akcjonariuszom). Jest ono związane z osobą, a nie posiadaną przez niego akcją. Uprawnienia te przysługują tym samym akcjonariuszowi niezależnie od liczby posiadanych przez niego akcji i polegają przede wszystkim na prawie powoływania lub odwoływania członka (członków) zarządu albo rady nadzorczej. Prawo to może być istotną barierą ograniczającą całkowite przejęcie kontroli nad zarządem czy radą nadzorczą. Uprawnienia przyznane osobiście akcjonariuszowi są znacznie bardziej trwałe niż przywileje związane z akcją, jednak wygasają zawsze z chwilą, gdy uprawniony przestaje być akcjonariuszem spółki.

Akcje podwójnej kategorii- akcje uprzywilejowane. Istota ich sprowadza się do tego, że pewnej grupie akcjonariuszy przyznaje się szczególne uprawnienia, które wychodzą poza zakres uprawnień wynikających z akcji zwykłych.

Uprzywilejowanie może dotyczyć [K.s.h. art. 351]:

- prawa głosu (nie obejmuje spółek publicznych),
- dywidendy,
- podziału majątku w razie likwidacji spółki.

Z punktu widzenia niniejszej pracy najistotniejsze są akcje uprzywilejowane co do głosu. Akcje te dają na walnym zgromadzeniu więcej głosów niż jedna akcja zwykła, z zastrzeżeniem, że maksymalne uprzywilejowanie nie może przekroczyć dwóch głosów na jedną akcję [K.s.h. art. 352]. Akcje te mogą sprawić, że akcjonariusz dysponujący np. 55% ogółu kapitału akcyjnego na walnym zgromadzeniu może

²⁵ Wszelkie statutowe techniki obrony regulowane są przez ustawę z 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych – K.S.H. – (Dz.U. z 2000 r. nr 94, poz. 1037).

posiadać tylko ok. 40% głosów przypadających na cały kapitał akcyjny. Akcje uprzywilejowane co do głosu stanowią istotny element obrony przed niepożądanym akcjonariuszem większościowym i tworzą też ważne dodatkowe bariery przejęcia wynikające bezpośrednio z mocy prawa. Akcje uprzywilejowane co do głosu są akcjami imiennymi, przyznanie ich zaś poszczególnym akcjonariuszom może być uzależnione od określonych warunków. Typowym warunkiem, od którego uzależnia się wydanie akcji uprzywilejowanych co do głosu, są ograniczenia w zakresie zbywania lub zastawiania takich akcji. dodatkowe gwarancje wynikają też z art. 352 K.s.h. Artykuł ten przewiduje, że zbycie akcji uprzywilejowanych co do głosu wbrew zastrzeżonym warunkom, a także zamiana takich akcji z imiennych na okaziciela powodują wygaśnięcie przywileju z mocy prawa.

Ograniczenie liczby głosów [K.s.h. art. 411] może wynikać ze statutu. Statut spółek powinien zawierać zapis dotyczący ograniczenia prawa głosowania akcjonariuszy mających ponad 20% ogółu głosów w spółce. Ograniczenie praw głosu może polegać np. [Sasiak 2000, s. 286]: na postanowieniu, że akcjonariusze nie mogą dysponować na walnym zgromadzeniu liczbą głosów przekraczającą określoną procentowo część wszystkich głosów reprezentowanych na walnym zgromadzeniu (oznacza to, że każdy poszczególny akcjonariusz ma prawo do nie więcej niż np. 10% głosów na walnym zgromadzeniu) lub na liczbowym określeniu głosów, którymi może dysponować jeden akcjonariusz.

Statutowe ograniczenia dotyczące zmiany własności akcji. Ograniczenie tego typu to: konieczność uzyskania przez akcjonariusza zezwolenia spółki na zbycie akcji. Innym statutowym ograniczeniem może być zakaz zbywania akcji na rzecz oznaczonego kręgu osób, np. akcjonariuszy spółki konkurencyjnej. To również prawo pierwokupu dla dotychczasowych akcjonariuszy na wypadek, np. sprzedaży konkretnej liczby akcji lub ściśle oznaczonych akcji. Ograniczenia te dotyczą tym samym zarówno sprzedaży, darowizny czy dziedzictwa (statut może stanowić, że w chwili śmierci akcjonariusza posiadane przez niego akcje ulegają umorzeniu). Konsekwencją takich zapisów w statucie jest ograniczenie płynności akcji, a tym samym możliwość efektywniejszej kontroli akcjonariatu.

Spółka zagrożona wrogim przejęciem oprócz odpowiedniego ukształtowania statutu może również zastosować inne środki obrony, na przykład:

1. „Biały giermek” (*white squire*) [Sudarsanam 1998, s. 204]. taktyka ta stosowana jest przez firmy zagrożone wrogim przejęciem, w sytuacji gdy nie miała

jeszcze miejsca wroga oferta. Polega ona na znalezieniu strategicznego partnera (partnerów), który bez walki przy pełnym poparciu dotychczasowego kierownictwa dokona przyjaznego przejęcia. Technika ta tworzy dwie zasadnicze bariery utrudniające wrogie przejęcie. z jednej strony w spółce, będącej obiektem potencjalnej wrogiej oferty pojawia się partner obejmujący kontrolny pakiet specjalnie dla niego przyznanych akcji. Z drugiej strony występuje podwyższenie kapitału, co dzięki rozwodnieniu akcji stwarza dodatkowe utrudniania i podnosi koszty ewentualnego wrogiego przejęcia,

2. wzajemne posiadanie [Helin, Zorde 1998, s. 93] - krzyżowy akcjonariat (*cross holding*). Jest to porozumienie, na podstawie którego dwa przedsiębiorstwa zgadzają się objąć nawzajem udziały kapitałowe. Przedsiębiorstwa wchodzą zwykle we wzajemne posiadanie pakietów kontrolnych drugiej strony umowy i w ten sposób blokują efektywnie każdej innej stronie możliwość uzyskania wpływu na losy przedsiębiorstwa. Umowa tego typu określa maksymalny stan posiadania akcji oraz gwarantuje, że żadna strona nie sprzeda akcji bez wzajemnego porozumienia,

3. umowa akcjonariuszy. Treścią takiej umowy jest najczęściej porozumienie dotyczące sposobu zmian statutu, obsady stanowisk w radzie nadzorczej i zarządzie, ograniczenie zbywalności akcji (określana jako umowa o zasyndykowanie akcji czy też winiakulację akcji) lub wykonywania prawa głosu na walnym zgromadzeniu. Umowa taka zawierana jest zazwyczaj przez dominujących akcjonariuszy, których współpraca, a zwłaszcza skoordynowana praktyka głosowania w organach spółki, pozwala wpłynąć na kierunki działania przedsiębiorstwa. Umowy akcjonariuszy mogą uzupełniać statut i stanowić ukrytą przed innymi firmami i pozostałymi akcjonariuszami, niebędącymi sygnatariuszami umowy, linię obrony przed wrogim przejęciem.

Metody obrony przed wrogim przejęciem stosowane przez przejmowaną firmę po ogłoszeniu oferty przejęcia przedstawia tabela 2.3.

Tabela 2.3. Metody obrony przed wrogim przejęciem

Sposób obrony	Opis i cel podjętych działań
Pierwsza odpowiedź i list uprzedzający	Zaatakowanie logiki przejęcia i oferowanej ceny, zalecenie akcjonariuszom odrzucenia oferty.
Dokumentacja obronna	Uwypuklanie dotychczasowych wyników i perspektyw, ośmieszenie uzasadnienia oferty i oferowanej ceny, stanu finansów i dotychczasowych osiągnięć napastnika
Sprawozdanie/ prognoza dotyczące zysków	Sprawozdanie lub prognoza wykazujące wzrost zysków za ubiegły/ przyszły rok w celu podważenia ceny ofertowej jako zbyt niskiej.
Obietnica wyższych dywidend w przyszłości	Wzrost dochodów akcjonariuszy, osłabienie oddziaływania obietnic wysokich stóp zwrotu składanych przez napastnika.
Przeszacowanie aktywów	Przeszacowanie wartości nieruchomości, wartości niematerialnych i prawnych, wykazanie, że cena oferowanej jest zaniżona.
Kampania mająca na celu uzyskanie poparcia wśród akcjonariuszy	Poszukiwanie „białego rycerza” lub „białego giermka” pozyskanie własnego funduszu emerytalnego lub programu ESOP, próba zablokowanie kontroli
Nacisk na władze	Nacisk na władze regulacyjne lub antymonopolowe w celu zablokowania oferty.
Zaskarżenie do sądu	Wymuszenie zastosowania ustawodawstwa antymonopolowego lub ujawnienia rzeczywistych akcjonariuszy
Przejęcie innego przedsiębiorstwa lub wyprzedaż aktywów	Zakup przedsiębiorstwa w celu powiększenia przejmowanej spółki lub uczynienia jej nieodpowiednią dla oferenta; sprzedaż „klejnotów koronnych”, zorganizowanie wykupu przedsiębiorstwa przez kierownictwo; zwiększenie kosztów przejęcia i dezorganizacja strategii przejęcia wypracowanej przez oferenta ²⁶
Związki zawodowe/ pracownicy	Pozyskanie dla zwiększenia nacisku na władze antymonopolowe lub polityków oraz w celu zaatakowania planów oferenta i dotyczących przejmowanej firmy.
Odbiorcy/ dostawcy	Pozyskanie dla zwiększenia nacisku na władze antymonopolowe lub wykazanie, że relacje z odbiorcami i dostawcami będą zagrożone, jeśli napastnik dokona przejęcia.
„Czerwony śledź” (<i>red herring</i>)	Atakowanie napastnika w nieistotnych sprawach ²⁷
Reklama	Kampania w mediach w celu zdyskredytowania oferty.

Źródło: - Sudarsanam (1998), wyd.cyt. s. 204

- Lewandowski (2011), Fuzje i przejęcia w Polsce, wyd. cyt. s. 79, s. 100

Strategie obronne o charakterze reaktywnym to takie strategie, które stosuje się w obliczu zaistnienia zagrożenia wrogim przejęciem pod adresem nieakceptowanego nabywcy, a ich zastosowanie pozostaje w gestii zarządu spółki, choć niektóre z nich wymagają współdziałania akcjonariuszy. Do strategii obronnych o charakterze defensywnym należą [Korpus 2013, s. 188-195]:

- odpowiedź finansowa i kampania medialna,
- trujące pigułki (ang. *poison pills*),
- zapowiedź braindrain (ang. *people pills*),
- złote spadochrony (ang. *golden parachutes*),
- poszukiwanie białego rycerza (ang. *White knight*),
- zielony szantaż (ang. *greenmail*),
- kontroferta (ang. *counter-tender*),
- restrukturyzacja aktywów,

²⁶ - „Klejnoty koronne” (*crown jewels*) – Najcenniejsze aktywa (przyp.tłum).

²⁷ - „Czerwony śledź” (*red herring*) – Nieoficjalny prospekt rozsyłany do potencjalnych inwestorów w celu zapewnienia ich udziału w nowej emisji akcji. Dokument ten nie zawiera wszystkich informacji, ponadto część z nich może zostać zmieniona w ostatecznej wersji prospektu. Nazwa bierze się stąd, że część okładki prospektu jest drukowana w kolorze czerwonym.

- zmiana struktury kapitałowej,
- lobbing i propaganda (posunięcia polityczne),
- sygnalizacja negatywnych następstw wrogiego przejęcia organom regulacyjnym - posunięcia prawne.

Analogicznie jak w przypadku strategii obronnych o charakterze prewencyjnym, wskazane metody mają jedynie charakter przykładowy.

Odpowiedź finansowa polega na ogłoszeniu informacji na temat obecnej lub przyszłej sytuacji finansowej atakowanej spółki. Sięgając po ten środek, zarząd spółki publicznie ogłasza informacje na temat prognozowanego zysku za bieżący lub przyszły rok obrotowy lub zakładanie polityki dywidendowej. Celem odpowiedzi finansowej jest zniechęcenie dotychczasowych akcjonariuszy do wyzbycia się praw udziałowych w spółce-celu na rzecz wrogiego oferenta. Zapowiedziane wskaźniki mają stanowić poparcie dla braku adekwatności ceny oferowanej przez wrogiego oferenta wobec rzeczywistej wartości akcji i skłonić akcjonariuszy do rezygnacji ze sprzedaży akcji w spółce-celu na proponowanych warunkach [Jenkinson, Mayer 1998, s. 34].

Mianem **trujących pigulek** (ang. *poison pills*) określa się różnorodne instrumenty prawne, inkorporowane do statutu spółki, których działanie aktywizuje się w chwili zajścia określonego zdarzenia, np. przejścia większościowego pakietu akcji spółki na nowego inwestora. Do chwili wystąpienia takiego zdarzenia uprawnienia wynikające z trujących pigulek pozostają niejako „uśpione” i mają charakter wyłącznie potencjalny. Ich działanie „uwalnia się” natomiast automatycznie z chwilą „przełknięcia” zatrutej pigułki, co następuje w momencie finalizacji wrogiej transakcji. Mechanizm trujących pigulek polega, w szczególności, na emisji przez spółkę-cel na rzecz dotychczasowych akcjonariuszy praw udziałowych, które mogą być przez nich objęte ze znacznym dyskontem w ramach ustanowionej na ich rzecz opcji kupna [Hazel 2000, s. 58].

Technika **złotych spadochronów**, polegająca na zawieraniu przez spółkę umów z członkami jej organów (zarządu, rady nadzorczej) gwarantujących im szczególne korzyści na wypadek ustania ich zatrudnienia w związku z przejęciem może mieć zastosowanie w sytuacji, gdy spółka-cel znajduje się na przedpolu wrogiego przejęcia. Klauzule takie zapewniają najwyższej kadrze kierowniczej gratyfikacje, najczęściej w postaci premii pieniężnych (odpraw) oraz opcji na prawa udziałowe w spółce-celu.

Popularną strategią obrony przed wrogim przejęciem jest interwencja tzw. **białego rycerza** (ang. *white knight*), czyli podmiotu konkurencyjnego wobec spółki występującej z wrogą ofertą. Biały rycerz wyraża gotowość nabycia praw udziałowych

spółki-celu na warunkach korzystniejszych, aniżeli warunki proponowane pierwotnie przez oferenta zamierzającego dokonać wrogiego przejęcia. Pojawienie się alternatywnego inwestora wywołuje efekt swoistej licytacji, której przedmiotem są prawa udziałowe w spółce – celu, co w konsekwencji prowadzi do podwyższenia ceny praw udziałowych w spółce-celu [Korpus 2013, s. 190-191].

„Szary rycerz” („grey knight”). Taktyka obrony oparta na wykorzystaniu „szarego rycerza” w przeciwieństwie do taktyki białego, kończy się zawsze przejęciem. „Szary rycerz” jest drugim oferentem włączającym się do walki o przejęcie firmy. Zarząd dokonując wyboru spośród dwóch napastników, wybranego traktuje jako mniejsze zło. Wybór ten sprawia, że podobnie jak we wcześniejszej strategii obrony – podmiot występujący z kontrofertą ma pełną rekomendację zarządu. Jeżeli w wyniku zastosowania tej taktyki nie dojdzie do wrogiego przejęcia, finałem będzie na pewno przyjazne przejęcie [Zygała 2004, s. 184].

Mechanizm kolejnej metody obrony, **„zielonego szantażu”** (ang. greenmail), polega na wykupie (zwykle ze znaczną premią) przez spółkę–cel od spółki–przejmującej praw udziałowych posiadanych przez spółkę przejmującą w spółce-celu [Lewandowski 2001, s.101]. Zielony szantaż zakłada zaangażowanie przez spółkę-cel znacznych środków finansowych (własnych lub obcych) z przeznaczeniem na nabycie własnych praw udziałowych (akcji) rodząc ryzyko utraty płynności finansowej spółki-celu. Jeżeli cena wykupu akcji jest znacznie wyższa w stosunku do ich kapitalizacji rynkowej oferta zamiast negatywnie oddziaływać na motywy finansowe atakującego, może wpływać na nie pozytywnie, ponieważ pozwala zrealizować mu zamierzone zyski.

Taktyka zielonego szantażu stanowi szczególną postać instytucji nabywania przez spółkę akcji własnych. Warto zaznaczyć, że w prawie polskim instytucja ta podlega ścisłej reglamentacji prawnej zarówno w zakresie okoliczności dopuszczanego nabycia akcji własnych, jak i ich maksymalnego limitu ilościowego. Nabywając i wycofując akcje z rynku, spółka-cel w sposób sztuczny steruje popytem i podażą akcji własnych, wpływając zwykle dodatnio na cenę walorów spółki-celu, jednocześnie czyniąc transakcję przejęcia bardziej kosztowną [Korpus 2013, s. 192, Jenkinson, Mayer 1998, s.27].

„Kontroferta” (ang. *pac-man defence*) to metoda polegająca na wystąpieniu przez spółkę – cel z ofertą nabycia praw udziałowych spółki przejmującej, nierzadko łącznie z zapowiedzią przejęcia zarządu spółki – przejmującej, w reakcji na sformułowaną przez spółkę przejmującą ofertę nabycia praw udziałowych spółki – celu [Lewandowski 2001,

s.192]. Celem tej metody zwykle nie jest rzeczywiste przejęcie kontroli, ale zdobycie kontroli na takim poziomie, który umożliwi zablokowanie przejęcia lub stworzenie zagrożenia kadrze zarządzającej atakującego (oddziaływanie na menedżerski motyw utrzymania pracy). Strategia *pac-mana* narodziła się w Stanach Zjednoczonych w latach 80. Na polskim rynku strategia ta została zastosowana w spektakularnej obronie podjętej przez Wojciecha Kruka w sprawie Vistula&Wólczanka za środki finansowe uzyskane ze zbycia swoich akcji, obrona ta została zakwalifikowana jako *Pac-Man defence*²⁸.

Kolejną metodą, która może mieć zastosowanie w obronie spółki przed wrogim przejęciem, jest restrukturyzacja aktywów mogąca przybierać różne formy i polegająca głównie na:

- **dezinwestycji**, tj. sprzedaży części wartościowego majątku spółki-celu, (spółek zależnych, oddziału, kluczowych aktywów materialnych i niematerialnych) decydujących o atrakcyjności spółki – celu w oczach oferenta (ang. *crown jewel defence* lub *scorched earth policy*) [Gaughan, 1996, s. 214]. Stosując tę taktykę obrony, firma przejmowana zgadza się sprzedać nawet ze stratą dla siebie, aktywa szczególnie cenne dla potencjalnego napastnika. Zastosowanie tej linii obrony sprawia, że spada atrakcyjność pozostałej części przejmowanej firmy i ostatecznie może to doprowadzić do zniechęcenia ewentualnego napastnika,

- **inwestycji przez spółkę-cel w aktywa**, które zainteresowany przejęciem oferent postrzega jako bezproduktywne, zbędne lub niebezpieczne (w skrajnych wypadkach – inwestycja w tzw. toksyczne aktywa), nabyciu przez spółkę-cel przedsiębiorstw lub praw udziałowych w branży, w której działa spółka przejmująca w celu stworzenia barier nabycia wynikających z prawa antymonopolowego (tzw. *antitrust defence*) lub wypłatę dodatkowej dywidendy obniżającej płynność finansową [Oplustil 2006, s.8; Lewandowski 2001, s. 101].

Do metod obrony można zastosować inne taktyki, czyli **posunięcia prawne i/lub polityczne** (*legal/political defensive tactisc*). Strategia ta wykorzystywana jest zarówno przez stronę broniącą się, jak i atakującą. Daje ona szansę wykorzystania różnorodnych możliwości stwarzanych przez ustawodawstwo danego kraju. Różne przeszkody prawne i polityczne mogą być skutecznie użyte do uniemożliwienia dojścia

²⁸ Tak zakwalifikowali transakcję M. Szymański i B. Nogalski, oceniając skuteczność sposobów obrony przed wrogim przejęciem na polskim rynku, M. Szymański i B. Nogalski, *Obrona przed wrogim...* wyd.cyt. s. 139

do skutku wrogiego przejęcia. Strategia ta ma na celu jak najdłuższe prowadzenie bitwy, aby pokonać lub zniechęcić jedną ze stron konfliktu.

Metodami obrony są **lobbying** i **propaganda**, czyli posunięcia polityczne. Propaganda jest ogółem działań spółki-celu zainicjowanych przez nią, obliczonych na zdyskredytowanie oferenta i ogłoszonej przez niego oferty przejęcia. Zwykle ma charakter kampanii medialnej, która podważa atrakcyjność złożonej oferty, kompetencje lub dobre intencje oferenta. Lobbying natomiast polega na odwołaniu się do korzyści lub emocji rozmaitych interesariuszy podmiotu mogących wywierać naciski na oferenta. Interesariuszami tymi są akcjonariusze przejmowanej spółki, związki zawodowe działające w spółce i centrale związkowe, kooperanci (dostawcy, odbiorcy) oraz władze samorządowe, społeczność lokalna i osoby pełniące funkcje publiczne, w tym politycy. Celem lobbyingu jest zwrócenie uwagi na niepożądane skutki przejęcia, często wskazywany jest szeroko pojęty interes gospodarki narodowej [Korpus 2013, s. 194].

Do grupy tych posunięć należy zaskarżenie potencjalnego nabywcy do sądu lub instytucji regulujących, np. do Komisji Nadzoru Finansowego czy Urzędu Ochrony Konkurencji i Konsumentów (gdy spółka- cel notowana jest publicznie, gdy w wyniku jej nabycia konkurencja w danym sektorze może zostać ograniczona, gdy istnieje ryzyko utraty kontroli przez Skarb Państwa nad sektorem o charakterze strategicznym na rzecz podmiotu prawa obcego). Zaskarżenie takie ma wywołać sprzeciw ze strony organów władzy publicznej wobec planowanie lub dokonanie koncentracji (poprzez wydanie decyzji w przedmiocie odmowy: wyrażenia zgody na koncentrację, w sytuacji, gdy zgoda taka w świetle obowiązującego prawa jest wymagana, wydania tzw. zgody warunkowej, zakazanie koncentracji, nakazanie dekoncentracji) [Korpus 2013, s. 194].

Zaprezentowane metody stwarzają wiele możliwości obrony przed wrogim przejęciem, zarówno o charakterze prewencyjnym, jak i defensywnym. Charakteryzują się one różnym kosztem, ryzykiem, skutecznością i możliwością zastosowania w świetle obowiązujących w Polsce regulacji prawnych. O zastosowaniu zabezpieczeń decydują akcjonariusze spółki, zastosowanie relatywnych metod obrony należą do kompetencji zarządu spółki publicznej.

2.2. Prawne aspekty obronne wobec wrogich przejęć w spółce publicznej

2.2.1. Instrumenty prawne o charakterze statutowym

Na ogół wrogie przejęcia i obrona przed nimi odnoszą się do spółek, których akcje notowane są na rynkach papierów wartościowych, ale są także możliwe do każdej spółki, której akcje (lub udziały) są przedmiotem zainteresowania potencjalnych nabywców.

Należy zauważyć, iż zgodnie z Zasadami Nadzoru Korporacyjnego OECD „nie powinny być stosowane rozwiązania chroniące spółki przed przejęciami”.²⁹

De lege lata, w braku takiego unormowania, pierwszoplanowego znaczenia nabiera określenie pożądanego modelu zachowań władz spółki – celu, w obliczu wezwania, a w szczególności priorytetów, którymi powinny się one kierować. Nader czytelnych wskazówek w tej mierze dostarczają „Dobre praktyki w spółkach publicznych w 2002” [www.gpw.com.pl]. Otóż, w pkt I „Zasad ogólnych” pn. „Cel spółki” stwierdzono wyraźnie, iż „podstawowym celem działania władz spółki jest realizacja interesu spółki, rozumianego jako powiększenie wartości powierzonego jej przez akcjonariuszy majątku, z uwzględnieniem praw i interesów innych niż akcjonariusze podmiotów, zaangażowanych w funkcjonowanie spółki, w szczególności wierzycieli spółki oraz jej pracowników”. Z kolei, zgodnie z postanowieniami pkt 33 zd. 2 („Dobre praktyki zarządów”) „przy ustalaniu interesu spółki należy brać pod uwagę uzasadnione w długookresowej perspektywie interesy akcjonariuszy, wierzycieli, pracowników spółki oraz innych podmiotów i osób współpracujących ze spółką w zakresie jej działalności gospodarczej, a także interesy społeczności lokalnych”. W przypadku zatem ustalenia że przeciwstawienie się wrogiemu przejęciu leży w interesie ww. podmiotów (czyli: w interesie spółki *sensu largo*), władze spółki-celu byłyby legitymizowane do podjęcia wszelkich dopuszczalnych przez prawo działań obronnych. Nie można jednak zapominać, iż akcjonariusze mogą zawsze odwołać członków zarządu (art. 368 § 4 K.s.h.), toteż spodziewać się można, iż zarząd w decyzjach swych kierował się będzie przede wszystkim interesem akcjonariuszy.³⁰ Instrumenty prawne o

²⁹ Postanowienia o tej treści zawarte zostały w Kodeksie Nadzoru Korporacyjnego, który opracowano w ramach Polskiego Forum Corporate Governance, działającego pod auspicjami Instytutu Badań nad Gospodarką Rynkową. Tak np., zgodnie z postanowieniami rozdziału V tegoż kodeksu „Spółka nie powinna stosować narzędzi uniemożliwiających dokonanie przejęcia wbrew interesom akcjonariuszy. Zmiany kapitału zakładowego nie powinny naruszać interesów dotychczasowych akcjonariuszy”, Kodeks Nadzoru Korporacyjnego, MoP 11/2002, s. 524.

³⁰ Jednakże wypada też zaznaczyć, iż zbiory „dobrych praktyk” nie mają charakteru powszechnie wiążącego uczestników obrotu, a już na pewno nie rozwiązują wszystkich problemów interpretacyjnych.

charakterze statutowym mają postać klauzul zamieszczanych w statucie (umowie założycielskiej) spółki-celu, których celem lub skutkiem jest sprawienie, by spółka stała się zamknięta (nieдоступna) lub mniej atrakcyjna dla wrogiego inwestora. Kształt i granice takich instrumentów wyznaczają obowiązujące przepisy prawa. Zapisy takie mogą [Korpus 2013, s. 183-188]:

1. wymagać spełnienia obowiązku zwołania nadzwyczajnego walnego zgromadzenia w przypadku złożenia wrogiej oferty. Taki zapis jest jednoznaczny z zakazem sprzedaży akcji (udziałów) w ramach nieprzyjaznej oferty przed odbyciem nadzwyczajnego walnego zgromadzenia [Lewandowski 2001, s. 100],

2. gwarantować silną pozycję zarządu lub rady nadzorczej spółki atakowanej poprzez utrudnienie zmiany ich składu lub wprowadzenie rotacyjnej odnawialności tych organów. Utrudnienie zmian w zarządzie może wynikać np. z konieczności uzyskania większości kwalifikowanej potrzebnej do odwołania członków zarządu lub wysokiego quorum potrzebnego do prawomocności takiej uchwały. Innym rozwiązaniem jest wprowadzenie kadencyjności składu rady nadzorczej (ang. *staggered board*), czyli podział składu rady nadzorczej na trzy grupy, z których każda jest wymieniana w kolejnych latach, co oznacza, że firma obejmująca kontrolny pakiet akcji/ udziałów nie uzyskuje natychmiastowej kontroli nad jej decyzjami [Lewandowski 2001, s. 99; K.s.h. art. 398-400]. koszty transakcji wzrastają, a pewność przejęcia kontroli przez agresora znacznie się zmniejsza,

3. zapewniać specjalne uprawnienia zarządowi spółki-celu i dodatkową rekompensatę na bazie porozumienia, w ramach którego, zarząd firmy nabywanej uzyska wysoką rekompensatę pieniężną w razie wymuszonej rezygnacji po nabyciu (tzw. „złoty spadochron”) [Lewandowski 2001, s. 100],

4. przyznawać określonemu akcjonariuszowi akcje uprzywilejowane, w szczególności tzw. akcje pluralne (akcje uprzywilejowane w zakresie prawa głosu w

Dotyczy to np. sytuacji, gdy rezultatem przejęcia spółki będzie wniesienie do niej „know-how”, zwiększenie jej produktywności i zyskowności, itp., co ma być połączone ze znaczną redukcją zatrudnienia. W takim przypadku ujawniłaby się sprzeczność interesów dotychczasowych akcjonariuszy spółki-celu oraz jej pracowników, a zatem władze spółki musiałyby ocenić, czyje interesy są ważniejsze i godne ochrony. Dokonanie takich ustaleń jest niezmiernie trudne, rodzime unormowanie zdaje się bowiem zrównać zakresy znaczeniowe pojęć „interes akcjonariuszy” i „interes interesariuszy”. Warto w tym miejscu przypomnieć, iż wedle postanowień pkt 69 projektu Dobrych praktyk w spółkach publicznych w 2002 r. „(...) zarząd powinien brać pod uwagę, że poprawne relacje z pracownikami i kontrahentami spółki są z reguły zgodne z długookresowym interesem spółki i jej akcjonariuszy, nawet gdyby interesy krótkookresowe nie pokrywały się w pełni”, zob. Dobre praktyki w spółkach publicznych w 2002 r., MoP 8/2002, s. 380.

stosunku do akcji zwykłych). W spółkach publicznych, w Polsce nie jest to aktualnie możliwe,

5. wymagać konieczności uzyskania kwalifikowanej większości głosów na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy spółki dla podjęcia określonych uchwał (ang. *supermajority*), w szczególności w zakresie spraw strategicznych, modyfikacji lub zniesienia statutowych instrumentów obrony przed wrogimi przejęciami czy wyrażenia zgody na zbycie praw udziałowych, akcji w spółce. Wymagania mogą dotyczyć także konieczności uzyskania większości głosów akcjonariuszy mniejszościowych,

6. przyznawać poszczególnym, ściśle oznaczonym akcjonariuszom uprawnienia osobiste, w szczególności mogą one dotyczyć prawa powoływania lub odwoływania członków zarządu i rady nadzorczej,

7. ograniczać akcjonariuszy spółki atakowanej w wykonywaniu praw głosu z przysługujących im praw udziałowych powyżej pewnego poziomu z przełamaniem charakterystycznej dla spółek kapitałowych zasady korelacji zaangażowania kapitałowego i praw udziałowych (zasada *one share-one voice*) w drodze tzw. redukcji głosów (ang. *voting caps*). Sytuacja taka ma miejsce wtedy, gdy akcjonariusze osiągnęli określony pułap głosów lub gdy nastąpiła kumulacja głosów akcjonariuszy, pomiędzy którymi istnieje stosunek dominacji lub zależności,³¹

8. ustanawiać ograniczenia w zbywalności prawa udziałowych w spółce –celu. Mogą mieć one charakter temporalny (wyłącznie rozporządzenia udziałami lub akcjami przez ściśle określony czas) lub podmiotowy (wyłączenia rozporządzenia udziałami lub akcjami na rzecz podmiotów wskazanych imiennie lub poprzez zdefiniowanie ich określonej cechy). Takie zjawisko jest określane mianem winkulacji praw udziałowych i nie może być ustanowione na okres dłuższy niż lat pięć od dnia zawarcia umowy. Ponadto ograniczenia mogą polegać na konieczności uzyskania zgody spółki lub określonych akcjonariuszy spółki, na takie rozporządzenie lub ustanawiać na rzecz akcjonariuszy spółki-celu lub innych osób prawa pierwokupu lub innego prawa pierwszeństwa nabycia praw udziałowych w spółce-celu w razie ich zbycia. Jednakże

³¹ Przepis art. 411 Kodeksu spółek handlowych dopuszcza statutowe ograniczenie prawa głosu akcjonariuszy powyżej jednej piątej ogółu głosów w spółce, przy czym ograniczenie to może dotyczyć wyłącznie wykonywania prawa głosu z akcji przekraczających limit głosów określony w statucie. Statut spółki może także przewidywać kumulację głosów należących do akcjonariuszy, między którymi istnieje stosunek dominacji lub zależności w rozumieniu Kodeksu spółek handlowych lub odrębnej ustawy oraz określać zasady redukcji głosów [Pabis 2005, s. 26-28]. Działania prewencyjne spółki publicznej przed wrogim przejęciem przy wykorzystaniu „czap głosowych” (ang. *voting caps*) ograniczają siłę oddziaływania dużych akcjonariuszy i zwiększają siłę małych,³¹ mogą także skutecznie zniechęcać potencjalnego agresora do próby przejęcia spółki w drodze publicznego wezwania, gdyż w związku z ich wprowadzeniem nie będzie możliwe wykonywanie rzeczywistej kontroli nad spółką nawet w przypadku, gdyby podmiot przejmujący sprzedał później część posiadanych akcji zaaprobacyonowanemu akcjonariuszowi, który na walnym zgromadzeniu głosowałby tak jak atakujący [Pieloch 2011, s. 100].

ograniczenia rozporządzania akcjami wynikające z takich umów nie mogą trwać dłużej niż dziesięć lat od dnia zawarcia umowy [K.s.h. art. 337],

Drugą ze strategii prewencyjnych jest stworzenie stabilnych i trwałych powiązań kapitałowych lub osobowych ze spółkami i instytucjami finansowymi przyjaznymi wobec aktualnych zarządzających i podmiotów kontrolujących spółkę [Oplustil 2006]. Powiązania kapitałowe bazują na relacjach opartych na tzw. krzyżowym nabywaniu akcji (ang. *cross-holdings*), czyli wzajemnym posiadaniu akcji lub udziałów przez powiązane ze sobą spółki lub parkowaniu akcji.³²

Ostatnie z narzędzi mające charakter prewencyjny dotyczy monitorowania struktury akcjonariuszy. Zgodnie z art. 341 Kodeksu spółek handlowych [Ustawa z 15.09.2000 K.s.h.] zarząd spółki zobowiązany jest do prowadzenia księgi akcyjnej (księgi udziałów), która zawiera informacje o akcjach imiennych i świadectwach tymczasowych. W myśl art. 69 ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzenia instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych każdy z akcjonariuszy, który przekroczy określone progi w głosach na WZA spółki publicznej zobowiązany jest do zawiadomienia o tym fakcie Komisji Nadzoru Finansowego oraz spółki publicznej.³³

2.2.2. Przeszkody w przeprowadzeniu składu zarządu spółki

Uzyskanie przez atakującego większości głosów na walnym zgromadzeniu jest tylko jednym z elementów strategii zmierzającej do przejęcia pełni władzy nad spółką. Ponieważ nie będzie to możliwe bez uprzedniego opanowania jej organów wykonawczych i nadzorczych, kolejnym krokiem atakującego jest z reguły zastąpienie dotychczasowych członków tych organów nowymi, którzy będą mu podporządkowani. Do tego czasu sukces operacji przejęcia jest zagrożony, albowiem zarząd lub – stosownie do przyjętych w danym systemie prawnym rozwiązań dotyczących

³² Parkowanie akcji polega na zakupie akcji przez sprzymierzone instytucje finansowe (banki, zakłady ubezpieczeń) mające na celu odsprzedaż akcji danej spółki dla większego inwestora, co powoduje, że w okresie „parkowania” podaż akcji danej spółki jest znacznie ograniczona. Unie personalne zawierane są w ramach organów zarządzających i nadzorujących pomiędzy pozostającymi w koalicji spółkami.

³³ Obowiązek ten dotyczy nie tylko pojedynczych akcjonariuszy, lecz także wszystkich podmiotów, które łączy pisemne lub nawet ustne porozumienie dotyczące np. wspólnego nabywania akcji tej spółki, zgodnego głosowania na WZA w istotnych dla spółki sprawach oraz prowadzenia trwałej i wspólnej polityki dotyczącej zarządzania spółką [Ustawa o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych [Ustawa z 29.07.2005 art. 87]. W związku z powyższymi regulacjami zarząd posiada informacje o aktualnej strukturze własnościowej spółki, którą zarządza oraz o wszystkich jej zmianach. Monitorowanie na bieżąco stanu księgi akcyjnej lub księgi udziałów pozwala na identyfikację zarówno sukcesywnego, jak i skokowego kumulowania praw udziałowych przez określone podmioty, w szczególności przez podmioty ze sobą powiązane. Monitoring taki stanowi więc swoisty system wczesnego ostrzegania o zbliżającej się akwizycji i jako taki powinien być stosowany w celu podjęcia przez spółkę-cel stosownych kroków w krytycznym dla niej momencie.

organizacji i struktury władz spółki – inny organ o podobnych kompetencjach może prowadzić własną politykę, sprzeczną z zamierzeniami atakującego. Ze względu na swe ekonomiczne reperkusje działania takie mogą skłonić atakującego do wycofania się ze spółki przez odsprzedaż jej akcji lub też, w imię kompromisu, do zaakceptowania pewnych pryncypiów, jak np. zachowanie niektórych gałęzi spółki lub utrzymanie istniejącego w niej stanu zatrudnienia. W akcie obrony przed wrogim przejęciem pierwszoplanowego znaczenia nabierają więc instrumenty stabilizujące pozycję członków zarządu oraz rady nadzorczej spółki. Mogą one przybrać postać:

1. przeszkód w przeprowadzeniu operacji wymiany funkcjonariuszy spółki,
2. rozwiązań sprawiających, że operacja taka jest bardzo kosztowna.

Empirycznie stwierdzono, iż wskazane instytucje skutecznie odstraszały potencjalnych atakujących co sprawia, że są one powszechnie stosowane w charakterze środka zabezpieczającego. Warto zatem poświęcić im uwagę i rozważyć, czy i w jakim zakresie polskie spółki mogłyby skorzystać z doświadczeń innych państw. Problem ten jest niebagatelny, dotyczy bowiem nie tylko spółek zagrożonych przez wrogie przejęcie, ale także dotyka sfery osobistych interesów członków ich zarządów i rad nadzorczych, czyli bardzo wpływowej i stale rosnącej grupy osób, których aktywność ma istotne znaczenie dla dalszego rozwoju polskiej gospodarki.

Objęcie większości głosów na walnym zgromadzeniu nie musi być jednoznaczne z uzyskaniem rozstrzygającego wpływu na kształtowanie składu osobowego zarządu i rady nadzorczej spółki, jak się bowiem okazuje, możliwe jest ustanowienie w tym zakresie wiele przeszkód. Szczególne znaczenie przypisać tu należy instytucjom zmierzającym do:

1. ograniczenia dopuszczalności odwołania dotychczasowych członków zarządu (i rady nadzorczej),
2. utrudnienia majoryzacji zarządu i rady nadzorczej przez osoby reprezentujące interesy akcjonariusza większościowego (tu: atakującego), m.in. przez utrudnienie powołania nowych członków tych organów.

W przypadku spółek tzw. nowej gospodarki, to właśnie kapitał ludzki świadczy o wartości spółki, trudno zatem pozbawić pracowników wpływu na stan jej spraw. Jak się jednak wydaje, zdecydowanie lepszym rozwiązaniem jest budowanie wzorem państw anglosaskich szerokiej bazy akcjonariatu pracowniczego (*employee share ownership*). Trzeba tu bowiem zauważyć, iż Zasady Nadzoru Korporacyjnego OECD zalecając stosowanie mechanizmów pozwalających na uczestnictwo interesariuszy w

nadzorze korporacyjnym nie precyzują, w jakiej formie uprawnienie to powinno być realizowane. Tytułem przykładu wymienia się m.in. „obecność przedstawicieli pracowników spółek, programy kapitałowej własności pracowniczej lub też inne mechanizmy podziału zysku bądź procesy nadzorcze uwzględniające punkt widzenia grup interesów zainteresowanych działaniem przedsiębiorstwa przy podejmowaniu pewnych kluczowych decyzji”.³⁴

Niezależnie od powyższego, za sprawą dyspozytywnych przepisów art. 368 § 4 zd. 1, art. 354 § 1 i art. 385 § 2 K.s.h. za dozwolone uznać należy przyznanie prawa do desygnowania wyboru członków zarządu i rady nadzorczej innym aniżeli walne zgromadzenie, wyraźnie w statucie wskazanym organom lub podmiotom, np. wybranym akcjonariuszom, osobom zaufania publicznego itp. [Szwaja 2003 w: Sołtysiński i in. s. 642]. Nic zatem nie stoi na przeszkodzie, by z uprawnienia powołania części składu osobowego tych organów korzystać mogli np. pracownicy spółki lub też starannie wyselekcjonowani pod kątem wierności spółce stabilni inwestorzy.

W przypadku członków zarządu zgodnie z art. 370 § 2 K.s.h. ograniczono odwołalność członków zarządu do odwołania z ważnych powodów. Wprowadzając do umowy o pracę klauzulę, że w przypadku wypowiedzenia tego stosunku przez spółkę, byłemu członkowi zarządu przysługiwać będzie odprawa, czyli tzw. złoty spadochron (ang. „golden parachute”). Wysokie odprawy mogą odstraszyć atakującego od zamiaru przejęcia spółki.

Odwołanemu przysługuje też roszczenia wynikające z art. 25 lit. c pkt 2 ustawy z dnia 28 grudnia 1988 r. działalności gospodarczej, kiedy były członek zarządu może być umownie zobowiązany do powstrzymania się od zajmowania interesami konkurencyjnymi na okres roku. Wprowadzając ustawę o zakazie konkurencji z członkiem zarządu po ustaniu stosunku pracy (zob. art. 101¹ § 1 K.p.), spółka byłaby zobowiązana do wypłacania mu odszkodowania (tzw. odszkodowania karencyjnego), którego wysokość nie mogłaby być niższa od 25% wynagrodzenia otrzymywanego przez członka zarządu przed ustaniem stosunku pracy przez okres odpowiadający okresowi obowiązywania zakazu konkurencji (art. 101² § 3 K.p.).

Zaryzykować więc można twierdzenie, iż przedstawione wyżej środki obrony, niezależnie od swej faktycznej skuteczności, cieszyć się będą w warunkach polskich

³⁴ Adnotacje do Zasad Nadzoru Korporacyjnego OECD, rozdział III. „Rola w procesach nadzoru korporacyjnego osób należących do grup interesów zainteresowanych działaniem przedsiębiorstwa”, lit. c, w:” Zasady ... , s. 41-42

największą popularnością. Pierwzoplanowe znaczenie odegrają tu „złote spadochrony”.

2.2.3. Nabywanie akcji własnych przez spółkę akcyjną

W aspekcie obrony polskich spółek przed wrogim przejęciem największą popularnością cieszyć się będzie zapewne środek polegający na nabywaniu akcji własnych „w celu zapobieżenia, bezpośrednio zagrażającej spółce, poważnej szkodzi”. Abstrahując bowiem od przedstawionych trudności w przekonującym uzasadnieniu odwołania się do takiego zabiegu, jego realizacja jest prostsza i daje pewniejsze rezultaty od nabywania akcji celem przyznania ich pracownikom spółki i wykreowania stabilnego wiernego akcjonariatu pracowniczego, którego powstanie, jakkolwiek zgodnie z ideą socjalnej gospodarki rynkowej, nie musi być dla spółki zjawiskiem pożądanym. W każdym jednak przypadku skuteczność powyższych zabiegów jest ograniczona, albowiem spółka może w ten sposób wycofać z obrotu stosunkowo niewielką liczbę swych akcji.

Kodeks spółek handlowych zezwala obecnie w szerokim zakresie na nabywanie akcji własnych przez spółki akcyjne. Dzięki liberalizacji przepisów spółki uzyskały nowoczesny instrument zarządzania swoimi finansami oraz, w pewnym zakresie, instrument kształtowania składu akcjonariatu. Nabywanie akcji własnych może służyć m.in. przekazywaniu akcjonariuszom wypracowanego zysku (może zastępować wypłatę dywidendy), optymalizacji struktury kapitału, przekazywaniu informacji o pozytywnej kondycji finansowej spółki itp. W państwach o rozwiniętych rynkach kapitałowych rola tej instytucji jest bardzo duża, powoli rośnie także w Polsce.

Mimo obowiązujących w krajach członkowskich Unii Europejskiej ograniczeń w nabywaniu przez spółki ich akcji własnych, starają się one zaadoptować tę instytucję do obrony przed wrogim przejęciem. W aspekcie obrony przed wrogim przejęciem na uwzględnienie zasługują tylko trzy przesłanki uzasadniające omawianą operację, tj. [Podsiadlik 2003, s. 167]:

1. nabycie akcji w celu zapobieżenia, bezpośrednio zagrażającej spółce, poważnej szkodzi (art. 362 § 1 pkt 1 K.s.h.),
2. nabycie akcji w celu zaoferowania ich nabycia pracownikom lub osobom, które były zatrudnione w spółce lub spółce z nią powiązanej przez okres co najmniej trzech lat (art. 362 § 1 pkt 2 K.s.h.),
3. nabycie akcji w celu ich umorzenia (art. 362 § 1 pkt 5 K.s.h.).

W pierwszych dwóch przypadkach, stosownie do postanowień art. 19 ust. 1 II Dyrektywy, nabycie przez spółkę akcji własnych jest dozwolone tylko wówczas, gdy łącznie spełnione zostały trzy następujące warunki:

- a) nabyte akcje zostały w pełni pokryte (art. 362 § 2 pkt 1 K.s.h.),
- b) łączna wartość nominalna nabytych akcji nie przekracza 10% kapitału zakładowego spółki, uwzględniając w tym również wartość nominalną pozostałych akcji własnych, które nie zostały przez spółkę zbyte (art. 362 § 2 pkt 2 K.s.h.),
- c) spółka utworzyła na ten cel kapitał rezerwowy, równy co najmniej cenie nabycia akcji własnych, bez pomniejszenia kapitału zakładowego, powiększonego o obowiązkowe kapitały (fundusze), które według ustawy (K.s.h.) lub statutu nie mogą być wypłacone akcjonariuszom (art. 362 § 2 pkt 3 K.s.h.).

Należy przy tym pamiętać, że z akcji własnych spółka nie może wykonywać praw udziałowych (a w tym: prawa głosu); w kontekście jednak obrony przed wrogim przejęciem pierwszoplanowe znaczenie odgrywa możliwość w miarę szybkiego zmniejszenia liczby akcji dostępnych w obrocie, co jest zwykle związane z równoczesnym wzrostem ich ceny rynkowej (kursu giełdowego).

2.2.4. Nabywanie akcji spółki atakowanej

Ogólna zasada, w myśl której spółka nie może nabywać akcji własnych (art. 362 § 1 K.s.h.) nie stanowi przeszkody do ich nabywania przez podmioty, które:

- nie są zdominowane przez spółkę w rozumieniu art. 4 § 1 pkt 4 K.s.h. (art. 362 § 4 K.s.h. *a contrario*) i
- czynią to na własny rachunek (art. 365 § 1 K.s.h. *a contrario*).

W tym też zakresie dopuścić należy możliwość nabywania akcji spółki przez wybrane, „przyjazne” jej osoby trzecie. Oznacza to, że polska spółka zagrożona wrogim przejęciem może zwrócić się do swych aliantów, aby dokonali prewencyjnego wykupu jej akcji. Warto również pamiętać, że sprzymierzeńcy spółki mogą dokonać opisanej transakcji działając niejako z własnej inicjatywy, powiadomieni jedynie przez spółkę-cel o zaistniałym zagrożeniu. Sytuacji takiej nie można wykluczyć, tym bardziej że silne więzi produkcyjne i handlowe mogą zdecydować o podjęciu się działań mających na celu ochronę kooperanta. Nie ulega zaś żadnej wątpliwości, że w roli „podmiotów przyjaznych” występować mogą nie tylko spółki zależne, które funkcje taką pełnią niejako *ex definitione*, ale i inne podmioty.

Przyjmując dopuszczalność omawianych aliansów, należy zwrócić także uwagę na ograniczenia stawiane przez prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi. Otóż, dbać trzeba, by alianci spółki-celu nie wypadli w pułapkę stawianą przez uregulowanie dotyczące nabywania znacznych pakietów akcji. Oznacza to, że mogą oni nabywać i posiadać tylko niewielkie pakiety akcji spółki-celu, najlepiej reprezentujące do 5% ogólnej liczby głosów na walnym zgromadzeniu. nie rodzi to bowiem obowiązku powiadamiania Komisji Papierów Wartościowych i Giełd ani Urzędu Ochrony Konkurencji i Konsumentów. Zaletą tego rozwiązania jest również możliwość ukrycia istnienia omawianej strategii obrony. W skrajnych przypadkach dopuścić można nabycie takiej liczby akcji i w takim interwale czasowym, które nie wymaga ogłoszenia wezwania (zob. art. 151 i 154 pkt 1 u.p.p.w.) [Ustawa z 21.08.1997 poz. 447].

Z tego też względu wskazane jest, by podmioty ze spółką sprzymierzone tworzyły stosunkowo liczną grupę, tak by mimo nabycia przez każdego z jej członków nawet niewielkiej liczby akcji, można było skutecznie zabezpieczyć spółkę przed groźbą wrogiego przejęcia. W ten sposób minimalizuje się również ryzyko związane ze złamaniem przymierza przez jednego z aliantów, jak też rozmiary ponoszonego przez nich wysiłku finansowego. Należy tu bowiem pamiętać, iż wzorem uregulowań II Dyrektywy spółka nie może udzielać pożyczek, zabezpieczeń, zaliczkowych wypłat, jak również w jakiegokolwiek innej postaci środków finansowych.

Akcje spółki atakowanej mogą być nabywane przez podmioty z nią sprzymierzone, które podejmują takie działania na jej wyraźne polecenie lub samoistnie, z własnej inicjatywy. Wykup akcji może być przy tym dokonywany prewencyjnie, w zamiarze stworzenia w ten sposób stabilnej bazy akcjonariatu spółki i zapobieżenia w przyszłości potencjalnemu zagrożeniu wrogim przejęciem, jak również obronnie, kiedy zagrożenie takie już powstało. Skutkiem omawianej operacji powinno być wykreowanie tzw. twardego rdzenia, tj. takiego nagromadzenia akcji zagrożonej spółki w rękach przyjaznych jej podmiotów, by wrogie przejęcie stało się praktycznie niemożliwe. Nie można także wykluczyć zaistnienia sytuacjami, w której rezultatem zakupów akcji spółki-celu będzie znaczna wyższość ich kursu giełdowego, co może zwiększyć koszty ewentualnego przejęcia, a w konsekwencji ostudzić zapał atakującego [Podsiadlik 2003, s.202].

Łatwo zauważyć, że zastosowanie tego środka obrony uzależnione jest od istnienia wzajemnych powiązań między spółką atakowaną a podmiotami jej

„przyjaznymi”. Jak się wydaje, powiązania te mogą być dwojakie, a mianowicie [Podsiadlik 2003, s.202]:

- *stricte* ekonomiczne, mają wówczas charakterze imperatywno-kooperacyjny, tzn. od polityki prowadzonej przez jedną ze spółek (spółki wiodącej) zależy funkcjonowanie pozostałych spółek lub innych podmiotów, które są jej interesariuszami. W tym też sensie grupa spółek (lub innych podmiotów) podporządkowana jest ekonomicznie jednej spółce (tj. spółce wiodącej) [Frąckowiak red.) 2009, s. 13], są więc one zainteresowane utrzymaniem *status quo*, szczególnie jeśli atakujący zapowiada dokonanie znacznych zmian w polityce tejże spółki,

- są rezultatem wcześniej zawartych umów, dopuścić bowiem należy możliwość zawarcia wielostronnych porozumień pomiędzy zainteresowanymi, bo potencjalnie zagrożonymi przez wrogie przejęcie spółkami [Szczepankowski 2000, s. 149]. Na mocy rzeczonych porozumień spółki wchodzi wzajemnie w posiadanie znaczących pakietów swoich akcji (ang. *cross-shareholding agreements* lub *cross holding* lub *cross-ownership of shares*). Częstokroć też określa się maksymalną i minimalną liczbę akcji, jaka powinna zostać objęta w posiadanie przez stronę przeciwną porozumienia, oraz zastrzega, że do ich zbycia będzie mogło dojść tylko za obopólną zgodą [Helin, Zorde 1998, s. 13].

2.2.5. Środki obrony polegające na ograniczeniu zbywalności akcji

Innym środkiem obrony przed wrogim przejęciem jest ograniczenie rozporządzalności akcjami. Dozwolone przez art. 337 § 2 K.s.h. statutowe ograniczenie rozporządzalności akcjami musi być wyraźnie, pod rygorem bezskuteczności wobec spółki (art. 304 § 2 pkt 4 K.s.h.) , przewidziane przez jej statut, nie można go zaś ustanowić *ad hoc* na mocy uchwały walnego zgromadzenia; nawet wówczas, gdy uchwała taka wprowadza stosowną zmianę statutu, jej skuteczność będzie datowana dopiero od chwili rejestracji tej zmiany [Frąckowiak i in. 2003, s. 268].

Wyrażona w art. 337 § 1 K.s.h. norma o charakterze *iuris cogentis* przesądza o niedopuszczalności zarówno absolutnego, jak i ograniczonego czasowo wyłączenia zbywalności akcji spółki [Dziurzyński i in. 1999, Sołtysiński i in. 1998, s.326; s.870-871; Allerhand 1993] („akcje są zbywalne”). Sprawia to, że odmienne postanowienia statutu dotknięte są sankcją nieważności [Sołtysiński i in. 1998, s. 325; Allerhand 1993; (art. 58 § 2 k.c., art. 304 § 3 K.s.h. w zw. z art. 337 § 1 K.s.h.), w przeciwnym bowiem przypadku mogłoby dojść do sytuacji, w której akcjonariusz stałby się więźniem spółki

[Wiśniewski 1993, s. 137]. Ewentualność taką trzeba więc z góry wykluczyć, sprzeczna bowiem jest ona z koncepcją spółki akcyjnej jako spółki kapitałowej o zmiennym substracie osobowym, gdzie relacje personalne między akcjonariuszami a spółką są zmarginalizowane. Co więcej – zbywalność akcji zalicza się w literaturze do cech ustrojowych spółki akcyjnej [Janczewski 1947, s. 155]; wypada tu także podkreślić, iż Zasady Nadzoru Korporacyjnego OECD w rozdziale I („Prawa udziałowców – akcjonariuszy”) lit. a pkt 2 *expressis verbis* uznają uprawnienie do przenoszenia akcji za jedno z podstawowych praw akcjonariuszy. Zagadnienie to nabiera szczególnej ostrości w przypadku spółek publicznych, albowiem odebranie akcjonariuszowi prawa do w zasadzie nieograniczonego rozporządzania akcjami godziłoby w rządzące rynkiem kapitałowym reguły swobody inwestycji i swobodnego przepływu kapitałów. Zauważyć również należy, iż zbycie akcji jest podstawowym sposobem wystąpienia akcjonariusza ze spółki, umorzenie akcji ma w tym względzie charakter zupełnie wyjątkowy, w zasadzie zbywalności akcji upatruje się też przeciwwagi niedopuszczalności do rozwiązania spółki na żądanie akcjonariusza. Z kolei ewentualne ograniczenia w tym zakresie dotyczyć mogą wyłącznie akcji imiennych (tak wyraźnie art. 337 § 2 K.s.h.) [Dziurzyński i in. 1999].³⁵

Jak łatwo zauważyć, statutowe ograniczenie zbywalności akcji jest cennym instrumentem, którego umiejętne zastosowanie pozwala na kontrolowanie i aktywne kształtowanie akcjonariatu spółki. Niestety w przypadku spółek publicznych skuteczność omawianego środka obrony jest ograniczona, pamiętać bowiem należy, iż statutowym ograniczeniem zbywalności mogą zostać objęte tylko akcje imienne, a te z zasady nie mogą być wprowadzone do obrotu giełdowego. Tak więc realna staje się groźba przejęcia spółki przez nabycie akcji na okaziciela. Nie oznacza to jednak, że omawiany środek obrony należałoby z góry skazać na niepowodzenie, zawarta w art. 4 pkt 9 u.p.p.w. definicja ustawowa spółki publicznej („Ilekcroć w ustawie jest mowa o spółce publicznej – rozumie się przez to spółkę, której akcje co najmniej z jednej emisji są dopuszczone do publicznego obrotu”) przesądza, że nie wszystkie jej akcje muszą uczestniczyć w obrocie publicznym (giełdowym).³⁶ W konsekwencji o przejęciu

³⁵ Na temat możliwości rozwiązania spółki kapitałowej na żądanie wspólnika – zob. m.in. /J. Brol, M. Safjan, Wypowiedzenie umowy spółki z o.o., PPH 11-1996, s. 2-6.; P. Orlik, W sprawie dopuszczalności wypowiedzenia umowy spółki z ograniczoną odpowiedzialnością, PPH 4/1998, s. 29-41. Za dopuszczalnością takiego rozwiązania w przypadku spółki z o.o. wypowiedział się także Sąd Apelacyjny w Warszawie w wyroku z dnia 17 kwietnia 2000 r. I ACa 1175/99, PG 1/2002, s. 48/ i n.

³⁶ Pamiętać tu jednak należy, iż art. 84 ust. 1 u.p.p.w. nakłada na spółkę publiczną z siedzibą na terytorium RP obowiązek wprowadzania do obrotu publicznego każdej kolejnej emisji jej akcji.

kontroli nad spółką nie musi wcale świadczyć liczba akcji znajdujących się w posiadaniu akcjonariusza (i dopuszczonych do obrotu publicznego – giełdowego), ale jego udział w ogólnej puli głosów na walnym zgromadzeniu. Co prawda, art. 351 § 2 zd. 2 K.s.h. wyłącza możliwość uprzywilejowania akcji spółek publicznych w zakresie prawa głosu, jednakże ograniczenie to nie dotyczy spółek, które posiadały status spółki publicznej w dniu wejścia w życie kodeksu spółek handlowych.

Ograniczenie możliwości rozporządzania akcjami jawi się jako szczególnie cenny i wyjątkowo efektywny środek obrony. Pamiętać jednak należy, iż statutowe ograniczenia zbywalności akcji dotyczyć mogą jedynie akcji imiennych, nie mają zatem znaczenia w przypadku spółek publicznych, których większość akcji została wprowadzona do obrotu giełdowego. Z kolei umowne ograniczenia zbywalności akcji, jakkolwiek mogą obejmować swym zakresem także akcje na okaziciela, to jednak nie zostało jeszcze w warunkach polskich dostatecznie zweryfikowane.

2.2.6. Przestępstwa związane z działalnością spółek publicznych w fazie przejęć na rynku akwizycji i fuzji

Przedstawiając w tym rozdziale środki uniemożliwiające lub tylko utrudniające przejęcie kontroli nad publiczną spółką akcyjną w drodze wezwania do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji nie należy również zapominać o całym spektrum zagadnień odnoszących się do społecznych i gospodarczych efektów zarówno tzw. wrogiego przejęcia spółki, jak i jej obrony przed taką ewentualnością. Dokonywana analiza zatem powinna uwzględniać ekonomiczne aspekty tego typu zachowań, jak łatwo bowiem zauważyć, prawo jest jednym z podstawowych instrumentów regulacji procesów gospodarczych, uwarunkowania gospodarcze są z kolei bodźcem do tworzenia prawa (*The economics is the law*). Związki te są szczególnie wyraźne w przypadku prawa finansowego, które stanowi emanację polityki gospodarczej państwa w sferze prawa cywilnego, jak się bowiem zauważa, głównym motywem rozwoju prawa spółek jest ewolucja ustawodawstwa podatkowego. Nie można zatem szermować hasłem o manicheistycznym rozdziale nauk prawnych i nauk ekonomicznych w imię systemowej „czystości” prawa. Wiele uwagi należy więc poświęcić argumentom o charakterze ekonomicznym, prawo bowiem powinno pełnić służebną rolę w stosunku do uczestników obrotu. Z tego też względu za wątpliwe należy uznać promowanie konstrukcji, które — choć poprawne i ciekawe z jurystycznego punktu widzenia — byłyby z przyczyn ekonomicznych nie do zaakceptowania.

Spółki mogą być przedmiotem patologii gospodarczej w tym działań przestępczych. Podkreśla się, czyny szkodzące spółce handlowej należy zakwalifikować do grupy przestępstw gospodarczych, a cechą charakterystyczną, która odróżnia czyn zabroniony działania na szkodę spółki od innych przestępstw, jest jednak, przede wszystkim, element godzenia w ponadindywidualne interesy w sferze życia gospodarczego czy, zawężając, w reguły gospodarowania oraz nadużycie zaufania, jakim wspólnicy spółki obdarzyli sprawcę powierzając mu prowadzenie lub nadzorowanie interesów spółki (Hoc 1999, s. 139-149).

Zdaniem O. Górniok nadużycie uprawnień może polegać zarówno na ich przekroczeniu, jak i na działaniu w ramach formalno-prawnych granic ale niezgodnie z celami, dla których kompetencje zostały sprawcy udzielone. Niedopełnienie obowiązków nie musi wyrażać się w całkowitej bezczynności w zakresie, w jakim sprawca był do działania zobowiązany. Może je stanowić częściowe tylko wykonywanie obowiązków, jakich się podjął (Górniok, 2003, s. 76).

R. Zawłocki trafnie dowodzi, że należy odróżnić szkodę wyrządzoną przestępstwem od ekonomicznej straty, strata przedsiębiorcy może być tutaj ujmowana jako szkoda tylko wtedy, kiedy jest ona wynikiem zachowania menadżera zabronionego, bezprawnego i zawinionego. Dlatego też — jak podkreśla — ustawodawca kryminalizuje wyłącznie tylko takie wyrządzenie szkody, które powstało w wyniku nadużycia przez sprawcę udzielonych mu uprawnień lub niedopełnienie ciążącego na nim obowiązku. Przestępstwo stypizowane w art. 296 k.k. dotyczy, zatem tylko szczególnej postaci zachowania szkodzącego przedsiębiorstwu, związanego z działalnością menadżerską. Polega ono zwłaszcza na karalnym przekroczeniu przez menadżera swoich kompetencji. Związane jest to m.in. z podejmowaniem decyzji (czynności) przyjętych i uznanych w obrocie gospodarczym jako dopuszczane (nie nadmiernie ryzykownych). Dla rozpoznania ustawowych znamion przestępstwa nadużycia zaufania wymagane jest ustalenie więzi przyczynowej między polegającym na naruszeniu swych kompetencji zachowaniem sprawcy a szkodą, jakiej doznają interesy mandanta. O. Górniok podkreśla, że w skomplikowanej sferze działalności gospodarczej na powstanie tego skutku, w szczególności na jego rozmiary, oddziałują zazwyczaj szereg czynników. W takich warunkach optymalne, tj. najbliższe rzeczywistości ustalenie więzi przyczynowej uzyskać można posługując się teorią relewancji. Jej dwupiętrowa konstrukcja (ustalenie przyczynowości metodą *sine qua non*, korygowaną przeciętnością z punktu widzenia przypisywalności skutku w

kontekście danego typu ustawowego przestępstwa), zabezpiecza przed nader szerokim ujmowaniem przyczynowości niedoceniającym wpływu innych, poza zachowaniem danego sprawcy, czynników na ostateczne rozmiary szkody. Jednocześnie gwarantuje najbliższą rzeczywistości ocenę wpływu zachowania sprawcy na skutek.

Należy zwrócić uwagę, że odpowiedzialności karnej podlegają także te osoby, które nie działały w sposób zamierzony (umyślny), lecz nieostrożny (nieumyślny). W takiej sytuacji sprawca nadużycia zaufania odpowiada na podstawie art. 296 §4 k.k.

R. Zawłocki podkreśla, że wśród przepisów karnych chroniących obrót gospodarczy jest to sytuacja występująca rzadko. Zachowanie nieostrożne może być bowiem mylone z zachowaniem ryzykownym, które stanowi naturalny i nieodłączny element obrotu gospodarczego. Dlatego też istnieje ryzyko faktycznej kryminalizacji legalnych decyzji gospodarczych, tym bardziej, iż praktyka i teoria przedmiotu nie wykształciła jeszcze nawet ogólnych kryteriów zachowania ostrożnego w obrocie gospodarczym. Wskazana okoliczność nakłada na menadżerów daleko idący obowiązek ostrożnego i profesjonalnego działania (podejmowania decyzji gospodarczych). Karalne nieumyślne zachowanie się menadżera polega na niezamierzonym niezachowaniu ostrożności wymaganej w danych okolicznościach. mimo że możliwość wyrządzenia szkody przedsiębiorcy przewidywał albo mógł przewidzieć. Karalne jest zatem także nieświadome (nieprzewidywane) przez menadżera wyrządzenie szkody, w sytuacji, gdy obiektywnie mógł on taką sytuację przewidzieć. W przypadku karalnej nieostrożności na sądzie spoczywa szczególnie złożony i trudny obowiązek bezspornego wykazania, iż nieostrożność menadżera przekraczała dopuszczalne granice ryzyka gospodarczego.

Jak uczą doświadczenia, podjęta próba przejęcia kontroli nad spółką spotyka się często ze zdecydowanym oporem, o czym świadczą prawdziwe batalie. Należy więc liczyć się z możliwością zastosowania przez zarząd i wiodących akcjonariuszy zabezpieczających ich przed utratą władztwa nad spółką.

Brak wyraźnych zakazów co do stosowania środków obrony przez spółki zagrożone wrogim przejęciem jednak nie oznacza, że operacje takie nie są prawnie limitowane, decydujące znaczenie odgrywają tu bowiem regulacje o charakterze prywatnoprawnym. W pierwszej kolejności należy wymienić akcentowane w piśmiennictwie i judykaturze państw obcych zabiegi zmierzające do zagwarantowania bezstronności funkcjonariuszy spółki—celu w zakresie procesów decyzyjnych zmierzających do dokonania oceny wezwania, jego klasyfikacji i szans powodzenia oraz związanych z tym rozstrzygnięć dotyczących zastosowania środków obrony.

W Polsce efekt ten uzyskać można tylko częściowo przez wykorzystanie art. 377 k.s.h., co nie wydaje się wystarczające. Należałoby wykreować prawnoinstytucjonalne modele weryfikacji zachowania spółkowych decydentów w obliczu wezwania, co byłoby gwarancją nie tylko prawidłowego funkcjonowania gospodarki wolnorynkowej (rynku kontroli nad przedsiębiorstwami), ale również dałoby członkom zarządu zagrożonych spółek możliwość podejmowania rozstrzygnięć racjonalnych i nie-motywowanych obawą postawienia zarzutu troski wyłącznie o ich prywatne interesy.

Podkreśla się także, że istotą przestępstwa działania na szkodę zaufania, chodzi tutaj o zaufanie, jakim obdarza się zarządcę spółki zaufania jemu określone uprawnienia i obowiązki. Nadużycie zaufania może przybrać różne karnoprawne formy, są to przepisy : art. 585 k.s.h. oraz art. 296 k.k.

Na szkodę spółki mogą być popełniane czyny przez dłużników, (przestępstwa przeciwko interesom wierzycieli). Czyny popełniane przez osoby z zewnątrz mogą polegać na wykorzystywaniu przedmiotu działalności spółki dla osiągnięcia nielegalnych celów. Ma to miejsce szczególnie w przypadku spółek akcyjnych.

W warunkach polskich, w „arsenale” środków obrony przed wrogim przejęciem zapewne największą popularnością będą się cieszyły instrumenty pozwalające na stabilizację funkcji członków zarządu i rady nadzorczej spółki, w tym w szczególności wysokie odprawy wypłacane na wypadek przedterminowego ich odwołania, czyli sławetne „złote spadochrony”.

Nietrudno zauważyć, iż propozycje w tym zakresie czerpane mogą być wprost z literatury i praktyki państw obcych, ich adaptacja ułatwiona jest z jednej strony przez zasadę 'swobody umów, a z drugiej strony — przez nowe rozwiązania kodeksu spółek handlowych (np. możliwość ograniczenia odwołalności członków zarządu — art. 370 §2 k.s.h).

Działania na szkodę spółki, o jakich stanowi art. 585 §1 k.s.h , muszą być czynnościami podjętymi przez osoby wymienione w tym przepisie, w granicach upoważnienia ustawowego lub wychodzącymi poza jego zakres, ale wynikającymi z ich roli w spółce i pozostającymi w związku z funkcjami pełnionych w jej władzach. Podstawą do takiego wniosku jest ograniczenie kręgu podmiotu przestępstwa do ściśle określonych osób powiązanych z funkcjonowaniem spółki. Konsekwencją takiego stanowiska jest uznanie, że wszelkie inne działania osób na szkodę spółki nie są objęte znamionami przestępstwa określonego w art. 585 §1 k.s.h. i zależnie od ich charakteru

stanowią podstawę do odpowiedzialności cywilnoprawnej lub karnoprawnej z tytułu innego czynu zabronionego.

Czynnikiem kryminogennym w przypadku przestępczości na szkodę spółki jest forma prawna spółki, którą wykorzystuje się zazwyczaj do prowadzenia działalności gospodarczej. W przypadku przestępstwa na szkodę spółki kryminogenny jest fakt, że spółka jako twór prawny nie może sama zawiadomić o popełnionym na jej szkodę przestępstwie, a osobom reprezentującym spółkę nie zależy na wykryciu popełnionego czynu, skoro są jego sprawcami.

Ważne wydaje się być wyjaśnienie pojęcia szkody spółki. Kodeks karny i kodeks cywilny nie określają pojęcia szkody, a problematyka ta jest przedmiotem zainteresowania doktryny głównie w kontekście karnoprawnego obowiązku jej naprawiania. Szkodą w rozumieniu prawa karnego będzie ubytek w dobrach pokrzywdzonego powstały wskutek popełnienia przestępstwa, a zdaniem R. Zawłockiego w rozumieniu karnoprawnym jest faktyczna lub zamierzona różnica dla pokrzywdzonego, stanowiąca bezpośredni rezultat faktycznego czynu spraw stypizowanego jako czyn zabroniony i formalnie ujęta w ustawowej treści tego. Szkodę, jaka może powstać z działania lub zaniechania sprawcy przestępstwa z art. 585 k.s.h., ujęto w przepisie karnym w sposób cywilistyczny.

D. Czura-Kalinowska i R. Zawłocki odnotowują niekorzystne zjawisko występujące w praktyce, kiedy przepis art. 585 k.s.h. wykorzystywany jest jako instrument walki w sporach gospodarczych między np. grupami akcjonariuszy. Tryb ścigania z urzędu umożliwia i ułatwia prowadzenie takiego nagannego proceduru, który sprowadza się nie do ochrony interesów spółki, lecz do osiągnięcia korzyści kosztem innych osób i najczęściej również kosztem spółki. (Czura-Kalinowska, Zawłocki, 2006, s. 4)

Przestępstwo nadużycia zaufania zostało stypizowane w art. 296 k.k. (Kto, będąc obowiązany na podstawie przepisu ustawy, decyzji właściwego organu lub umowy do zajmowania się sprawami majątkowymi lub działalnością gospodarczą osoby fizycznej, prawnej albo jednostki organizacyjnej nie mającej osobowości prawnej, przez nadużycie udzielonych mu uprawnień lub niedopełnienie ciążącego na nim obowiązku, wyrządza jej znaczną szkodę majątkową, podlega karze pozbawienia wolności od 3 miesięcy do lat 5. Jeżeli sprawca przestępstwa określonego w §1 działa w celu osiągnięcia korzyści majątkowej, podlega karze pozbawienia wolności od 6 miesięcy do

lat 8. Jeżeli sprawca przestępstwa określonego w §1 lub §2 wyrządza szkodę majątkową w wielkich rozmiarach, podlega karze pozbawienia wolności od roku do lat 10.

Art. 296§4 k.k. Jeżeli sprawca przestępstwa określonego w §1 lub §3 działa nieumyślnie, podlega karze pozbawienia wolności do lat 3. Nie podlega karze, kto przed wszczęciem postępowania karnego dobrowolnie naprawił w całości wyrządzoną szkodę).

R. Zawłocki podkreśla, że konieczność kryminalizacji zachowania wskazanego art. 296 k.k. związana jest ze zjawiskiem, które polega tym, iż w związku z koniecznością profesjonalnego zarządzania, właściciel przedsiębiorstwa jest zastępowany przez menadżera. W ten sposób powstaje coraz więcej gospodarczych stosunków z pomiędzy menadżerami a właścicielami, które wymagają karnoprawnej ochrony.

Ustawodawca zdecydował się udzielić tej ochrony w przypadku, gdy menadżer narusza wskazany stosunek w ten sposób, iż wyrządza szkodę przedsiębiorstwu. Zachowanie sprawcy określa znamię czynnościowo - skutkowe „wyrządza” uzupełnione zwrotami „nadużycie uprawnień” lub „niedopełnienie obowiązków”.

Przy rozpatrywaniu odpowiedzialności karnej menadżera na podstawie art. 296 k.k. należy kwestię ryzyka gospodarczego rozpatrywać indywidualnie, na podstawie wszystkich występujących w konkretnej sprawie czynników.

Podzielić więc należy stanowisko, że oceniając określoną decyzję menadżera kontekście ryzyka gospodarczego *in abstracto* można wskazać jedynie na ogólne rodzaje czynników wpływających na treść ryzyka gospodarczego w danej sytuacji. Do czynników tych należy zaliczyć m.in.: wykształcenie, wiedzę i doświadczenie menadżera, jego wiedzę o okolicznościach podejmowanej decyzji gospodarczej (okoliczności podmiotowe obiektywne), ekonomiczny cel decyzji menadżera, korzyści wynikające z podjęcia i realizacji decyzji (okoliczności podmiotowe subiektywne), faktyczny, prawny i ekonomiczny stan przedsiębiorstwa oraz rodzaj jego działalności, treść, rodzaj i zakres formalnych i faktycznych kompetencji menadżera, sytuację makroekonomiczną, treść zwyczajów gospodarczych dotyczących określonej decyzji, obowiązujący stan prawny (okoliczności przedmiotowe obiektywne), ekonomiczną opłacalność decyzji menadżera dla przedsiębiorstwa oraz plany gospodarcze przedsiębiorstwa (okoliczności przedmiotowe subiektywne). Działalność menadżerską, ujmowaną jako typ działalności, immanentnie cechuje ryzyko gospodarcze. Ryzyko to może być czasami nadmierne (szkodliwe lub nieuzasadnione), jednak podjęcie takiego

ryzyka samo w sobie nie stanowi przestępstwa, nawet jeżeli powoduje ono szkodę majątkową.

2.3. Działania zapobiegawcze - obronne powstaniu wrogich przejęć w spółce publicznej

2.3.1. Podwyższenie kapitału zakładowego

Ciekawym środkiem obrony okazać się może podwyższenie kapitału zakładowego spółki atakowanej. Obronę taką stosuje spółka, która w obliczu zagrożenia wrogim przejęciem decyduje się na podwyższenie wartości nominalnej dotychczasowych akcji albo wyemitowanie nowych akcji lub instrumentów dłużnych zamiennych na akcje. W rezultacie, proporcjonalnie do kwoty podwyższenia kapitału zakładowego rośnie wysiłek finansowy niezbędny do uzyskania większościowego udziału w kapitale zakładowym spółki atakowanej, a co za tym idzie, z reguły także i w prawach głosu na jej walnym zgromadzeniu [Sasiak, 2000, s. 290,291; Knurowska 2000, s. 80]. Oznacza to, że koszt przejęcia takiej spółki staje się wyższy od pierwotnie zakładanego przez atakującego, i to nawet w sytuacji, gdy posiadając już status akcjonariusza skorzysta on z przysługującego mu prawa poboru.³⁷

W przypadku zaś gdy prawo poboru atakującego zostanie wyłączone, jego dotychczasowy udział w kapitale zakładowym spółki-celu ulegnie znacznemu „rozwodnieniu”³⁸ wpływając na odpowiednie zmniejszenie siły głosu, jaką w niej dysponuje, i przez to spowoduje ograniczenie wpływu na dalszy bieg jej spraw.

Niewątpliwą zaletą prezentowanego środka obrony jest fakt, że może on zostać przedstawiony przez władze zarządzające spółki jako zabieg niezbędny do przeprowadzenia sanacji stanu jej finansów (chodzi tu m.in. o dokapitalizowanie spółki, zwiększenie płynności finansowej lub konwersję wierzytelności) lub jako najdogodniejsza droga do pozyskania środków na rozwój i badania itp., jego zastosowanie nie rodzi więc zagrożeń związanych z ewentualnymi zarzutami, że motywowanie było li tylko wolą zarządców, by utrzymać się na zajmowanych stanowiskach.

³⁷ Zauważyć tu bowiem należy, iż wskutek podwyższenia kapitału zakładowego odpowiedniemu zwiększeniu ulegnie również wartość pakietu akcji spółki atakowanej, którego nabycie stanowi warunek konieczny przejęcia nad tą spółką kontroli.

³⁸ Tak dosłownie (ang. *watering*) zabieg ten określa się w literaturze amerykańskiej; spotkać się tam również można z pojęciem „rozcieńczenia” (ang. *dilution*) kapitału zakładowego.

Wykorzystanie jednak przez spółkę atakowaną środka obrony polegającego na podwyższeniu jej kapitału zakładowego nie jest wolne od ryzyka. Pominąwszy zatem sytuację, gdy podwyższenie kapitału zakładowego następuje w drodze podwyższenia wartości nominalnej dotychczasowych akcji, operacja taka jest równoznaczna z „wstrzyknięciem” na rynek znacznej liczby nowych akcji, co w sytuacji giełdowej bessy lub recesji gospodarczej może dać efekt przeciwny od zamierzonego. Przy nagłym wzroście podaży ich cena najprawdopodobniej spadnie, czyniąc tańszym przejęcie kontroli nad zagrożoną spółką. Drobniejsi akcjonariusze, którzy z różnych powodów nie skorzystali z prawa poboru, mogą obawiać się, że po podwyższeniu kapitału zakładowego ich pozycja w spółce ulegnie zmarginalizowaniu wskutek „rozwodnienia” kapitału spółki; w takiej sytuacji dochodzi z reguły do prewencyjnego wyzbywania się akcji przez akcjonariuszy mniejszościowych, co może zwiększyć płynność akcji spółki, zachwiać strukturą ich notowań, a nawet zdeprecjonować ich wartość ułatwiając w ten sposób zadanie atakującemu. Nie ulega zatem wątpliwości, że w przypadku nieumiejętnego zastosowania omawianego środka obrony może zostać złamana kardynalna zasada, że skoro przejęcie kontroli nad spółką uwarunkowane jest nabyciem odpowiednio dużej liczby jej akcji (tzw. pakietu kontrolnego), rezultatem podwyższenia kapitału zakładowego powinno być zwiększenie zaangażowania finansowego wzywającego. Oznacza to, że emisję nowych akcji należy przeprowadzić w taki sposób, by została ona objęta w całości przez podmioty spółce „przyjazne”, które potraktują taką inwestycję jako długoterminową lokatę kapitału, w przeciwnym bowiem wypadku omawiany środek obrony okazać się może swoistym „koniem trojańskim” pozwalającym na przejęcie większości akcji nowej emisji przez atakującego. Ponadto, w przypadku spółek publicznych należy zwrócić szczególną uwagę na unormowanie art. 436 § 1 K.s.h., przewiduje ono bowiem tylko jeden termin wykonania prawa poboru. Akcjonariusze, którym przysługuje takie prawo, mogą w terminie jego wykonania dokonać jednocześnie dodatkowego zapisu na akcje w liczbie nie większej niż wielkość emisji, a to na wypadek niewykonania prawa poboru (lub wykonania go w mniejszym zakresie niż przysługujący poprzez pozostałych akcjonariuszy (art. 436 § 2 K.s.h.). Akcje objęte dodatkowym zapisem przydzielane są przez zarząd spółki proporcjonalnie do zgłoszeń (art. 436 § 3 K.s.h.). Oznacza to, że wiodący akcjonariusze spółki publicznej w trosce o utrzymanie zajmowanej pozycji powinni zawsze dokonywać dodatkowego zapisu na akcje, w przeciwnym bowiem przypadku powstaje

realna groźba przejęcia nad nią kontroli przez akcjonariuszy mniejszościowych (w tym i np. atakującego), którzy takiego zapisu dokonali.

Nowa regulacja Kodeksu spółek handlowych jest bardzo rozbudowana, jej redakcja zaś skłania do dokonania typologii sposobów podwyższenia kapitału zakładowego spółki akcyjnej. Podział ten może być oparty na niżej przedstawionych kryteriach.

Operacje podwyższenia kapitału zakładowego obejmują [Podsiadlik 2003, s. 310-326]:

- 1) zwykłe podwyższenie kapitału zakładowego,
- 2) warunkowe podwyższenie kapitału zakładowego,
- 3) podwyższenie kapitału zakładowego w granicach kapitału docelowego.,
- 4) tzw. – widełkowe podwyższenie kapitału zakładowego.

Według kryterium³⁹ pochodzenia wkładów wyróżnić można:

1) zwykłe podwyższenie kapitału zakładowego – wkłady na akcje wnoszone są przez osoby, które zamierzają objąć akcje nowej emisji⁴⁰ [Kidyba 2018, s. 685, 706],

2) podwyższenie kapitału zakładowego ze środków spółki (zwane uprzednio „podwyższenie kapitału metodą kapitalizacji rezerw” lub „papierowym podwyższeniem”) – na pokrycie wkładów na akcje spółka przeznacza środki ze swego kapitału zapasowego lub z innych kapitałów rezerwowych utworzonych z zysku, jeżeli mogą być one użyte na ten cel.

3) dokonanie poważnych nakładów finansowych jest nowym wyzwaniem.

Znaczne koszty tradycyjnego kredytu bankowego sprawiają, że godne uwagi stają się instrumenty alternatywne, jak podwyższenie kapitału zakładowego albo emisja obligacji zamiennych lub obligacji z prawem pierwszeństwa. Pod rządami kodeksu handlowego znaczną przeszkodę w rozwoju i funkcjonowaniu rynku takich obligacji stanowiło m.in. rozwiązanie zakładające, że kapitał zakładowy (a ściślej: akcyjny) jest wielkością stałą, co uniemożliwiało płynne obejmowanie akcji spółki-emitenta przez obligatariuszy. Praktyki obrotu państw wysoko rozwiniętych wskazuje, że emisja przez spółkę obligacji zamiennych i obligacji z prawem pierwszeństwa wykorzystywana jest często w charakterze środka obrony przed wrogim przejęciem, gdyż w razie zagrożenia

³⁹ Podwyższeniu kapitału zakładowego Kodeks spółek handlowych poświęca 25 obszernych artykułów (art. 430-454)

⁴⁰ Zaznaczyć tu trzeba, że przedstawiony podział nie znajduje oparcia w systematyce Kodeksu spółek handlowych, gdzie podwyższenie kapitału zakładowego ze środków spółki jest odmianą „zwykłego” podwyższenia kapitału zakładowego.

następuje gwałtowne podwyższenie kapitału zakładowego, który obejmowany jest przede wszystkim przez podmioty spółce „przyjazne”; w wypadku zaś, gdy zagrożenie nie występuje, wyemitowane papiery wartościowe wykupywane są przez spółkę celem ich umorzenia. Niezależnie od powyższego ustawodawstwa państw wysoko rozwiniętych przewidują możliwość powstawania pracowniczych lub menedżerskich planów opcji na akcje powiązanych z przyznaniem takim kategoriom osób prawa do udziału w zysku spółki, co w swym zamyśle sprzyja trosce o stan jej spraw i powodzenie interesów, jest również odpowiedzią na szczególnie często akcentowany w Unii Europejskiej postulat budowy „socjalnej gospodarki rynkowej” [Podsiadlik 2003, s. 320]. Idealnym rozwiązaniem więc – jak się zdaje – jest tu nowa w polskim prawie konstrukcja warunkowego podwyższenia kapitału zakładowego, która pozwala na zadość uczynienie wskazanym postulatom, [Romanowski 2004, s. 28, 34] albowiem:

- z jednej strony, umożliwia pozyskanie przez spółkę stosunkowo znacznych środków – wartość nominalna warunkowego podwyższenia kapitału zakładowego (tzw. kapitał warunkowy lub kapitał specjalnego przeznaczenia) [Szymański, Pyziół, Weiss 2018, s.495] może dochodzić do wysokości trzech czwartych kapitału zakładowego spółki z chwili podejmowania uchwały w tym przedmiocie (art. 448 §3 K.s.h.),

- z drugiej strony, możliwa staje się budowa akcjonariatu pracowniczego spółki oraz silniejsze motywowanie jej menedżerów, a nawet szeregowych pracowników.

Inną zaletą opisywanej instytucji jest znaczne uproszczenie operacji związanej z objęciem akcji spółki przez osoby uprawnione, która odbywa się przy tym w sposób płynny. Do podwyższenia kapitału zakładowego dochodzi z chwilą wydania akcji przez zarząd⁴¹, a w przypadku spółek publicznych – z chwilą dokonania stosownego zapisu na rachunku akcjonariusza, [Kidyba 2018, s. 717] nie zaś z chwilą rejestracji objęcia akcji przez obligatariuszy albo uprawnionych pracowników- menedżerów (art. 452 § 1 K.s.h.).

W każdym jednak przypadku prawo do objęcia akcji przysługuje tylko szczególnej kategorii wierzycieli spółki i tylko z wcześniej określonych tytułów prawnych – uchwała walnego zgromadzenia o warunkowym podwyższeniu kapitału zakładowego może zostać powzięta wyłącznie w celu przyznawania praw do objęcia akcji przez:

⁴¹ konieczne jednak jest tu spełnienie postanowień z art. 451 K.s.h.

- obligatariuszy obligacji zamiennych lub obligacji z prawem pierwszeństwa (art. 448 § 2 pkt 1 K.s.h.) albo

- pracowników spółki, członków jej zarządu lub rady nadzorczej w zamian na wkłady pieniężne, stanowiące wierzytelności, jakie przysługują im z tytułu nabytych uprawnień do udziału w zysku spółki lub spółki zależnej (art. 448 § 2 pkt 2 K.s.h.).⁴²

Rzeczona uchwała powinna zostać podjęta z równoczesnym zastrzeżeniem, że osoby którym przyznano prawo do objęcia akcji wykonają je na warunkach określonych w uchwale i w trybie określonym w art. 448-452 K.s.h. (art. 448 § 1 K.s.h.). Zaznaczyć tu jednak należy, iż skala takiego podwyższenia w zestawieniu z aktualną wysokością kapitału zakładowego publicznej spółki akcyjnej jest minimalna, nie stworzy więc ono skutecznej ochrony przed wrogim przejęciem, lecz co najwyżej nieznacznie zwiększy jego koszty. Ponadto, nawet jeśli przyjąć, że można w ten sposób wykreować skuteczny środek obrony, to jego wprowadzenie jest bardzo utrudnione, podlega bowiem tym samym regułom, co docelowe podwyższenie kapitału zakładowego (art. 449 § 1 K.s.h. w zw. z art. 445 K.s.h.)⁴³

Reasumując, warunkowe podwyższenie kapitału zakładowego nie wydaje się szczególnie cennym instrumentem w katalogu środków obrony spółek przed wrogim przejęciem, albowiem w warunkach polskich wykazałoby się najprawdopodobniej niską skutecznością, co w połączeniu ze znacznym ryzykiem takiej operacji powoduje, że jego zastosowanie przez rodzime spółki publiczne staje się nieracjonalne. Względy powyższe sprawiają, że instytucja warunkowego podwyższenia kapitału zakładowego nie zostanie dogłębniej omówiona.

Konstrukcja tzw. widełkowego podwyższenia kapitału zakładowego (art. 310 § 2- § 4 K.s.h. w zw. z art. 431 § 7 K.s.h.) sprawia że możliwe jest podwyższenie kapitału zakładowego w granicach określonych przez statut (czyli „widełkach”), bez konieczności następczego zatwierdzenia przez walne zgromadzenie ostatecznej jego wysokości. Obowiązek w zakresie dookreślenia wysokości kapitału zakładowego spoczywa na zarządzie spółki, który powinien w tym celu złożyć oświadczenie w formie aktu notarialnego; oświadczenie to zastępuje uchwałę walnego zgromadzenia. Nadto, na podstawie przepisów kreujących „widełkowe” podwyższenie kapitału

⁴² W obu wskazanych przypadkach podwyższenie kapitału zakładowego może nastąpić wyłącznie w trybie warunkowego podwyższenia kapitału zakładowego, z uwzględnieniem przepisów o obligacjach (art. 448 § 4 K.s.h.), tj. ustawy o obligacjach.

⁴³ Wskazać tu także trzeba na fakt, że w przypadku warunkowego podwyższenia kapitału zakładowego w związku z emisją obligacji zamiennych statut spółki musi wcześniej (tj. jeszcze przed podjęciem uchwały w sprawie emisji obligacji zamiennych) przewidywać taką możliwość (art. 20 ust. 1 u. oblig.)

zakładowego możliwe staje się również określenie w statucie tylko maksymalnej lub minimalnej wysokości kapitału zakładowego spółki akcyjnej. [Czerniawski 2006, s. 90-91; Romanowski 2001, s. 5-6]. Łatwo zauważyć, że rozwiązanie to nie tylko umożliwia szybsze i tańsze podwyższenie kapitału zakładowego [Kidyba 2018, s. 484], ale również zmniejsza ryzyko niedojścia do skutku nowej emisji akcji. [Romanowski 2001, s. 3-4; Kidyba 2018, s.701] Powyższe argumenty celowościowe zadecydowały więc o przecięciu swoistego „węzła gordyjskiego” w postaci istniejących pod rządami kodeksu handlowego sporów na tle „widełkowego” podwyższenia kapitału zakładowego i ostatecznie usankcjonowanie prawnej dopuszczalności tej instytucji. Wydaje się, że do celów obrony spółki przed wrogim przejęciem „widełkowe” podwyższenie kapitału zakładowego nie ma większego znaczenia, toteż wątek ten nie zostanie rozwinięty.

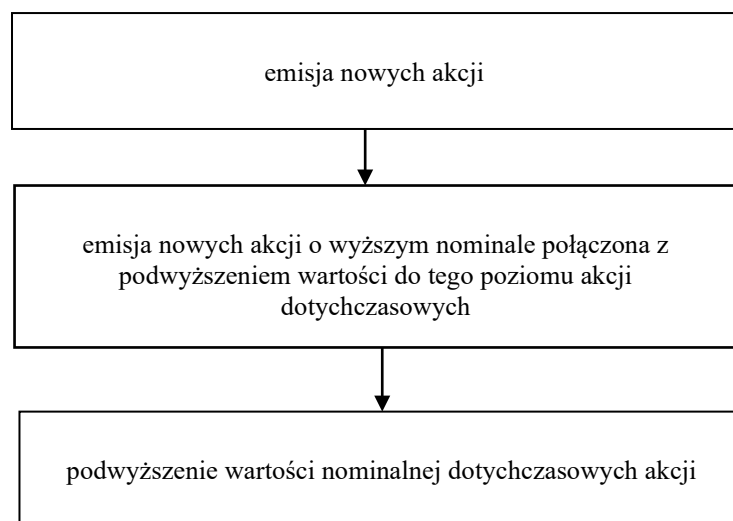
Abstrahując od przedstawionego podziału podkreślić należy, iż wszystkie wymienione tryby podwyższenia kapitału zakładowego mogą zostać zastosowane niezależne od siebie, a przyjęcie przez spółkę możliwości docelowego lub warunkowego podwyższenia jej kapitału zakładowego nie uchybia kompetencji walnego zgromadzenia do zwykłego podwyższenia kapitału zakładowego (art. 454 K.s.h.). Oznacza to, że spółka ma możliwość wyboru takiego trybu podwyższenia kapitału zakładowego, który najlepiej odpowiada jej doraźnym potrzebom, w tym również wynikającym w ewentualnej obrony przed wrogim przejęciem.

Stosownie do art. 431 § 1 K.s.h., do podwyższenia kapitału zakładowego dojść może w drodze:

- 1) emisji nowych akcji,
- 2) podwyższenia wartości nominalnej dotychczasowych akcji.

Podwyższenie kapitału zakładowego w spółce akcyjnej wiąże się ze zmianą statutu spółki. Sposoby i tryby podwyższenia kapitału zakładowego zostały przedstawione na rysunku nr 2.1 i 2.2.

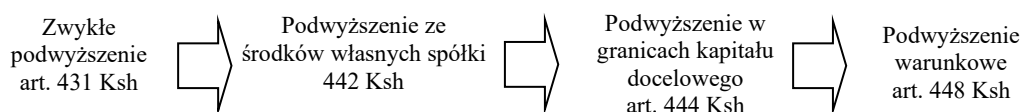
Rysunek 2.1. Sposoby podwyższania kapitału zakładowego w spółce akcyjnej



Źródło: Opracowanie własne.

Pokrycie akcji w podwyższonym kapitale zakładowym następuje w zamian za wkłady pieniężne i/lub niepieniężne.

Rysunek 2.2. Tryby podwyższenia kapitału zakładowego w spółce akcyjnej



Źródło: Opracowanie własne.

Przesłanki podwyższenia kapitału w trybie zwykłym są następujące:

1. wcześniejsze wpłacenie co najmniej 9/10 dotychczasowego kapitału (za wyjątkiem łączenia się spółek),
2. podjęcie przez walne zgromadzenie akcjonariuszy uchwały o zmianie statutu,
3. objęcia akcji przez dotychczasowych bądź nowych akcjonariuszy,
4. zgłoszenie w terminie nie dłuższym niż 6 miesięcy uchwały wraz innymi dokumentami do sądu rejestrowego,
5. wpis podwyższenia i zmiany statutu do rejestru.

Podwyższenie kapitału zakładowego z wykorzystaniem środków własnych spółki jest szczególnym sposobem podwyższenia kapitału zakładowego, realizowanym bez wnoszenia wkładów. Może dotyczyć tylko akcjonariuszy, bez udziału osób trzecich. Źródłem podwyższenia mogą być kwoty zgromadzone w kapitale zapasowym oraz

określone kwoty zgromadzone w kapitale rezerwowym, jeżeli zgodnie z regułami rządzącymi kapitałami rezerwowymi środki te mogą być użyte na ten cel. Kapitał rezerwowo utworzony z zysku może być źródłem podwyższenia kapitału zakładowego ze środków własnych spółki, także w sytuacji gdy zgodnie ze statutem nie może być przeznaczony do podziału między akcjonariuszy (art. 442 § 1 Ksh). Przy tym trybie podwyższenia istnieje zakaz przenoszenia na kapitał zakładowy takiej części kapitałów które mogą być przeznaczone do podziału, jaka odpowiada niepokrytym stratom oraz akcjom własnym nabytym przez spółkę (art. 442 § 1 Ksh). W celu podwyższenia kapitału zakładowego ze środków własnych, zgromadzenie wspólników musi podjąć stosowną uchwałę.

Podwyższenie kapitału akcyjnego i objęcie akcji nowej emisji jest szczególnym rodzajem przejęcia kontroli nad spółką. Z punktu widzenia spółki istnieje znacząca różnica pomiędzy przejęciem kontroli nad spółką w drodze nabycia istniejących akcji od akcjonariuszy a objęciem akcji nowej emisji. W pierwszym wypadku bowiem spółka nie uzyskuje żadnej korzyści finansowej w związku z nabyciem akcji, w drugim zaś wkład na pokrycie podwyższonego kapitału akcyjnego spółki wpływa bezpośrednio do spółki i polepsza jej sytuację gospodarczą. Oczywiście z punktu widzenia części akcjonariuszy taka transakcja może być niekorzystna, wiąże się bowiem z pojawieniem się w spółce nowych akcjonariuszy, którzy obejmują znaczne pakiety akcji i mogą faktycznie przejąć kontrolę nad spółką. Dlatego też w praktyce spotyka się działania mające na celu zapobiec podwyższeniu kapitału akcyjnego, polegające na ustanowieniu w statucie spółki dodatkowych wymagań do podjęcia uchwały o podwyższeniu kapitału na przykład poprzez wprowadzenie określonego kworum lub zwiększenie większości głosów wymaganej do przyjęcia takiej uchwały powyżej minimum kodeksowego (większość trzech czwartych głosów w spółce akcyjnej).

W praktyce możliwy jest jeszcze inny sposób przejęcia kontroli nad spółką, a mianowicie nabycie wyemitowanych przez nią obligacji zamiennych, a następnie objęcie akcji spółki w drodze realizacji uprawnień wynikających z takich obligacji. W tym wypadku możliwe jest uprzywilejowanie istniejących akcji spółki w stosunku do akcji, które będą wydane za obligacje zamienne tak, aby uniemożliwić nabywcy obligacji przejęcie kontroli nad spółką. Uprzywilejowanie takie powinno być zaznaczone w warunkach emisji obligacji [Lewandowski 2001, s. 87].

W warunkach polskiej gospodarki spotyka się również przejmowanie kontroli nad spółkami w drodze skupywania ich wierzytelności, a następnie dokonywania tak

zwanej konwersji wierzytelności na akcje spółki w drodze podwyższenia kapitału akcyjnego (w istocie jest to potrącenie umowne wierzytelności wobec spółki z wierzytelnościami spółki z tytułu pokrycia przez akcjonariusza akcji w podwyższonym kapitale akcyjnym). Wierzyciel spółki dokonuje w takiej sytuacji swoistego szantażu, grożąc natychmiastowym wszczęciem egzekucji wierzytelności (lub nawet zgłoszeniem wniosku o upadłość spółki) w wypadku, gdy akcjonariusze spółki nie wyrażą zgody na podwyższenie kapitału akcyjnego spółki i objęcie akcji nowej emisji przez wierzyciela w drodze konwersji wierzytelności. Oczywiście, działania takie mogą dotyczyć tylko spółek zadłużonych, o słabej kondycji gospodarczej (aczkolwiek z pewnych względów atrakcyjnych dla przejmującego), a jedynym skutecznym sposobem obrony jest utrzymywanie spółki w dobrej kondycji gospodarczej.⁴⁴

Okazuje się, że sprawnym, prostym i elastycznym rozwiązaniem może okazać się zastosowanie warrantów subskrypcyjnych do spółki chcącej chronić się przed wrogim przejęciem. Warranty subskrypcyjne są papierami wartościowymi o charakterze wierzycielskim, które nie posiadają ceny nominalnej (ang. face value). Mogą być emitowane odpłatnie albo nieodpłatnie, są zbywalne, a także mogą być umarzane (chyba że co innego wynika z treści warrantu). Zawierają dwa odmienne, alternatywne, uprawnienia, a mianowicie uprawnienie do złożenia zapisu na- akcje w ramach kapitału docelowego (na podstawie art. 453 S 2 k.s.h. w związku z art. 444 S 7 k.s.h), gdzie zarząd może wydać akcje tylko w zamian za wkłady pieniężne, chyba że upoważnienie do podwyższenia kapitału zakładowego przewiduje możliwość objęcia akcji w zamian za wkłady niepieniężne; oraz uprawnienie do objęcia akcji nowej emisji w związku z warunkowym podwyższeniem kapitału zakładowego (na podst. art. 453 2 ks.h. w zw. z art. 448 S 2 pkt 3 k.s.h.).

Warranty subskrypcyjne uprawniają do subskrybowania akcji nowej emisji na warunkach określonych w ich treści, z wyłączeniem prawa poboru. Oznacza to, że są

⁴⁴ Warranty subskrypcyjne są instrumentami finansowymi zaliczonymi do grupy papierów wartościowych (definicja z art. 32.1) ustawy z 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi), a jednocześnie mogą reprezentować prawa udziałowe w dwóch rodzajach spółek handlowych, tj. spółce akcyjnej i w spółce komandytowo - akcyjnej. Warranty subskrypcyjne występują jako papiery wartościowe imienne, legitymujące osobę imiennie wskazaną w dokumencie, jak i na okaziciela, legitymujące posiadacza dokumentu, tym samym mogą być przedmiotem obrotu na giełdzie papierów wartościowych. Instrumenty te zostały uregulowane w kodeksie spółek handlowych (dalej: k.s.h.) w rozdziale 5 zatytułowanym „Kapitał docelowy, warunkowe podwyższenie kapitału zakładowego”. Ich definicja wyrażona została w art. 453 § 2 k.s.h., zgodnie z którą w celu podwyższenia kapitału zakładowego zgodnie z przepisami o kapitale docelowym i warunkowym spółka może emitować papiery wartościowe imienne lub na okaziciela uprawniające ich posiadacza do zapisu lub objęcia akcji, z wyłączeniem prawa poboru (warranty subskrypcyjne)

one swego rodzaju prawem poboru akcji nowej emisji niekoniecznie przysługującym dotychczasowym akcjonariuszom. Warranty subskrypcyjne są zbywalnymi tytułami prawnymi, służącymi pozyskiwaniu kapitału zakładowego. Emitowane są przez spółkę na mocy i w granicach uchwały walnego zgromadzenia o emisji warrantów subskrypcyjnych, dając swoim posiadaczom prawo do nabycia akcji nowej emisji, w określonym terminie, na określonych warunkach i po z góry wyznaczonej cenie umownej (przy zapisie na akcje w łamach kapitału docelowego potrzebna jest uchwała zarządu).

Należy też pamiętać, że przeprowadzenie emisji warrantów subskrypcyjnych skutkuje zawężeniem kręgu potencjalnych inwestorów mogących objąć akcje, w związku z czym pozwala im przejąć względną kontrolę nad strukturą przyszłego akcjonariatu. Najlepiej, by emisja nowych akcji była przeprowadzona tak, by w całości została nabyta przez podmioty przyjazne spółce. Pożądane jest precyzyjne przygotowanie nowej emisji, a także zbadanie nastrojów akcjonariuszy i stopnia wierności spółce. Emisja taka pozwala spółce jednocześnie na weryfikację potencjalnego kręgu nabywców i zapewnienie tym samym dobór przyszłych akcjonariuszy, minimalizując ryzyko wrogiego przejęcia. W przypadku warrantów subskrypcyjnych emitowanych w granicach kapitału docelowego (z prawem zapisu), jeżeli ich posiadacze nie wykonają przysługującego im zapisu, zarząd spółki może wówczas zaoferować je dowolnie wskazanym i wybranym przez siebie podmiotom. Ponadto warrant subskrypcyjny może zostać wykorzystany w taki sposób, że w razie zagrożenia ich posiadacze są w stanie łatwo zrealizować prawo do objęcia akcji lub zapisu na nie, dzięki czemu, zwiększając liczbę akcji w obrocie, utrudnią niechciany wykup. Otóż spółka może uchwalić emisję warrantów subskrypcyjnych, pozostać ich posiadaczem i dysponować nimi w dogodnym dla niej momencie. Tym samym nie występuje w tej sytuacji problem ograniczonych przez k.s.h. okoliczności, w których spółka ma prawo posiadać akcje własne. [Czeszejko-Sochacki 2021].

Na marginesie istnieje pewna modyfikacja zwykłego trybu podwyższenia kapitału zakładowego, czyli ze środków własnych spółki. Kierując się obroną przed wrogiem przejęciem, spółka podwyższa w ten sposób kapitał zakładowy, czego skutkiem jest zwiększenie wiarygodności kredytowej spółki i jej rozmiarów kapitałowych. Podwyższenie w tym trybie może okazać się skutecznym środkiem obrony, ponieważ istnieje gwarancja, że do podwyższenia kapitału dojdzie niezależnie od zasobności dotychczasowych akcjonariuszy i niezależnie od wysokości powyższego

podwyższenia.⁴⁵ Innym jeszcze sposobem mającym na celu zapobieżenie wrogiemu przejęciu jest podwyższenie w omawianym w trybie wartości nominalnej akcji, co skutkować będzie brakiem zwiększenia płynności akcji spółki, gdyż nie dojdzie do nowej emisji. Nie pojawi się możliwość obrotu prawami poboru ani ryzyko ich nabycia przez niechcianego inwestora.

2.3.2. Wyzbywanie się przez spółkę atakowaną z jej najcenniejszych aktywów

Wrogie przejęcie spółki jest często tylko środkiem zmierzającym do zdobycia wybranych jej aktywów – akcji innych spółek, nieruchomości, znaków towarowych i patentów, *know-how*, sieci sprzedaży, klienteli, części pozytywnego wizerunku rynkowego, a nawet środków finansowych zgromadzonych na jej rachunkach bankowych. Opisane zjawisko występuje z największym natężeniem w okresach wzmoczonego boomu technologicznego, kiedy to tradycyjne sektory działalności przemysłowej ulegają gwałtownej transformacji i rewaluacji. Spółki stają wówczas przed koniecznością pozyskania nowych, zaawansowanych technologii, co też osiąga się najszybciej i w zasadzie najłatwiej w drodze przejmowania innych spółek, które technologiami takimi już dysponują [Podsiadlik 2003, s.359]. Zyskuje się w ten sposób czas niezbędny do opracowania skutecznej strategii rynkowej jak również zsynchronizowanie jej z gamą oferowanych produktów i usług. Zabieg taki – jak się okazuje – znacznie tańszy od samodzielnego prowadzenia badań, daje on również większą pewność osiągnięcia zakładanych celów. Względy powyższe sprawiają, że w katalogu środków obrony spotyka się także instytucję wyprzedaży przez spółkę-cel jej najcenniejszych lub przynajmniej pożądaných przez potencjalnego atakującego aktywów, czyli tzw. klejnotów koronnych (ang. *crown jewels sale*, the „*Sale of Crown Jewels*” lub „*crown jewel*” method; franc. *la vente des bijoux de la couronne*) [Wrzeński 2000, s. 210; Szczepankowski 2000, s.149; Sudarsanam 1998, s. 202, 204; Knurowska 2000, s. 100].

W zależności od przedmiotu majątku spółki atakowanej, który podlega wyprzedaży, wyróżnić można dwa modele omawianego środka obrony [Jenkinson, Mayer 1998, s. 35]:

⁴⁵ Szerzej na temat kapitału własnego jako kategorii ekonomicznej pisze J. Chluska w: *Kapitał własny jako kategoria sprawozdawcza*, Wydawnictwo Politechnika Częstochowska, Częstochowa 2019.

1) według pierwszego modelu zagrożona spółka wyzbywa się posiadanych akcji innej spółki, względem której zachodzi duże prawdopodobieństwo jej wrogiego przejęcia w najbliższej przyszłości,

2) według drugiego modelu spółka wyzbywa się najcenniejszych lub przynajmniej poszukiwanych na rynku składników swego przedsiębiorstwa. W ten sposób traci ona wartość dla atakującego, zyskując równocześnie środki na przeprowadzenie zmian strukturalnych niezbędnych do zorganizowania skutecznej obrony przed wrogim przejęciem. Środki te są najczęściej przeznaczane na długoterminowe inwestycje zmierzające do takiego rozszerzenia przedmiotu przedsiębiorstwa spółki, by potencjalny, ale już zidentyfikowany wrogi wzywający został powstrzymany przez ograniczenia prawa antymonopolowego.

Pamiętając z kolei, że częstą praktyką atakujących jest wykorzystywanie aktywów spółki-celu do sfinansowania jej przejęcia zagrożone spółki często się zadłużają, bo jako takie nie są już dla wrogiego wzywającego atrakcyjne. Czasami zatem wyróżnia się [Frąckowiak 1998, s. 83]:

3) trzeci model omawianego środka obrony, który polega na podejmowaniu działań nakierowanych na obniżenie płynności finansowych spółki przez zaciąganie wysokich kredytów, emisję dokumentów dłużnych lub wypłatę dodatkowej dywidendy. Działania te (tzw. zmiana struktury kapitału) utrudniają dostęp do nowych kredytów oraz podnoszą koszty funkcjonowania spółki. Zauważa się jednak, że podmioty wydrenowane kapitałowo mają ograniczoną możliwość rozwoju nowych form działalności, co w warunkach dynamicznie zmieniającego się otoczenia rynkowego minimalizuje dopuszczalny margines ryzyka inwestycyjnego i naraża je na niebezpieczeństwo utraty płynności finansowej. Podnieść tu także należy, iż opisane zabiegi negatywnie wpływają na kształtowany przez analityków wizerunek rynkowy spółki, co przez następujące w konsekwencji obniżenie notowań jej akcji może ułatwić realizację wrogiego przejęcia.

Jak można zauważyć, wyzbywanie się przez spółkę jej najcenniejszych aktywów jest zdecydowanie najbardziej kontrowersyjnym, a przy tym najbardziej ryzykownym środkiem obrony. Zważyć tu również trzeba, iż jego zastosowanie z całą pewnością pociągnęłoby za sobą drastyczny spadek kursu akcji spółki atakowanej, co mogłoby jeszcze ułatwić atakującemu przeprowadzenie wezwania. Można się zatem spodziewać, że „sprzedaż klejnotów koronnych” spółki będzie sporadycznie tylko spotykana na polskim rynku przejęć.

2.3.3. Odwołanie do Urzędu Ochrony Konkurencji i Konsumentów

W przypadku podjęcia przez spółki atakujące próby wrogiego przejęcia, spółka atakowana może wnieść protest, że nabywanie takie narusza regulacje antymonopolowe, ograniczające nadmierną koncentrację przedsiębiorstw, do odpowiednich organów państwowych.⁴⁶

Przewiduje to obowiązek zgłoszenia Prezesowi Urzędu Ochrony Konkurencji i Konsumentów zamiaru koncentracji przedsiębiorców w postaci m.in.:

- przejęcia przez nabycie lub objęcie akcji, innych papierów wartościowych, udziałów, całości lub części majątku lub w jakikolwiek inny sposób – bezpośredniej lub pośredniej kontroli nad całym albo częścią jednego lub więcej przedsiębiorców przez jednego lub więcej przedsiębiorców (art. 12 ust. 2 pkt 2) oraz

- objęcia lub nabycia akcji lub udziałów innego przedsiębiorcy, powodującego uzyskanie co najmniej 25% głosów na walnym zgromadzeniu lub zgromadzeniu wspólników (art. 12 ust. 3 pkt 1), jeżeli spełnione są wymogi, o których mowa w art. 12 ust. 1, oraz nie zostały spełnione przesłanki określone w art. 13 ustawy.

W razie ustalenia, że rezultatem przejęcia spółki byłoby powstanie lub umocnienie zajmowanej już przez atakującego dominującej pozycji na rynku, wskutek czego konkurencja zostałaby istotnie ograniczona, Prezes UOKiK wyda decyzję zakazującą dokonania koncentracji (art. 19 ust. 1) u konkurencji lub też nałoży na atakującego obowiązek, lub przyjmie od niego zobowiązanie do podjęcia działań zmierzających do utrzymania warunków konkurencji na rynku, o których mowa w art. 18 ust. 2 ustawy z dnia 16 lutego 2007 r. Możliwość uchylenia przez Prezesa UOKiK decyzji o pozwoleniu na dokonanie koncentracji pozwala kierownictwu spółki zagrożonej przejęciem przeciwdziałać próbie przejęcia nie tylko na etapie zdobywania przez przejmującego wymaganych zezwoleń, ale także na etapach późniejszych. Uprawnienia kierownictwa spółki przejmowanej wynikają z możliwości uzyskania statutu podmiotu zainteresowanego (art. 95 ustawy), jak również z brzemienia art. 45a ustawy, który umożliwia każdemu składanie z własnej inicjatywy wyjaśnień dotyczących istotnych okoliczności sprawy.

⁴⁶ W warunkach polskich, niezależnie od przepisu art. 147 u.p.p.w., [Ustawa z 21.08.1997, Dz.U. poz. 447] kluczową rolę odgrywa tu regulacja zawarta w dziale III. ustawy o ochronie konkurencji i konsumentów („Koncentracja przedsiębiorców”) [Ustawa z 16.02.2007 Dz.U. poz. 331].

2.3.4. Odwołanie do Komisji Nadzoru Finansowego

Zgodnie z art. 97 ustawy o ofercie i spółkach Komisja Nadzoru Finansowego⁴⁷ może na każdego, kto narusza przepisy o ujawnieniu stanu posiadania lub nabywaniu znacznych pakietów akcji, nałożyć karę pieniężną do 1 mln zł. Wprawdzie kara taka – nawet jeśli będzie dotkliwa dla najeźdźcy – nie musi przeszkodzić mu w dokonaniu przejęcia, jednak art. 6 ust. 1 Ustawy z dnia 21 lipca 2006 r. o nadzorze nad rynkiem finansowym nadaje Przewodniczącemu Komisji uprawnienia prokuratorskie wynikające z przepisów Ustawy z dnia 16 listopada 1964 r. – Kodeks postępowania cywilnego⁴⁸, w sprawach cywilnych wynikających ze stosunków związanych z uczestnictwem w obrocie na rynku kapitałowym albo dotyczących podmiotów wykonujących działalność na tym rynku. Oznacza to, że Przewodniczący Komisji może żądać wszczęcia postępowania w każdej sprawie, jeżeli według jego oceny wymaga tego ochrona praw obywateli, praworządności lub interesu społecznego (art. 7 kodeksu postępowania cywilnego). Przed uchyceniem ustawy o obrocie papierami wartościowymi KPWiG miała prawo do udzielenia lub odmówienia udzielenia zgody na przekroczenie przez akcjonariuszy określonych progów liczby głosów na walnym zgromadzeniu spółek publicznych. Powołanie w takiej sytuacji prawnej do KPWiG istniało do 2006 roku i mogło skutkować zakazem nabycia akcji przez przejmującego. Podobne uprawnienia miały branżowe instytucje nadzorcze.⁴⁹

2.3.5. Rola związków zawodowych w spółce

Niemalą rolę w przebiegu procesów przejęć mogą również odegrać organizacje reprezentujące interesy pracownicze. W USA i Kanadzie sytuacja taka – jak się zdaje – jest nie do pomyślenia, tam bowiem zakres interwencjonizmu państwowego w relacje pracodawców i pracobiorców jest niewielki. Odmienne w państwach Europy Kontynentalnej, gdzie silne ruchy związkowe i tradycja demokracji społecznej oraz tegoż solidaryzmu często zmuszają ustawodawcę do przyjęcia rozwiązań normatywnych chroniących interesy pracowników spółki. Tak np. w Szwecji i w Niemczech spółki zobowiązane są uprzedzić organizacje pracownicze oraz krajowe

⁴⁷ Szymański, Nogalski 2011, s. 146; Ustawa z 29.07.2005 poz. 1539; Ustawa z 21.07.2006 p Dz. U. poz. 1119

⁴⁸ Kodeks postępowania cywilnego z 14.11.1964 (Dz.U. z 1964 r. Nr 43, poz. 296)

⁴⁹ Komisja Nadzoru Bankowego (art. 25 prawa bankowego) [Prawo bankowe z. 29.08.1997, poz. 939] lub Komisja Nadzoru Ubezpieczeń i Funduszy Emerytalnych (art. 35 Ustawy z dnia 22 maja 2003 r. o działalności ubezpieczeniowej Dz.U. z 2003 r. Nr 124, poz. 1151) [ustawa z 11.09.2015, poz. 1944], których uprawnienia przejęła KNF. W tym zakresie może zatem przeciwstawić się zakupowi lub objęciu akcji banków i zakładów ubezpieczeniowych.

organy ds. zatrudnienia i przeciwdziałania bezrobociu o zamiarze zamknięcia zakładów spółki i związanych z tym redukcjach zatrudnienia, a tzw. zwolnienia grupowe muszą być każdorazowo negocjowane ze związkami zawodowymi. W Niemczech ponadto ciąży na spółce obowiązek zawiadomienia o takich zamiarach z rocznym wyprzedzeniem, może ona też zostać zobowiązana do przedstawienia radzie zakładowej uzasadnienia podejmowanych działań, jak również udostępnienia do wglądu ksiąg i innych dokumentów. Obejmują one m.in. obowiązek przekazywania związkom zawodowym wszelkich informacji, które mogą okazać się pomocne w formułowaniu opinii na temat przyszłego przejęcia (fuzji) spółki i jego skutków. W szczególności związki zawodowe powinny być powiadamiane o społecznych, ekonomicznych i prawnych reperkusjach takiej operacji oraz jej wpływie na sytuację pracowników, jak i również prawo do upublicznienia swego stanowiska w tej dziedzinie. Ponadto, spółka obowiązana jest umożliwić radzie zakładowej wyrażenie opinii w kwestii m.in. przejęcia innej spółki lub akceptacji propozycji przejęcia jej przez inną spółkę. Jakkolwiek uzyskanie autoryzacji rady zakładowej spółki do jej obrony przed wrogim przejęciem nie jest wymagane, to w praktyce władze zarządzające spółki-celu często stosują ten zabieg dla uzyskania „moralnego wsparcia” [Podsiadlik 2003, s. 397-399].

Nawet, jeśli nie ma odpowiednich uregulowań, to związki zawodowe nie stają na straconych pozycjach – w każdym niemal systemie prawa pracy istotnym instrumentem, w jaki są one wyposażone, jest kompetencja do prowadzenia w imieniu pracobiorców rokowań zbiorowych oraz organizacji strajków, których rezultatem może być sparaliżowanie całych gałęzi gospodarki. Jeśli zatem planowane przejęcie spółki wywoła niekorzystne reperkusje dla jej pracowników i szerokiego grona interesariuszy, to jest pewne, że związki zawodowe podejmą aktywne działania zmierzające do zmobilizowania opinii publicznej, władz samorządowych, a także uzależnionych od poparcia wyborców sił politycznych, by te otwarcie sprzeciwiły się atakującemu.⁵⁰

O ile w razie wywoływania sporów sądowych i administracyjnych skuteczność omawianego środka obrony uzależniona się w głównej mierze od zasadności zgłaszanych zarzutów, o tyle proxy contest i argumentacja związkowa nie rządzą się tak racjonalnymi zasadami. Zauważa się więc, że bardzo istotnym czynnikiem jest tutaj odporność atakującego na konflikty, w skrajnych bowiem przykładach ciągle zwady

⁵⁰ Np. w sprawie wrogiego przejęcia Mannesmann przez Vodafone AirTouch po stronie spółki-celu zaangażował się kanclerz Niemiec Schroeder, który też pragnąc zablokować transakcję zapowiadał stosowne zmiany unijnego ustawodawstwa, Świderek: Walka o akcjonariuszy. Vodafone i Mannesmann, „Rzeczpospolita” z dnia 22 listopada 1999 r.

mogą go przymusić do rezygnacji z planów przejęcia spółki, a nawet skłonić do wyzbycia się jej akcji. W rodzimych warunkach nie można wreszcie niedoceniać siły korporacji związkowych, współczesna polska demokracja bowiem wyrosła na podwalinach stworzonych właśnie przez ruchy związkowe, które aktywnie uczestniczą w życiu politycznym i ekonomicznym kraju.

Niezależnie od powyższego, związki zawodowe promując idee akcjonariatu pracowniczego oraz dostarczając zainteresowanym wsparcia w postaci porad ekspertów i fachowych szkoleń mogą odegrać pozytywną rolę w organizacji i przeprowadzeniu nakierowanej przeciwko interesom atakującego operacji tzw. wykupu pracowniczego spółki-celu (EBO).

W warunkach polskich związki zawodowe mogą też spełniać negatywną rolę dla spółki publicznej. Pozyskanie cennego *know-how* biznesowego rywala lub zepsucie mu opinii na rynku nie wymaga dziś wielkiego wysiłku ani pieniędzy. Wystarczy przekonać pracownika konkurencji, żeby wstąpił do międzyzakładowej organizacji związkowej.

Załóżmy, że świetnie prosperującej firmie A przybywa nowy konkurent, przedsiębiorstwo B. Oferuje ten sam produkt podobnej jakości, ale po nieco niższej cenie i tak zaczyna się rozpychać na rynku. Spółka A, której biznes nie jest już tak opłacalny jak wcześniej, zakłada więc u siebie tzw. żółty związek zawodowy, czyli międzyzakładowy związek zawodowy formalnie reprezentujący jej pracowników, ale w praktyce działający pod auspicjami spółki A i od niej zależny. Organizacja przyjmuje formę związku międzyzakładowego i wstępuje do niej kilka osób zatrudnionych w przedsiębiorstwie B.

Żółty związek, czyli de facto zakamuflowana firma A, automatycznie żąda wówczas od firmy B wielu informacji o jej działalności – w tym np. o zasadach wynagradzania i sytuacji ekonomicznej związanej z zatrudnieniem (oraz przewidywanych w tym zakresie zmian). Spółka B zgodnie z prawem powinna przekazać organizacji pracowniczej takie dane. Tym samym duża część biznesowego *know-how* trafia wtedy w ręce konkurencji. Co więcej, żółty związek zaczyna przekonywać pracowników firmy B, że powinni powalczyć o podwyżki i jednocześnie w ich imieniu domaga się tego od samego pracodawcy. Jeśli będzie działać sprawnie, może rozpocząć spór zbiorowy, grożący strajkiem. Wieść o problemach rozniesie się po rynku, do firmy B przyklei się opinia, że jest to przedsiębiorstwo z wewnętrznymi problemami, które nie docenia pracowników. W tym czasie firma A korzysta ze

zdołanego *know-how* i prowadzi aktywną politykę wizerunkową, wykorzystuje wiedzę i przewagę zyskaną nad konkurencją.

Skali tego zjawiska nie da się oszacować, bo nie da się nawet policzyć, ile organizacji w Polsce ma charakter żółtego związku (żaden związkowiec nie przyzna się przecież, że działa z inspiracji pracodawcy). Przepisy są jednak tak skonstruowane, że w praktyce destabilizowanie firm za pośrednictwem organizacji pracowniczych jest naprawdę proste.

Biorąc pod uwagę uprawnienia związków zawodowych, międzyzakładowa organizacja może pełnić rolę konia trojańskiego w firmie – podkreśla M. Gładoch, kierownik Katedry prawa pracy na Wydziale Prawa i Administracji Uniwersytetu Kardynała Stefana Wyszyńskiego w Warszawie.

Te uprawnienia rzeczywiście są bardzo szerokie. Otwierają zwłaszcza drogę do pozyskania cennej wiedzy o biznesowym rywalu. Na wniosek związkowców przedsiębiorstwa w ciągu 30 dni musi udzielić im informacji m.in. na temat warunków pracy i zasad wynagradzania obowiązujących w firmie, działalności i sytuacji ekonomicznej pracodawcy związanych z zatrudnieniem (oraz przewidywanych w tym zakresie zmianach). Spółka ma też obowiązek przekazać dane dotyczące stanu, struktury i przewidywanych zmian kadrowych oraz działań, które mogą powodować istotne zmiany w organizacji pracy lub podstawach zatrudnienia.

Przedsiębiorcy mogą wykorzystywać organizacje międzyzakładowe także w perspektywie długofalowej. I w tym przypadku pomocne są przepisy. Przewidują one, że ze związkiem trzeba uzgadniać m.in. regulaminy wynagradzania, premiowania i nagród oraz funduszu świadczeń socjalnych. Organizacja może też blokować zmiany w regulaminie pracy (czyli organizacji stanowisk, zadań, czasu pracy w firmie). To ogromne pole do działania dla konkurencji, która steruje żółtym związkiem funkcjonującym u rywala. Za jego pośrednictwem może eskalować żądania płacowe, podburzać pracowników, zastopować lub przynajmniej wydłużać w czasie jakiegokolwiek zmiany w warunkach zatrudnienia. Niełatwo prowadzi się działalność w takiej sytuacji. Na dodatek związek ma też prawo wszcząć spór zbiorowy z firmą dotyczący warunków pracy, płacy lub świadczeń socjalnych oraz praw i wolności związkowych. Jeśli rokowania i mediacja nie przyniosłyby efektów, związkowcy mogliby ogłosić strajk. A wstrzymanie produkcji to już wymierny skutek – oznacza straty finansowe dla firmy konkurenta. Taka forma destabilizowania biznesowego rywala jest już jednak bardziej wymagająca. Związek sterowany z zewnątrz musiałby sprawnie działać, aby zyskać

rzeczywiste poparcie pracowników. Za to ewentualne korzyści też są większe – konkurent może stracić nie tylko finansowo, lecz także wizerunkowo. Spór wewnątrz firmy może przecież odstraszać klientów i kontrahentów. Na dodatek rozsądzanie biznesowych rywali od środka nie jest bardzo ryzykowne. Sama ustawa o związkach zawodowych nie przewiduje wprost odpowiedzialności za ujawnienie wiedzy o przedsiębiorstwie.

Nie jest też łatwo wykazać, że konkurent wykorzystał związek zawodowy do działania sprzecznego z jego celem, czyli np. do podburzania pracowników i wywoływania sporów zbiorowych w konkurencyjnych przedsiębiorstwach. Wydaje się, że w takiej sytuacji wyjściem może być tylko powołanie się na działanie związku niezgodne z ustawowym celem. Związek zawodowy jest dobrowolną i samorządną organizacją ludzi pracy, powołaną do reprezentowania i obrony ich praw, interesów zawodowych i socjalnych. Jeśli np. wszcząłby spór zbiorowy z pracodawcą nie w celu poprawy warunków pracy i płacy, tylko po to aby - dla interesu konkurencyjnej firmy – doprowadzić do wstrzymania produkcji, to jego działalność byłaby sprzeczna z ustawowym celem działania, a więc wszczęty przez niego spór zbiorowy stałby się nielegalny.

Takie stwierdzenie niełatwo jednak udowodnić przed sądem, bowiem oskarżenie, że dany związek zawodowy powstał z inspiracji pracodawcy, a następnie wykorzystywał swoje uprawnienia ze szkodą dla innej firmy. Równie trudno jest wykazać, że działacze organizacji przekazują informacje rynkowemu rywalowi. Samo podejrzenie takich praktyk nie musi być wystarczające. Pracodawca nie ma prawa odmówić udzielenia związkowi informacji, np. o zasadach wynagradzania lub sytuacji ekonomicznej firmy związanej z zatrudnieniem, tylko dlatego, że wydaje mu się, iż mogą trafić w niepowołane ręce. Naraża się bowiem wówczas na zarzut utrudniania działalności związkowej, które jest zagrożone karą grzywny lub ograniczenia wolności.

2.4. Ustawowe przeciwdziałanie wrogim przejęciom polskich firm w latach 2020-2022

W ramach ostatniej tarczy antykryzysowej 4.0 wprowadzono zmiany do ustawy z 24 lipca 2015 r. o kontroli niektórych inwestycji (tj. Dz.U. z 2020 r. poz. 117; ost. zm. Dz.U. z 2020 r. poz. 1086), które ograniczają możliwość przejmowania polskich spółek przez kapitał pochodzący spoza krajów Unii „Europejskiej, Europejskiego Obszaru Gospodarczego oraz Organizacji Współpracy Gospodarczej i Rozwoju (OECD). W

obawie przed niechcianym kapitałem podobne przepisy wprowadziły już wcześniej m.in. Niemcy, Francja oraz Włochy. Nowe obowiązki wchodzi w życie 24 lipca 2020 r. i mają obowiązywać 24 miesiące. „Nie chcemy odstraszać inwestorów, tylko chronić polskie spółki przed wrogimi przejęciami z powodu gorszej sytuacji gospodarczej wywołanej epidemią COVID-19, z powodu której wycena spółek może być szczególnie niska. W czasie kryzysu wiele firm może popaść w okresowe trudności i przez to stać się łatwym łupem. Chcemy temu zapobiec wskazuje Ministerstwo Rozwoju w komunikacie. I choć nie zostało to powiedziane przez władze wprost, to ochrona spółek na gruncie ustawy ma na celu przede wszystkim zapobiegnięcie destabilizacji gospodarki poprzez inwestycje rosyjskie i chińskie [Słowik 2020].

W tarczy 4.0 zawarto przepisy o przeciwdziałaniu wrogim przejęciom polskich firm. Proponowane regulacje ustanawiają przesłanki, których spełnienie kwalifikuje daną firmę do kategorii podmiotów objętych ochroną. Te kryteria to siedziba w Polsce i przypisanie do jednej z czterech kategorii [Kokociński 2020]:

- 1) spółki publiczne,
- 2) przedsiębiorcy posiadający mienie wchodzące w skład infrastruktury krytycznej,
- 3) przedsiębiorcy z branży IT dostarczający oprogramowanie dla podmiotów działających w strategicznych sektorach gospodarki,
- 4) przedsiębiorcy prowadzący działalność w jednej z branż istotnych z punktu widzenia celu wprowadzonych regulacji.

Do tej ostatniej kategorii należą wytwórcy materiałów wybuchowych, broni i amunicji, jak i producenci nawozów, leków, wyrobów medycznych czy przedsiębiorcy z sektora spożywczego.

Przepisy nie dotyczą podmiotów mających swoją siedzibę (w chwili zgłoszenia lub w okresie dwóch lat przed jego złożeniem) na terenie „państwa członkowskiego” – zdefiniowanego w ustawie jako państwo, które jest członkiem Unii Europejskiej, stroną umowy o Europejskim Obszarze Gospodarczym lub należy do OECD. A także przedsiębiorców mających obywatelstwo tych państw.

Ustawowe ograniczenia będą miały bardzo szeroki zakres. Kontrolę podlegać będzie nie tylko wejście w stosunek dominacji (czyli m.in. posiadanie bezpośrednio lub pośrednio większości głosów w organach podmiotu lub posiadanie wpływu na decydowanie o kierunkach działalności tego podmiotu); lecz także „znaczące uczestnictwo”. To ostatnie należy zrozumieć jako [Płusa 2020]:

- posiadanie co najmniej 20 proc. udziałów lub akcji w spółce – w przypadku spółek kapitałowych,
- posiadanie co najmniej 20 proc. udziałów kapitałowych – w przypadku spółek osobowych, tj. spółki jawnej, komandytowej lub komandytowo-akcyjnej,
- posiadanie udziału w zyskach podmiotu innego niż spółka, który wynosi co najmniej 20 proc.

Ustawa objęła ochroną podmioty gospodarcze mające kluczowe znaczenie. Jak podkreślono w uzasadnieniu do sejmowego projektu, ustawa „koncentruje się na sektorach strategicznych (np. energetyka, łączność) oraz mających istotny wpływ na budowę polskiego PKB, a także szczególnie ważnych w walce z epidemią i zapewnienie ochrony życia i zdrowia obywateli (sprzęt medyczny, sektor farmaceutyczny)”. Aby podmiot mający swoją siedzibę na terenie RP został uznany za objęty ochroną, musi być przedsiębiorcą zgodnie z definicją zamieszczoną w ustawie z 6 marca 2018 r. – Prawo przedsiębiorców (t.j. Dz.U. z 2019 r. poz. 1086). Ponadto konieczne jest, aby jego przychód w którymkolwiek z ostatnich dwóch lat obrotowych przekroczył 10 mln euro.

Dodatkowo musi spełnić jeden z poniższych warunków:

- 1) prowadzić działalność gospodarczą w sektorze strategicznym, czyli w zakresie np. energii elektrycznej, paliw, telekomunikacji, produkcji leków i wyrobów farmaceutycznych,
- 2) posiadać mienie, które jest kluczowe dla bezpieczeństwa państwa (ujawnione w wykazie obiektów, instalacji, urządzeń i usług wchodzących w skład infrastruktury krytycznej),
- 3) zajmować się opracowywaniem lub modyfikowaniem oprogramowania koniecznego dla różnych dziedzin życia państwa, np. obsługa elektrowni, zaopatrywanie mieszkańców w wodę, płatność kartą lub wypłata gotówki.

Przesłanka posiadania co najmniej dwóch lat siedziby w jednym z państw UE, EOG lub OECD ma na celu uniknięcie sytuacji, w których do kontroli inwestycji nie dochodzi tylko ze względu na założenie nowego podmiotu w jednym z wyżej wymienionych krajów przez zagranicznego inwestora (zagraniczny kapitał).

Kryterium siedziby np. na terytorium RP nie jest wystarczające, bo cudzoziemcy oraz zagraniczne spółki fundusze itp. także mogą założyć spółkę czy inny podmiot

zbiorowy. A także, że w celu uniknięcia wątpliwości interpretacyjnych powyższe stanowisko znajdzie swoje odzwierciedlenie również w wyjaśnieniach Prezesa UOKiK.

Do tego dochodzi fakt, że nowymi przepisami ochronnymi objęte będą wszystkie spółki publiczne mające siedzibę w Polsce. Zdaniem autorki rozwiązanie to trudno pogodzić z istotą spółki publicznej i zasadą swobody przepływu kapitału. Biorąc pod uwagę w jak różnych branżach działają polskie spółki giełdowe, trudno to uzasadnić zamiarem ochrony porządku, bezpieczeństwa czy zdrowia publicznego. Może to natomiast negatywnie wpłynąć na rozwój polskiego rynku kapitałowego.

Nowe przepisy dają prezesowi UOKiK prawo do zablokowania inwestycji w przypadku stwierdzenia, że chociaż potencjalnie mogłaby ona zagrażać porządkowi, bezpieczeństwu bądź zdrowiu publicznemu. Jednak takie regulacje to nic zaskakującego – wpisują się w trend widoczny w całej UE.

Wiele państw UE, w tym m.in. Niemcy, Francja czy Hiszpania, już wprowadziło podobne uregulowania lub prowadzi prace w tym zakresie. Niemcy przyjęli nowe przepisy blokujące przejęcia przedsiębiorstw przez obcy kapitał, jako że wycena wartości księgowych czołowych graczy na ich rodzimym rynku znacząco spadła w wyniku kryzysu gospodarczego spowodowanego pandemią koronawirusa.

Choć ani Niemcy, ani Polska strona nie mówią wprost, że chodzi o blokowanie strony chińskiej, to jest to tajemnicą poliszynela. Chińskie przedsiębiorstwa, subsydiowane przez państwo, już w przeszłości przejmowały niemieckie firmy, pozyskując w ten sposób dostęp do ich kluczowych technologii. Niemcy dążą do ochrony europejskich przedsiębiorstw przed wrogimi przejęciami od czasu sprzedaży Kuki – niemieckiego producenta robotów przemysłowych i systemów automatyki przemysłowej, przejętego w 2016 roku przez chińską Mideę.

O wydanie decyzji przez prezesa UOKiK będą musieli zwrócić się inwestorzy będący osobami fizycznymi nieposiadającymi obywatelstwa państwa UE lub podmiotami innymi niż osobny fizyczne nieposiadającymi od co najmniej dwóch lat od dnia poprzedzającego zgłoszenie siedziby na terytorium UE, w tym spółki zależne, oddziału lub przedstawicielstwa takich podmiotów. Inwestycja musi także skutkować nabyciem znaczącego uczestnictwa, osiągnięciem znaczącego uczestnictwa lub nabyciem dominacji nad podmiotem chronionym.

Przez znaczące uczestnictwo należy rozumieć możliwość wywierania wpływu na działalność danego podmiotu poprzez osiąganie co najmniej 20 proc. ogólnej liczby głosów, udziału kapitałowego lub udziału w zyskach. Z kolei nabycie dominacji to

uzyskanie statusu podmiotu dominującego, czyli posiadającego zdolność do decydowania w inny sposób niż o kierunkach działalności innej spółki.

Obowiązek złożenia zawiadomienia o zamiarze dokonania transakcji ciąży na inwestorze planującym nabycie. Zawiadomienie należy złożyć przed zawarciem umowy lub przeprowadzeniem czynności prowadzących do nabycia. Wraz z zawiadomieniem trzeba podać. m.in. informacje o zamiarach wobec chronionego podmiotu, obejmujące plany inwestycyjne, długoterminowe plany działalności czy politykę zatrudnienia.

Dalej postępowanie toczy się dwufazowo przed prezesem UOKiK. Pierwsza faza obejmuje wstępne postępowanie sprawdzające (maksymalnie 30 dni roboczych). Na tym etapie organ może już zdecydować, że brak jest przesłanek do sprzeciwienia się planowanej transakcji. W przeciwnym razie sprawa trafia do drugiej fazy – właściwego postępowania kontrolnego, które może potrwać do 120 dni kalendarzowych.

Postępowanie kontrolne kończy się decyzją prezesa UOKiK o sprzeciwie wobec nabycia, jeśli planowana transakcja stanowi zagrożenie dla porządku publicznego, bezpieczeństwa publicznego lub zdrowia publicznego lub może mieć negatywny wpływ na projekty i programy leżące w interesie UE.

Dla wyrażenia sprzeciwu wystarczające jest, aby zagrożenie było wyłącznie potencjalne, co w połączeniu z brakiem precyzji określeń takich jak zagrożenia porządku publicznego może prowadzić do arbitralności wydanych decyzji.

Jakie środki zaskarżenia przyznane zostały podmiotom biorącym udział w postępowaniu przed prezesem UOKiK – niestety, niezbyt rozbudowane. Na jego postanowienia zażalenie nie przysługuje, a decyzję można zaskarżyć do sądu administracyjnego.

Nabycie znaczącego uczestnictwa lub dominacji nad firmą objętą szczególną ochroną w przypadku braku uprzedniego zawiadomienia prezesa UOKiK lub pomimo wydania decyzji o sprzeciwie, będzie nieważne. Ustawa przewiduje także surową odpowiedzialność karną. Grzywna do 50 mln zł, kara pozbawienia wolności od sześciu miesięcy do pięciu lat albo obie te kary łącznie grożą inwestorom w razie nabycia znaczącego uczestnictwa lub dominacji bez zawiadomienia.

Nie ulega wątpliwości, że przepisy – mimo że w swoim założeniu przejściowe – wpłyną na swobodny przepływ kapitału.⁵¹ Pozbawią także niektóre przedsiębiorstwa

⁵¹ Warto podkreślić, że próba ilościowego oszacowania wpływu importu kapitału do Polski na wzrost gospodarczy naszego kraju jest podejmowana przez ośrodek naukowy Uniwersytetu Łódzkiego. Jak stwierdza prof. M. Janicka, warto spróbować odpowiedzieć na pytanie, czy otwarcie Polski na otoczenie

dostępu do źródeł finansowania działań w czasach kryzysu gospodarczego Stosunkowo niska granica przychodów oraz mnogość rodzajów działalności gospodarczej, które znajdują się pod lupą, mogą spowodować, że nadspodziewanie dużo podmiotów będzie wchodziło w zakres ograniczeń wynikających z ustawy – co spowoduje istotny spadek obrotów w sektorze fuzji i przejęć. Jednakże władze, kosztem tego ograniczenia, chcą zapobiec wystąpieniu scenariuszy, które miały miejsce w Europie w następstwie kryzysu z 2008 r., takich jak chociażby nabycie przez chińskiego armatora większości udziałów greckiego portu w Pireusie.

Ponadto ustawa wskazuje dość ogólne przesłanki możliwości wniesienia sprzeciwu przez prezesa UOKiK. Określenia takie, jak „potencjalne zagrożenie” albo „negatywny wpływ na projekty i programy leżące w interesie UE”, są bardzo ogólne i jednocześnie dają organowi potężny oręż w walce z niechcianym kapitałem. Niestety też takie sformułowania mogą stanowić przedmiot nieporozumień, które będą prowadzić do sporów sądowych.

Problemem, który potencjalni nabywcy napotkają w procesie inwestycji, będzie także czas oczekiwania na wydanie pozytywnej decyzji. Przy założeniu, że w sprawie nie będzie wnoszona skarga do sądu administracyjnego, proces nabycia uczestnictwa w podmiocie objętym ochroną może trwać kilka miesięcy – i to w optymistycznym scenariuszu.

Problemy natury biurokratycznej oraz ryzyko wystąpienia sporów sądowych w przyszłości, ale także spadek zainteresowania inwestorów, mogą stanowić obciążenia dla biznesu. Dla niektórych firm będzie to oznaczało utratę płynności finansowej, a nawet bankructwo. Dla państwa z kolei może to być równoznaczne z obciążeniem budżetu w celu ratowania chwilowo osłabionych przedsiębiorstw z sektora strategicznego. Z innej jednak strony brak reakcji lub też niedostateczna ochrona przedsiębiorstwa byłyby zagrożeniem dla polskiej racji stanu. Dlatego jest zdecydowanie za wcześnie, aby wydawać ostateczne osądy na temat nowych regulacji.

Ochronę polskich przedsiębiorstw o strategicznym znaczeniu przed przejęciami przez firmy spoza UE wykorzystujące ich osłabienie związane z Covid-19 należy ocenić pozytywnie, zwłaszcza wobec wprowadzania podobnych regulacji przez inne

zewewnętrzne wpłynęło na zdynamizowanie wzrostu gospodarczego. Z punktu widzenia gospodarki Polski ten efekt ma bowiem kluczowe znaczenie i jest najważniejszym argumentem na rzecz utrzymania swobody przepływu kapitału w przyszłości (por. M. Janicka, Międzynarodowe przepływy kapitałów – wprowadzenie, [w:] J. Bilski, M. Janicka, P. Wdowiński, J. Macielczyk-Bujnowicz, Import kapitału a sfera realna polskiej gospodarki, PWE, Warszawa 2018, s. 70]

kraje UE. Wątpliwości może jednak budzić sposób implementacji tych rozwiązań. Ustanowienie otwartego katalogu podmiotów chronionych wprowadza wątpliwości co do tego, czy dany podmiot będzie objęty projektowanymi przepisami. Przesłanki wyrażenia sprzeciwu przez prezesa UOKiK zostały z kolei określone mało precyzyjnie, umożliwiając powołanie się na chociażby potencjalne zagrożenie dla porządku publicznego, bezpieczeństwa publicznego lub zdrowia publicznego i stwarzając warunki dla opóźniania lub blokowania wybranych inwestycji. Dojdzie także do wydłużenia procesu inwestycyjnego o czas oczekiwania na decyzję prezesa UOKiK, a błędne zastosowanie norm przez inwestorów będzie zagrożone odpowiedzialnością karną. Proponowane zmiany mogą w konsekwencji ograniczyć napływ nowych inwestycji i kapitałów.

Podsumowując należy stwierdzić, że nie jest właściwe przyjmowanie, że czynniki, które powodują powstawanie wrogich przejęć w spółkach publicznych w krajach zachodnich będą w pełnym stopniu objaśniały również przyczyny zmiany sytuacji na rynku polskim. W celu dostarczenia rzetelnych podstaw do analiz specyfiki polskiego rynku kontroli, należy w pierwszej kolejności dogłębnie przeanalizować czynniki, jakie na przestrzeni czasu decydowały o warunkach jego rozwoju.

Rozdział III

Problemy w badaniu sprawozdań finansowych związane z audytem zewnętrznym

3.1. Sprawozdanie finansowe jako produkt systemu rachunkowości

Sprawozdawczość finansowa ilustruje pewien model jednostki gospodarczej odzwierciedlający tworzenie, przenoszenie i podział wartości. Jej zadaniem jest odpowiednia agregacja danych, ich prezentacji i ujawnianie zainteresowanym podmiotom oraz pomoc w interpretacji [Schneider 2005 w: Sawicki (red.) 308; Pfaff 2020, Szychta 2010; Stankiewicz 2002 w: Sojak i in. (red.) s. 586]. Model sprawozdawczy nawiązuje do konfiguracji i prezentacji sprawozdań finansowych, a w szczególności do rodzaju sprawozdań włączonych do zbioru sprawozdań finansowych, ich wzajemnych stosunków oraz sposobu ujęcia w nich kluczowych miar [Nowak 2010, s. 33].

W Polsce każda jednostka pozostająca pod rządami ustawy z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości ma obowiązek sporządzania na koniec roku obrotowego rocznego sprawozdania finansowego (r.s.f.)

Stanowi ono przedkładaną przez kierownika jednostki (wspólników, zarząd) informację liczbową uzupełnioną o objaśnienia słowne na temat kondycji dotyczące sytuacji majątkowej i finansowej jednostki na dzień bilansowy kończący rok obrotowy równy podatkowemu oraz przychodów, kosztów i wyniku finansowego działalności w minionym roku obrotowym.

Źródłem danych liczbowych zawartych w rocznym sprawozdaniu finansowym są prawidłowo prowadzone księgi rachunkowe ujmujące, na podstawie dowodów, opis wszystkich dotyczących jednostki zdarzeń gospodarczych, jakie nastąpiły w roku obrotowym. Wynika to pośrednio z ustawy o rachunkowości (art. 4 ust. 3, art. 45 ust 1, art. 62 ust. 2).

Celem sprawozdania finansowego jest zdawanie relacji z działalności gospodarczej danego przedsiębiorstwa za pomocą opisu i uzyskanych z ewidencji księgowych uogólnionych danych liczbowych. Cel ten bardziej precyzyjnie sformułowała A. Szychta (2003, s. 130), według której jest nim:

– dostarczanie informacji użytecznych dla obecnych i potencjalnych inwestorów wierzycieli oraz innych użytkowników podejmujących racjonalne decyzje inwestycyjne i kredytowe,

– dostarczanie informacji inwestorom oraz innym użytkownikom dotyczących zdolności jednostki do generowania środków pieniężnych; na tej podstawie użytkownicy sprawozdań finansowych mają możliwość oceny zdolności jednostki do terminowego regulowania zobowiązań handlowych, spłaty kredytów i pożyczek oraz wypłaty dywidendy dla właścicieli, dostarczanie informacji o zasobach przedsiębiorstwa (ich wielkości i strukturze), roszczeniach do tych zasobów, a także skutkach transakcji i zdarzeń rzutujących na zmiany wielkości zasobów i roszczeń do tych zasobów.

W.A. Nowak stwierdza, że „sprawozdawczość finansowa jest procesem poznawczym, który zachodzi w systemie działań społecznych podmiotu gospodarczego. Wzór tego aspektu stanowią ramy odniesienia dla regulacyjnych ram koncepcyjnych i pełni wobec nich rolę normalizacyjną. Z punktu widzenia koncepcyjnych ram sprawozdawczości finansowej jednostka gospodarcza jest złożonym systemem adaptacyjnym z nowymi podstawowymi cechami i osobliwymi meta-struktury oraz meta-zachowań meta-funkcji”. Jak wyjaśnia dalej autor, stosując podejście systemowe, możemy lepiej zrozumieć i wyjaśnić naturę i głębokie determinanty rachunkowości i sprawozdawczości finansowej [Nowak 2018, s.41-64].

Sprawozdawczość finansową można określić jako system obejmujący ogół sprawozdań sporządzanych na podstawie ewidencji księgowej. [Nowak 2012, s. 260] oraz działania zmierzające do zakomunikowania informacji finansowych w zgodzie z wymogami prawnymi, oczekiwaniami odbiorców i celami kierownictwa firmy. Proces ten nie ogranicza się do sporządzenia rocznego sprawozdania finansowego, ale obejmuje również przygotowanie wszystkich innych zestawień liczbowych na podstawie danych pochodzących z systemu rachunkowości.

Sprawozdanie finansowe zgodnie z ustawą o rachunkowości obejmuje [Ustawa z 29.09.1994, art. 45, poz. 351; Gabrusewicz (red.) 2010, s. 36-39; Walińska (red.) 2010, s.98-115; Walińska (red) 2011, s. 110-117:

- bilans,
- rachunek zysków i strat,
- wprowadzenie do sprawozdania finansowego, zawierające przede wszystkim zaprezentowanie zasad (polityki) rachunkowości oraz ustosunkowanie się

kierownictwa jednostki do zasady kontynuacji działalności

- dodatkowe informacje i objaśnienia.

Ponadto, w przypadku jednostek podlegających obowiązkowemu corocznemu badaniu sprawozdanie finansowe zawiera:

- zestawienie zmian w kapitale (funduszu) własnym
- rachunek przepływów pieniężnych.

Do rocznego sprawozdania finansowego dołącza się sprawozdanie z działalności jednostki, jeżeli obowiązek taki wynika z ustawy o rachunkowości lub odrębnych przepisów⁵² [Helin 2014, s. 612].

Na system sprawozdawczości finansowej firmy składają się różnego rodzaju sprawozdania i raporty finansowe. Sprawozdania te mogą być klasyfikowane według różnych kryteriów [Nowak 2008, s.12; Buk 2014, s. 21]:

A. Ze względu na obowiązek sporządzenia sprawozdań finansowych można wyróżnić następujące rodzaje:

- 1) sprawozdania obligatoryjne, które są sporządzane z mocy odpowiednich przepisów, i są sprawozdaniem ogólnego przeznaczenia,
- 2) sprawozdania fakultatywne, których sporządzenie wynika z wewnętrznych potrzeb firmy;

B. Stosując jako kryterium klasyfikacji sprawozdań finansowych ich adresatów, można je podzielić na dwa rodzaje:

- 1) sprawozdania zewnętrzne, których adresatami są jednostki z otoczenia firmy np. sprawozdanie z płatności na rzecz administracji publicznej
- 2) sprawozdania wewnętrzne, które są przeznaczone dla jednostek organizacyjnych firmy;

C. Na podstawie kryterium częstotliwości sporządzania wyróżnia się następujące rodzaje sprawozdań finansowych:

⁵² Duże jednostki wg ustawy są to takie jednostki, które w roku poprzedzającym osiągnęły i przekroczyły co najmniej dwa spośród trzech warunków: średnie roczne zatrudnienie 50 osób, suma bilansowa 2,5 mln euro, przychody ze sprzedaży produktów, towarów i przychody finansowe 5 mln. Euro. Badaniu podlegają także sprawozdania finansowe spółek przejmujących i spółek nowo związanych, sporządzone za rok, w którym nastąpiło połączenie, oraz półroczne sprawozdania finansowe funduszy inwestycyjnych.

Tenże artykuł określa przypadki niezachowania bezstronności i niezależności biegłego rewidenta. Tej kwestii poświęcony jest także kodeks etyki zawodowej uchwalany przez Krajową Radę Biegłych Rewidentów i krajowe standardy rewizji finansowej uchwalanego przez Krajową Radę Biegłych Rewidentów.

Badanie przeprowadzone z naruszeniem tego przepisu, a również wykonywane przez biegłego niedającego pewności bezstronności i niezależności jest mocą prawa nieważne.

- 1) sprawozdania operatywne, które są sporządzane z dużą częstotliwością oraz przyjmują postać raportów i meldunków;
- 2) sprawozdania okresowe, które są sporządzane systematycznie za odpowiednie okresy,
- 3) sprawozdania sporadyczne, które są zestawiane doraźnie ze względu na określone cele.

Zarówno prawo bilansowe jak i MSSF/ MSR odnoszą się do sprawozdań finansowych ogólnego przeznaczenia. Zgodnie z MSSF1 „prezentacja sprawozdań finansowych” sprawozdanie ogólnego przeznaczenia to takie sprawozdanie, które ma za zadanie spełnienie potrzeb użytkowników, którzy nie mają możliwości otrzymania raportów (sprawozdań) dostosowanych do ich szczególnych potrzeb informacyjnych. Zgodnie z tym standardem sprawozdania finansowe stanowią uporządkowane przedstawienie sytuacji finansowej i finansowych wyników działalności jednostki. Sprawozdanie finansowe, spełnia swoją rolę gdy posiada określone cechy. Zgodnie z MSSF do najważniejszych cech zalicza się zrozumiałość, przydatność, wiarygodność i porównywalność. Inne cechy wskazane w „założeniach koncepcyjnych” stanowią rozwinięcie lub uzupełnienie wymienionych [Strojek-Filus 2012, s. 476-525; Gabrusewicz 2007, s. 19-20].

Komunikowane przez przedsiębiorstwo informacje dotyczą różnych obszarów działalności. Można wyróżnić siedem sfer, które podlegają raportowaniu w wymiarze zarówno finansowym, jak i niefinansowym. Każdy z tych obszarów ma swoją specyfikę i wymaga odpowiedniego zarządzania. W wymiarze finansowym można wyróżnić cztery zagadnienia raportowania i oceny: wydajność, płynność, wypłacalność i rentowność. Natomiast w wymiarze niefinansowym można wskazać trzy zagadnienia wymagające ujawniania i oceny: zarządzanie, ochrona środowiska i sprawy socjalno-pracownicze. Wszystkie podlegają raportowaniu. Każde zagadnienie będące przedmiotem sprawozdawczości może obejmować aspekty finansowe i niefinansowe. Aspekty te można przedstawić za pomocą wielkości absolutnych (wyrażonych wartościowo lub ilościowo) oraz odpowiednich zestawów wskaźników uniwersalnych (Kamiński, 2022, s. 141)

Cechy jakościowe informacji finansowej zawartej w sprawozdaniach finansowych omawia J. Turyna i B. Pułaska-Turyna. Są to m.in. użyteczność informacji, to znaczy informacja jest użyteczna, gdy korzyści z jej stosowania przewyższają koszty jej

uzyskania. Jest to kryterium nadrzędne, ale nie jedyne. Autorzy dokonali podziału informacji finansowej na dwie grupy tj. na cechy zorientowane na użytkownika oraz zorientowane na decyzję. Do pierwszej grupy zalicza się takie cechy, jak zrozumiałość czy komunikatywność, do drugiej odpowiedniość i wiarygodność [Turyna, Pułaska-Turyna 2008, s 119-122].

Zagadnienie użyteczności sprawozdań finansowych, wskazują cztery ich główne cechy jakościowe [Marcinkowska 2010, s. 354]:

- a) zrozumiałość — łatwość zrozumienia przez użytkowników,
- b) trafność — przejawia się wpływem informacji na podejmowane przez użytkowników decyzje gospodarcze; na trafność (przydatność) informacji wpływa ich charakter i istotność,
- c) wiarygodność — informacje są wolne od istotnych błędów i zniekształceń, są bezstronne i użytkownicy mogą być pewni, że wiernie odzwierciedlają rzeczywistość; wiarygodność jest warunkowana kilkoma czynnikami, do których należą: przewaga treści ekonomicznej nad formą prawną, wierne odzwierciedlenie, neutralność, ostrożna wycena, kompletność,
- d) porównywalność stosowanie tych samych niezmiennych zasad rachunkowości (wyceny, prezentacji itp.) daje możliwość porównań w czasie oraz z innymi podmiotami.

Należy mieć przy tym na względzie, że „jakość sprawozdań finansowych” jest tu traktowana bardzo szeroko — z uwzględnieniem wszystkich cech jakościowych. Aby sprawozdania finansowe były przydatne do wyceny przedsiębiorstw, muszą być zrozumiałe, trafne, wiarygodne i porównywalne; oczywiście waga poszczególnych cech jest różna. Aby osoba dokonująca wyceny przedsiębiorstwa uznała raporty sporządzane i publikowane przez spółkę za przydatne, muszą one zawierać informacje cechujące się wymienionymi atrybutami. Kluczowe znaczenie ma tu kwestia wiarygodności danych - to bowiem warunkuje możliwość posługiwania się nimi w ocenie przedsiębiorstwa.

W szerszym ujęciu jakość informacji ekonomicznych określana jest przez pryzmat ich realności, wartości poznawczej, operatywności i ekonomiczności [Micherda 2006, s. 12].

Jakość informacji rachunkowości jest kwestią bardzo subiektywną. Każdy użytkownik sprawozdań ma bowiem odmienne potrzeby informacyjne, a zatem w inny

sposób ocenia jakość (zwłaszcza zawartość) raportów. W tym kontekście na jakość sprawozdań finansowych wpływają przede wszystkim:

- regulacje i standardy rachunkowości,
- polityka rachunkowości stosowana przez przedsiębiorstwo i działania kierownictwa (oraz księgowych) w zakresie jej stosowania.⁵³

Sprawozdanie finansowe, wieńcząc proces pomiaru dokumentacji, wyceny i rejestracji zdarzeń w ramach rachunkowości, ma przedstawić wierny, rzetelny i transparentny obraz sytuacji majątkowej, finansowej i dochodowej firmy.

Rachunkowość jest systemem informacyjno-ewidencyjnym, w którym następuje pomiar, wycena, grupowanie zjawisk i procesów w zbiory danych pozwalające uzyskać wiarygodną, użyteczną i niezawodną informację o sytuacji, w jakiej znajduje się firma prowadząca działalność gospodarczą. W systemie tym sprawozdanie finansowe, do którego sporządzania jednostka jest zobligowana, są traktowane jako swoisty produkt finalny procesu transformacji danych. Uzyskanie w wyniku tej transformacji jakościowo dobrego produktu wymaga przestrzegania określonych reguł i zasad rachunkowości, nazywanych polityką bilansową.

Cele zarządu i właścicieli mogą być różne, a także różne są oczekiwania informacyjne adresatów sprawozdania, dlatego są one jednoznacznie i ściśle określone w ustawie o rachunkowości. Sprawozdanie rozpatruje się w dwu aspektach [Cebrowska (red.) 2010, s. 642]:

- w ujęciu dynamicznym, kiedy stanowi ona część rachunkowości i rozumie się przez nią proces ciągłego transformowania informacji w ramach rachunkowości w odpowiednie agregaty o różnorodnych przekrojach charakteryzujących wyniki i sytuację przedsiębiorstwa;
- w ujęciu statycznym, gdy rozumie się ją jako zbiór zestawień sporządzanych jednorazowo lub okresowo przekazywanych w formie wypełnionych formularzy lub samodzielnie zestawionych danych, zgodnie z oczekiwaniami odbiorcy lub przepisami prawnymi.

W pierwszym z powyższych przypadków możliwe jest aktywne prowadzenie polityki bilansowej. Zawsze jednak tok transformacji prowadzący od rozproszonych

⁵³ Zdaniem R. Kamińskiego polityka bilansowa to ogół przedsięwzięć podejmowanych w czasie trwania roku obrotowego oraz podczas sporządzania i prezentacji rocznego sprawozdania finansowego, respektujących unormowania prawne. Ich celem jest wywołanie takiego zachowania adresatów tychże sprawozdań, które będzie sprzyjać realizacji podjętych zadań gospodarczych (Kamiński 2001, s. 18).

danych liczbowych do sprawozdania jest następujący:

1. wyselekcjonowanie z ogółu zapisów ewidencyjnych danych odpowiadających przyjętym kryteriom jakościowych i czasowym,
2. zagregowanie jednostkowych danych w przewidziane grupy,
3. przeniesienie całości danych na właściwe obligatoryjne formularze lub samodzielnie opracowane zestawienia zgodnie z przyjętymi zasadami.

Zasady ogólne są określone w ustawie o rachunkowości, a rozwiązania wybrane spośród dopuszczalnych możliwości, jakie przyjęła i stosuje jednostka, są zapisane w jej dokumentacji zasad (polityki) rachunkowości i ujawnione wraz ze sprawozdaniem finansowym (we wprowadzeniu do tego sprawozdania).

U podstaw sporządzania sprawozdania finansowego leżą następujące nadrzędne zasady stosowane przy ich sporządzaniu [Fedak 2021, s. 31-38; Cebrowska 2010, s. 649-652]:

1. zasada wyższości treści ekonomicznej nad formę,
2. zasada memoriału,
3. założenie kontynuacji działalności,
4. zasada ciągłości,
5. zasada współmierności,
6. zasada ostrożności,
7. zasada istotności.

Jeżeli zachodzi kolizja między rzetelnością a zasadą zgodności z przepisami ustawy (prawidłowości) to ustawa przyznaje wyższość rzeczywistości ekonomicznej.

Dynamiczny rozwój międzynarodowych rynków kapitałowych, a nasilenie tendencji gospodarczej i politycznej integracji stworzyły potrzebę ujednolicenia sprawozdawczości finansowej jako wspólnego języka i narzędzia umożliwiającego dokonywanie niezbędnych analiz i porównań w celu podjęcia decyzji finansowych.

Mimo wieloletnich prób harmonizacji zasady rachunkowości stosowane w różnych krajach cechują się nadal dużą rozbieżnością. Składają się na to uwarunkowania historyczne, różnice w rozwoju gospodarczym i systemach prawnych. W efekcie sprawozdania finansowe i zawarte w nich wnioski nie są porównywalne, mimo że opisują te same operacje gospodarcze [Helin 2000, s.15].

Istnienie zakłóceń, co do porównywalności sprawozdań finansowych jest niezaprzeczalne. Problemy porównywalności ma zniwelować harmonizacja. A. Jaruga

określa mianem harmonizacji proces „zwiększenia porównywalności sprawozdań finansowych poprzez wprowadzenie spójnego zestawu wzorców, opartego na wspólnych założeniach i koncepcjach, przy czym wyraźnie zaznacza się granice odmienności stosowanych rozwiązań [Jaruga (red.) 2002, s. 3].

Systemem globalnych standardów rachunkowości stają się Międzynarodowe Standardy Sprawozdawczości Finansowej (MSSF). Standardy te powinny się cechować wysoką jakością, zrozumiałym językiem i nadawać się do praktycznego zastosowania. Aby to osiągnąć eksperci stale doskonalą istniejący system normatywny MSSF w celu uczynienia z nich globalnych standardów rachunkowości, czyli ich ogólnoświatowego wymiaru i powszechności stosowania na świecie. Doskonalenie standardów przejawia się w wielu działaniach, których zmiany omawiają: M. Frendzel, R. Ignatowski i P. Kabalski [Frendzel i in. 2012, s.91-139].

Funkcjonowanie Międzynarodowego Standardu Sprawozdawczości dla Małych i Średnich Jednostek, czyli MSSF dla MSJ i jego implementację oraz istotę, powstanie i perspektywy omawia W.A. Nowak [Nowak (red.) 2012, 41-124].

Założenia koncepcyjne sporządzania i prezentacji sprawozdań finansowych⁵⁴ są podstawowym dokumentem, na którym opierają się Międzynarodowe Standardy Rachunkowości i Międzynarodowe Standardy Sprawozdawczości Finansowej.

Według założeń koncepcyjnych celem sprawozdań finansowych jest dostarczenie informacji o sytuacji finansowej, wynikach działalności oraz zmianach sytuacji finansowej jednostki, które będą użyteczne dla szerokiego kręgu użytkowników przy podejmowaniu decyzji gospodarczych. Z jednej strony mamy zatem do czynienia z zawężeniem oczekiwań — wyłącznie do informacji niezbędnych do podejmowania decyzji ekonomicznych, i to jedynie informacji finansowych. Jest to oczywistym ograniczeniem sprawozdań finansowych i — w opinii wielu osób — ich znaczną wadą; nie dają one bowiem możliwości całościowej oceny podmiotu. Nie można zatem oczekiwać, że sprawozdanie finansowe dostarczy wszystkich informacji niezbędnych do podjęcia decyzji gospodarczych — ich ograniczenia wynikają bowiem z natury rachunkowości finansowej - przedstawiają finansowe skutki zdarzeń przeszłych —

⁵⁴ IASB Framework for the Preparation and Presentation of Financial Statements,[w:] International Reporting Standards (IFRSs) 2007, including International Accounting Standards (IASs) and Interpretations as at 1 January 2007, IASCF, London 2007.

podczas gdy użytkownikami są w dużej mierze przyszłością;[Marcinkowska 2007, s. 133]

W literaturze przedmiotu są też opracowania dotyczące propozycji zmian w sprawozdaniach finansowych spółek publicznych. Można więc być pewnym, że w miarę wzrostu potrzeb informacyjnych sprawozdania będą zmieniać swoją postać jako instrument zarządzania jednostką gospodarczą.

Taką zmianą są informacje finansowe i niefinansowe w raporcie zintegrowanym. W ostatnich latach stosuje się raport zintegrowany (*integrated report*), który miał na celu zintegrować informacje finansowe i niefinansowe, połączyć różne wątki sprawozdawczości organizacji w jedną, spójną całość [Walińska i in. 2018, s. 168-173]. Sprawozdawczość zintegrowana to proces, który w efekcie zapewnia maksymalnie transparentną komunikację organizacji w postaci okresowo publikowanego sprawozdania, gdzie w przeciwieństwie do wcześniejszych ujawnień nt. kwestii społecznych i środowiskowej dokonanych w ramach raportów dążących do zintegrowania informacji niefinansowych (m.in. dotyczących kwestii społecznych, środowiskowych, ładu korporacyjnego) z informacjami finansowymi [Sobańska. Walińska 2018, s. 152-153]. W Polsce jedynie kilkanaście spółek publicznych sporządza raport zintegrowany. Nie jest to zatem koncepcja powszechnie stosowana przez polskie spółki publiczne.

W literaturze przedmiotu zwraca się uwagę na to, że raportowanie zintegrowane jest logiczną konsekwencją rozwoju dwóch wątków (nurtów) sprawozdawczości korporacyjnej – sprawozdawczości rozwoju zrównoważonego i sprawiedliwości odpowiedzialności społecznej (Walińska, Bek-Gaik, Grad, 2016). Jak zaznaczają B. Bek-Gaik i J. Krasodomska (2018, s.32) zintegrowana sprawozdawczość łączy w sobie dwa wymienione wątki – istotne informacje finansowe i niefinansowe raportowane w odrębnych dokumentach- w spójną całość, a także pokazuje powiązania pomiędzy nimi i wyjaśnia, w jaki sposób poszczególne działania jednostki wpływają na jej zdolność do kreowania i utrzymywania wartości w krótkim, średnim i długim okresie, można je zatem nazwać sprawozdaniem z wartości.

Zgodnie z wytycznymi Międzynarodowej Rady ds. Zintegrowanego Raportowania IIRC (2013), raportowanie zintegrowane ma poprawić jakości informacji dostępnych dla dostawców kapitału finansowego, aby umożliwić bardziej efektywną i produktywną alokację kapitału.

Główne cele raportowania zintegrowanego to: (Fijałkowska i in., 2019, s. 180)

- poprawa jakości informacji dostępnych dla dostawców kapitału finansowego w celu umożliwienia bardziej efektywnej i produktywnej alokacji kapitału,

- promowanie bardziej spójnego i efektywnego podejścia do sprawozdawczości korporacyjnej, które oparte jest na różnych aspektach sprawozdawczości i komunikuje pełen zakres czynników, które w istotny sposób wpływają na zdolność organizacji do tworzenia wartości w czasie,

- zwiększenie rozliczalności i odpowiedzialność za szeroką bazę kapitałów (finansowych, przemysłowych, intelektualnych, ludzkich, społecznych i relacji oraz naturalnych) oraz promocja zrozumienie ich wzajemnych zależności,

- wspieranie zintegrowanego myślenia, podejmowania decyzji i działań, które koncentrują się na tworzeniu wartości w perspektywie krótko-, średnio- i długo terminowej.

Wymienione wyżej cele są kluczowe dla zapewnienia użyteczności informacji upublicznianych przez przedsiębiorstwa i inne organizacje kształtujące świat, w którym obecnie żyjemy. Aby jednak istniała możliwość realizacji tych celów oraz osiągnięcia korzyści wynikających z raportowania informacji niefinansowych, konieczne jest przestrzeganie zasad, dotyczących na przykład sprawozdania zintegrowanego, odnoszących się zarówno do zawartości, czyli treści prezentowanych w tym sprawozdaniu, jak również do sposobu ich przedstawiania. *International Integrated Reporting Council (IIRC, 2013a)* opublikowało następujące zasady przewodnie, które powinny mieć zastosowanie do przygotowania raportu zintegrowanego: strategicznie ukierunkowanie i orientacja na przyszłość, łączność informacji, relacje z interesariuszami, istotność, zwiezłość, niezawodność i kompletność oraz spójność i porównywalność. Realizacja tych zasad miałoby pozwolić na osiągnięcie celów raportowania zintegrowanego. Według danych AICPA i CIMA z 2018 roku sprawozdanie zintegrowane opublikowało już ponad 1000 jednostek na świecie [Topazio, 2018].

Na mocy Dyrektywy Parlamentu Europejskiego i Rady 2004/109/WE (Transparency), dotyczącej emitentów, których papiery wartościowe zostały dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym na terytorium Unii Europejskiej wprowadzono jednolity elektroniczny format rozpatrywania (ang. European Single Electronic Format, ESEF).

Dyrektywa 2004/109/WE (Transparency) w art. 4 ust. 7 nałożyła na Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (ESMA) obowiązek opracowania projektu standardów regulujących w celu określenia elektronicznego formatu sprawozdawczości. Opublikowane rozporządzenie UE nr 2019/815 uzupełnia dyrektywę 2004/109/WE właśnie w odniesieniu do regulacyjnych standardów technicznych dotyczących specyfikacji jednolitego elektronicznego formatu raportowania.⁵⁵ Zgodnie z zapisami rozporządzenia UE nr 2019/815, rozporządzenie stosuje się do rocznych raportów finansowych zawierających sprawozdania finansowe za lata obrotowe rozpoczynające się dnia 1 stycznia 2020 r. lub później.

Rozporządzenie wiąże w całości i jest bezpośrednio stosowane we wszystkich państwach członkowskich. Zgodnie z tym rozporządzeniem UE⁵⁶:

- wszystkie raporty roczne sporządzane są przez emitentów w formacie XHTML,
- skonsolidowane sprawozdania finansowe sporządzone zgodnie z MSSF, będące składnikami skonsolidowanych raportów rocznych znakowane są przy użyciu języka znaczników XBRL,
- znaczniki XBRL powinny być umieszczone w dokumencie XI-I TML przy użyciu specyfikacji standardu Inline XBRL,
- taksonomia, która ma być stosowana stanowi rozszerzenie taksonomii MSSF opracowanej przez Fundację MSSF,
- począwszy od 1 stycznia 2020 r. podstawowe części sprawozdania finansowego (tj. sprawozdanie z sytuacji finansowej, sprawozdanie z zysków lub strat i całkowitych dochodów, sprawozdanie z przepływów pieniężnych, sprawozdanie ze zmian w kapitale własnym), zawarte w skonsolidowanych sprawozdaniach finansowych sporządzonych zgodnie z MSSF, znakowane są szczegółowo. Ponadto począwszy od 1 stycznia 2022 r. informacja dodatkowa do sprawozdania finansowego znakowana jest zbiorowo.

Zgodnie z aktualnym stanem prawnym polskich emitentów obowiązuje rozporządzenie UE nr 2019/815. Nastąpiło jednak opóźnienie obowiązku stosowania

⁵⁵ Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2018/815 z dnia 17 grudnia 2018 r. uzupełniające dyrektywę 2004/109/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w odniesieniu do regulacyjnych standardów dotyczących specyfikacji jednolitego elektronicznego formatu sprawozdawczego.

⁵⁶ <https://www.pibr.org.pl/pl/aktualności/1532>, ESEF – aktualny stan na dzień 31.05.2021 r.

ESEF przez Parlament Europejski oraz Radę Unii Europejskiej i przesunięcie terminu obowiązkowego o rok – dopiero dla raportów za lata obrotowe zaczynające się 1 stycznia 2021 r. lub później. Jednak ostateczna decyzja dotycząca opóźnienia należy do poszczególnych państw członkowskich UE. Polska dotychczas dokonała notyfikacji opcji przesunięcia wdrożenia ESEF, będzie obowiązywać od 1.01.2021.

Polemika nad pożądanymi cechami jakościowymi informacji jest obecna również w obszarze sprawozdawczości niefinansowej. Część wyodrębnianych w nim pożądanых cech informacji jest taka sama jak w przypadku informacji finansowych. Są to: istotność, kompletność, porównywalność, wiarygodność i zrozumiałość. Co ciekawe, istotność i kompletność (wszechstronność) jest wspólna dla wszystkich analizowanych w monografii, wytycznych sprawozdawczości niefinansowej oraz dla założeń koncepcyjnych sprawozdawczości finansowej IASB. Liczba i rodzaj pożądanых cech jakościowych jest zróżnicowana w przypadku różnych wytycznych sporządzania raportów niefinansowych. Część pożądanых cech jakościowych w obszarze informacji niefinansowych jest unikatowa dla poszczególnych rodzajów sprawozdań niefinansowych. Różnice w cechach jakościowych informacji w wytycznych raportowania niefinansowego wynikają najczęściej z celu, grupy użytkowników (akcjonariusze lub interesariusze), zakresu informacji lub podejścia. [Michalak 2018, s. 240]

W czasach gospodarki opartej na wiedzy jakość informacji, w tym jakość raportów spółek publicznych, nabiera szczególnego znaczenia. Z jednej strony rośnie zasób i dostępność informacji komunikowanych przez spółki giełdowe. z drugiej zaś zwiększa się obawa przed obniżeniem jakości tych informacji oraz zagrożenie niedostatkami wiedzy i krytycznej uwagi ze strony użytkowników.

„Jeśli informacja finansowa ma być użyteczną, to musi być relewantna i wiernie odwzorowywać to co ma odwzorować. Użyteczność informacji finansowej jest wzmocniona, jeśli jest porównywalna, sprawdzalna, aktualna i zrozumiała.” (QC4.)
Fundamentalnymi cechami jakościowymi są relewancja i wierne odwzorowanie (CQ5.).

Relewancja oznacza zdolność informacji finansowej do różnicowania decyzji podejmowanych przez użytkowników, w zależności od jej treści. Zdolność różnicowania ma informacja, posiadająca wartość predykcyjną albo wartość potwierdzającą bądź obydwie te wartości. Wartość predykcyjną ma informacja mogąca być użyta przez

użytkowników jako wejściowa w procesie przewidywania przyszłych wyników. Wartość potwierdzającą ma informacja, która potwierdza bądź zmienia uprzednie ewaluacje.

W naukowych dyskusjach pojawia się argument, że słaba jakość informacji w raportach giełdowych jest - obok nieumiarkowanej pogoni za zyskiem i „zachowań stadnych” inwestorów, nieuczciwości zarządów i niedoskonałych narzędzi nadzoru nad spółkami giełdowymi - jedną z podstawowych przyczyn występowania kryzysów i skandali na rynkach finansowych (por. Schneider 2007, Gut, 2006; Kutera, Surdykowska, 2009).

Poprawność rachunku ekonomicznego opartego na rachunkowości uwarunkowana jest rzetelnością tej ostatniej. Rzetelność tę rozpatrywać można na różnych płaszczyznach, lecz decydujące znaczenie ma ocena jej swoistego produktu, jakim są tworzone przez nią informacje. Aby informacje te mogły zabezpieczyć właściwą realizację wszystkich funkcji rachunkowości, muszą być prawidłowe, czyli o odpowiedniej jakości.

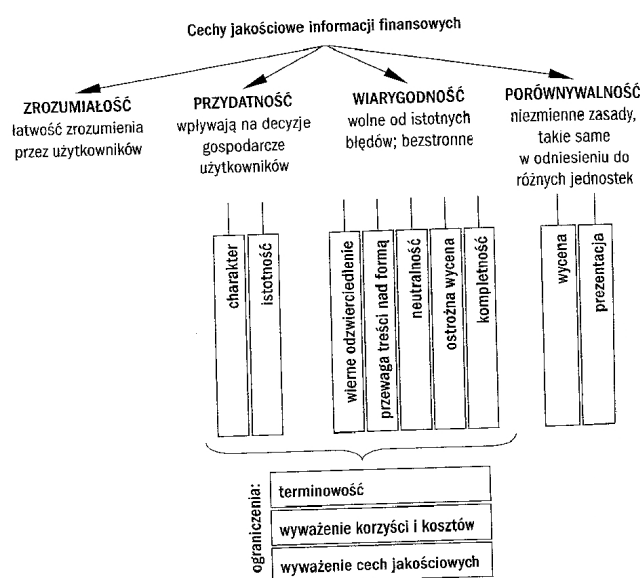
Uwzględniając powyższe okoliczności, jakość informacji tworzonych przez rachunkowość interpretować można jako zespół cech stanowiących o zdolności do spełnienia wymagań wynikających z pełnionych przez rachunkowość funkcji. Specyfika informacji traktowanych jako produkt rachunkowości przesądza jednak o tym, że nie wszystkie wymienione wyżej cechy jakościowe można odnieść do niego w sensie dosłownym. Dotyczy to w szczególności cech technicznych i estetycznych. Szeroki zakres właściwości, które z reguły bierze się pod uwagę przy określaniu cech jakościowych produktów, można i należy uwzględnić przy określaniu cech prawidłowych informacji objętych treścią rachunkowości.

Wiedza o metodach pomiaru, determinantach i konsekwencjach jakości informacji w raportach spółek giełdowych jest istotna dla akcjonariuszy, regulatorów rynków finansowych, stanowiących standardy sprawozdawczości finansowej oraz opracowujących wytyczne raportowania dobrowolnego, jak również dla innych użytkowników tych raportów. Zdaniem J. Michalaka (2018, s. 238) jakość informacji w raportach spółek giełdowych jest to stopień zaspokojenia potrzeb informacyjnych różnych użytkowników z uwzględnieniem celów wykorzystania informacji. Jakość informacji obejmuje zarówno treść samych informacji finansowych i niefinansowych, jak i formę ich komunikowania. Jakość informacji może być mierzona stopniem osiągnięcia przez nie pożądanych cech jakościowych.

Od samego początku podstawową cechą jakościową informacji pozostaje przydatność. Stosunkowo szybko została ona związana z cechami zrozumiałości i istotności, ponieważ brak tych cech w znaczący sposób ogranicza przydatność informacji w sprawozdaniach podmiotów gospodarczych. Dwie kolejne cechy, czyli sprawdzalność i brak stronniczości, zostały z kolei wzbogacone o cechy wiernego odzwierciedlenia, przewagi treści nad formą, ostrożności konserwatyzmu i kompletności, dając w sumie cechę wiarygodności.

Cechy jakościowe informacji finansowych zdaniem M. Marcinkowskiej przedstawia rysunek 3.1.

Rysunek 3.1. Cechy jakościowe informacji finansowych



Źródło: M. Marcinkowska, Ocena działalności instytucji finansowych, Difin, Warszawa 2007, s. 136

Jakość informacji dostarczanych przez rachunkowość traktować można jako swoiste kryterium optymalizacji systemu rachunkowości. Przydatność tak sformułowanego kryterium optymalizacji jest widoczna, jeżeli uwzględni się pełnione przez rachunkowość funkcje, a zwłaszcza te z nich, które są wyrazem jej aktywnej roli w zarządzaniu. Wybrane kryterium optymalizacji ma służyć do wskazania możliwości i kierunków doskonalenia tego systemu.

Jakościowe cechy informacji wyprowadza się również z cech określających użyteczność sprawozdań finansowych, wykorzystując w tym celu określone w ramach koncepcyjnych Międzynarodowych Standardów Rachunkowości, cechy jakościowe sprawozdania finansowego (Surdykowska 1999, s. 93-94)

Obecnie nastąpiła diametralna zmiana celów działalności przedsiębiorstwa – kluczowym stała się maksymalizacja wartości firmy w długim okresie, co skutkowało wzrostem zapotrzebowania wewnętrznych użytkowników systemu rachunkowości na nowe informacje - zarówno finansowe, jak i niefinansowe, których pozyskanie było możliwe dzięki zastosowaniu nowych metod rachunkowości zarządczej. Powstała zatem asymetria informacji między zarządem, a inwestorami, którzy jako zewnętrzni użytkownicy sprawozdań finansowych mieli ograniczony dostęp do informacji. Taka sytuacja wywołała wzrost ryzyka inwestowania kapitału. Dla jego ograniczenia organizacje regulujące sprawozdawczość przedsiębiorstw na szczeblu międzynarodowym wprowadzały w niej kolejne zmiany, początkowo głównie w sprawozdawczości finansowej, a w ostatnich latach także niefinansowej. Skutkiem takich działań było zanikanie różnic w informacjach dostępnych dla zarządu i inwestorów, przy jednoczesnym pogłębieniu się różnic w potrzebach i wymaganiach informacyjnych agend podatkowych, co z kolei zrodziło potrzebę wyodrębnienia się nowego opisu funkcjonalnego systemu rachunkowości, zgodnie z teorią systemów społecznych, czyli z zastosowaniem jednolitego kryterium — różnic informacyjnych użytkowników systemu. Zgodnie z tym kryterium podział tradycyjny systemu rachunkowości na finansową i zarządczą nie jest dzisiaj adekwatny do potrzeb informacyjnych jego użytkowników. Obecnie zasadny staje się podział na rachunkowość biznesową i podatkową, zwłaszcza w przypadku wielkich organizacji stosujących model biznesu ukierunkowany na wzrost wartości w długim okresie przy jednoczesnej realizacji idei zrównoważonego rozwoju. [Sobańska, Walińska 2018, s. 178].

Asymetria informacji to sytuacja, w której jedna ze stron transakcji finansowej ma znacznie mniej dokładne informacje na temat przedmiotu transakcji niż druga strona. Jedna ze stron kontraktu jest więc uprzywilejowana i może wykorzystać tę przewagę podczas zawierania transakcji, co oznacza stratę nie tylko dla drugiej strony transakcji, lecz także dla całej gospodarki. Występowanie asymetrii informacji na rynku finansowym wiąże się z wieloma istotnymi problemami: negatywną selekcją (ang. *adverse selection*), pokusą nadużycia (ang. *moral hazard*), obecnością *free-riderów*⁵⁷ oraz stadnym zachowaniem (ang. *herding behaviour*).⁵⁸ Choć anomalie związane z

⁵⁷ Termin ten trudno przetłumaczyć na język polski, w literaturze przedmiotu *free-riderów* nazywa się czasem „gapowiczami”. Chodzi tu o osoby, które korzystają z pewnych udogodnień na koszt innych jako że same nie ponoszą żadnych kosztów (podróż „na gapę”).

⁵⁸ Szerzej na ten temat (Janicka 2018, s. 74—771)

funkcjonowaniem rynków finansowych budzą zainteresowanie od wielu lat rozkwit teorii asymetrii informacji nastąpił dopiero po serii kryzysów walutowych i finansowych, które wstrząsnęły gospodarką światową pod koniec lat 90. XX w. Warto podkreślić, że ekonomiści badający zjawisko asymetrii informacji zostali uhonorowani Nagrodą Nobla dopiero w 2001 r., kiedy teoria ta zyskała pełne potwierdzenie w dramatycznych okolicznościach przebiegu wspomnianych kryzysów. Teoria asymetrii informacji umożliwiła wyjaśnienie specyficznych zachowań rynków finansowych, których interpretacja na gruncie teorii neoklasycznej była niemożliwa. [Janicka 2018, s. 14].

Według J. Hollanda (1998) jednym z większych wyzwań sprawozdawczości przedsiębiorstw jest przedstawienie obrazu spółki giełdowej inwestorom w taki sposób, aby możliwa była jej wszechstronna ocena. Taką całościową ocenę umożliwia - zdaniem V. Beattie i S. Smith (2013) — ujęcie modelu biznesu jako centralnego elementu raportowania (w tym raportowania zintegrowanego), ponieważ prezentuje sposób, w jaki jednostka pozyskuje i wykorzystuje różne zasoby do kreowania wartości dla interesariuszy. Według tych autorek podstawą prawidłowego sporządzania raportów zintegrowanych jest właściwa identyfikacja zasobów, silnych stron, wyników, otoczenia i zdolności do zmiany przedsiębiorstwa sporządzającego raport, którą umożliwia prezentacja w nich modelu biznesu.

Należy też zwrócić uwagę na cechy jakościowe informacji występujące w wytycznych raportowania niefinansowego i dobrowolnego, które są niezwykle ważne dla uzyskania wysokiej jakości informacji w raportach spółek giełdowych. Są to cechy zdolności do łączenia informacji oraz orientacja na relacje z interesariuszami, określana również jako uwzględnienie interesariuszy lub potrzeba dialogu z interesariuszami. Zdolność do łączenia informacji i prezentowania informacji w sposób holistyczny oraz pozwalający na łatwą i dostosowaną do potrzeb użytkowników analizę informacji ma szczególne znaczenie w warunkach przeciążenia informacyjnego. Z kolei uwzględnienie interesariuszy oznacza, że spółka powinna zidentyfikować swoich interesariuszy i wyjaśnić w raporcie, w jaki sposób reagowała na ich uzasadnione oczekiwania i interesy.

Dość specyficzną jest sprawozdawczość finansowa spółek publicznych. Sprawozdawczość finansowa spółek publicznych to prowadzony przez spółki publiczne stały proces przekazywania pełnego pakietu istotnych informacji akcjonariuszom, stronom materialnie zainteresowanym wynikami przedsiębiorstwa i potencjalnym inwestorom.

Większość spółek notowanych na giełdzie dostarcza rynkom kapitałowym następujące informacje (Patterson 2008, s. 489):

- Sprawozdania finansowe (roczne i kwartalne) zbadane przez biegłego rewidenta,
- Raport roczny dla akcjonariuszy
- Obowiązkowe dokumenty wymagane przez organy nadzorujące przestrzeganie standardów rachunkowości oraz przez giełdy papierów wartościowych
- Publikacje zysków i ujawnianie wybranych informacji analitykom giełdowym w ramach relacji inwestorskich, przygotowywane np. na dni inwestorskie

Sprawozdawczość spółek giełdowych jest bardzo obszerna i wykracza poza samą sprawozdawczość finansową. Tym niemniej, jeśli ma być pomocna użytkownikom, musi w ostatecznym rozrachunku skupiać się na informacjach wyznaczających cenę akcji (jak np. przyszła zdolność przedsiębiorstwa do powiększania majątku). Sprawozdawczość spółek publicznych bywa kosztowna (biorąc pod uwagę nawet sam koszt wydrukowania i rozprowadzenia eleganckich raportów rocznych). Musi również być ściśle zgodna z prawem i innymi uregulowaniami, w szczególności ze standardami rachunkowości. Spełnianie tych wymogów leży we własnym interesie większości publicznych spółek. Większa przejrzystość i mniejsze ryzyko księgowe podnoszą zaufanie publiczne do jakości zysku i przyciągają więcej inwestorów. To z kolei przekłada się na zmniejszenie kosztu kapitału i pozwala spółce powiększyć wartość przedsiębiorstwa dla akcjonariuszy.

3.2. Problemy wiarygodności sprawozdania finansowego

Sprawozdania finansowe stanowią jedno z podstawowych źródeł informacji na temat sytuacji majątkowo – finansowej oraz wyników działalności gospodarczej przedsiębiorstw. Największe znaczenie w tym kontekście odgrywa bilans pokazujący zasoby majątkowe spółki i źródła ich finansowania oraz rachunek zysków i strat, który przybliża dane na temat przychodów, kosztów i struktury wyniku finansowego za dany rok. Należy jednak wyraźnie stwierdzić, że kwoty zaprezentowane w sprawozdaniach finansowych podlegają też świadomym i celowym manipulacjom. Każdy użytkownik takiego sprawozdania powinien mieć świadomość, że przedstawione w nim dane nie wynikają jedynie z obiektywnego pomiaru skutków rzeczywistych działań podejmowanych przez spółkę. Spora ich część odnosi się bowiem do mechanizmów tzw.

rachunkowości kreatywnej, mieszczących się w granicach prawa bilansowego [Kutera 2010, s. 155].

Pod terminem „rachunkowości kreatywnej” ukrywają się takie przejawy kształtowania polityki rachunkowości, które polegają na wykorzystywaniu luk w przepisach (braku regulacji dotyczących konkretnego przypadku lub niejednoznaczności przepisów), stosowaniu jedynie litery, a nie ducha prawa (często stosuje się własne interpretacje przepisów), czy też wybiórczym stosowaniu dozwolonych rozwiązań, które prowadzą do przedstawienia w sprawozdaniu finansowym zniekształconego obrazu spółki. W efekcie — choć wszystkie pojedynczo zastosowane rozwiązania są prawnie dozwolone — dochodzi do manipulacji lub nawet fałszerstwa. Podstawowym wyznacznikiem rachunkowości kreatywnej jest brak zastosowania neutralnego, obiektywnego podejścia do kreowania polityki rachunkowości. Polityka ta dobierana jest w zależności od potrzeb i oczekiwań konkretnych osób czy podmiotów. Sprawozdania finansowe nie prezentują zatem „prawdziwego i rzetelnego” obrazu spółki, lecz obraz, jakiego prezentacja była zamierzona przez określone osoby (zwykle: kierownictwo spółki) [Marcinkowska 2010, s. 356]

Niemal w każdej sferze rachunkowości znajdują się zagadnienia, które mogą stać się obszarem zastosowania rachunkowości kreatywnej. Rachunkowość kreatywną należy zdecydowanie odróżnić od zwykłych fałszerstw i oszustw księgowych. Rachunkowość kreatywna - choć niezgodna z duchem prawa - posługuje się narzędziami, które nie są z nim niezgodne. Stosowanie zaś rozwiązań prawnie zabronionych skutkuje popełnieniem przestępstwa.⁵⁹

Obecnie największym problemem w zakresie wiarygodności sprawozdań finansowych przedsiębiorstw jest wycena poszczególnych pozycji w nich prezentowanych. Ma ona również największe znaczenie z punktu widzenia oceny sytuacji majątkowo-finansowej oraz wyniku finansowego. Wycena odnosi się do konkretnych wartości składników majątkowych, źródeł finansowania działalności, przychodów i kosztów. Wpływa bezpośrednio na wysokość wyniku finansowego wypracowanego przez spółkę w danym okresie czasu. Manipulacje w zakresie wyceny

⁵⁹ Szerzej: M. Kutera, Rola audytu finansowego w wykrywaniu przestępstw gospodarczych, Difin, Warszawa 2008; K. Schneider Błędy i oszustwa w dokumentach finansowo – księgowych, PWE Warszawa 2007; W. Wąsowski: Fałszowanie sprawozdań finansowych, Biblioteka Menadżera i Bankowca, Warszawa 2003; P. Gut: Kreatywna księgowość a sprawozdania finansowe, CH. Beck, Warszawa 2006; M. Hulicka: Oszukańcza sprawozdawczość finansowa, Wydawnictwo Uniwersytetu Jagiellońskiego, Kraków 2008; CW Jackson: Bajki w świecie biznesu, Mroczna prawda o fałszowaniu sprawozdań finansowych, PWN, Warszawa 2008.

pozwalają więc w ramach prawa znacznym stopniu kreować pożądany poziom zysku lub straty za dany rok obrotowy [Kutera, Surdykowska 2009, s. 150]

Jest to problem o tyle skomplikowany, że często istnieje kilka różnych metod wyceny w odniesieniu do jednej pozycji sprawozdania finansowego. Ich wybór zależy w dużym stopniu od decyzji jednostki, która w ten sposób świadomie może kreować różne obrazy swej sytuacji majątkowo-finansowej. Poza tym wyznacznikiem stosowanych metod wyceny jest również rodzaj regulacji prawnych obowiązujących podmioty. Inne np. zasady wyceny środków trwałych ujęte są w polskiej ustawie o rachunkowości, inne zaś możliwości prezentują MSR/MSSF. Różnice są zasadnicze.⁶⁰

Kontrowersje budzą przede wszystkim coraz częściej stosowane skomplikowane metody pomiaru różnych zdarzeń gospodarczych. Są one niejednokrotnie oparte na rozbudowanych modelach matematycznych, których prawidłowości nie są w stanie potwierdzić biegli rewidenci weryfikujący sprawozdania. Dotyczy to przede wszystkim operatów szacunkowych przygotowywanych przez rzeczoznawców majątkowych w zakresie wyceny środków trwałych oraz praw majątkowych, wycen aktuariuszy - szacowanie rezerw na świadczenia pracownicze oraz wycen instytucji finansowych - dotyczących wartości godziwej aktywów finansowych. Ryzyko z nimi związane jest olbrzymie, gdyż często są to często kwoty w granicach kilku milionów złotych. Powszechnie również wiadomo, że dowolność w doborze szczegółowych metod przeprowadzenia tych wycen jest zbyt duża, co powoduje znaczne rozbieżności między nimi.

Umiejętne „zonglowanie” tymi szacunkami może całkowicie zmienić obraz spółki prezentowany w sprawozdaniu finansowym.

Możliwości manipulacji w zakresie wyceny składników aktywów przedstawia tabela 3.1.

Tabela 3.1. Główne obszary ryzyka wyceny w aktywach bilansu

A. AKTYWA TRWAŁE	
Wartości niematerialne i prawne	Głównie zawyżanie wyceny praw majątkowych typu know-how, znaki towarowe itd. - nawet w przypadku, gdy spółka dysponuje operatami szacunkowymi. Ryzyko powstaje też w przypadku „wartości firmy”
Rzeczowe aktywa trwałe	Możliwość manipulowania przede wszystkim przy MSR/MSSF; które dopuszczają ich wartość przeszacowaną (aktualizacja wartości godziwej wynikającej najczęściej z

⁶⁰ Szerzej: M. Marcinkowska, Sprawozdania finansowe jako źródło informacji do rzetelnej wyceny przedsiębiorstwa – kluczowe problemy, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, nr 586, Szczecin 2010

	operatów szacunkowych). Zmiany w zakresie odpisów amortyzacyjnych
Należności długoterminowe	Zaniżanie lub zawyżanie (tzw. ciche rezerwy) odpisów aktualizacyjnych na należności wątpliwe
Inwestycje długo terminowe	Manipulowanie odpisami z tytułu trwałej utraty wartości na udziały w sp. z o.o., wycena bilansowa akcji notowanych na giełdzie oraz instrumentów pochodnych, odpisy aktualizacyjne na udzielone i wątpliwe do odzyskania pożyczki
Długoterminowe rozliczenia międzyokresowe	Zniekształcenia w zakresie aktywów z tytułu odroczonego podatku dochodowego-
B. AKTYWA OBROTOWE	
Zapasy	Zaniżanie lub zawyżanie (tzw. ciche rezerwy) odpisów z tytułu trwałej utraty wartości na zapasy zalegające w magazynach, manipulowanie wysokością „produkcji w toku”
Należności krótko-terminowe	Zaniżanie lub zawyżanie (tzw. ciche rezerwy) odpisów aktualizacyjnych na należności wątpliwe
Inwestycje krótkoterminowe	Manipulowanie odpisami z tytułu trwałej utraty wartości na udziały w sp.z o.o., wycena bilansowa akcji notowanych na giełdzie oraz instrumentów pochodnych, odpisy aktualizacyjne na udzielone i wątpliwe do odzyskania pożyczki

Zródło: M. Kutera: Mechanizmy kreowania wyniku finansowego przedsiębiorstw, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, nr 587, Szczecin 2010, s.150

Na podstawie powyższego zestawienia należy stwierdzić, że praktycznie każdy składnik majątku ujęty w bilansie może podlegać pewnym nadużyciom w zakresie wyceny. Związane są one głównie z aktualizacją wartości danego aktywa. Dla podmiotów stosujących MSR/MSSF istnieje możliwość prezentowania środków trwałych w wartości przeszacowanej zgodnej z ich wartością godziwą. Takiej możliwości nie przewidują polskie przepisy z zakresu rachunkowości⁶¹ To samo dotyczy wyceny praw majątkowych prezentowanych jako wartości niematerialne i prawne.

Znanym problemem są również odpisy aktualizacyjne na należności. Nie ma „sztywnych” reguł dotyczących konieczności tworzenia odpisów na należności wątpliwe, spółka w dużym stopniu sama decyduje o takiej kwalifikacji. Dotyczy to również odpisów z tytułu trwałej utraty wartości zapasów, gdzie też w zasadzie rozstrzygające są zapisy znajdujące się w „polityce” rachunkowości. Problem aktualizacji wartości jest szczególnie trudny w przypadku aktywów finansowych, dla których nie istnieją rynki regulowane (np. udziały w spółkach z ograniczoną odpowiedzialnością). Jak w takim przypadku ocenić wartość godziwą inwestycji? Oczywiście, że takie analizy są

⁶¹ W przypadku stosowania polskiej ustawy o rachunkowości budynek biurowy kupiony w latach 80. jest obecnie prezentowany w bilansie w wartości księgowej wynoszącej 0 zł, natomiast spółka giełdowa (stosująca MSR/MSSF) może zamówić operat szacunkowy i zaprezentować ten sam budynek w wartości godziwej wynoszącej np. 3 mln zł.

przeprowadzane, ale często różnice między nimi są znaczące. Powszechnie wiadomo bowiem, że metody wyceny przedsiębiorstw też nie są jednolite i istnieje duża dowolność w ich doborze.[Marcinkowska 2010, s. 356]

Analizując pasywa należy stwierdzić, że problem wyceny występuje tu w mniejszym zakresie może on dotyczyć głównie rezerw na zobowiązania oraz samych zobowiązań. Wysokość i zmiany na kapitałach własnych w dużym stopniu odnoszą się do uregulowań wysokości zmiany kodeksu spółek handlowych. Dotyczy to kapitału podstawowego, należnych wpłat na kapitał podstawowy, udziałów (akcji) własnych oraz częściowo kapitału zapasowego. W tych pozycjach problem manipulowania wyceną raczej nie występuje. To samo dotyczy również wyniku finansowego z lat ubiegłych oraz wyniku za ostatni rok obrotowy. Najbardziej kontrowersyjna może okazać się pozycja kapitału z aktualizacji wyceny. Obecnie w głównej mierze pochodzi on z odpisów aktualizacyjnych podwyższających wartość aktywów trwałych. Odnosi się do wyceny według wartości godziwej środków trwałych, inwestycji.

Rezerwy na zobowiązania dotyczą typowych szacunków (co również wynika z samej definicji tej pozycji bilansowej), przez co ryzyko ich błędnego wyliczenia jest znacznie wyższe. Największe pozycje dotyczą tu rezerw na świadczenia pracownicze: odprawy emerytalno-rentowe, nagrody jubileuszowe, zaległe urlopy. W dużych jednostkach powyższe szacunki są wykonywane przez aktuariuszów i opierają się na bardzo licznych założeniach, których weryfikacja na dzień sporządzenia raportu jest praktycznie niemożliwa (np. zakładany współczynnik śmiertelności). Inne rezerwy dotyczą w szczególności przewidywanych kosztów napraw gwarancyjnych, premii za dany rok obrotowy, ewentualnych roszczeń spornych oraz innych kosztów dotyczących świadczeń już przyjętych przez spółkę, a jeszcze niezafakturowanych. W przypadku zaś zobowiązań problem nieprawidłowej wyceny może się głównie wiązać z niedoszacowaniem odsetek od zaległych płatności.[Kutera 2010, s. 152]

W związku z odpisami aktualizacyjnymi powstaje jeszcze jeden bardzo ważny aspekt tzw. ciche rezerwy. Istota tej polityki polega na celowym zawiązywaniu w koszty maksymalnych odpisów aktualizacyjnych obniżających wartość aktywów lub szacowaniu nadmiernych rezerw na zobowiązania w latach, gdzie wyniki finansowe są bardzo dobre. W ten sposób utrzymuje się trochę zysku i przenosi do lat kolejnych. Kiedy bowiem przesłanki do obniżenia wartości aktywów ustaną, odpis

powinien być rozwiązany. Wówczas dochodzi do księgowania przychodów i nieco „sztucznego” powiększenia wyniku w danym okresie sprawozdawczym.

Tabela 3.2. Obszary ryzyka rachunku zysków i strat związane z wyceną

PRZYCHODY I KOSZTY	OBSZAR RYZYKA ZWIĄZANY Z SZACUNKAMI
A. Przychody ze sprzedaży i zrównane z nimi	Wprowadzanie do ksiąg rachunkowych oszacowanych przychodów, np. z tytułu kontraktów długoterminowych
B Koszty działalności operacyjnej	W przypadku, gdy spółka celowo manipuluje stawkami amortyzacyjnymi środków trwałych oraz wartości niematerialnych i prawnych (np. okresowo je zmienia), ponadto każdorazowe przeszacowanie wartości środków trwałych zgodne z MSR/MSSF wpływa też na wysokość odpisów amortyzacyjnych, ruch rezerw na zobowiązania związane z usługami obcymi (np. rezerwa na prowizje należne kontrahentom za dany rok), ruch rezerw związany ze świadczeniami pracowniczymi
C. Zysk (strata) ze sprzedaży (A-B)	
D. Pozostałe przychody operacyjne	Rozwiązanie odpisów na należności i zapasy, rozwiązanie rezerw na zobowiązania
E. Pozostałe koszty operacyjne	Zawiązanie odpisów aktualizacyjnych na należności i zapasy, ewentualnie zawiązanie rezerw na zobowiązania
F. Zysk (strata) z działalności operacyjnej (C + D – E)	
G. Przychody finansowe	Oszacowane odsetki od przeterminowanych należności, ruch na odpisach podwyższających na dzień bilansowy wartość krótkoterminowych aktywów finansowych (głównie akcji notowanych na giełdzie, instrumentów pochodnych), skutki wyceny bilansowej rozrachunków w walucie obcej
H. Koszty finansowe	Oszacowane odsetki od przeterminowanych zobowiązań, ruch na odpisach obniżających na dzień bilansowy wartość długoterminowych i krótkoterminowych aktywów finansowych (udziałów, akcji, instrumentów pochodnych, udzielonych pożyczek), skutki wyceny bilansowej rozrachunków w walucie obcej
I. Zysk. (strata) z działalności gospodarczej (F + G – H)	
J. Wynik zdarzeń nadzwyczajnych	
K. Zys (strata) brutto (I+J)	
L. Podatek dochodowy	Manipulowanie wysokością podatku odroczonego
M. Pozostałe obowiązkowe zmniejszenia zysku (zwiększenia straty)	
N. Zys (strata) netto (K – L – M)	

Źródło: M. Kutera, Mechanizmy kreowania wyniku finałowego przedsiębiorstw, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 587, Szczecin 2010, s. 152

Przystępując do analizy struktury wyniku finansowego czytelnik powinien na wstępie zwrócić uwagę przede wszystkim na dwie pozycje: zysk (stratę) ze sprzedaży, prezentujący skutek działalności podstawowej, oraz wynik finansowy netto. Jeżeli między tymi dwoma poziomami wyniku finansowego jest duża rozbieżność kwotowa, należy dokładnie zidentyfikować pozostałe przychody i koszty operacyjne oraz przychody i koszty finansowe. Tylko wtedy możliwa będzie wiarygodna ocena, czy ewentualna znaczna poprawa wyniku finansowego związana jest ze skutkami realnej działalności gospodarczej (np. sprzedaż pakietów akcji ze znacznym zyskiem) czy też

powstała poprzez umiejętne zastosowanie ruchu na szacunkach wynikających z wyceny pozycji bilansowych.

Cechy jakościowe sprawozdania finansowego według założeń koncepcyjnych MSSF są to takie jego właściwości, które sprawiają, że informacje w nim zawarte są użyteczne dla użytkowników. Koncepcja ta zakłada cztery główne cechy (zrozumiałość, przydatność, wiarygodność, porównywalność), z dalszym rozwinięciem głównie wiarygodności. Cechy te uzupełnia wskazanie ograniczeń dotyczących przydatności i wiarygodności informacji oraz ich związku z prawdziwym i rzetelnym obrazem (rzetelną prezentacją). Takie całościowe podejście w tej kwestii prowadzi do istotnego zbliżenia stanowiska założeń do koncepcyjnych MSSF do koncepcji cech jakościowych informacji ekonomicznej według teorii jakości. [Micherda 2006, s. 15]

Informacje zawarte w sprawozdaniu finansowym są wiarygodne według założeń koncepcyjnych MSSF, gdy nie zawierają istotnych błędów i są bezstronne oraz gdy użytkownicy mogą być pewni, że wiernie odzwierciedlają to, co starają się odzwierciedlić lub czego odzwierciedlenia można by od nich zasadnie oczekiwać. Podkreśla się, że informacje mogą być przydatne, lecz na tyle niewiarygodne, jeśli chodzi o ich charakter, lub sposób przedstawienia, że ich ujęcie może potencjalnie wprowadzać w błąd.

Informacje mogą być elementami oszustw kapitałowych. Przez rozpowszechnianie informacji należy rozumieć, iż są one powszechnie (ogólnie) znane. Natomiast informacje nieprawdziwe, to informacje niezgodne z prawdą, ze stanem faktycznym, rzeczywistością, z rzeczywistym stanem rzeczy. To także informacje fałszywe, kłamliwe, zmyślane. Nieprawdziwymi informacjami będą również informacje niepełne, więc pomijające pewne fakty albo też zawierające dane, które w rzeczywistości się nie zdarzyły, jak również takie, w których równocześnie pewne okoliczności są pominięte, a inne zmienione lub dodane. Bez znaczenia jest, czy nieprawdziwe informacje przedstawiono na korzyść, czy niekorzyść spółki. Istotne jest samo wprowadzenie w błąd zainteresowanego podmiotu. Od informacji nieprawdziwych odróżnić należy fałszywe dane, o których mowa w art. 291 i 479 k.s.h., dotyczące wszelkich danych zawartych w oświadczeniu składanym w chwili rejestracji spółki lub później, w razie złożenia wniosku o podwyższenie kapitału zakładowego (akcyjnego), które są niezgodne z rzeczywistością. W wielu sytuacjach zakresy obu pojęć się pokrywały.[Schneider 2016, s. 69]

Warunkiem koniecznym do prawidłowej sprawozdawczości jest stosowanie nadrzędnych zasad rachunkowości. Sprawozdanie finansowe powinno przedstawiać informacje wiarygodne, zgodne z rzeczywistością, dzięki którym inwestorzy będą mogli bezpiecznie lokować swój kapitał, banki będą mogły bez zbędnego ryzyka udzielać pożyczek i kredytów, a właściciele będą mogli podejmować właściwe decyzje i minimalizować ryzyko działalności gospodarczej. Wiarygodność informacji będzie zwiększało bezpieczeństwo obrotu gospodarczego, czego konsekwencją jest większe zaufanie inwestorów oraz możliwość rozwoju i ożywienia gospodarczego. Bardzo ważnym zadaniem w gospodarce narażonej na oszukańczą sprawozdawczość jest rosnąca rola audytora. Bezpieczne działanie wszystkich podmiotów będzie sprzyjać rozwojowi gospodarczemu. Jakość rachunkowości jednostki gospodarczej, a więc sprawozdania finansowego, nabiera coraz szerszego znaczenia.

Przykłady manipulacji księgowych stosowane w sprawozdaniach finansowych przedsiębiorstw przedstawiono w tablicy 3.3. Opisane sytuacje nie stanowią absolutnie zamkniętego katalogu możliwych manipulacji. Są one raczej zbiorem przypadków, którego celem jest wskazanie głównych obszarów popełnianych nadużyć.

Tablica 3.3 zawiera tylko małą część przykładów operacji gospodarczych, zasad wyceny, działań lub zaniechania, które niosą zagrożenia prawidłowego stosowania nadrzędnych zasad rachunkowości. Prawie każda operacja gospodarcza, jeżeli będzie ewidencjonowana w sposób nieprawidłowy (z pominięciem obowiązującego prawa bilansowego, naruszeniem nadrzędnych zasad rachunkowości) może prowadzić do zafałszowania ewidencji księgowej, a powstałe na podstawie nieprawidłowo prowadzonej rachunkowości sprawozdanie finansowe w sposób oszukańczy będzie informowało swoich odbiorców. Naruszenie jakiegokolwiek zasady rachunkowości powoduje przedstawienie nierzetelnego obrazu i w krótszym lub dłuższym okresie prowadzi do powstania zagrożenia kontynuowania działania jednostki gospodarczej.

Tabela 3.3 Przykłady operacji gospodarczych, zasad wyceny, działań lub zaniechania, które mogą mieć wpływ na nieprawidłowe stosowanie nadrzędnych zasad rachunkowości

Nadrzędne zasady rachunkowości			Operacje gospodarcze, zasady wyceny, działania lub zaniechania prowadzące do oszustwa
Zasada wiernego i rzetelnego	Zasada kontynuacji działalności	Zasada memoriału	Ukrywanie dokumentów Niszczenie dokumentów Księgowanie zdarzeń gospodarczych, które nie miały miejsca Fikcyjne wpłaty gotówki do kasy

obrazu			Fikcyjne rozchody gotówki z kasy Brak księgowania wynagrodzeń dotyczących danego roku, których wypłata nastąpiła w roku następnym Brak uwzględnienia w wyniku przychodów dotyczących wydanych odbiorcy wyrobów, towarów, mimo że nie zostały one zafakturowane Brak uwzględnienia w wyniku wszystkich kosztów dotyczących danego roku
Zasada wiernego i rzetelnego obrazu	Zasada kontynuacji działalności	Zasada ciągłości	W czasie roku zmiana wyceny zapasów Od następnego roku nieuzasadniona zmiana istotności tworzenia rezerw na przyszłe koszty i zagrożenia W ciągu roku zmiana zasad przyjmowania do środków trwałych i obrotowych składników majątkowych Od następnego roku obrotowego lub w jego trakcie nieuzasadniona zmiana stawek amortyzacyjnych Brak ujawnienia w informacji dodatkowej zmian polityki rachunkowości i określenia liczbowego jej wpływu na wynik finansowy Ujmowanie na różnych kontach takich samych zdarzeń gospodarczych (zmiana sposobu księgowania jednakowego rodzaju operacji gospodarczych) Zmiana grupowania operacji gospodarczych, sald poszczególnych kont w większe zbiory i wykazywania ich z okresu na okres w innych pozycjach bilansu, rachunku zysków i strat oraz rachunku przepływów finansowych Różnica między sumą zamknięcia ksiąg roku poprzedniego a bilansem otwarcia roku bieżącego
Zasada wiernego i rzetelnego obrazu	Zasada kontynuacji działalności	Zasada ostrożności	Brak likwidacji środków trwałych dotyczących zaniechanego rodzaju działalności Przekwalifikowanie aktywów finansowych na długo lub krótkookresowe Wycena majątku w przypadku upadłości, likwidacji bez uwzględnienia zagrożenia kontynuacji działalności w dającej się przewidzieć przyszłości Brak prawidłowej wyceny wartości aktywów i pasywów w walutach obcych na dzień bilansowy Brak weryfikacji stanów poszczególnych składników aktywów i pasywów w drodze inwentaryzacji Brak odpisów aktualizujących dotyczących niepełnowartościowych, przeterminowanych materiałów, wyrobów gotowych Niedokonywanie złomowania materiałów, towarów, wyrobów gotowych nienadających się do dalszego sprzedaży lub zużycia Nieuzgadnianie sald z kontrahentami drogą wzajemnego potwierdzania sald Nieprzekazywanie należności trudno ściągalnych do egzekucji sądowej Brak odpisów aktualizujących na należności trudno ściągalne i zagrożone Brak wyceny należności i zobowiązań w kwotach wymagających zapłaty Instrumenty finansowe — brak ujawnienia ich zawarcia w informacji dodatkowej Brak ujawnienia w informacji dodatkowej tzw. operacji

			warunkowych (poręczeń) Brak utworzenia rezerw na zobowiązania wobec znanego jednostce ryzyka wymagającego w przyszłości poniesienia kosztów lub grożącego stratą bądź nierozwiązywanie rezerw zbędnych, które nie mają swojego uzasadnienia i brak ich odniesienia na wynik jednostki Niezaliczanie do pozostałych kosztów operacyjnych i strat nadzwyczajnych wszystkich tych składników, o których jednostka uzyskała wiadomość, bez względu na okres ich poniesienia, bądź też zaliczenie takich, których zapłata budzi wątpliwość Niekorygowanie sprawozdań finansowych o informacje, które dotarły do jednostki między dniem bilansowym a dniem zatwierdzenia sprawozdania finansowego - zdarzenia po dacie bilansu
Zasada wiernego i rzetelnego obrazu	Zasada kontynuacji działalności	Zasada istotności	Zawyżanie lub zaniżanie progów tworzenia rezerw na przyszłe zobowiązania Zawyżanie lub zaniżanie progów tworzenia odpisów aktualizacyjnych Zaniżanie lub zawyżanie progów zaliczania składników majątku do majątku trwałego lub obrotowego Brak ujawnienia tzw. błędu podstawowego dotyczącego błędów lat poprzednich i ujęcie w wyniku finansowym roku bieżącego lub, przeciwnie, wykazanie błędu podstawowego zamiast ujawnienia transakcji w wyniku roku bieżącego Brak tworzenia rezerw na przyszłe koszty, straty, mimo ich istotnego wpływu na wynik finansowy jednostki
Zasada wiernego i rzetelnego obrazu	Zasada kontynuacji działalności	Zasada periodyzacji	Księgowanie przychodów i kosztów niedotyczących bieżącego roku sprawozdawczego Księgowanie kosztów dotyczących przyszłych okresów w bieżącym okresie sprawozdawczym zamiast rozliczania kosztów dotyczących bieżącego okresu - rozliczenie międzyokresowe kosztów Doliczanie do przychodów dotyczących następnych okresów sprawozdawczych lub przeliczanie przychodów na następny okres sprawozdawczy - rozliczenia międzyokresowe przychodów Korekty faktur przychodów i kosztów w następnym okresie sprawozdawczym zmniejszające lub zwiększające zysk za okres sprawozdawczy
Zasada wiernego i rzetelnego obrazu	Zasada kontynuacji działalności	Zasada ostrożności	Ewidencja majątku trwałego jako koszt lub odwrotnie Księgowanie jako wniesionych wkładów, których zapłata nie została jeszcze przekazana do firmy Niekorygowanie wartości kapitału z aktualizacji wyceny dotyczące sprzedanych lub zlikwidowanych środków trwałych podlegających aktualizacji wyceny Księgowanie błędów z lat poprzednich jako koszt/przychód bieżący zamiast jako zyski/straty z lat poprzednich Nieprawidłowe tworzenie i wykorzystywanie funduszy własnych Niewłaściwe wykorzystanie funduszy specjalnych — wydatki dotyczące operacji gospodarczych księgowane w ciężar funduszy specjalnych i odwrotnie — operacje dotyczące działalności socjalnej, rehabilitacyjnej w ciężar kosztów Nietworzenie odpisów na fundusze specjalne Nieprawidłowa kwalifikacja wydatków dotyczących obsługi funduszy specjalnych

Źródło: K. Schneider, Błędy i oszustwa w dokumentach finansowo- księgowych PWE, Warszawa 2007, s. 271-273

Niestety, w dzisiejsze gospodarce coraz częściej przedsiębiorstwa uciekają się do fałszerstwa i oszustw w realizacji swoich celów związanych z wynikiem finansowym. Istnieje wiele możliwości wykrycia fałszowania wyniku finansowego w przedsiębiorstwie m.in.:

- przychody lub koszty w miesiącu zamknięcia okresu sprawozdawczego znacznie odbiegają od średniej roku,
- można zaobserwować ponadprzeciętną lub wyjątkowo niską rentowność transakcji lub sprzedaży w ostatnim okresie sprawozdawczym,
- w odniesieniu do pozostałej sprzedaży operacyjnej występują nietypowe transakcje,
- znacznie odbiegające od przeciętnej warunki płatności za sprzedaż,
- opóźnione zamknięcie raportów sprzedaży,
- duże obroty z jednostkami powiązanymi.

Często przedsiębiorstwa maskują sprawozdania finansowe co jest także utożsamiane z fryzowaniem i upiększaniem. Polega to na przedstawianiu w bilansie wyników niekorzystnych jako korzystne, pozycji o małej płynności jako płynnych a niekorzystnych przypadków jako niebyłe, przy czym działanie to nie może być wynikiem nadużyć bilansowych.

Sprawozdania finansowe kreują oraz fałszują zazwyczaj osoby, które sporządzają te sprawozdania. Najczęściej w wyniku nacisku przełożonych, w tym także w zarządzie jednostki, chociaż zdarzają się również fałszerstwa wśród księgowych działających na własną rękę. Swoją współudział w fałszowaniu mają często rady nadzorcze i komisje rewizyjne (w jednostkach, które mają takie organy) oraz biegli rewidenci i firmy audytorskie.

Wśród przyczyn kreowania i fałszowania sprawozdań wymienia się najczęściej chęć zatarcia skutków błędnych decyzji, poprawę wizerunku w określonym celu, np. zachęcenia inwestorów czy uzyskania kredytu przez bank oraz osobiste korzyści (roczne premie uzależnione od wielkości zysku). Ponadto w przedsiębiorstwach stojących w obliczu kryzysu, szczególnie utraty płynności, wypłacalności i rentowności, jest stosowana kreatywna rachunkowość i dochodzi najczęściej do fałszerstw.

Co daje poprawianie wizerunku - chwilowe przesunięcie w czasie nieuniknionych zdarzeń? Kreatywność osób sporządzających sprawozdania finansowe powoduje różne skutki, niezależnie od tego czy jest to w granicach prawa czy poza nimi, ale zawsze są to

skutki krótkoterminowe. Sprawozdanie finansowe zadowoli inwestorów, a giełda (dla jednostek występujących w obrocie giełdowym) zareaguje pożądanym ruchem cen. Ale w dłuższej perspektywie kreatywna rachunkowość wywołuje skutek odwrotny - zniechęca inwestorów, kredytodawców, zatrudnionych i inne strony gry rynkowej. Porównuje się to zagrożenie do konia trojańskiego.

Zjawisko fałszerstw sprawozdań finansowych jest zatem bardzo niebezpieczne dla wszystkich uczestników rynku, którzy na podstawie ich analizy podejmują decyzje związane ze swoją dalszą działalnością i rozwojem. Ustawa o rachunkowości przewiduje wprawdzie odpowiednie karanie osób, które działając tylko i wyłącznie we własnym interesie świadomie ukrywają rzeczywistą sytuację finansową swojego przedsiębiorstwa. Według tej ustawy jest to grzywna lub kara pozbawienia wolności do lat 2. w niektórych przypadkach są stosowane obie te kary łącznie. Innym sposobem na zwiększenie prawidłowości sporządzanych sprawozdań jest badanie przeprowadzone przez biegłych rewidentów. Występują tu jednak pewne ograniczenia i jednym z tych ograniczeń jest badanie przez biegłych rewidentów sprawozdań tylko jednostek mających większe znaczenie w obrocie gospodarczym.

3.3. Kluczowe kwestie badania sprawozdań finansowych (*key audit matters* – *KAMs*) w obszarach o największym stopniu ryzyka

Po aferze Enronu nastąpił spadek zaufania, jakim uczestnicy obrotu gospodarczego darzą firmy audytorskie. Wynika to z nieprawidłowości, które wystąpiły na rynku i były spowodowane przez firmę, w której biegli rewidenci nie dopatrzili się uprzednio błędów ani sygnałów ostrzegawczych.

Badacze już dawno zaobserwowali, że skandale finansowe powodują nie tylko erozję zaufania na rynku kapitałowym, ale także wywołują kryzys wiarygodności pracy audytora. Społeczeństwo oczekuje, że badanie zagwarantuje odkrycie i wyeliminowanie wszystkich nadużyć i nieprawidłowości. W tym kontekście warto zauważyć, że biegli rewidenci oraz pozostali użytkownicy sprawozdań finansowych mają różne przekonania o obowiązkach audytorów oraz o zakresie i wartości informacyjnej raportów audytowych.⁶² Zostało to nazwane „luką oczekiwań wobec audytu” (*audit expectation*

⁶² Szczegółowe obowiązki zostały natomiast nałożone na biegłych rewidentów oraz firmy audytorskie przeprowadzające badania ustawowe jednostek zainteresowania publicznego. Wynikają one z rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 537/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. sprawie szczegółowych wymogów dotyczących ustawowych badań sprawozdań finansowych jednostek interesu publicznego, uchylające decyzję Komisji 2005/909/WE (Dz.U. UE. 2014.158.77), które stosuje się

gap). Dotyczy ona różnicy między tym, co użytkownicy sprawozdań finansowych postrzegają jako obowiązki audytorów, a tym, co sami audytorzy uważają za swoje obowiązki, m.in. na podstawie obowiązujących przepisów, standardów i pozostałych regulacji. W powszechnej opinii ograniczenie tej luki jest możliwe w drodze zwiększenia liczby standardów obowiązujących w obszarze audytu i rachunkowości (Iwanowicz, 2019 s. 10)

W 2015 roku Rada Międzynarodowych Standardów Rewizji Finansowej i Usług Atestacyjnych (International Auditing and Assurance Standards Board, IAASB) wydała aktualizację, której celem była zmiana sprawozdawczości niezależnego audytora poprzez zwiększenie jej wartości informacyjnej, a tym samym poprawę jej użyteczności dla inwestorów i pozostałych odbiorców. IAASB wdrożyła nowy Międzynarodowy Standard Rewizji Finansowej 701 (Międzynarodowy Standard Badania, ASB), który wprowadził wymóg raportowania przez audytora kluczowych spraw badania (*key audit matters*, *KAM's*), tj. tych, które zgodnie z profesjonalnym osądem audytora miały największe znaczenie w badaniu sprawozdania finansowego za dany okres (MSB 701, par. 8). Standard ma zastosowanie do badania wszystkich spółek, których akcje są notowane na giełdzie papierów wartościowych. MSB 701 nie definiuje liczby kluczowych spraw badania, które powinny zostać zidentyfikowane przez audytora. Standard wymaga, aby biegły rewident wykorzystywał swój profesjonalny osąd w celu określenia, co ma być raportowane w sekcji KAM's.

Obecnie zasady wykonywania zawodu biegłego rewidenta podlegają gruntownym zmianom. Dotyczą one zarówno kwestii formalnych, jak i merytorycznych związanych z metodologią badania sprawozdań finansowych. Praktyka pokazała, że dotychczasowa forma opinii wydawanej przez biegłego rewidenta nie odgrywa już swojej roli. Zmieniło

bezpośrednio w polskim porządku prawnym. W art. 11 ust. 1 w zw. z ust. 2 pkt i) przedmiotowego aktu prawnego nakłada się obowiązek, aby biegli rewidentzi lub firmy audytorskie przeprowadzający ustawowe badania jednostek interesu publicznego składali sprawozdanie dodatkowe dla komitetu ds. audytu badanej jednostki, w którym zgłoszą i wyjaśnią osądy dotyczące stwierdzonych w trakcie badania zdarzeń lub okoliczności mogących wzbudzić poważne wątpliwości co do tego, czy jednostka jest zdolna do kontynuowania swojej działalności, oraz ustalą, czy te zdarzenia lub okoliczności stanowią istotną niepewność. Ponadto mają obowiązek przedstawić w formie podsumowania wszystkie gwarancje, listy poświadczające, zobowiązania do interwencji publicznej oraz inne środki wsparcia, które uwzględniono przy ocenie zdolności jednostki do kontynuowania działalności. Jednocześnie w art. 12 tego rozporządzenia nakłada się na biegłych rewidentów oraz firmy audytorskie obowiązek zgłoszenia do właściwych organów nadzorujących tę jednostkę interesu publicznego lub, w przypadkach określonych przez dane państwo członkowskie, do właściwego organu odpowiedzialnego za nadzór nad biegłym rewidentem lub firmą audytorską, wszelkich informacji dotyczących danej jednostki interesu publicznego, uzyskanych podczas przeprowadzania badania ustawowego, które mogą spowodować istotne zagrożenie lub wątpliwości dotyczące kontynuacji funkcjonowania jednostki interesu publicznego.

się zapotrzebowanie informacyjne czytelników sprawozdań finansowych. W związku z powyższym opracowano nowy model raportowania przez biegłych rewidentów. W skali ogólnosiwiatowej zaktualizowane wytyczne zostały zawarte w *International Standards on Auditing*. Konkretnie rozwiązania wdrożono też na poziomie Unii Europejskiej.

Szczególnie interesujący w kontekście omawianych zmian jest obowiązek przedstawienia przez audytora kluczowych kwestii badania (Key Audit Matters – KAM's) oraz zastosowanych w ich kontekście procedur weryfikacyjnych. KAM's odnoszą się do tych kwestii, które w ocenie biegłego rewidenta miały największe znaczenie przy audycie sprawozdania finansowego za dany okres sprawozdawczy (IAASB, 2015). Najwięcej prac dotyczy relacji między kluczowymi kwestiami badania a różnymi aspektami funkcjonowania podmiotów i audytorów, Można tu wymienić analizy zakresu ujawnień KAM's i odpowiedzialności audytora (Gimbar i in., 2016; Backorf i in., 2016), czy też wpływu KAM's na decyzje inwestorów (Köhler i in., 2016). Kolejne badania pokazywały zależności między liczbą KAM's a wielkością badanych spółek, ich zyskownością oraz wynagrodzeniem za audyt [Kutera 2019, s. 74-79].

Pierwsze prace nad zmianą sprawozdania biegłego rewidenta na szczeblu ogólnosiwiatowym zaczęły się już w 2006 roku od szerokich konsultacji prowadzonych przez IAASB w zakresie oceny użyteczności dokumentów wydawanych przez audytorów. Kontynuowane przez kolejne lata badania poskutkowały szeroką nowelizacją *International Standards on Auditing*. W styczniu 2015 roku zostały opublikowane zmiany standardów, które zaczęły obowiązywać dla audytorów sprawozdań finansowych kończących się 15 grudnia 2016 roku lub później. W sumie znowelizowano pięć standardów: ISA 700 *Forming an Opinion and Reporting on financial Statements*, ISA 705 *Modifications to the Opinion in the Independent Auditor's Report*, ISA 706 *Emphasis of Matter Paragraphs and Other Matter Paragraphs in the Independent Auditor's Report*, ISA 570 *Going Concern*, ISA 260 *Communication with Those Charged with Governance*. Oprócz tego wprowadzono jeden nowy standard ISA 701 *Communicating Key Audit Matters in the Independent Auditor's Report*, który jest najważniejszy w kontekście omawianych zmian .

Podobne działania zostały podjęte na poziomie UE. Nowe wytyczne w zakresie raportowania biegłego przedstawiono w dyrektywie Parlamentu Europejskiego i Rady nr 2014/56/UE z dnia 16.04.2014 roku (art. 28) oraz rozporządzeniu Parlamentu Europejskiego i Rady nr 537/2014 z dnia 16.04.2014 roku (art. 10). Zgodnie z tymi

aktami nowe zasady raportowania obowiązują audytów sprawozdań finansowych zaczynających się 14 czerwca 2016 roku lub później, czyli efektywnie dotyczą one rocznych sprawozdań kończących się najwcześniej 30 czerwca 2017 roku.

W kontekście legislacji polskiej należy zwrócić uwagę, że również zostały uchwalone nowe zasady raportowania biegłego rewidenta. Główną podstawą prawną w tym zakresie jest uchwała nr 2041/37a/2018 Krajowej Rady Biegłych Rewidentów z dnia 5 marca 2018 roku w sprawie krajowych standardów wykonywania zawodu przedstawiająca wzory sprawozdań audytorów, Z kolei aktualizacja zasad raportowania powiązana m.in. z ujawnianiem kluczowych kwestii badania została ujęta w uchwale nr 20239/37a/2018 Rady Biegłych Rewidentów z dnia 19 lutego 2018 r. w sprawie krajowych standardów badania (700 (Z), 701/ 705 (Z), 706 (Z), 720(Z), 260 (Z), 570 (Z)).

Przedmiotem tej uchwały jest wprowadzenie jako krajowych standardów badania Międzynarodowych Standardów Badania wydanych przez Międzynarodową Federację Księgowych za pośrednictwem Rady Międzynarodowych Standardów Rewizji Finansowej i Usług Atestacyjnych.

Znowelizowane standardy międzynarodowe wprowadzają szereg istotnych zmian w przygotowaniu sprawozdania audytora z badania sprawozdania finansowego. Podstawowe zagadnienia związane z minimalnym zakresem i układem informacji zawartych w nowym sprawozdaniu biegłego rewidenta zostały ujęte w ISA 700 *Forming an Opinion and Reporting on Financial Statements*. Zgodnie z powyższym standardem w sprawozdaniu z badania audytor musi opisać ryzyka istotnego przeoczenia zidentyfikowane podczas badania i swoją reakcję na te ryzyka, przyjęty poziom istotności (łącznie z uzasadnieniem sposobu jego wyliczenia) oraz zakres audytu. Zmiany dotyczą również obszarów przedstawionych w innych standardach związanych m.in. z kontynuowaniem działalności przez podmiot badany, modyfikacją sprawozdania w zależności od jego rodzaju, komunikowaniem się z organami nadzoru i wreszcie ujawnianiem kluczowych kwestii badania (IAASB, 2015).

Spośród wielu zmian dotyczących raportowania wyników audytu zdecydowanie największe znaczenie ma obowiązek ujawniania kluczowych kwestii badania. Obszar ten stał się już przedmiotem badań naukowych, aczkolwiek ich zakres nie jest jeszcze zbyt szeroki. Wiele prac dotyczy relacji między kluczowymi kwestiami badania różnymi aspektami funkcjonowania podmiotów i audytorów, Część analiz reprezentuje

przykładowo związki między zakresem ujawnień KAM's, a odpowiedzialnością audytora. Eksperymenty przeprowadzone przez Gimbara i in. (2016) oraz Backofa i in. (2016) dowodzą, że prezentowanie kluczowych kwestii badania ma częściowo chronić audytorów przed odpowiedzialnością. Uczestnicy eksperymentu zdecydowanie obniżyli zakres odpowiedzialności audytora w przypadku szerokich ujawnień KAM's w ich sprawozdaniach. (Kutera, 2019, s. 83)

Badania dotyczące kluczowych kwestii badania przeprowadzili również Morais i in. (2017). Analizą objęto wszystkie spółki giełdowe notowane w ramach indeksów FTSE100, CAC40 i AEX25, dla których audytorzy ujawnili kluczowe kwestie badania w audytach sprawozdań finansowych sporządzonych za 2016 rok. Wyniki wyraźnie wskazywały, że liczba KAM's zawarta w sprawozdaniach jest ściśle skorelowana z wielkością podmiotów gospodarczych, ich zyskownością oraz wynagrodzeniem za audyt. Jeśli wymienione wielkości były wyższe, liczba ujawnionych KAM's również rosła.

Zdecydowanie mniejsza liczba badań dotyczy merytorycznej analizy kluczowych kwestii badania prezentowanych przez audytorów, dość ciekawa analiza z tego zakresu została przygotowana przez KPMG (2017). Dokonano oceny zawartości KAM's w sprawozdaniach wydanych dla 56 spółek notowanych w ramach australijskiego indeksu ASX500. Do najważniejszych obszarów raportowanych przez biegłych rewidentów zaliczono: wartość firmy oraz inne wartości niematerialne i prawne, przychody z działalności podstawowej, fuzje i przejęcia oraz kwestie związane z podatkami. Analiza wskazała, że cztery powyższe tematy stanowiły ponad 40% wszystkich KAM's ujawnionych w tych sprawozdaniach.

Jak wspomniano wcześniej, ISA 701 wymaga również aby audytorzy przedstawili krótko procedury badania zastosowane przy weryfikacji kluczowych kwestii badania. Ich analiza pozwala czytelnikom na szersze zapoznanie się z metodologią badania i przybliżyć warsztat biegłego rewidenta. Syntetyczne zestawienie procedur audytowych zastosowanych dla najważniejszych KAM's zostało zawarte w tabeli 3.4.

Tabela 3.4. Procedury weryfikacji kluczowych kwestii badania opisane w sprawozdaniach biegłych rewidentów.

KAM's	Procedury audytowe
Utrata wartości aktywów trwałych	1. Ocena kontroli wewnętrznych mających na celu identyfikację przesłanej utraty wartości, 2. Ocena poprawności osądów podmiotu w zakresie istnienia przesłanej utraty wartości 3. Ocena prawidłowości pogrupowania aktywów w ośrodki wypracowujące środki pieniężne 4. Krytyczna ocena założeń i dokonanych szacunków służących określeniu wartości odzyskiwalnej aktywów trwałych i odpisów z tytułu utraty wartości: – testowanie przygotowanego przez podmiot modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych przy wsparciu wewnętrznych specjalistów audytora, – ocena zasadności założeń makroekonomicznych, w tym dotyczących stopy dyskonta, kursów walut, cena itd., poprzez porównanie ich do źródeł zewnętrznych, – sprawdzenie poprawności matematycznej i spójności metodologicznej modeli wyceny, 5. Ocena przygotowanej przez podmiot analizy wrażliwości wyników testów na utratę wartości 6. Ocena poprawności oraz kompletności ujawnień w tym zakresie
Rozpoznanie przychodów ze sprzedaży	▪ Zrozumienie i ocena środowiska kontroli wewnętrznych dotyczących ujęcia, wyceny i prezentacji poszczególnych typów przychodów ze sprzedaży ▪ Ocena zgodności polityki rachunkowości w obszarze rozpoznania przychodów z odpowiednimi regulacjami prawnymi, w szczególności związanych z istotnymi szacunkami i osądami ▪ Analiza wybranych systemów IT stosowanych w procesie rozpoznawania przychodów (np. bilingowych) ▪ Ocena założeń i szacunków zarządu związanych z przychodami, głównie w zakresie umów wieloelementowych oraz udzielanych rabatów ▪ Analiza istotnych kontraktów z odbiorcami ▪ Testy kontroli wewnętrznych w zakresie ujęcia i weryfikacji przychodów bilingowych ▪ Testy szczegółowe polegające m.in. na uzgodnieniu wystawionych faktur sprzedaży, umów, zastosowanych stawek oraz otrzymanych płatności ▪ Ocena zastosowanego modelu służącego określeniu przychodów z tytułu rekompensat (tylko w przypadku spółki A działającej w branży energetycznej) oraz jego testowanie ▪ Ocena kompletności ujawnień w zakresie przychodów

KAM's	Procedury audytowe
Roszczenia, sprawy sporne, zobowiązania warunkowe	1. Monitorowanie zewnętrznych źródeł informacji w celu identyfikacji naruszeń przepisów prawa dotyczących prowadzonej działalności 2. Analiza kosztów usług prawnych poniesionych w danym roku oraz przekazanie prawnikom obsługujących podmiot pisemnych zapytań dotyczących prowadzonych i potencjalnych postępowań sądowych 3. Analiza uzyskanych odpowiedzi na powyższe zapytania i omówienie wygranych kwestii z prawnikami badanego podmiotu 4. Przegląd protokołów z posiedzeń zarządów oraz rad nadzorczych, przegląd korespondencji z instytucjami nadzoru 5. Krytyczna ocena założeń i szacunków zarządu (w tym prawdopodobieństwa negatywnego rozstrzygnięcia) związanych z roszczeniami i sprawami spornymi, w zakresie ujęcia rezerw lub ujawnienia zobowiązań warunkowych 6. Omówienie wygranych spraw sądowych i spornych z wewnętrznymi specjalistami audytora 7. Ocena poprawności i kompletności ujawnień dotyczących tego zakresu w sprawozdaniu

Źródło: Kutera, Kluczowe kwestie badania – nowy element w raportowaniu biegłych rewidentów, Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości, tom. 101, Warszawa 2019 s. 89-90

Analizując sprawozdania różnych audytorów należy zaznaczyć, że w większości przypadków stosowali oni bardzo podobne procedury weryfikacyjne przy najważniejszych kluczowych kwestiach badania. Jest to zresztą zrozumiałe, gdyż warsztat metodyczny rewizji finansowej ma już wieloletnią tradycję i jest ściśle określony w przepisach prawa.

Biorąc pod uwagę zawartość merytoryczną stosowanych procedur warto wspomnieć, że praktycznie w każdej kluczowej kwestii badania można wyodrębnić pewien wspólny schemat podejmowanych czynności. Zwykle audytorzy zaczynali od rozpoznania środowiska kontroli wewnętrznej i związanych z nim testów zgodności, a później przechodzili do badań szczegółowych, czyli testów wiarygodności. Ostatnim punktem było zawsze uzgodnienie zakresu ujawnień i poprawności prezentacji w badanym sprawozdaniu finansowym. Można też zauważyć, że audytorzy stosowali bardziej pogłębione techniki badawcze w przypadku pozycji opartych w dużym stopniu na szacunkach. Ryzyko audytu jest wówczas wyższe, gdyż prezentowane kwoty są często wysokie i niejednokrotnie wynikają z dokumentów przedstawiających skomplikowane modele wyceny. W takich przypadkach wspieranie się dodatkowo wiedzą ekspercką i korzystanie z pomocy specjalistów w danej dziedzinie jest nieomal konieczne.

Analiza treści sprawozdań audytorów wskazuje, że do kluczowych kwestii badania we wszystkich przypadkach zaliczono ryzyko związane z testowaniem utraty wartości aktywów (głównie wartości niematerialnych i prawnych). Kolejnymi ważnymi obszarami okazało się ujmowanie przychodów ze sprzedaży, ujawnienie roszczeń, spraw spornych i zobowiązań warunkowych oraz kwestie rozliczania aktywów z tytułu odroczonego podatku dochodowego. Cztery wymienione powyżej zagadnienia były zdecydowanie najważniejsze.

Celem wprowadzenia KSB 701 było wzmocnienie zaufania do audytu poprzez zapewnienie, że audytorzy będą identyfikować i zwracać szczególną uwagę na kwestie, które w badanym okresie były najbardziej istotne z perspektywy spółki oraz jej interesariuszy i wymagały zwiększonej uwagi. Ogólny wniosek z badania jest taki, że wdrożenie KSB 7001 nie zmieniło istotnie obszarów, którym biegli poświęcają szczególną uwagę podczas badania. Pomimo zidentyfikowania przez audytorów wielu kluczowych spraw badania (363 unikalne KAM), były one mało zróżnicowane i dla większości przedsiębiorstw były zbieżne z kategoriami, na których podstawie określany jest poziom istotności dla badania. Zdaniem Iwanowicza [2019, s. 16] opis KAM's, nie

zwiększa istotnie przejrzystości sprawozdania z badania. Z jednej strony jest to zgodne z naturą audytu, który, jest standardową czynnością z wystandaryzowanym podejściem. Z drugiej strony takie podejście nie wspiera w wystarczającym zakresie realizacji celu, jakim jest zwiększenie skuteczności audytu, wzrost jego wartości dla użytkowników sprawozdań finansowych oraz poprawa zaufania społecznego do instytucji audytora.

3.4. Procedury badania sprawozdania finansowego związane z oceną kontynuacji działalności gospodarczej

Zasada kontynuacji działalności jest jednym z fundamentalnych zadań wszystkich standardów rachunkowości niezależnie od części świata, w którym powstały te standardy [Hołda, Micherda 2007, s. 40-41].

Zasada kontynuacji działalności dzięki temu, iż sięga w przeszłość umożliwia sformułowanie dwóch podstawowych dla systemu rachunkowości pojęć; aktywów i zobowiązań. Pierwsze z nich to kontrolowane przez jednostkę zasoby majątkowe, które w przyszłości przyniosą jednostce korzyści ekonomiczne, zaś zobowiązania spowodują w przyszłości wykorzystanie już posiadanych lub przyszłych aktywów jednostki [Gierusz 2005, s. 26].

Międzynarodowe Standardy Rachunkowości, dzięki nowelizacji ustawy o rachunkowości odgrywają znaczącą rolę w polskiej rachunkowości. Zgodnie bowiem z art. 10 ust. 3 znowelizowanej ustawy o rachunkowości w sprawach nieuregulowanych krajowymi przepisami jednostki gospodarcze mogą stosować Międzynarodowe Standardy Rachunkowości/Międzynarodowe Standardy Sprawozdawczości Finansowej. Bezpośrednie wskazanie zasady kontynuacji działalności (ang. *going concern principle*) w MSR/MSSF następuje w określeniu fundamentalnych pojęć rachunkowości. W myśl tej zasady kierownictwo spółki przygotowuje sprawozdanie finansowe nie zamierzając, ani nie będąc w likwidacji lub istotnego zmniejszenia skali działalności. Zgodnie z MSR1 sporządzając sprawozdanie finansowe kierownictwo jednostki powinno dokonać oceny zdolności jednostki do kontynuowania działalności [MSR 1 2011]. Sprawozdanie to powinno być sporządzone przy założeniu kontynuacji działalności z wyjątkiem sytuacji, gdy kierownictwo zamierza zlikwidować jednostkę, zaniechać prowadzenia działalności gospodarczej, albo oprócz tego kierownictwo nie ma żadnej realistycznej alternatywy wobec zagrożenia ataku ze strony „najeźdźcy” we wrogim przejęciu. Jeżeli dokonując tej oceny kierownictwo jednostki posiada wiedzę o zdarzeniach lub okolicznościach, które

mogą powodować niezgodność z tą zasadą, to powinno ono fakt istnienia tej niepewności ująć w informacji dodatkowej, a w przypadku spółek kapitałowych i spółdzielni także w sprawozdaniu z działalności.

Dokonując oceny zasadności założenia kontynuacji działalności kierownictwo jednostki powinno sformułować osąd o przyszłych zdarzeniach lub uwarunkowaniach, co łączy się z nieuniknioną niepewnością. W tym kontekście szczególne znaczenie mają następujące czynniki [KSB 570, s. 3-4]:

- stopień niepewności, związany z wynikiem zdarzeń lub warunków wzrasta znacząco w im dalszej przyszłości wystąpią zdarzenia lub warunki lub ich wyniki. Z tego względu większość ramowych założeń sprawozdawczości finansowej, które wymagają od kierownika jednostki dokonania jednoznacznej oceny, wskazuje okres za jaki kierownik jednostki uwzględnia wszystkie dostępne informacje,
- wielkość i stopień złożoności jednostki, rodzaj i stan prowadzonej działalności oraz stopień, w jakim zewnętrzne czynniki wpływają na ocenę dotyczącą wyniku zdarzeń lub warunków,
- każdy osąd dotyczący przyszłości jest oparty na informacjach dostępnych w momencie jego dokonywania. Późniejsze zdarzenia mogą skutkować wynikami, które są niespójne z osądami, które były uzasadnione w momencie ich dokonania.

Między ujęciem zasady kontynuacji działalności w polskim prawie bilansowym i rozwiązaniami stosowanymi w świecie w zasadzie nie ma różnicy. Zapisane w tym prawie uzupełnienie akcentuje jednak, że przyjęte założenie o kontynuacji działalności nie może stać w sprzeczności ze stanem faktycznym lub prawnym. Znowelizowana ustawa o rachunkowości stanowi „Przy stosowaniu przyjętych zasad (polityki) rachunkowości przyjmuje się założenie, że jednostka będzie kontynuowała w dającej się przewidzieć przyszłości działalność w nie zmniejszonym istotnie zakresie, bez postawienia w stan likwidacji lub upadłości, chyba że jest to niezgodne ze stanem faktycznym lub prawnym. Ustalając zdolność jednostki do kontynuowania działalności, kierownik jednostki uwzględnia wszystkie informacje dostępne na dzień sporządzenia sprawozdania finansowego, dotyczące dającej się przewidzieć przyszłości, obejmującej okres nie krótszy niż jeden rok od dnia bilansowego”[Ustawa z 29.09.1994, art. 5]. Egzekwowanie sformułowanej ogólnie zasady kontynuacji działalności sprowadza się do wskazania istnienia przesłanek, że domniemanie kontynuacji jest niezgodne ze stanem faktycznym lub prawnym. Bezpośrednim skutkiem przyjęcia takiego założenia jest

określona wycena i z tego właśnie skutku wypływa znaczenie tej zasady [Micherda, Górka 2012, s. 263].

Jeżeli biegły rewident stwierdzi występowanie istotnych zagrożeń dla kontynuacji działalności jednostki gospodarczej, to powinien on zastosować następujące procedury [KSB 570, s.6]:

- 1) w przypadku braku dokonania przez kierownika jednostki oceny zdolności jednostki do kontynuacji działalności, zwrócenie się z prośbą do kierownika o jej dokonanie,
- 2) przy ocenie planów kierownika jednostki co do przyszłych działań w związku z jego oceną kontynuacji działalności; czy realizacja tych planów może poprawić sytuację i czy plany kierownika jednostki są wykonalne w danych okolicznościach,
- 3) w przypadku, gdy jednostka przygotowała prognozę przepływów środków pieniężnych, analiza prognozy jest istotnym czynnikiem przy rozpatrywaniu przyszłego wyniku zdarzeń lub warunków przy ocenie planów kierownika jednostki co do przyszłych działań:

- ocenę wiarygodności podstawowych danych wykorzystanych w przygotowanych prognozach oraz,

- określenie, czy istnieje odpowiednie uzasadnienie dla założeń stanowiących podstawę prognoz,

- 4) rozpatrzenie, czy od daty dokonania oceny przez kierownika jednostki pojawiły się jakieś dodatkowe fakty lub informacje;

- 5) uzyskanie pisemnych oświadczeń kierownika jednostki i tam, gdzie to odpowiednie, osób sprawujących nadzór, dotyczących ich planów co do przyszłych działań oraz możliwości wykonania tych planów.

Przykładami procedur badania, które może zastosować biegły rewident w przypadku stwierdzenia zagrożeń kontynuacji działalności mogą być następujące działania:

- analiza i weryfikacja wraz z kierownictwem przepływów środków pieniężnych, planowanych zysków oraz innych powiązanych prognoz,

- analiza i omówienie najbardziej aktualnego sprawozdania finansowego jednostki (kwartalnego, półrocznego),

- przegląd warunków dotyczących skryptów dłużnych, umów kredytowych oraz ustalenie, czy nie naruszono określonych w nich warunków,

- przegląd protokołów ze zgromadzeń udziałowców (akcjonariuszy), posiedzeń organów nadzorczych i zarządzających jednostki w poszukiwaniu zapisów wskazujących na zdarzenia zagrażające kontynuacji działalności,
- uzyskanie informacji od prawnika jednostki o toczących się sporach prawnych i roszczeniach wraz z oceną racjonalności poglądu kierownictwa dotyczącego ich rozstrzygnięć oraz szacunków konsekwencji finansowych z nich wynikających,
- potwierdzenie istnienia mocy prawnej oraz możliwości wyegzekwowania ustaleń o uzyskaniu lub utrzymaniu pomocy finansowej zarówno od podmiotów powiązanych jak i stron trzecich wraz z oceną możliwości finansowych tych podmiotów do dostarczenia zagwarantowanej pomocy,
- prześledzenie zamierzeń jednostki w zakresie niezrealizowanych zamówień odbiorców,
- przegląd zdarzeń, które zaszły po zakończeniu okresu bilansowego w celu ustalenia tych, które wpływają na zdolność jednostki do kontynuacji działalności,
- potwierdzenie istnienia, warunków i aktualności oferty kredytowej,
- pozyskanie i weryfikacja raportów dotyczących działań organów regulacyjnych, ustalenie stosowności potwierdzenia wszelkiego planowanego zbycia posiadanych aktywów.

Jako ciekawą i wartościową propozycję służącą ocenie możliwości kontynuacji działalności w warstwie prospektywnej uznać należy zakres procedur, które powinien zastosować biegły rewident przy analizie przepływów pieniężnych, a które stanowią znaczący czynnik przy rozpatrywaniu przyszłych skutków zdarzeń lub uwarunkowań. Są to [Micherda 2006, s. 182]:

- ocena wiarygodności funkcjonującego w jednostce systemu informacyjnego, który dostarcza takich informacji, jak:

- weryfikacja zasadności założeń przyjętych przy dokonywaniu takich prognoz,
- porównanie prognozowanych informacji finansowych dotyczących poprzednich okresów z danymi rzeczywistymi,
- porównanie prognozowanych informacji finansowych dotyczących bieżącego okresu z ich realnym wykonaniem do dnia badania.

Tak więc na podstawie uzyskanych dowodów badania biegły rewident powinien osądzić, czy zachodzi istotna niepewność, tzn. by zaprezentowane sprawozdanie

finansowe nie wprowadziło w błąd, o zdolności do kontynuowania działalności. Standard wskazuje określone formy informowania o tej kwestii.

Założenie kontynuacji działalności przyjmowane jest przez kierownictwo do sporządzenia sprawozdania finansowego na bazie jego oceny faktów. Biegły rewident również musi zidentyfikować fakty mające wpływ na zdolności jednostki do kontynuowania działalności, ocenić je, aby ocenić zasadność założenia kierownictwa jednostki. Krajowy Standard Badania 570 Kontynuacja działalności dotyczy odpowiedzialności za rozpatrzenie dokonanej przez kierownictwo oceny zdolności jednostki do kontynuowania działalności.

Odpowiedzialność kierownictwa za założenie kontynuacji działalności wynika z MSR/MSSF oraz ustawy o rachunkowości, które to regulacje nakładają na kierownictwo wymóg oceny zdolności jednostki do kontynuowania działalności. Można przy tym zastosować pewne uproszczenie, polegające na tym, że jeżeli jednostka była dotychczas rentowna i posiadała łatwy dostęp do środków finansowych, ocena nie wymaga przeprowadzania szczegółowej analizy. Ocena zasadności założenia kontynuacji działalności wymaga sformułowania osądu, a zatem wiąże się z niepewnością, która zawsze zwiększa ryzyko badania. Osąd ten formułuje się na określony moment, o przyszłych skutkach zdarzeń lub uwarunkowań. W tym kontekście standard zwraca uwagę na znaczenie, jakie mają następujące czynniki [Garstka 2009, s. 127-129]:

- w ujęciu ogólnym – stopień niepewności wynikający ze skutków zdarzeń lub uwarunkowań jest tym większy, im bardziej oddalone w czasie są skutki przyszłych zdarzeń lub uwarunkowań, o których osąd jest formułowany. Z tego względu większość założeń koncepcyjnych sprawozdawczości finansowej, które nakładają na kierownictwo wymóg dokonania jednoznacznej oceny, precyzuje okres, za jaki kierownictwo powinno uwzględnić wszystkie dostępne informacje;
- wszelki osąd dotyczący przyszłości oparty jest na informacjach dostępnych w czasie formułowania tego osądu. Późniejsze zdarzenia mogą podważyć osąd, który był zasadny w momencie jego formułowania,
- na osąd dotyczący skutków zdarzeń lub uwarunkowań wpływa też wielkość i stopień złożoności jednostki, rodzaj i warunki prowadzonej przez nią działalności oraz stopień, w jakim podlega ona zewnętrznym wpływom.

Standard (KSB 570) przedstawia też przykłady zdarzeń lub uwarunkowań, przywołane poniżej, prowadzące do powstania ryzyka gospodarczego, a w następstwie ewentualnie do zagrożenia kontynuacji:

1. Objawy finansowe:

- Sytuacja, w której zobowiązania przewyższają aktywa.
- Zbliżający się termin wymagalności pożyczek o określonych terminach płatności, przy braku realistycznych perspektyw ich przedłużenia lub spłaty tych pożyczek, bądź nadmierne uzależnienie od pożyczek krótkoterminowych finansujących długoterminowe aktywa.
- Symptomy wskazujące na wycofania finansowego wsparcia przez wierzycieli.
- Ujemne przepływy środków pieniężnych z działalności operacyjnej wykazywane w historycznych lub prognozowanych sprawozdaniach finansowych.
- Niekorzystne wielkości kluczowych wskaźników finansowych.
- Znaczące straty operacyjne lub znaczące zmniejszenie wartości aktywów generujących przepływy pieniężne.
- Opóźnione lub wstrzymanie wypłaty dywidend.
- Brak zdolności terminowego regulowania zobowiązań.
- Brak możliwości dotrzymania warunków umów kredytowych.
- Zmiana trybu rozliczeń z dostawcami z kredytu kupieckiego na natychmiastową płatność w chwili dostawy.
- Brak możliwości uzyskania finansowania prac rozwojowych dotyczących kluczowego produktu lub innych niezbędnych inwestycji.

2. Objawy operacyjne:

- Zamiary kierownika jednostki dotyczące likwidacji jednostki lub zaniechania działalności.
- Utrata kluczowego personelu kierowniczego bez zastępstwa.
- Utrata podstawowego rynku, kluczowego klienta(ów), umowy franczyzowej, licencji lub głównego dostawcy.
- Braku personelu.
- Niedobory ważnych surowców.
- Pojawienie się wysoce skutecznego konkurenta.

3. Pozostałe objawy:

- Nieprzestrzeganie wymogów dotyczących kapitałowych lub innych wymogów ustawowych, takich jak wymogi w zakresie wypłacalności lub płynności dla instytucji finansowych.

- Toczące się przeciwko jednostce postępowanie sądowe lub administracyjne, które w przypadku rozstrzygnięcia niekorzystnego dla jednostki może wiązać się z powstaniem roszczeń, które prawdopodobnie nie będą mogły być przez nią zaspokojone.

- Zmiany w prawie lub regulacjach lub polityce rządu, które mogą mieć negatywny wpływ na jednostkę.

- Brak ubezpieczenia lub zbyt niskie ubezpieczenie od skutków katastrof.

Niekiedy znaczenie wskazanych zdarzeń lub uwarunkowań może zostać złagodzone przez inne czynniki.

Kwestia, czy przyjęcie założenia kontynuacji działalności do sporządzania sprawozdań finansowych jest zasadne, zazwyczaj nie jest brana pod uwagę przy badaniu jednostek centralnej administracji państwowej, ani tych jednostek sektora publicznego, które mają zagwarantowane finansowanie z funduszy centralnych.

Krajowe Standardy Badań wskazują wyraźnie, iż wypełnienie celów postawionych prawnie przed badaniem sprawozdania finansowego łączy się, zarówno pośrednio jak i bezpośrednio, z koniecznością przeprowadzenia w jego trakcie określonych działań analitycznych. W myśl KSB nr 520 „Procedury analityczne” stosuje się je w celu uzyskania odpowiednich i wiarygodnych dowodów badania oraz na zakończenie badania przy formułowaniu ostatecznych wniosków [KSB 520 s. 3]. Dodatkowe uregulowania w zakresie procedur analitycznych zawarte są w KSB nr 315 „Rozpoznanie i ocena ryzyka istotnego zniekształcenia dzięki poznaniu jednostki i jej otoczenia”, a odnoszą się do wykorzystania procedur analitycznych do oceny ryzyka. W świetle tych regulacji biegły rewident powinien stosować procedury analityczne jako procedury szacowania ryzyka, w celu poznania jednostki.

Na konieczność działań analitycznych wskazuje również ustawa o rachunkowości: „Celem badania sprawozdania finansowego jest wyrażenie przez biegłego rewidenta pisemnej opinii o tym, czy sprawozdanie finansowe jest zgodne z zastosowanymi zasadami (polityką) rachunkowości oraz czy rzetelnie i jasno przedstawia sytuację majątkową i finansową jak też wynik finansowy badanej jednostki”. Opracowanie takiej opinii wymaga ustosunkowania się biegłego rewidenta do tych kwestii, co wydaje się niemożliwe do realizacji bez ich analizy i oceny.

Oprócz wyrażenia opinii biegły rewident jest zobowiązany z mocy ustawy do sporządzenia sprawozdania z badania. Sprawozdanie te powinno zawierać w szczególności m.in.: „przedstawienie sytuacji majątkowej i finansowej oraz wyniku finansowego jednostki, ze wskazaniem na zjawiska, które w porównaniu z poprzednimi okresami sprawozdawczymi w istotny sposób wpływają negatywnie na tą sytuację [Ustawa z 5.07.2019 poz. 1421].

Podstawą do wyrażenia przez biegłego rewidenta opinii o sprawozdaniu finansowym jest uzyskanie wystarczającej pewności, że sprawozdanie finansowe jako całość nie zawiera istotnego zniekształcenia, niezależnie od tego, czy zostało ono spowodowane błędem czy oszustwem. Biegły rewident ma zatem stwierdzić, czy sprawozdanie jako całość i stanowiące podstawę jego sporządzenia księgi rachunkowe są wolne od istotnych zniekształceń spowodowanych błędami lub oszustwem, a tym samym przedstawia ono rzetelnie i jasno sytuację majątkową i finansową oraz wynik finansowy jednostki, a w szczególności:

- jest zgodne z zastosowanymi zasadami (polityką) rachunkowości, co omacza w przypadku jednostek zobowiązanych do stosowania przepisów Ustawy o rachunkowości, że sprawozdanie finansowe zostało sporządzone zgodnie z Ustawą o rachunkowości i wydanymi na jej podstawie przepisami wykonawczymi, zaś dla jednostek sporządzających sprawozdanie finansowe zgodnie z MSSF — że sprawozdanie to jest zgodne z założeniami koncepcyjnymi sprawozdawczości finansowej;
- jest zgodne co do formy i treści z obowiązującymi jednostkę przepisami prawa, postanowieniami statutu lub umowy, które wpływają na jej sprawozdanie finansowe;
- zostało sporządzone na podstawie prawidłowo prowadzonych ksiąg rachunkowych;
- przedstawia rzetelnie i jasno wszystkie informacje istotne do oceny sytuacji jednostki;
- daje podstawę do wnioskowania, że kontynuacja działalności przez jednostkę, w niezmnieszonej istotnie zakresie, nie jest poważnie zagrożona w okresie przynajmniej 12 najbliższych miesięcy od dnia bilansowego [Pfaff, 2020, s. 71-72].

Warto zwrócić uwagę na złożoność celu badania sprawozdania finansowego, na który składa się nie tylko ustalenie, czy jest ono prawidłowe i przedstawia rzetelnie oraz jasno sytuację majątkową i finansową, jak też wynik finansowy badanej jednostki, ale

także ocena tej sytuacji i wskazanie na zjawiska w istotny sposób wpływające negatywnie na możliwość kontynuowania działalności przez badaną jednostkę. Ustawa o biegłych rewidentach wyraźnie podkreśla obowiązek poinformowania w sprawozdaniu z badania o przypadkach istotnej niepewności w odniesieniu do zdarzeń lub uwarunkowań, które mogą rodzić zasadnicze wątpliwości co do zdolności jednostki do kontynuowania działalności.

Celem badania zagrożeń kontynuacji działania jest uwiarygodnienie dokonanej przez kierownictwo jednostki oceny zasadności założenia kontynuacji działalności gospodarczej. Realizacja tego celu wymaga od biegłego rewidenta sformułowania opinii obciążonej niepewnością, na określony moment, o przyszłych skutkach zdarzeń lub uwarunkowań. W związku z tym biegły rewident powinien w swoim działaniu wziąć pod uwagę następujące fakty [Stępień 2012, s. 249]:

- stopień niepewności wynikający ze skutków zdarzeń lub uwarunkowań jest tym większy, im bardziej odległe w czasie są skutki przyszłych zdarzeń lub uwarunkowań, których ma dotyczyć ocena; stanowi to przesłankę precyzowania w założeniach koncepcyjnych sporządzania sprawozdań finansowych okresu, za jaki kierownictwo jednostki powinno uwzględniać wszystkie dostępne informacje, wyrażając zasadność założenia kontynuowania działalności gospodarczej;
- późniejsze zdarzenia mogą podważyć zasadność opinii, słusznej w momencie jej sformułowania, z uwagi na to, że podstawą opinii i ocen dotyczących przyszłości są informacje dostępne w czasie formułowania osądu;
- ocena skutków zdarzeń lub uwarunkowań zależy również od wielkości i stopnia złożoności jednostki, rodzaju i warunków prowadzonej przez nią działalności oraz stopnia, w jakim podlega ona zewnętrznym wpływom.

Tak więc na podstawie uzyskanych dowodów badania biegły rewident powinien osądzić, czy zachodzi istotna niepewność, tzn. czy zaprezentowane sprawozdanie finansowe nie wprowadziło w błąd co do zdolności do kontynuowania działalności.

Jeżeli przyjęcie założenia kontynuacji działalności jest zasadne, ale zachodzi istotna niepewność, to biegły rewident powinien rozważyć, czy sprawozdanie finansowe:

- właściwie opisuje ogólne zdarzenia lub uwarunkowania, które budzą poważne wątpliwości co do zdolności do kontynuowania działalności oraz plany kierownictwa dotyczące tych zdarzeń lub uwarunkowań,

- zawiera jednak znaczne stwierdzenie, że zachodzi istotna niepewność spowodowana zdarzeniami lub okolicznościami, które mogą budzić poważne wątpliwości co do zdolności jednostki do kontynuowania działalności i z tego względu jednostka może nie móc spieniężyć aktywów i spłacić zobowiązań w toku normalnej działalności.

Znaczenia audytu nie można jednak sprowadzać wyłącznie do funkcji kontrolnej. Audyt ma również znaczenie edukacyjne, doradcze, motywacyjne.

3.5. Wynik rewizji finansowej – sprawozdanie biegłego rewidenta

Sprawozdanie biegłego rewidenta z badania to swego rodzaju ekspertyza o stanie przedsiębiorstwa. Ważnym aspektem sprawozdania z badania jest możliwość uzyskania z niego szczegółowych informacji o sprawności działania systemu kontroli wewnętrznej, prawidłowości prowadzenia ksiąg rachunkowych, co w rezultacie daje zarządowi skuteczniejsze źródło informacji o kondycji przedsiębiorstwa. Wyniki badania sprawozdania zawarte w sprawozdaniu biegłego rewidenta stanowią ponadto dowód na to, że zarząd spółki wypełnił ciężące na nim ustawowe i statutowe obowiązki w zakresie rachunkowości. Kierownik jednostki (zarząd), składając podpis pod rocznym sprawozdaniem finansowym, ponosi za nie odpowiedzialność merytoryczną i formalną. Odpowiada tym samym za jasne i rzetelne odzwierciedlenie wszystkich informacji istotnych dla oceny wyniku finansowego oraz sytuacji majątkowej i finansowej przedsiębiorstwa. Dlatego też dla kierownictwa i organów nadzorczych jednostek informacje zawarte w sprawozdaniu finansowym i sprawozdaniu biegłego z jednej strony mogą wywoływać obawę przed krytyczną oceną ich sposobu zarządzania przez właścicieli (oddają bowiem rzeczywisty obraz systemu zarządzania firmą w kwestii finansowej), z drugiej — umożliwiają opracowanie właściwego programu działania jednostki w przyszłości [Pfaff, 2022, s.13]

Formalne standardy etyki w sprawozdawczości finansowej, których przestrzegania oczekuje się od zawodowych biegłych rewidentów, występują zwłaszcza podczas badania sprawozdań finansowych. Ustalone standardy postępowania są konieczne z kilku przyczyn. Po pierwsze, istnieje potrzeba szczegółowego określenia pewnych norm. Choć w ostatecznym rozrachunku etyka sprowadza się do „robienia tego, co należy” (według słów T. Kotarbińskiego), tym niemniej potrzebna jest konkretna definicja tego, co właśnie „należy” robić. Po drugie, jeżeli usługi atestacyjne mają być cenione przez użytkowników, biegli rewidenty muszą cieszyć się dużym szacunkiem i

zaufaniem. W interesie publicznym więc leży, by biegli rewidenci przestrzegali zasad etyki i uczciwości zawodowej. Po trzecie i ostatnie, konieczne jest znalezienie metody na przeciwdziałanie siłom konkurencji rynkowej w branży audytu. Choć konkurencję uważa się za zjawisko zdrowe, jej nieuniknionym następstwem jest presja do godzenia się na kompromisy. Jasne wytyczenie granic ma zapobiec sytuacjom, w których chęć „zadowolenia wymagającego klienta” mogłaby wziąć górę nad zasadami etyki. Biegli rewidenci często wystawiani są na takie próby, bo mimo iż związani są obowiązkiem powierniczym wobec akcjonariuszy, w swojej pracy mają głównie do czynienia z zarządem. Każdy kraj ma własną definicję norm postępowania zawodowych biegłych rewidentów; możemy jednak wymienić pewne kluczowe uniwersalne zasady (Patterson 2008 s. 158):

- uczciwość zawodowa (tj. zakaz składania fałszywych oświadczeń),
- niezależność i unikanie konfliktu interesów,
- kwalifikacje i należyta staranność w uzasadnianiu opinii z badania oraz przestrzeganie standardów badania sprawozdań finansowych,
- gotowość poddania się ocenie środowiska zawodowego i w razie konieczności - sankcjom dyscyplinarnym,
- poszanowanie prawa i obowiązujących regulowań,
- powiadamianie odnośnych władz w przypadku podejrzenia przestępstwa ,
- poszanowanie interesu publicznego, w szczególności interesu stron materialnie zainteresowanych wynikami badanych przedsiębiorstw.

Standardy etyczne tradycyjnie narzucane były przez organizacje zawodowe zrzeszające biegłych rewidentów, ponieważ w ich interesie leżało budowanie zaufania publicznego do usług świadczonych przez przedstawicieli zawodu. Tym niemniej, seria głośnych skandali księgowych pobudziła działania na rzecz wprowadzenia standardów ustalonych przez organy nadzorujące przestrzeganie standardów rachunkowości.

Celem biegłego rewidenta jest:

- a) sformułowanie opinii o sprawozdaniu finansowym na podstawie oceny wniosków wyciągniętych z uzyskanych dowodów badania,
- b) jasne wyrażenie opinii o pisemnym sprawozdaniu z badania, które opisuje podstawy, na jakiej opiera się opinia. Sprawozdanie z badania sprawozdania finansowego to formalne oświadczenie biegłego rewidenta na temat rzetelności sprawozdania

finansowego, jego zgodności ze standardami rachunkowości oraz spójności w stosunku do lat ubiegłych.⁶³

Sprawozdanie z badania jest końcowym wynikiem pracy poświęconej przez biegłego rewidenta na weryfikację i potwierdzenie poprawności sprawozdawczości; stanowi również podstawę opłaty za badanie. W większości krajów prawo spółek określa pewien próg wielkości, po przekroczeniu którego spółka ma ustawowy obowiązek badania sprawozdań. Może się wydawać, że opinia biegłego rewidenta stwierdza rzeczy oczywiste potwierdzając tylko to, co zostało zaprezentowane przez sprawozdawcę (bo czy ktokolwiek świadomie publikowałby „nierzetelne” sprawozdanie?). Co więcej, opinia zawiera wiele zastrzeżeń sygnalizujących, że daleko jej do świadectwa niezawodności. Gdzie więc powstaje jej ekonomiczna wartość dodana, o ile taka w ogóle istnieje? Efektywność rynków kapitałowych jest ściśle powiązana z poziomem zaufania użytkowników sprawozdawczości do wiarygodności zawartych w niej informacji. To z kolei przekłada się na łatwiejszy dostęp do kapitału i jednocześnie zmniejszenie kosztu kapitału. Biorąc pod uwagę problem konfliktu w stosunkach agencyjnych i asymetrię informacji, największa wartość dodana opinii z badania sprawozdania musi ostatecznie wynikać z wiarygodności i reputacji samego biegłego rewidenta. (Pettersson 2008, s. 314)

Opinia biegłego rewidenta powinna być bezstronna, obiektywna, kompletna, rzetelna i przejrzysta. (Gabrusewicz 2014, s. 301-302)

Bezstronność opinii oznacza, iż jest ona sporządzona przez biegłego rewidenta spełniającego warunki do wyrażenia bezstronnej i niezależnej opinii o zbadanym sprawozdaniu finansowym. Jeżeli niezależność biegłego rewidenta nie została zachowana, badanie sprawozdania finansowego staje się z mocy prawa nieważne. Bezstronność biegłego rewidenta jest jednym z podstawowych warunków sporządzenia opinii obiektywnej.

Obiektywność oznacza przedstawienie niezależnej opinii na podstawie istotnych faktów ustalonych podczas badania. Opinia nie może być formułowana pod wpływem sugestii lub nacisków kierownictwa badanego przedsiębiorstwa.

⁶³ Jako dodatek do samej opinii, biegły rewident opisz także, co zostało wykonane (standardy badania) i przypomni czytelnikom o pewnych nieodłącznych ograniczeniach (tj. że ostateczna odpowiedzialność za rzetelność sprawozdania spoczywa na zarządzie; że badanie niekoniecznie wykryje oszustwo; i że jego dokładność ograniczona jest do wartości istotnych).

Atrybut kompletności jest spełniony wówczas, gdy opinia zawiera wszystkie elementy określone przez Krajowy Standard Rewizji Finansowej. Ustawa nakazuje, aby w opinii biegły rewident stwierdził, czy sprawozdanie finansowe:

- zostało sporządzone na podstawie prawidłowo prowadzonych ksiąg rachunkowych,
- zostało sporządzone zgodnie z określonymi ustawą zasadami rachunkowości,
- jest zgodne co do formy i treści z obowiązującymi jednostkę przepisami prawa, statutem lub umową,
- przedstawia rzetelnie i jasno wszystkie istotne dla oceny jednostki informacje, a w odniesieniu do sprawozdania z działalności jednostki czy informacje ujęte w tym sprawozdaniu uwzględniają postanowienia art. 49 ust. 2 ustawy o rachunkowości i są zgodne z informacjami zawartymi w rocznym sprawozdaniu finansowym.

Ponadto w opinii należy również wskazać na stwierdzone podczas badania poważne zagrożenia dla kontynuacji działalności przedsiębiorstwa, poinformować o niedopełnieniu, do dnia wyrażenia opinii, określonych w art. 69 i 70 ustawy o rachunkowości, obowiązków złożenia sprawozdania finansowego we właściwym rejestrze sądowym.

Rzetelność opinii oznacza, że biegły rewident sformułował ją na podstawie należycie przeprowadzonego badania i danych liczbowych odzwierciedlających stan faktyczny zawarty w sprawozdaniu finansowym.

Przejrzystość opinii oznacza, że jest napisana językiem prostym, rzeczowym i zwięzłym, ograniczającym się do przedstawienia ważnych spostrzeżeń i stwierdzeń.

Sprawozdanie biegłego rewidenta ma duże znaczenie zarówno dla przedsiębiorcy, którego sprawozdanie finansowe jest objęte audytem, jak również dla odbiorców zewnętrznych, którzy korzystają z informacji ujętych w sprawozdaniu finansowym. Pozytywna opinia biegłego rewidenta jest potwierdzeniem, że rachunkowość przedsiębiorstwa jest prowadzona poprawnie i zgodnie z zasadami określonymi przez ustawę o rachunkowości. Nie ma drugiego takiego obszaru działalności przedsiębiorstwa poza rachunkowością, który byłby objęty corocznym, profesjonalnym i niezależnym audytem. Tylko rachunkowość podlega zarówno kontroli wewnętrznej jak i kontroli zewnętrznej. Okoliczności te wskazują na rangę rachunkowości w działalności przedsiębiorstwa funkcjonującego w gospodarce rynkowej [Pfaff, 2020, s. 71-72].

Sprawozdanie biegłego rewidenta będące rezultatem przeprowadzonego badania sprawozdania finansowego jest nie tylko spełnieniem ustawowego obowiązku, lecz ma się także przyczyniać do doskonalenia systemu rachunkowości. Biegły rewident, kontrolując poszczególne obszary rachunkowości, wskazuje nie tylko uchybienia, ale często proponuje przedsiębiorstwu rozwiązania lepsze, sprawdzone i pozytywnie zweryfikowane przez inne jednostki. Dlatego przedsiębiorcy z reguły utrzymują kontakt z biegłym rewidentem w czasie całego roku obrotowego, zwłaszcza przy rozstrzyganiu spraw trudnych i nietypowych, a nie tylko podczas badania sprawozdania finansowego.

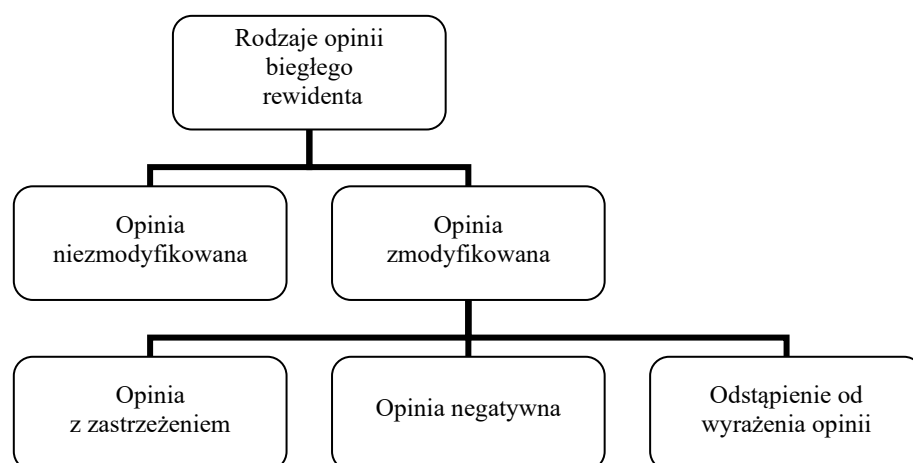
Sprawozdanie biegłego rewidenta jest niezbędnym warunkiem do zatwierdzenia sprawozdania finansowego objętego audytem i dokonania podziału zysku lub pokrycia strat. Zgodnie bowiem z art. 53 ust. 3 ustawy o rachunkowości, podział lub pokrycie wyniku finansowego netto jednostek zobowiązanych do rocznego audytu może nastąpić po zatwierdzeniu sprawozdania finansowego przez organ zatwierdzający poprzedzonego wyrażeniem przez biegłego rewidenta opinii o tym sprawozdaniu bez zastrzeżeń lub z zastrzeżeniem. Podział lub pokrycie wyniku finansowego netto dokonany bez spełnienia tego warunku, jest nieważny z mocy prawa.

Weryfikacja dokładności, zgodności ze standardami rachunkowości, rzetelności i spójności sprawozdania finansowego przez niezależnego biegłego rewidenta (angielski termin „audit” pochodzi od łacińskiego skowa „audio” - 'słuchać). Badanie sprawozdania finansowego jest istotnym elementem nadzoru właścicielskiego. Zwiększa pewność (choć nie daje absolutnej gwarancji), że sprawozdanie finansowe przedsiębiorstwa przedstawia zadowalająco rzetelny obraz rzeczywistości finansowej (tj. przynajmniej, że nie zawiera istotnych błędów). Konieczność przeprowadzania badań sprawozdań finansowych powodowana jest zarówno wymogami prawa, jak i zdrowym sceptycyzmem użytkowników sprawozdania finansowego, którzy dostrzegają fakt, że konflikt w stosunkach agencyjnych może utrudniać zarządowi zachowanie obiektywizmu w prowadzeniu rachunkowości. Sprawozdanie biegłego rewidenta podające wynik badania do wiadomości publicznej, w sposób istotny dodaje wartości sprawozdaniu, ponieważ osłabia podobne wątpliwości. Przy zagwarantowanej przejrzystości prowadzonej rachunkowości, rynki kapitałowe są bardziej skłonne inwestować w przedsiębiorstwo, a finansowe udzielać mu kredytów. W celu zbadania sprawozdania finansowego większość rewidentów wykonuje następujące czynności: (Patterson 2008, s. 38)

1. opracowanie strategii oraz planu badania, w celu zapewnienia uporządkowanego przebiegu badania,
2. zapoznanie się ze specyfiką przedsiębiorstwa i tym, jak powinno wyglądać jego sprawozdanie,
3. badanie mechanizmów kontroli wewnętrznej, w celu potwierdzenia, że system księgowy działa poprawnie,
4. określenie obszarów ryzyka wyrażenia niewłaściwej opinii, wymagających szczególnie dokładnego badania,
5. analiza wybranych transakcji, w zależności od poziomu zaufania do systemu kontroli wewnętrznej,
6. porównanie bilansowej wartości aktywów obrotowych z ich wartością rynkową i/lub ich prawdopodobną pieniężną wartością sprzedaży,
7. niezależne potwierdzenie sald przez kontrahentów i inne osoby trzecie,
8. inwentaryzacja i fizyczna weryfikacja istnienia aktywów rzeczowych metodą wrywkową,
9. ocena, czy kontynuacja działalności jest w zadowalającym stopniu zagwarantowana,
10. porównanie sprawozdania finansowego ze zdarzeniami i operacjami występującymi po dniu bilansowym,
11. analiza całego sprawozdania finansowego z punktu widzenia niezależnego użytkownika w celu zapewnienia rzetelnej prezentacji.

Wszystkie te czynności udokumentowuje się w dokumentach roboczych, które opisują kolejne etapy badania.

Rysunek 3.2. Sporządzenie sprawozdania z badania



Źródło: opracowanie własne.

W wyniku przeprowadzenia badania zgodnie z krajowymi standardami badania biegły rewident sporządza na piśmie sprawozdanie z badania zgodnie z art. 83 ustawy o biegłych rewidentach.

Sprawozdanie z badania jest formułowane w sposób jasny i jednoznaczny.

Sprawozdanie z badania zawiera:

1. nazwę i siedzibę firmy audytorskiej, która przeprowadziła badanie,
2. nazwę jednostki, której sprawozdanie finansowe podlegało badaniu,
3. wskazanie, czy przedmiotem badania było roczne sprawozdanie finansowe badanej jednostki, czy też roczne skonsolidowane sprawozdanie finansowe grupy kapitałowej,
4. wskazanie dnia bilansowego sprawozdania finansowego oraz okresów objętych sprawozdaniem finansowym podlegającym badaniu,
5. wskazanie zasad rachunkowości i sprawozdawczości finansowej zastosowanych przy sporządzeniu sprawozdania finansowego podlegającego badaniu,
6. opis zakresu badania, w tym wskazanie standardów badania, według których przeprowadzono badanie,
7. imię i nazwisko biegłego rewidenta, podpisującego sprawozdanie z badania oraz jego numer w rejestrze,
8. opinię biegłego rewidenta o tym, czy sprawozdanie finansowe przedstawia rzetelny i jasny obraz sytuacji majątkowej i finansowej oraz wyniku finansowego badanej jednostki zgodnie z mającymi zastosowanie przepisami dotyczącymi rachunkowości i sprawozdawczości finansowej, a także przyjętymi zasadami (polityką) rachunkowości,
9. opinię biegłego rewidenta o tym, czy badane sprawozdanie finansowe jest zgodne co do formy i treści z przepisami prawa, statutem lub umową,
10. opinię, czy sprawozdanie z działalności zostało sporządzone zgodnie z przepisami oraz czy jest zgodne z informacjami zawartymi w rocznym sprawozdaniu finansowym,
11. oświadczenie o tym, czy w świetle wiedzy o jednostce i jej otoczeniu uzyskanej podczas badania stwierdzono istotne zniekształcenia w sprawozdaniu z działalności, oraz wskazanie, na czym polega każde takie istotne zniekształcenie,
12. opinię, czy emitent obowiązany do złożenia oświadczenia o stosowaniu ładu korporacyjnego zawarł w tym oświadczeniu informacje wymagane zgodnie z zakresem określonym w przepisach wykonawczych wydanych na podstawie art. 60 ust. 2 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów

finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz.U. z 2019 r. poz. 623) lub regulaminach, o których mowa w art. 61 tej ustawy, a w odniesieniu do określonych informacji wskazanych w tych przepisach lub regulaminach — stwierdzenie, czy są one zgodne z mającymi zastosowanie przepisami oraz informacjami zawartymi w rocznym sprawozdaniu finansowym,

13. objaśnienia, w których biegły rewident odnosi się do spraw, na które zwrócił uwagę podczas badania, które nie powodują wydania opinii z zastrzeżeniami,

14. oświadczenie biegłego rewidenta o przypadkach istotnej niepewności w odniesieniu do zdarzeń lub uwarunkowań, które mogą rodzić zasadnicze wątpliwości co do zdolności jednostki do kontynuowania działalności,

15. stwierdzenie, że zakres badania nie obejmuje zapewnienia co do przyszłej rentowności badanej jednostki ani efektywności lub skuteczności prowadzenia spraw jednostki przez jej zarząd lub inny organ zarządzający obecnie lub w przyszłości,

16. informację o tym, czy jednostka, o której mowa w art. 49b ust. 1 ustawy z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości, sporządziła oświadczenie na temat informacji niefinansowych, o którym mowa w tym przepisie, albo odrębne sprawozdanie na temat informacji niefinansowych, o którym mowa w art. 49b ust. 9 ustawy z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości, a w przypadku jednostki korzystającej ze zwolnienia, o którym mowa w art. 49b ust. II tej ustawy — informację, czy jednostka ta ujawniła w swoim sprawozdaniu z działalności nazwę i siedzibę jednostki dominującej wyższego szczebla, sporządzającej oświadczenie lub odrębne sprawozdanie grupy kapitałowej na temat informacji niefinansowych, które obejmie tę jednostkę i jej jednostki zależne każdego szczebla,

17. inne elementy, które biegły rewident uzna za konieczne,

18. podpis biegłego rewidenta i datę sporządzenia sprawozdania z badania.

Przepisów pkt 10 i 11 nie stosuje się do oświadczenia na temat informacji niefinansowych, o którym mowa w art. 49b ust. ustawy z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości i odrębnego sprawozdania na temat informacji niefinansowych, o którym mowa w art. 49b ust. 9 tej ustawy.

Opinia, w zakresie, o którym mowa w pkt 8 i 9, może być opinią bez zastrzeżeń, z zastrzeżeniami lub negatywną. W przypadku gdy biegły rewident nie jest w stanie

wyrazić opinii o badanym sprawozdaniu finansowym, sprawozdanie z badania zawiera odmowę wydania opinii.⁶⁴

W sprawozdaniu z badania, o którym mowa w ust. 1, należy ponadto zamieścić:

- 1) opinię, czy badane sprawozdanie finansowe zostało sporządzone na podstawie prawidłowo prowadzonych ksiąg rachunkowych,
- 2) uzasadnienie wydania opinii z zastrzeżeniami, wydania opinii negatywnej albo odmowy wydania opinii przez biegłego rewidenta, wraz z opisem skutków zniekształceń będących powodem takiej opinii albo odmowy jej wydania,
- 3) informację o niedopełnieniu przez badaną jednostkę. do dnia sporządzenia sprawozdania z badania, obowiązku złożenia do właściwego rejestru sądowego, a w stosownych przypadkach także do ogłoszenia . sprawozdania finansowego za rok lub lata poprzedzające rok obrotowy,
- 4) informację o stwierdzonym podczas badania istotnym naruszeniu prawa, statutu lub umowy spółki mającym wpływ na sprawozdanie finansowe.

Biegli rewidenci muszą czasem opierać się znacznej presji ze strony zarządu przedsiębiorstwa, który może mieć naturalną skłonność do upiększania wyników zwłaszcza jeśli sytuacja jest niepomyślna. W takich przypadkach rewident może zastosować jedną z dwóch możliwych sankcji: odmówić wydania „czystej ” opinii z badania (wydać opinię z zastrzeżeniami, zrzec wyrażenia opinii lub wyrazić opinię negatywną), albo zrezygnować z pełnienia funkcji biegłego rewidenta przedsiębiorstwa. Ponieważ badanie sprawozdań finansowych jest dla rewidentów źródłem dochodów, istnieje duża pokusa kompromisu. Powoduje to, że wielu użytkowników preferuje badania sygnowane przez duże, międzynarodowe firmy księgowe (patrz Wielka Czwórka), ponieważ z jednej strony muszą one dbać o swoją reputację, a z drugiej są niezależne, gdyż posiadając wielu klientów są mniej uzależnione od któregośkolwiek z nich.

Sprawozdanie z badania sprawozdania finansowego bez zastrzeżeń to opinia biegłego rewidenta poświadczająca bez zastrzeżeń sprawozdanie finansowe przedsiębiorstwa w sposób dokładny i rzetelny przedstawia jego sytuację majątkową i finansową oraz wynik finansowy. Aby opinia taka mogła zostać wydana, przedsiębiorstwo musi spełnić cztery następujące kryteria:

⁶⁴ Art. 83 ust. 5 zmieniony ustawą z dnia 19.07.2019 r. (Dz.U. 2019 r, poz. 1571), która wchodzi w życie 1.01.2020 r.

1. sprawozdanie finansowe musi być sporządzone zgodnie z zasadą ciągłości (aby ich odbiorcy nie zostali wprowadzeni w błąd przez fałszywe porównania),
2. księgi muszą być prowadzone zgodnie z obowiązującymi standardami rachunkowości,
3. wszystkie istotne transakcje muszą być w pełni ujawnione,
4. sprawozdanie finansowe powinno przedstawiać „prawidłowy i rzetelny obraz przedsiębiorstwa, odzwierciedlający istotę jego działalności gospodarczej.

Większość sprawozdań finansowych uzyskuje opinie bez zastrzeżeń. Ponieważ podstawowym celem ich badania jest upewnienie użytkowników (banków i inwestorów) o ich rzetelności, zarząd generalnie stosuje się do zaleceń biegłego rewidenta, mimo pokus do kamuflowania niekorzystnych faktów.

Modyfikowana opinia z badania sprawozdania finansowego, umożliwia biegłemu rewidentowi naświetlenie pewnego aspektu sprawozdania finansowego bez naruszenia istoty całej opinii. Klauzula zawierająca objaśnienie może się znaleźć zarówno w opinii bez zastrzeżeń, jak i z zastrzeżeniami. Zazwyczaj naświetla ona zawarte w informacji dodatkowej istotne zagadnienie, które w przeciwnym razie mogłoby umknąć uwadze czytelników. W przypadku „czystej opinii z badania, podkreślenie dyskusyjnej kwestii sprowadza się do stwierdzenia: „Zbadane sprawozdanie finansowe jest rzetelne pod każdym względem, ale zważając na okoliczności (tu wyszczególnienie), zwracamy uwagę czytelników na zastępujący punkt informacji dodatkowej, z którym radzimy uważnie się zapoznać”. Klauzula zawierająca objaśnienie w opinii z badania sprawozdania finansowego ma chronić przed sytuacjami, w których wymogi dotyczące ujawniania informacji wypełniane są zgodnie z literą, ale nie z duchem standardów rachunkowości. Istotne jest jednak, aby zarówno biegli rewidenci, jak i użytkownicy sprawozdań finansowych nie traktowali takiej klauzuli jako domniemanej, czy „łagodnej” formy wyrażenia zastrzeżeń. Jeśli biegli rewidenci mają zastrzeżenia co do rzetelności sprawozdania, wydadzą po prostu opinię z zastrzeżeniami.

Sprawozdanie z zastrzeżeniem to wystawiona przez biegłego rewidenta opinia, wyrażająca zastrzeżenia co do niektórych istotnych aspektów sprawozdania finansowego. Zastrzeżenia te dotyczyć mogą rzetelnej prezentacji, ciągłości stosowanych metod, należytego ujawniania informacji lub przestrzegania standardów rachunkowości. Opinia z zastrzeżeniem wyraża określone obiekcje wobec sprawozdania finansowego, które pod innymi względami za poprawne. W przypadku natomiast poważniejszych wątpliwości,

biegły rewident może zrzec się wydania opinii lub wydać negatywną opinię. Zastrzeżenia do opinii pojawić się mogą w dwóch następujących przypadkach:

- w przypadku, gdy istnieje możliwe do przyjęcia ograniczenie zakresu przeprowadzonego przez biegłego rewidenta badania (jeżeli ograniczenie to jest szersze, biegły rewident zrzeka się wydania opinii),
- w przypadku, gdy między biegłym rewidentem a zarządem występuje różnica zdań odnośnie do stosowanych zasad rachunkowości, prezentacji sprawozdania finansowego lub ujawniania informacji (gdyby konflikt był bardziej znaczący, rezultatem byłoby wydanie negatywnej opinii z badania).

Opinie z zastrzeżeniem są stosunkowo rzadkie, ponieważ celem badania sprawozdania finansowego jest uzyskanie opinii „czystej”, zapewniającej rynki kapitałowe o rzetelności przekazywanych im informacji. Wystawienie opinii z zastrzeżeniem jest jedną z najostrzejszych sankcji wobec zarządu, jeżeli ten stara się „upiększyć rzeczywistość” zniekształcając faktyczne wyniki przedsiębiorstwa,

Zgodnie z MSB 450 definicja zniekształcenia to „różnica między klasyfikacją, prezentacją lub ujawnieniem pozycji przedstawianego sprawozdania finansowego a kwotą, klasyfikacją, prezentacją lub ujawnieniem, które są wymagane, aby pozycja była zgodna z mającymi zastosowanie ramowymi założeniami sprawozdawczości finansowej”.

Przykłady powstania istotnego zniekształcenia w sprawozdaniu finansowym:

- nieodpowiedniość wybranych zasad (polityki) rachunkowości
- stosowanie wybranych zasad (polityki) rachunkowości,
- odpowiedniość i wystarczalność ujawnień w sprawozdaniu finansowym.

Audyt sprawozdań finansowych może mieć charakter dobrowolny bądź obligatoryjny. Podmiotem badania są wszystkie jednostki gospodarcze prowadzące księgi rachunkowe w rozumieniu ustawy z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości.

Rozdział IV

Rola audytu finansowego w przejęciach we współczesnych systemach społecznych

4.1. Audyt finansowy w spółce publicznej

Rolą audytora jest ograniczenie ryzyka wynikającego z dostarczenia niewłaściwych lub mających niską jakość informacji wspomagających procesy decyzyjne inwestorów. Audytor finansowy — jako niezależna jednostka — ocenia przedłożone przez zarządzających informacje o projekcie inwestycyjnym w celu upewnienia się, czy informacje te zostały przygotowane zgodnie z zasadami sztuki, czyli przyjętymi standardami rachunkowości. Istnieją co najmniej cztery powody, które wyjaśniają naturalne zapotrzebowanie na audyt finansowy przez niezależną jednostkę (Dobija 2014, s. 18):

1. zarządzający przedsiębiorstwem mogą zachowywać się niedbale lub niewłaściwie, jeśli nie będą podlegali niezależnej ocenie. świadomość, że ich działania będą przedmiotem oceny przez audytora finansowego, może zmotywować zarządzających do uczciwego zachowania i wytężonej pracy,

2. wielu interesariuszy organizacji (a nie tylko inwestorzy) nie ma wystarczającej wiedzy, aby samodzielnie ocenić jakość dostarczonych informacji. audyt finansowy ma na celu dokonanie takiej oceny w produktywny i efektywny sposób,

3. miarodajne informacje mogą przyczynić się do zmniejszenia postrzeganego przez inwestorów ryzyka, a zatem mogą wpłynąć na zmniejszenie się kosztu kapitału,

4. dostarczyciele kapitału (inwestorzy i kredytodawcy) chcą mieć pewność, że udostępnione im informacje są wolne od błędów i oszustw. Audytor dostarcza takiego zapewnienia na określonym poziomie istotności,

Zapotrzebowanie na usługi audytorskie wynika zatem z działających sił rynku, natury ludzkiej i potrzeby podejmowania świadomych decyzji oraz ma na celu ograniczenie ryzyka wykorzystania w procesie podejmowania decyzji inwestycyjnych niemiarodajnych informacji,

Audyt ma być gwarancją, że dostarczony produkt rachunkowości w postaci sprawozdania finansowego jest dobry. Na podstawie zweryfikowanych i potwierdzonych informacji ujętych w sprawozdaniu finansowym inwestorzy mogą

podejmować decyzje obciążone mniejszym ryzykiem, a więc pewniejsze i bardziej efektywne. Potrzeba audytu wynika więc z konieczności (Gabrusewicz 2010, s. 14):

- zapewnienia bezpieczeństwa obrotu gospodarczego,
- zagwarantowania bezpieczeństwa lokat kapitałowych,
- minimalizacji ryzyka działalności jednostek gospodarczych.

W literaturze przedmiotu stosuje się także różne określenia opisujące praktyki audytu finansowego. Należą do nich: audyt, auditing, audyt sprawozdań finansowych, rewizja sprawozdań finansowych, badanie sprawozdań finansowych, badanie ksiąg rachunkowych, audyt finansowy, audyt zewnętrzny, audyt wewnętrzny, usługa atestacyjna. Niewątpliwie najszerzszymi pojęciami są audyt i auditing. Audyt jest wymagany wówczas, gdy niezbędne staje się dokonanie rozrachunku — złożenie sprawozdania z podejmowanych działań. W tym sensie audyt jest praktyką ograniczającą ryzyko wynikające z prowadzenia działalności. Audyt finansowy zaś jest praktyką kontrolną ograniczającą ryzyko pojawienia się nieprawidłowości w informacjach finansowych przekazywanych przez zarządzających inwestorom i innym zainteresowanym stronom.

Można uznać za Gabrusewiczem (2010, s.15), że audyt finansowy jest tożsamy z określeniem „audyt sprawozdań finansowych” oraz z terminami „rewizja finansowa” i „rewizja sprawozdań finansowych” (choć odniesienie do słowa „rewizja” wskazuje bezpośrednio na charakter kontrolny czynności wchodzących w zakres rewizji). Podobnie Pfaff (2007) utożsamia „audyt zewnętrzny” z pojęciem „rewizji finansowej”. „Badanie i przegląd sprawozdań finansowych”, które można uznać za element audytu finansowego, choć do innych czynności audytu finansowego można zaliczyć, za Pfaffem, także inne usługi atestacyjne, które mogą mieć charakter uzgodnionych procedur dotyczących informacji finansowych i ich kompilacji. Krzywdą (2012) wskazuje na występującą różnicę między audytem finansowym a badaniem sprawozdań finansowych (ksiąg rachunkowych). Audyt finansowy jest czynnością szerszą, obejmuje bowiem nie tylko badanie, ale także propozycje niezbędnych korekt informacji w nim zawartych oraz przygotowanie sprawozdania audytora zawierającego opinię o badanych sprawozdaniach finansowych.

Przystępując do objaśnienia istoty audytu, należy stwierdzić, iż polskie prawo bilansowe nie stosuje ani terminu „audyt”, ani też terminu „rewizja sprawozdań finansowych” tylko termin „badanie sprawozdań finansowych”. Rozdział 7 ustawy o

rachunkowości jest zatytułowany „Badanie i ogłaszanie sprawozdań finansowych”. W rozdziale tym określa się, które jednostki podlegają badaniu, kto bada sprawozdanie finansowe i co jest celem badania. Można więc przyjąć, iż termin „badanie sprawozdań finansowych” jest terminem zbliżonym do terminów „audyt” i „rewizja sprawozdań finansowych”.

Ujmując bardziej szczegółowo istotę audytu, należy stwierdzić, iż jest on usystematyzowanym i zorganizowanym, profesjonalnym badaniem (sprawdzeniem) przez niezależnych specjalistów zewnętrznych z dziedziny rachunkowości sprawozdań finansowych przedsiębiorstw oraz ksiąg rachunkowych, na których podstawie sprawozdania te zostały sporządzone, wraz z wydaniem opinii z przeprowadzonego badania. Uprawnionymi do przeprowadzania tu są biegli rewidenci.

W podobny sposób istotę audytu ujmuje Patterson; zdaniem tego autora audyt jest elementem nadzoru właścicielskiego, obejmującego weryfikację dokładności, zgodności ze standardami rachunkowości, rzetelności i spójności sprawozdania finansowego przez niezależnego biegłego rewidenta. (Patterson 2008, s. 38)

Istotnym problemem jest jednak skłonność (lub brak zainteresowania) zarządzających do dzielenia się informacjami o dokonaniach firmy, ich cele bowiem mogą być rozbieżne z celami akcjonariuszy. Bezpośrednie monitorowanie działań zarządzających ze strony akcjonariusza nie jest możliwe, zarządzający mają możliwość wpływania na system rachunkowości przez uznaniowy charakter pewnych transakcji. W konsekwencji akcjonariusz nie ma pewności co do tego, czy wszystkie informacje zostały mu przekazane, oraz co do jakości dostarczonych mu informacji w sprawozdaniach finansowych. Gdy pojawia się brak zaufania między właścicielem a zarządzającym oraz gdy koszty monitorowania działań zarządzających i jakości sprawozdań finansowych stają się istotne, zatrudnia się audytora finansowego. (Dobija 2014, s. 21)

W praktyce życia gospodarczego audyt finansowy ukierunkowany jest na spółki oferujące akcje w obrocie publicznym ze względu na ich szczególne znaczenie w gospodarce oraz występującą znaczną asymetrię informacji pomiędzy zarządzającymi a pozostałymi uczestnikami organizacji. Wprowadzane regulacje dotyczące audytu finansowego, w tym obowiązek jego dokonywania w spółkach zaufania publicznego,

miały na celu ochronę inwestorów dokonujących transakcji na rynkach kapitałowych.⁶⁴ Nie oznacza to, że z usług audytora finansowego nie mogą korzystać też inne organizacje. W każdym przypadku brak zaufania między uczestnikami organizacji może być powodem zatrudnienia audytora finansowego.

Zarządzający przygotowują sprawozdania finansowe i odpowiadają za ich jakość. Są odpowiedzialni za przyjętą politykę rachunkowości oraz za funkcjonowanie efektywnych mechanizmów kontroli wewnętrznej. Palepu et al. (2007, s. 9) wskazują, że zarządzający mają skłonność do przedstawiania bardziej optymistycznych informacji o firmie, niż to wynika ze stanu faktycznego.

W ostatnim dwudziestoleciu dokonały się istotne zmiany w zakresie audytu finansowego. W odniesieniu do audytów finansowych podejmowano zmiany z intencją zwiększania zaufania zarówno do profesji audytorów, jak i samego audytu finansowego. Przewiduje się, że reformy odniosły skutek, warto jednak zwrócić uwagę na kilka wezwań stojących przed audytorami. Pierwsze wyzwanie to możliwość dokonania oceny modelu biznesowego opartego na istotnym ryzyku. W przypadku przedsiębiorstw których funkcjonowanie opiera się na skomplikowanych modelach biznesowych, może pojawić się trudność dotycząca wyrażenia opinii o ciągłości działania jednostki ze względu na występujące liczne i istotne ryzyka, jakimi te modele są obarczone. Standardy sprawozdawczości finansowej nakładają na zarządzających obowiązek oceny zdolności jednostki do kontynuacji działalności. Osąd dotyczy m.in. skutków zdarzeń przyszłych, dlatego ocenie towarzyszy niepewność.

Zgodnie z niektórymi standardami audytu finansowego, w tym MSRF, zadaniem audytora finansowego jest uzyskanie dowodów zasadności przyjętego osądu przez zarządzających o kontynuacji działalności oraz oceny ryzyk, które mogą budzić wątpliwości co do zdolności firmy do kontynuowania działania. Pojawiają się głosy, że

⁶⁴ Szczegółowe obowiązki zostały natomiast nałożone na biegłych rewidentów oraz firmy audytorskie przeprowadzające badania ustawowe jednostek zainteresowania publicznego. Wynikają one z rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 537/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. sprawie szczegółowych wymogów dotyczących ustawowych badań sprawozdań finansowych jednostek interesu publicznego, uchylające decyzję Komisji 2005/909/WE (Dz.U. UE. 2014.158.77), które stosuje się bezpośrednio w polskim porządku prawnym. W art. 11 ust. 1 w zw. z ust. 2 pkt i) przedmiotowego aktu prawnego nakłada się obowiązek, aby biegli rewidentzi lub firmy audytorskie przeprowadzające ustawowe badania jednostek interesu publicznego składali sprawozdanie dodatkowe dla komitetu ds. audytu badanej jednostki, w którym zgłaszają i wyjaśniają osądy dotyczące stwierdzonych w trakcie badania zdarzeń lub okoliczności mogących wzbudzić poważne wątpliwości co do tego, czy jednostka jest zdolna do kontynuowania swojej działalności, oraz ustalają, czy te zdarzenia lub okoliczności stanowią istotną niepewność. Ponadto mają obowiązek przedstawić w formie podsumowania wszystkie gwarancje, listy poświadczające, zobowiązania do interwencji publicznej oraz inne środki wsparcia, które uwzględniono przy ocenie zdolności jednostki do kontynuowania działalności. Jednocześnie w art. 12 tego rozporządzenia nakłada się na biegłych rewidentów oraz firmy audytorskie obowiązek zgłoszenia do właściwych organów nadzorujących tę jednostkę interesu publicznego w przypadkach określonych przez dane państwo członkowskie, do właściwego organu odpowiedzialnego za nadzór nad biegłym rewidentem lub firmą audytorską, wszelkich informacji dotyczących danej jednostki interesu publicznego, uzyskanych podczas przeprowadzania badania ustawowego, które mogą spowodować istotne zagrożenie lub wątpliwości dotyczące kontynuacji funkcjonowania jednostki interesu publicznego.

wymaganie, by audytor finansowy stwierdził, iż założenia ciągłości działania są zasadne, prowadzi do nadmiernych oczekiwań co do możliwości sporządzenia przez niego wiarygodnej opinii w tym zakresie. Te nadmierne oczekiwania przyczyniają się także do zwiększenia luki oczekiwań.

Drugie istotne wyzwanie jest związane z modelami w sprawozdawczości finansowej. Zmiany w sprawozdawczości finansowej spowodowały zmianę w dominującym modelu wyceny składników aktywów i pasywów jednostki. Koszt historyczny korygowany przez zasadę ostrożnej wyceny został zastąpiony wartością godziwą. Jak wiadomo wycena według wartości historycznych opiera się na cechach historycznych powstałych w procesie wymiany rynkowej w momencie zawarcia transakcji. Uważa się zatem, że wykorzystywanie wartości historycznych może przyczynić się do ujęcia w sprawozdawaniu zaniżonych wartości składników majątkowych, zwłaszcza w przypadkach, gdy upłynął dłuższy czas od momentu zawarcia transakcji. Alternatywą wyceny według kosztu historycznego jest natomiast wycena według wartości bieżących. (Dobija 2014, s. 159)

W modelowym ujęciu wartość godziwa to cena, którą by uzyskano ze sprzedaży składnika majątkowego (lub zapłacono) w warunkach normalnej transakcji rynkowej dokonanej między uczestnikami rynku w dniu bilansowym. Jeśli zatem na rynku dostępne są aktualne ceny identycznych aktywów i zobowiązań, to właśnie one powinny być wykorzystane do wyceny zasobów organizacji. Jeśli zbioru cen identycznych aktywów nie można zaobserwować na aktywnych rynkach, to można się posłużyć cenami podobnych aktywów.

Sama wycena zasobów majątku i kapitałów spółki, bez względu na przyjęty model wyceny, może stanowić wyzwanie dla audytorów finansowych, ponieważ oba modele niosą z sobą ryzyko błędu w wycenie. W przypadku zastosowania modelu wyceny opartego na wartości godziwej pojawia się ryzyko błędu wyceny wynikającego z niewłaściwych parametrów przyjętych do wyceny danego składnika. W przypadku wyceny według kosztu historycznego występuje ryzyko pojawienia się błędu wyceny wynikającego z wahań cen.

Można także przyjąć, że audyt finansowy jest praktyką społeczną pozwalającą wnikać, dostrzec i ocenić, jak dane społeczeństwo zostało zorganizowane, oraz dostarczającą informacji o poziomie rozrachunku i przejrzystości działań społeczno-ekonomicznych. Audyt finansowy od początku XX w. stał się uznaną i regulowaną

formą rozwiązywania problemów związanych z brakiem możliwości bezpośredniej obserwacji działań podejmowanych przez inne grupy społeczne. Formy regulacji wraz z upływem czasu ulegały przeobrażeniom. Obecnie audyt finansowy jest instytucją silnie uregulowaną. Na jego kształt wpływają nie tylko normy społeczne i rozwiązania prawne poszczególnych społeczności (państw), lecz także transnarodowe instytucje i międzynarodowe firmy audytorskie, przyczyniając się m.in. do wspólnego habitusu⁶⁵ audytów finansowych, bez względu na miejsce ich przeprowadzania.

Audyt finansowy można zatem rozumieć jako mechanizm kontroli społecznej w procesie rozrachunku zarządzających z interesariuszami organizacji. Nie jest więc zaskakujące, że wprowadzane zmiany i reformy ładu korporacyjnego skutkują najczęściej zmianami oraz reformami w systemie audytu finansowego (Iwanowicz 2019). Ład korporacyjny w tym ujęciu jest rozumiany szeroko — jako system, który równoważy oczekiwania członków organizacji i ich samolubne zachowania. Utrzymanie systemu ładu korporacyjnego w równowadze nie jest zadaniem łatwym. Każda zmiana oczekiwań lub zachowania członków organizacji wytrąca system ze stanu równowagi. Aby zachować stan równowagi, muszą zostać zachowane właściwe proporcje między regulacjami prawnymi, silami rynku oraz normami społecznymi obowiązującymi w danym społeczeństwie. W razie braku równowagi w systemie ładu korporacyjnego podejmowane są działania zmierzające do jej przywrócenia. Jedno z takich działań naprawczych stanowią zmiany prowadzące do zwiększenia skuteczności i efektywności podstawowych narzędzi kontroli w ładzie korporacyjnym – audytu finansowego i sprawozdawczości finansowej.⁶⁶

Znaczenie audytu w gospodarce rynkowej jest duże. Można je rozpatrywać z różnych punktów widzenia. Na znaczenie audytu inaczej z pewnością patrzy jednostka, której sprawozdanie finansowe jest poddawane weryfikowaniu przez audytora. Jeszcze inaczej ocenia audyt sprawozdania finansowego bank, inwestor czy akcjonariusz. Spółka publiczna oczekuje przede wszystkim potwierdzenia, czy sprawozdanie finansowe jest sporządzone i czy prawidłowo odzwierciedla operacje gospodarcze w obszarze sprawozdawczym. Pozytywny rezultat audytu to wielka satysfakcja dla zarządu przedsiębiorstwa, a przede wszystkim dla służby księgowej, która jest bezpośrednio zaangażowana w bieżącą ewidencję działalności gospodarczej i jej podsumowanie zawarte w sprawozdaniu finansowym. Odbiorcy zewnętrzni traktują

⁶⁵ Źródła wiarygodnej i rzetelnej sprawności

⁶⁶ Szerzej omawia to rozdział 1.2.

audyt jako wyraz bezpieczeństwa w zawieraniu kontraktów handlowych, podpisywaniu umów, lokowaniu kapitału itp. Uważają oni audyt za czynnik minimalizacji ryzyka operacyjnego i finansowego.

Zastanawiającym rezultatem badań jest brak wpływu jakości audytu na jakość wyników finansowych. Może on wynikać ze wskazywanej przez L. Gaynor i in. (2016) trudności rozdzielenia jakości sprawozdania finansowego i jakości audytu lub z niedoskonałości zastosowanej zmiennej odwzorowującej jakość audytu (przeprowadzenia audytu przez spółki z „Wielkiej Czwórki”). Wyniki moich badań potwierdziły istnienie ujemnej zależności między negatywną opinią wydaną przez biegłego rewidenta (lub opinią z zastrzeżeniem) a słabą jakością informacji o wynikach finansowych. Spółki, w których audytor wykazał istnienie istotnych zastrzeżeń, mają słabszą jakość sprawozdań finansowych mierzonych za pomocą wielkości nietypowych składników memoriałowych. Rezultat taki potwierdza zasadność badania sprawozdań finansowych z punktu widzenia uzyskiwania pożądanych cech wyników finansowych.

Sprawozdanie finansowe oraz ich audyt finansowy są wzajemnie powiązane. Dla obserwatorów zewnętrznych najczęściej widoczna jest słaba jakość zarówno SF jak i audytu. Dobra pierwotna jakość informacji w sprawozdaniach finansowych często nie pozwala na dostrzeżenie słabej jakości audytu (nie ma czego poprawiać w ramach badania sprawozdania). Słaba jakość informacji służących do sporządzenia sprawozdania finansowego może być częściowo skorygowana przez dobrą jakość audytu i również może nie być obserwowalna dla użytkowników raportów rocznych.

W większości rozważań teoretycznych i badań nad tą zależnością jest przyjmowana i konfirmowana hipoteza o pozytywnym wpływie rewizji finansowej na jakość informacji o wynikach finansowych. Audytorzy mogą zmniejszyć prawdopodobieństwo wystąpienia błędów przez ich wychwycenie i poprawienie lub poinformowanie akcjonariuszy o możliwości ich wystąpienia. Siła tego pozytywnego wpływu uzależniona jest od takich czynników, jak poziom doświadczenia, zaangażowania i wiedzy specjalistycznej audytorów, jak również od ich niezależności. Część badaczy stawia również hipotezę o pozytywnym wpływie jakości sprawozdań na jakość audytu. Duże firmy audytorskie nie podejmują się badania podmiotów o wątpliwej jakości sprawozdania finansowego ze względu na ryzyko bycia pozwany i utraty reputacji.

W obszarze jakości informacji niefinansowych znaczenie audytu jest obecnie mniejsze, ponieważ w większości przypadków audytorzy nie badają sprawozdań z działalności czy innych raportów niefinansowych, analizując dokumenty pierwotne, jak w przypadku sprawozdań finansowych, tylko sprawdzając zgodność sprawozdań z działalnością ze sprawozdaniami finansowymi i regulacjami prawnymi.

4.2. Cele i funkcje audytu finansowego w spółkach publicznych

Spośród wielu działań kontrolnych wykazywanych w spółkach publicznych, na szczególną uwagę zasługuje audyt (rewizja) sprawozdań finansowych. Rewizja ta, oceniając przeszłość, dąży w sposób naturalny również do tego, aby usprawniać działalność bieżącą spółki, poprawić ją i udoskonalić, sprawić, aby przychody i wyniki finansowe były wyższe od wzrostu kosztów.

Zgodnie z Międzynarodowym Standardem Rewizji Finansowej 200 „Przy przeprowadzaniu badania sprawozdania finansowego ogólnymi celami biegłego rewidenta są:

a) uzyskanie racjonalnej pewności czy sprawozdanie finansowe jako całość nie zawiera istotnego zniekształcenia niezależnie od tego, czy zostało ono spowodowane oszustwem lub błędem, wskutek czego umożliwi to biegłemu rewidentowi wyrażenie opinii o tym, czy sprawozdanie finansowe zostało, we wszystkich aspektach, sporządzone zgodnie z mającymi zastosowanie ramowymi założeniami sprawozdawczości finansowej,

b) sporządzenie sprawozdania na temat sprawozdania finansowego i przekazanie stosownie do wymogów informacji zgodnych z wnioskami biegłego rewidenta⁶⁷.

Warto również przytoczyć par. 2 KSB 230, aby podkreślić dlaczego dokumentacja badania spełnia tak kluczową rolę dla prawidłowości poświadczenia wykonania badania:

„Dokumentacja badania, która spełnia wymogi niniejszego standardu i specyficzne wymogi dotyczące dokumentacji określone w innych stosownych MSB zapewnia:

- (a) dowody będące podstawą wniosku biegłego rewidenta o osiągnięciu podstawowych celów biegłego rewidenta oraz

⁶⁷ Zwroty, dla wyrażenia tej opinii to: „przedstawia prawdziwy i wiarygodny obraz”(give a true and fair view”) lub „przedstawia wiarygodnie (uczciwie, rzetelnie), we wszystkich istotnych aspektach” (present fairly, in all material respects), które są zwrotami równorzędnymi.”[Międzynarodowe Standardy Rewizji Finansowej 1996 s. 39]

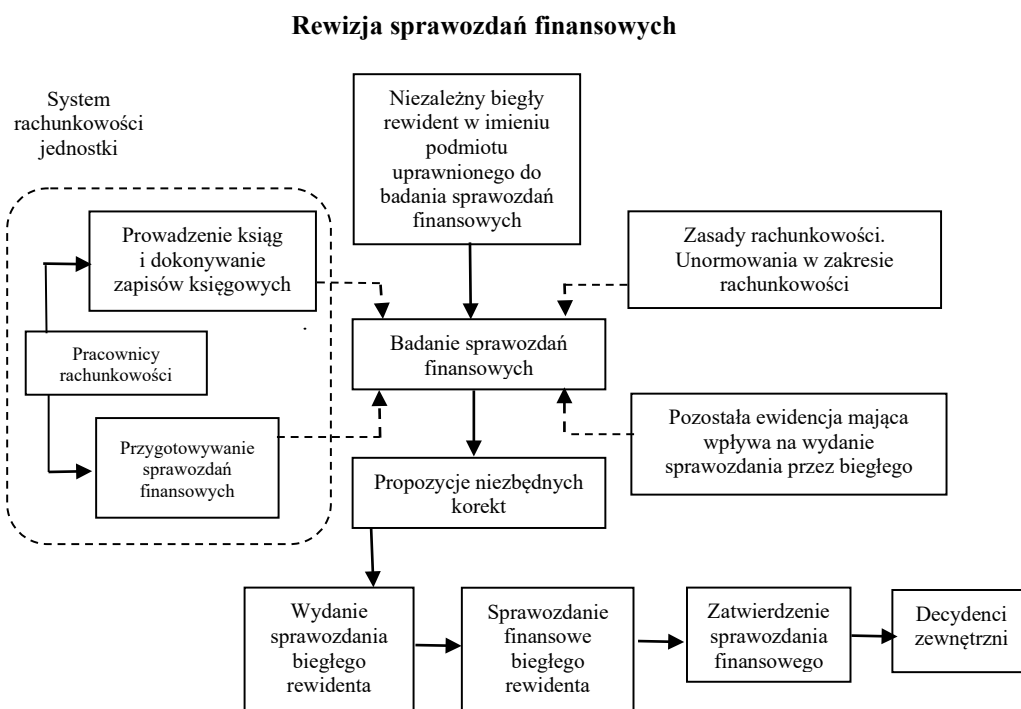
- (b) dowody na to, że badanie zostało zaplanowane i przeprowadzone zgodnie z MSB i mającymi zastosowanie wymogami prawnymi i regulacyjnymi. "

Zgodnie z art. 65 Ustawy o rachunkowości celem badania sprawozdania finansowego jest wyrażenie przez biegłego rewidenta pisemnej opinii o tym, czy sprawozdanie finansowe jest zgodne z zastosowanymi zasadami (polityką) rachunkowości oraz czy rzetelnie i jasno przedstawia sytuację majątkową i finansową, jak też wynik finansowy badanej jednostki.

Aby wyrazić opinię biegłego rewidenta, a więc podmiotu charakteryzującego się niezależnością, należy przestrzegać również wymogów etycznych związanych z badaniem sprawozdań finansowych. Wymogi te zawarte są w części A oraz B Kodeksu Etyki Zawodowych Księgowych IFAC oraz w MSRF 220., który identyfikuje podstawowe zasady etyki zawodowej, a więc spełnianie muszą być wymogi kontroli jakości przez podmiot uprawniony do badania sprawozdań finansowych (Garstka 2009, s. 21)

Nadanie sprawozdaniom finansowym atrybutu wiarygodności wymaga ich zbadania i wydania stosownej do wyników badania opinii. Temu celowi służy rewizja sprawozdań finansowych, którą można określić jako sprawdzenie lub badanie dokonane przez niezależnych biegłych rewidentów (ekspertów w zakresie rachunkowości) całości sprawozdań finansowych, zapisów księgowych oraz innej, pomocniczej ewidencji wewnątrz i na zewnątrz jednostki [Meigs i in. 1989, s. 4], co w sposób graficzny przedstawiono na rysunku 4.1.

Rysunek 4.1.



Źródło: Rewizja sprawozdań finansowych (red. Krzywda) SKwP, Warszawa 2012, s. 14

Istotnym elementem przytoczonej definicji jest zwrócenie uwagi na niezależność biegłych rewidentów od jednostki, której sprawozdanie podlega badaniu, co stanowi zasadniczy warunek wiarygodności wydanej opinii. W definicji rewizji sprawozdań finansowych zwraca się często uwagę na jej systemowy charakter.

W tym nurcie rewizja sprawozdań finansowych określana jest (według KSB 200) jako „systemowe badanie”, polegające na tym, aby biegły rewident posługiwał się zawodowym osądem oraz zachowywał zawodowy sceptycyzm podczas planowania i przeprowadzania badania oraz między innymi:

- zidentyfikował i oszacował ryzyka istotnego zniekształcenia spowodowanego oszustwem lub błędem w oparciu o zrozumienie jednostki i jej otoczenia, w tym jej kontroli wewnętrznej,
- zgromadził wystarczające i odpowiednie dowody badania dotyczące występowania ewentualnych istotnych zniekształceń, poprzez zaprojektowanie i wdrożenie reakcji odpowiednich do oszacowanego ryzyka,
- sformułował opinię na temat sprawozdania finansowego na podstawie wniosków wyciągniętych z uzyskanych dowodów badania.

Rewizja sprawozdań finansowych określana jest badaniem sprawozdań finansowych i stanowi część rewizji finansowej. W aktualnym stanie prawnym przez czynności rewizji finansowej rozumie się badanie, przegląd sprawozdań finansowych lub inne usługi poświadczające, o których mowa w odrębnych przepisach lub standardach rewizji finansowej [Ustawa z 11.05.2017, poz. 1421].

Historia rewizji sprawozdań finansowych zwanej też audytem, sięga połowy XIX wieku i wiąże się z powstaniem spółek z ograniczoną odpowiedzialnością, a także ze wzrostem rozmiarów działalności gospodarczej i związanej z tym konieczności oddzielenia funkcji właściciela od funkcji zarządzania. Wymagało to regularnego sporządzania raportów skierowanych od zarządów do właścicieli [Myddelton 1996, s. 35].

Za początek profesjonalnej rewizji sprawozdań finansowych (audytu) przyjmuje się zwykle 1862 r., kiedy uchwalono w Wielkiej Brytanii ustawę o spółkach „British Companies Act”. Ustawa ta zawierała przepisy porządkujące i standaryzujące system rachunkowości spółek, w celu sporządzania raportów finansowych o odpowiedniej jakości i przeciwdziałania oszustom. Wskazano w niej na potrzebę niezależnego przeglądu ksiąg rachunkowych. Posiadając najstarsze uregulowania prawne dotyczące badania sprawozdań (raportów) finansowych, Wielka Brytania uważana jest za miejsce powstania rewizji sprawozdań finansowych oraz zawodu biegłego rewidenta. W 1854 r. na mocy przywileju królewskiego powstało w Edynburgu Stowarzyszenie Księgowych, uprawnione do nadawania tytułu biegłego księgowego (*chartered accountant*). W 1880 r. powstał Instytut biegłych Księgowych Irlandii. W zmianach British Companies Act dokonywanych od początku XX wieku widoczna jest tendencja do zwiększania zakresu informacji ujawnionych w rocznych sprawozdaniach finansowych spółek. Powodowało to konieczność ciągłego rozwoju rewizji tych sprawozdań [Hendriksen, Breda 2002, s. 66-68].

Rewizję sprawozdań finansowych w Polsce usankcjonowały przepisy wprowadzone na mocy rozporządzenia Prezydenta Rzeczypospolitej z 22 marca 1928 r. – Prawo o spółkach akcyjnych [Dz.U. RP 1928, poz. 383]. Zgodnie z art. 7 tego rozporządzenia, biegli rewidentzi powinni badać sprawozdanie założycieli spółki akcyjnej, a według art. 89 corocznie bilans, rachunek zysków i strat oraz sprawozdanie zarządu spółki. Biegłych rewidentów wyznaczał sąd rejestrowy z listy przedstawionej przez Izbę Przemysłowo-Handlową, na mocy rozporządzenia Ministra Przemysłu i

Handlu z 14 grudnia 1928 r. o układaniu i przedstawianiu przez izby przemysłowo-handlowe sądom (sędziom) rejestrowym list zawierających spis biegłych rewidentów[MP 1928, poz. 720]. Uregulowanie to przejął następnie Kodeks Handlowy z 1934 r.⁶⁸

W procesie transformacji gospodarki polskiej z modelu nakazowego do modelu rynkowego konieczne stało się dostosowanie regulacji prawa o rachunkowości i rewizji sprawozdań finansowych do potrzeb gospodarki rynkowej, a w szczególności wzrostu zainteresowania realnymi wynikami ekonomicznymi jednostek gospodarczych oraz napływu inwestorów zagranicznych, traktujących rewizję sprawozdań finansowych jako jeden ze sposobów sprawowania kontroli nad jednostkami, w które zainwestowali.⁶⁹

Istota i cele rewizji (audytu) wyznaczają jej funkcje. Do podstawowych funkcji audytu zalicza się [Pfaff 2007, s. 650; Fedak 1996, s. 41](Andrzejewski 2012):

- funkcję kontrolną,
- funkcję informacyjną,
- funkcję atestacyjną (uwierzytelniającą).

Podstawową funkcją audytu jest funkcja kontrolna. Jest ona funkcją pierwotną wobec dwóch pozostałych funkcji. Biegły rewident weryfikuje w pierwszej kolejności księgi rachunkowe, dokumentację poszczególnych operacji, zawarte umowy oraz dokonuje na ich podstawie oceny prawidłowości i rzetelności badanego sprawozdania finansowego. Dopiero na podstawie przeprowadzonych badań może sugerować kierownikowi jednostki dokonanie określonych zmian w księgach rachunkowych. Propozycje takich zmian składają się na funkcję informacyjną audytu. Z kolei funkcja atestacyjna (uwierzytelniająca) jest potwierdzeniem przeprowadzonego badania. Sprowadza się do wydania opinii i opracowania dokumentacji. Funkcje audytu z uwzględnieniem poszczególnych czynności badania przedstawiono w tabeli 4.1.

⁶⁸ Po II wojnie światowej, zakres działania i organizacja organów kontroli finansowej uregulowano rozporządzeniem Rady Ministrów z 26 października 1954 [Rozporządzenie Rady Ministrów z 26.10.1954 poz. 255]. Zadaniem księgowych rewidentów było przeprowadzenie planowej rewizji a jej głównym celem była ochrona mienia społecznego i oddziaływanie na stan rachunkowości badanych jednostek.

⁶⁹ Podstawę prawną niezależnego badania sprawozdań finansowych jednostek oraz powołania biegłych rewidentów, których cele i zadania wyznaczały nowe warunki, stworzyła ustawa z 11 maja 2017 r. o biegłych rewidentach, firmach audytorskich oraz nadzorze publicznym [Ustawa z 5.07.2017 poz. 1089].

Tabela 4.1. Funkcje badania audytu

Czynności badania	Funkcje		
	kontrolna	informacyjna	atestacyjna
Badanie ksiąg rachunkowych i ocena prawidłowości sprawozdania finansowego	x		
Propozycje zmian		x	
Sporządzanie opinii oraz opracowanie raportu	x	x	x

Źródło: Opracowanie własne na podstawie: *Rewizja sprawozdań finansowych*, red. Krzywda, Stowarzyszenie Księgowych w Polsce, Warszawa 2005, s. 18.

Czynniki kształtujące wysoką rangę audytu sprawozdań finansowych w gospodarce rynkowej to: [Gabrusewicz 2010, s. 25-26]:

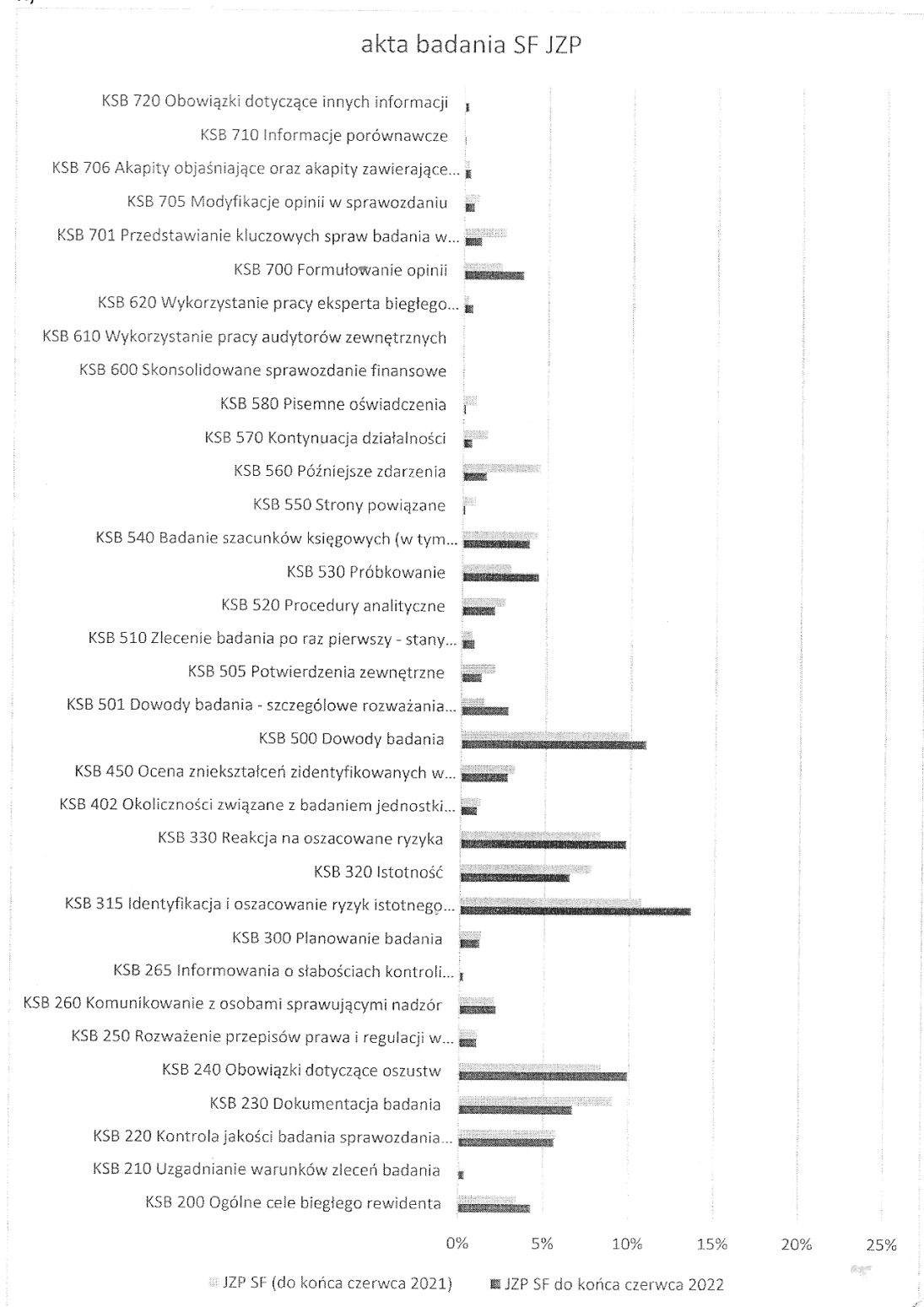
- wysoka ranga działalności gospodarczej,
- wzrost roli przedsiębiorstw w gospodarce rynkowej,
- duże znaczenie pieniądza w działalności przedsiębiorstw
- wzrost roli rachunkowości w działalności przedsiębiorstw,
- wzrost znaczenia sprawozdawczości jako najważniejszego podsystemu rachunkowości.

Na wysoką rangę audytu sprawozdań finansowych duży wpływ ma wzrost znaczenia działalności gospodarczej, który został zapoczątkowany w XIX w., a nabrał wysokiej dynamiki w XX w. i jest kontynuowany obecnie.

Przy badaniu sprawozdań finansowych przez biegłego rewidenta mogą wystąpić nieprawidłowości w aktach badania.

Wykres 1 przedstawia rozkład procentowy naruszeń dla dokumentacji badania sprawozdań finansowych jednostek zaufania publicznego (JZP) w latach 2021-2022.

Wykres 1. Rozkład nieprawidłowości w aktach badania sprawozdań finansowych JZP (stan na 30 czerwca 2022 r.)



Opracowanie własne PANA

4.3. Ryzyko biegłego rewidenta w badaniach sprawozdań finansowych

Ryzyko to zespół czynników, działań lub czynności powodujących szkodę na ciele albo stratę materialną bądź wywołujących inne straty. Ryzyko różni się od niebezpieczeństwa, które oznacza raczej pewne bezpośrednie zagrożenie. O ryzyku mówi się tylko wtedy, kiedy następstwa są niepewne. Zupełnie pewna strata nie jest ryzykiem. Ryzyko jest związane z działalnością człowieka, ale niekoniecznie w sensie świadomego i „skalkulowanego” ryzyka. Oznacza też możliwość nieuzyskania zaprogramowanych efektów, w tym także poniesienia strat wskutek braku niezbędnych informacji [Kaczmarek 2010, s. 65].

Ryzyko to możliwość sukcesu, ale także niepowodzenia, porażki, straty. To także przedsięwzięcie, którego wynik jest niepewny, wątpliwy. Ryzyko to również możliwość powstania szkody.

Ryzyko występuje zawsze wtedy, gdy losowość daje się wyrazić w ścisłym liczbowym prawdopodobieństwie, określonym pewną wartością. Niepewność występuje natomiast wówczas, gdy nie możemy bądź nie chcemy powiązać prawdopodobieństwa z możliwym zdarzeniem. Oznacza również brak zdecydowania, pewności i wiary w siebie, to brak poczucia bezpieczeństwa i ufności w pomyślną przyszłość. To także niepokój towarzyszący oczekiwaniu na jakąś ważną decyzję, rozstrzygnięcie czegoś.

Niepewność jest immanentną cechą rzeczywistości, wynikającą z wielkiej złożoności oraz zmienności obiektów i zjawisk w naturze, a także zależności zachodzących między nimi. Zasada niepewności stwierdza, że zjawiska w rzeczywistości otaczającej człowieka są zawsze niepewne, a skoro są niepewne, to należy je traktować jako przypadkowe. Jeżeli można odnaleźć w przyrodzie pewne prawidłowości odnośnie do danego zjawiska, to tylko oparte na prawdopodobieństwie i statystycznym prawie wielkich liczb [Zawiła-Niedźwiecki 2006, s. 5-6]. Z tej definicji wynika, że niepewność wymusza potrzebę działania, a więc wzmacnia proces podejmowania decyzji, który jest obciążony ryzykiem.

K. Jajuga i T. Jajuga reprezentują pogląd, iż niepewność jest oczywistą cechą rzeczywistości, a wynika z wielkiej liczby, złożoności i zmienności podmiotów, z zależności zachodzących między nimi i w ich otoczeniu oraz z ograniczonej możliwości kontrolowania przez ludzi czynników kształtujących rzeczywistość. Ryzyko w ich ujęciu to możliwość poniesienia szkody lub straty.

W poszukiwaniu wspólnych cech niepewności i ryzyka można stwierdzić, że

ryzyko jest skutkiem niepewności. Jednym ze źródeł jego pochodzenia jest zatem niepewność. Niepewność to warunek konieczny, ale również wystarczający do wystąpienia ryzyka. Ryzyko należy więc utożsamiać z wolnym wyborem, a nie z nieuchronnym przeznaczeniem [Jajuga 1998, s. 98-99].

W rozwoju teorii i praktyki samo pojęcie ryzyka ma charakter wieloaspektowy i wieloznaczny. A.H. Willet pierwszy dostrzegł różnice między ryzykiem a niepewnością, stwierdzając, że ryzyko jest zjawiskiem obiektywnym skorelowanym z subiektywną niepewnością wystąpienia niepożądanego zdarzenia. Najbardziej istotne dla rozgraniczenia tych pojęć było jednak ogłoszenie teorii niepewności mierzalnej i niemierzalnej przez F. Knighta, według którego ryzyko to niepewność mierzalna, a niepewność *sensu stricto* to niepewność niemierzalna. [Knight 1921, s. 19-20, 246].

Prekursorską pracą dotyczącą zjawiska ryzyka jest książka Franka H. Knighta *Risk, Uncertainty and Profit*, w której szczegółowo analizuje on wpływ ryzyka na świat klasycznej ekonomii. Frank H. Knight wprowadził pierwsze powszechnie uznane definicje ryzyka i niepewności. Szeroko analizował wpływ obu tych zjawisk na decyzje ekonomiczne ludzi, stawiając pytanie o granice klasycznej teorii ekonomii w opisie świata, w którym występuje ryzyko.

Od czasów Knighta ryzyko i niepewność weszły już na stałe do teorii ekonomii. Znalazły one wyraz w nowej teorii wyboru, rozwijanej między innymi przez noblistę Kennetha, J. Arrowa [Arrow, 1979, s. 15-97], oraz w koncepcjach ograniczonej racjonalności ekonomicznej. Na gruncie finansów zwrot z inwestycji i ryzyko włączyli do teorii ekonomii trzej inni nobliści: Harry M. Markowitz, Merton H. Miller [Modigliani, Miller 1958, s. 261-297] i William F. Sharpe [Sharpe 1964, s. 425-442]. Koncepcje te znalazły też swoje odzwierciedlenie w nowych teoriach przedsiębiorstwa, takich jak nowa ekonomia instytucjonalna [Williamson 2002, s. 171-195, Brudlak, Gołębiowska (red.) 2005, s. 371-380] czy teoria interesariuszy [Klimczak 2007, 371-380]. Dzisiaj żaden ekonomista nie może w swoich analizach pomijać problemu ryzyka.

Ryzyko jest zatem również immanentną cechą każdej aktywności ekonomicznej. Towarzyszy wszelkim decyzjom i działaniom przedsiębiorstw, jest związane ze wszystkimi procesami zachodzącymi w organizacji. Definiowane jest zwykle jako prawdopodobieństwo, że nastąpi zdarzenie niosące ze sobą negatywne skutki. Ryzyko w działalności przedsiębiorstwa oznacza niebezpieczeństwo, że przedsiębiorstwo nie osiągnie swych celów. Tu również dokonuje się rozróżnienia między niepewnością i

ryzykiem: niepewność oznacza, że podmiot nie jest w stanie uświadomić sobie charakteru, rozmiaru i prawdopodobieństwa negatywnych zdarzeń; gdy wszystkie czynniki zagrożenia są możliwe do zidentyfikowania, a także można określić poziomy występowania tych czynników i ich prawdopodobieństwo, mówi się o ryzyku. [Marcinkowska 2009, s. 23]

W przeciwieństwie do ekonomistów przedsiębiorcy zawsze musieli zarządzać ryzykiem, choć nie używali tego terminu. Ryzyko cen czy też ryzyko strategiczne są podstawowymi elementami biznesu i z tego względu nie były wyodrębniane jako odmienne zagadnienie. Nie ma przecież zarządzania bez zarządzania ryzykiem. Od dawna istniały instytucje pomagające przedsiębiorcom w zarządzaniu ryzykiem. Ryzyko niefinansowe było domeną ubezpieczeń, podczas gdy ryzykiem finansowym zarządzano za pomocą kontraktów terminowych. Choć te ostatnie wydają nam się nowym wynalazkiem, amerykańska giełda towarowa Chicago Board of Trade rozpoczęła obrót pierwszymi kontraktami forwards w 1851 roku, a kontraktami futures w 1877 roku. W tym samym roku w Londynie otworzono giełdę metali London Metal Exchange, gdzie rozpoczęto obrót kontraktami terminowymi na miedź i cynę [Staniec, Zawila Niedźwiecki (red.) 2006, s. 12-13].

Jak widać, przedsiębiorcy zauważyli zjawisko ryzyka na długo przed ekonomistami. Nowoczesne koncepcje ryzyka i zarządzania nim rozwinęły się w wyniku zwiększonej zmienności kursów walutowych po kryzysie naftowym i upadku systemu z Bretton Woods. Nie bez znaczenia był tutaj jednak stopniowy rozwój instrumentów pochodnych i międzynarodowych rynków finansowych, a także technologii informatycznych, które pozwalały na przetwarzanie dużych ilości danych. Trzeba też zaznaczyć, że pierwotnie określenie „zarządzanie ryzykiem” było związane z ubezpieczeniami i ryzykiem operacyjnym – w drugiej połowie XX wieku w przedsiębiorstwach zaczęły powstawać działy zarządzania ryzykiem ubezpieczeń. Dopiero później rozpowszechniło się zarządzanie ryzykiem finansowym [Williams, i in. 2002, s. 50-70]. Obecnie pojawia się tendencja do łączenia zarządzania ryzykiem finansowym z ryzykiem niefinansowym pod nazwą zintegrowanego zarządzania ryzykiem – *Enterprise Risk Management (ERM)*. W ten sposób, po okresie wyodrębniania ryzyka jako oddzielnego przedmiotu zarządzania przedsiębiorstwem, teoretycy wracają do uznania go za jego integralny element.

Firmy działają w szybko zmieniającym się otoczeniu gospodarczym, w którym

ciągłe zmiany związane są między innymi z nowymi aktami prawnymi, poziomem inwestycji, kontroli, normami środowiskowymi i bezpieczeństwa w pracy. Obecna sytuacja gospodarcza stanowi zatem wyzwanie dla dotychczasowego podejścia do zarządzania. W takiej sytuacji właściwie i systemowo przeprowadzane zarządzanie z uwzględnieniem ryzyka operacyjnego staje się silnym atutem dla kadry zarządzającej, nadzorczej i kierowniczej, wspomaga ochronę kapitału, gwarantuje niezawodność procesów, obniżenie kosztów działania, a co za tym idzie - skutecznie i efektywnie zarządzanie [Pickett 2006, s. 342]. Wymaga ono jednak od firm daleko idących zmian zarówno w strukturze, jak i kulturze organizacji. Jedną z najskuteczniejszych i najczęściej wprowadzanych zmian jest tworzenie samodzielnej komórki ds. ryzyka lub stanowiska menedżera ds. ryzyka. Dzięki działalności menedżerów ds. ryzyka przedsiębiorstwo jest w stanie sprawniej wykorzystywać nadarzające się okazje uzyskuje większą odporność na skutki niekorzystnych zdarzeń. Oszacowanie prawdopodobieństwa wystąpienia zdarzeń pozwala przygotować alternatywne plany działania, a wprowadzenie idei ryzyka do świadomości funkcjonowania przedsiębiorstwa – jego pracowników – pozwala wcześniej oswoić ich z myślą o możliwości wystąpienia niekorzystnych zdarzeń i przygotować do działania gdy rzeczywiście wystąpią.

Wiele rodzajów ryzyka powstało lub nasiliło się ostatnich kilkunastu latach, co wynika z bardzo dynamicznego rozwoju instrumentów i rynków finansowych, konkurencji na nich, a także wyrafinowanych technik zarządzania. Istnieje wiele klasyfikacji ryzyka ponoszonego przez spółki. Powszechnie mówi się o ryzyku biznesowym, makroekonomicznym i finansowym. Ryzyko biznesowe jest ryzykiem dobrowolnie podejmowanym przez przedsiębiorstwo w celu osiągnięcia przewagi konkurencyjnej i dodania wartości. Jest ściśle związane z branżą i specyfiką rynku, na którym działa podmiot. Ryzyko makroekonomiczne wynika z otoczenia gospodarczego i politycznego. Ryzyko finansowe odnosi się do strat, które można ponieść w związku ze zmianą cen na rynkach.

M. Ziolo pisze, że w dyskusji dotyczącej finansów coraz częściej pojawiają się argumenty przemawiające za koniecznością zwrócenia uwagi na potrzebę bardziej holistycznego spojrzenia na ryzyko finansowe i ryzyko czynników niefinansowych oraz jego konsekwencje dla rynków finansowych. Jest to uzasadnione rosnącym wpływem oraz dominującą rolą ryzyka czynników niefinansowych wobec ryzyka finansowego.

Prezentując taksonomię ryzyka, na które ekspozowane są instytucje finansowe, podkreśla, że w ramach ryzyka finansowego wyodrębnia się 10 subkategorii i 50 typów ryzyka, podczas gdy w ramach ryzyka czynników niefinansowych tych subkategorii jest 20, a typów ryzyka - aż 70. A. Szopa określa ryzyko finansowe jako „możliwość osiągnięcia wyników działalności gospodarczej odmiennych od oczekiwanych” (Szopa, 2012, s. 23).

W ramach ryzyka finansowego wyodrębnia się w zależności od podejścia (szerokie, wąskie): ryzyko płynności, ryzyko rynkowe, ryzyko operacyjne i ryzyko kredytowe (K. Jajuga, 2007 s. 18—25), a w zakresie ryzyka finansowego wyróżnia się: ryzyko kredytowe, ryzyko płynności, ryzyko prawne, ryzyko operacyjne, ryzyko rynkowe i inne specyficzne dla danego sektora. Z kolei precyzyjne definiowanie ryzyka czynników niefinansowych rodzi trudności, zazwyczaj bowiem ryzyko to określa się jako ryzyko inne niż rynkowe, kredytowe lub ryzyko płynności. Ryzyko czynników niefinansowych definiuje się zatem poprzez wykluczenie z tej kategorii ryzyka wszystkich rodzajów ryzyka składających się na ryzyko finansowe.

Na ryzyko finansowe składa się (Zioło, 2020, s. 14):

- ryzyko płynności (trudności z upłynnieniem aktywów, trudności z regulowaniem zobowiązań),
- ryzyko kredytowe (korporacyjne ryzyko kredytowe, detaliczne ryzyko kredytowe, ryzyko koncentracji, ryzyko związane z prawnymi zabezpieczeniami spłaty kredytów, ryzyko kontrahenta),
- ryzyko rynku (ryzyko stóp procentowych, ryzyko kursowe, ryzyko spreadu kredytowego, ryzyko zmian cen towarów i akcji),
- ryzyko podstawowe (transfer, wymiana).

Do kategorii ryzyka czynników niefinansowych zalicza się (Zioło, 2020, s.14): ryzyko kraju, ryzyko prawne, ryzyko strategiczne, ryzyko *compliance*, ryzyko reputacji, ryzyko biznesowe, ryzyko związane z nieprzestrzeganiem prawa, standardów zarządzania ryzykiem i zasad etyki. W globalnych raportach dotyczących ryzyka istotne role w grupie ryzyka czynników niefinansowych odgrywają ryzyko geopolityczne (m.in. kontekst broni masowego rażenia) i ryzyko technologiczne (cyberataki, załamanie infrastruktury krytycznej zarządzania informacją i bazami danych) (World Economic Forum, 2019, s. 5). Ryzyko czynników niefinansowych w aspekcie rozważań związanych z finansami i rozwojem zrównoważonym należy traktować szerzej, kierując

uwagę na ryzyko odpowiadające poszczególnym filarom tego rozwoju.

W ostatnich latach dużego znaczenia nabrało ryzyko operacyjne (*operational risk*). W zasadzie impulsem do podjęcia prac nad zarządzaniem tym ryzykiem był upadek znanego banku Barings w 1995 r. Bezpośrednim powodem tego wydarzenia były straty spowodowane przez transakcje dealera tego banku, natomiast w istocie stanowiło to przykład istnienia ryzyka operacyjnego. Znaczenie tego ryzyka zostało docenione również w nowej umowie kapitałowej, która wprowadziła je, dodając do występujących w poprzedniej wersji ryzyka rynkowego i ryzyka kredytowego.

Na potrzeby tej pracy przyjmujemy następujące określenie ryzyka operacyjnego, że ryzyko operacyjne jest to ryzyko straty wynikające z niewłaściwych i nieprawidłowo działających procesów wewnętrznych, ludzi i systemów oraz ze zdarzeń zewnętrznych.

Jak wynika z powyższego określenia, ryzyko operacyjne jest rozpatrywane jedynie w koncepcji negatywnej. Ponadto należy zwrócić uwagę, że określenie to jest bardzo ogólne i obejmuje różne niejednorodne możliwe wydarzenia. Niektórzy uważają nawet, że na ryzyko operacyjne składa się wszystko to, co nie jest zaliczane do ryzyka rynkowego i ryzyka kredytowego.

Analizując ryzyko operacyjne, warto również zestawić ze sobą aktywa operacyjne i aktywa inwestycyjne. Przedsiębiorstwo posiada aktywa operacyjne w celu prowadzenia swojej działalności statutowej. Występowanie aktywów inwestycyjnych wynika z kolei z lokowania czasowo wolnych środków pieniężnych, jak również chęci dodatkowego korzystnego zarobkowania. Tendencja wzrostowa aktywów inwestycyjnych może oznaczać odchodzenie przedsiębiorstwa od działalności podstawowej i podejmowanie działań spekulacyjnych obarczonych wysokim ryzykiem. Przewaga aktywów operacyjnych oznacza koncentrację na działalności podatkowej.

Ryzyko płynności majątkowej (*liquidity risk*) wynika bezpośrednio z rozumienia pojęcia płynności. Pojęcie to może być rozumiane co najmniej na dwa sposoby. W odniesieniu do podmiotu gospodarczego płynność oznacza możliwość zmiany aktywów na gotówkę w krótkim czasie po spodziewanej cenie. Ryzyko płynności może być rozpatrywane zarówno w negatywnym sensie jak i w neutralnym, przy czym częściej występuje to negatywne ujęcie. Według niego ryzyko płynności jest to właśnie możliwość, że nastąpi nieoczekiwany spadek płynności podmiotu gospodarczego. Należy jednak zaznaczyć, że ryzyko płynności jest konsekwencją działania innych rodzajów ryzyka i często objawia się przed upadłością podmiotu.

Płynność finansowa jednostki zależy od wielu czynników, m.in. od: wartości aktywów obrotowych, zdolności majątku do przynoszenia zysków, struktury aktywów jednostki, struktury kapitału, struktury zobowiązań, sprawności w zakresie zarządzania kapitałem pracującym, wartości sprzedaży, jakości sprzedawanych dóbr i usług, polityki i działalności w zakresie sprzedaży i zaopatrzenia, organizacji jednostki gospodarczej, sprawności i kwalifikacji kadry kierowniczej, rodzajów powiązań jednostki z bankami i rynkami finansowymi, możliwości pomocy finansowej ze strony budżetów lokalnych lub budżetu państwa [Jerzemowska, 2004, s.136].

W odniesieniu do podmiotu gospodarczego oprócz pojęcia płynności finansowej często stosowane jest pojęcie wypłacalności. Wtedy możemy mówić o ryzyku wypłacalności. Określenia rozróżniające te pojęcia są następujące:

- płynność finansowa podmiotu oznacza możliwość regulowania przez podmiot zobowiązań w terminie;
- wypłacalność podmiotu oznacza, że wartość rynkowa aktywów podmiotu jest wyższa od wartości rynkowej zobowiązań.

Ryzyko płynności finansowej występuje również w innym ujęciu, związanym z transakcjami dokonywanymi na rynku finansowym. W tym przypadku ryzyko to oznacza, że nie ma możliwości zamknięcia pozycji na rynku finansowym w krótkim czasie po spodziewanej cenie. [Stępień 2008, s.36-47]

Ryzyko prawne (*legal risk*) istnieje w przypadku możliwości uchwalenia aktów prawnych mających wpływ na sytuację danego podmiotu gospodarczego lub w przypadku niekorzystnych efektów prawnych w zawartych przez podmiot umowach. Niektórzy zaliczają ryzyko prawne do ryzyka operacyjnego.

Bardzo ważnym rodzajem ryzyka jest ryzyko biznesu (*business risk*). Jest to ryzyko spowodowane zmianami warunków ekonomicznych prowadzenia działalności gospodarczej przez podmiot. Odgrywa ważną rolę właściwie w przypadku każdego przedsiębiorstwa, przy czym nie jest łatwe do zmierzenia. Może być rozpatrywane zarówno w negatywnej jak i w neutralnej koncepcji.

Ryzyko wydarzeń (*event risk*) wynika z możliwości wystąpienia specyficznych wydarzeń, które mają wpływ na sytuację podmiotu gospodarczego, a nie są efektem działania wymienionych powyżej rodzajów ryzyka. Takimi wydarzeniami mogą być np. katastrofy naturalne. Rozpatrywane jest w negatywnej koncepcji.⁷⁰

⁷⁰ Niektórzy ten rodzaj ryzyka zaliczają do ryzyka operacyjnego.

Na zakończenie rozważań o rodzajach ryzyka wymienimy jeszcze jeden rodzaj, który nie został uwzględniony w powyższej liście. Niektórzy ten rodzaj ryzyka zaliczają do ryzyka operacyjnego. Jest to ryzyko modelu (*model risk*). Wyodrębnienie przez nas tego rodzaju ryzyka wynika z faktu, iż w analizie działalności gospodarczej stosowane są pewne modele teoretyczne, będące podstawą podejmowania decyzji przez podmioty gospodarcze. Na tej podstawie możemy sformułować następujące określenie:

Ryzyko modelu jest to ryzyko wynikające z błędów w modelu teoretycznym stosowanym w świecie rzeczywistym.

Jako przykład wymienimy tu dwa modele stosowane przez praktyków do podejmowania decyzji. Pierwszy model służy do zarządzania ryzykiem podmiotu. Błędny model oceny ryzyka może prowadzić do niewłaściwych decyzji w zakresie zarządzania ryzykiem.

Drugi model to sprawozdanie finansowe sporządzane przez podmiot gospodarczy. Informacje zawarte w jego elementach składowych (w szczególności w bilansie, rachunku zysków i strat, rachunku przepływów pieniężnych) służą jako podstawa podejmowania wielu decyzji, np. decyzji o zakupie udziałów (akcji) danego podmiotu. Jak wiadomo, istnieją możliwości sporządzenia sprawozdania finansowego w taki sposób, że sytuacja finansowa podmiotu gospodarczego jest przedstawiona jako lepsza, niż jest w rzeczywistości. Tak było właśnie w przypadku choćby holdingu Enron. Czasami w odniesieniu do tego rodzaju ryzyka stosowana jest nazwa: ryzyko sprawozdań finansowych, czy ogólniej – ryzyko rachunkowości (*accounting risk*). My jednak zaliczamy go do ryzyka modelu, ponieważ sprawozdanie finansowe jest właśnie uproszczonym modelem podmiotu gospodarczego, a ściślej – jego sytuacji finansowej.

Decyzja o podjęciu ryzyka podejmowana jest przez człowieka. Jest to decyzja w pewnym stopniu subiektywna, na którą wpływ ma stosunek decydenta do ryzyka. Różne osoby mają różny stosunek do ryzyka, co odzwierciedla pewien aspekt psychologiczny. Można wyróżnić trzy podstawowe postawy względem ryzyka, w których widać właśnie stosunek decydenta do ryzyka:

- awersja do ryzyka (*risk aversion*) – decydent podejmuje ryzyko wtedy, kiedy oczekuje rekompensaty w postaci premii za ryzyko,
- obojętność (neutralność) względem ryzyka (*risk neutrality*) – przy podejmowaniu decyzji wielkość ryzyka nie ma znaczenia,
- skłonność do ryzyka (*risk seeking*) – decydent jest skłonny ponieść

dodatkowe nakłady w celu podjęcia decyzji o wyższym ryzyku.

W działalności gospodarczej dominuje awersja do ryzyka, co oznacza że im bardziej ryzykowna decyzja, tym większy powinien być spodziewany efekt, gdyż w efekcie tym powinna być uwzględniona premia za ryzyko, przy czym im wyższy jest poziom awersji do ryzyka, tym większą premię powinien uzyskać decydent za ponoszone ryzyko. Uważa się też, że zachowania charakteryzujące się obojętnością względem ryzyka bądź skłonnością do ryzyka (w rozumieniu powyższych określeń) są w przypadku działalności gospodarczej raczej niepożądane.

Ryzyko występuje w szeroko pojętej działalności gospodarczej. Nie jest ono zjawiskiem jednorodnym i stąd wynika potrzeba jego usystematyzowania. Ryzyko dotyczy wszystkich podstawowych dziedzin działalności gospodarczej, czyli produkcji, handlu i finansowania.⁷¹

Badanie prowadzone nad ryzykiem powinny umożliwiać menedżerom ograniczanie ryzyka podejmowania błędnych decyzji, ponoszenia strat lub odchodzenia od wyznaczonych celów, Chodzi tu o zarządzanie ryzykiem z uwzględnieniem wielu metod i narzędzi niezbędnych do identyfikowania, analizowania i oceniania ryzyka, jak i podejmowania właściwych decyzji.

Ryzyko występujące w gospodarce jest badane w kontekście określonych celów i możliwości ich osiągnięcia przez przedsiębiorców. Cele takie to m.in. osiągnięcie określonego zysku, wolumenu obrotów, zrealizowania ustalonej polityki przedsiębiorstwa, zdobycie odpowiedniego udziału w rynku, realizacja procesu innowacyjnego i inne.

W tych badaniach bierze się pod uwagę niepewność związaną z ustalonymi celami oraz istniejącymi warunkami politycznymi, ekologicznymi, społecznymi, technicznymi, rynkowymi. Zatem ryzyko towarzyszy poszukiwaniu i wyznaczaniu celów oraz ich osiąganiu. Okoliczności, które mogą spowodować straty lub szkody, z uwagi na swoją złożoność, nie są w pełni rozpoznane. Biorąc pod uwagę powyższe zastrzeżenie, ryzyko w gospodarce można określić jako możliwość nieosiągnięcia założonych celów, w tym także poniesienia strat wskutek braku niezbędnych informacji.

Badania prowadzone nad ryzykiem powinny umożliwiać menedżerom

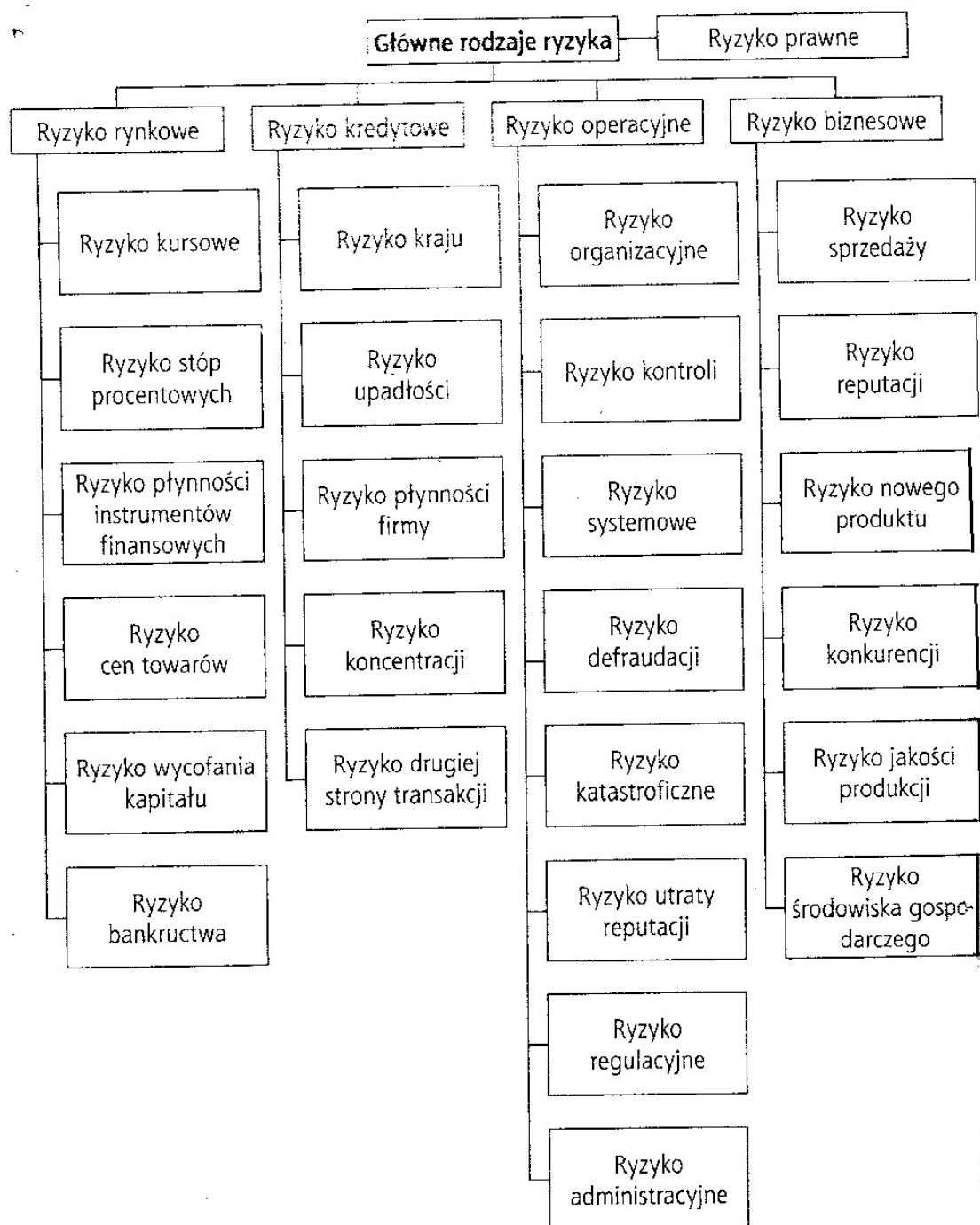
⁷¹ Niemiecki Duden podaje następującą definicję ryzyka: möglicher Ausgang bei einer Unternehmung, mit dem Nachteile, Verlust, verbunden sind; mit einem Vorhaben, Unternehmen verbundenes, Wagnis (możliwy negatywny wynik przedsięwzięcia, z którym łączy się uszczerbek, strata, szkoda; odwaga związana z zamierzeniem przedsięwzięciem).

ograniczenie ryzyka podejmowania błędnych decyzji, ponoszenia strat lub odchodzenia od wyznaczonych celów. Chodzi tu o zarządzanie ryzykiem z uwzględnieniem wielu metod i narzędzi niezbędnych do identyfikowania, analizowania i oceniania ryzyka, jak i podejmowania właściwych decyzji [Kaczmarek 2010, s. 75].

Ryzyko występujące w gospodarce jest badane w kontekście określonych celów i możliwości ich osiągnięcia przez przedsiębiorców. Cele takie to m.in. osiągnięcie określonego zysku, wolumenu obrotów, zrealizowania ustalonej polityki przedsiębiorstwa, zdobycie odpowiedniego udziału w rynku, realizacja procesu innowacyjnego i inne. W tych badaniach bierze się pod uwagę niepewność związaną z ustalonymi celami oraz istniejącymi warunkami politycznymi, ekologicznymi, społecznymi, technicznymi, rynkowymi. Zatem ryzyko towarzyszy poszukiwaniu i wyznaczaniu celów oraz ich osiąganiu. Okoliczności, które mogą spowodować straty lub szkody, z uwagi na swoją złożoność, nie są w pełni rozpoznane. Biorąc pod uwagę powyższe zastrzeżenie, ryzyko w gospodarce można określić jako możliwość nieosiągnięcia założonych celów, w tym także poniesienia strat wskutek braku niezbędnych informacji.

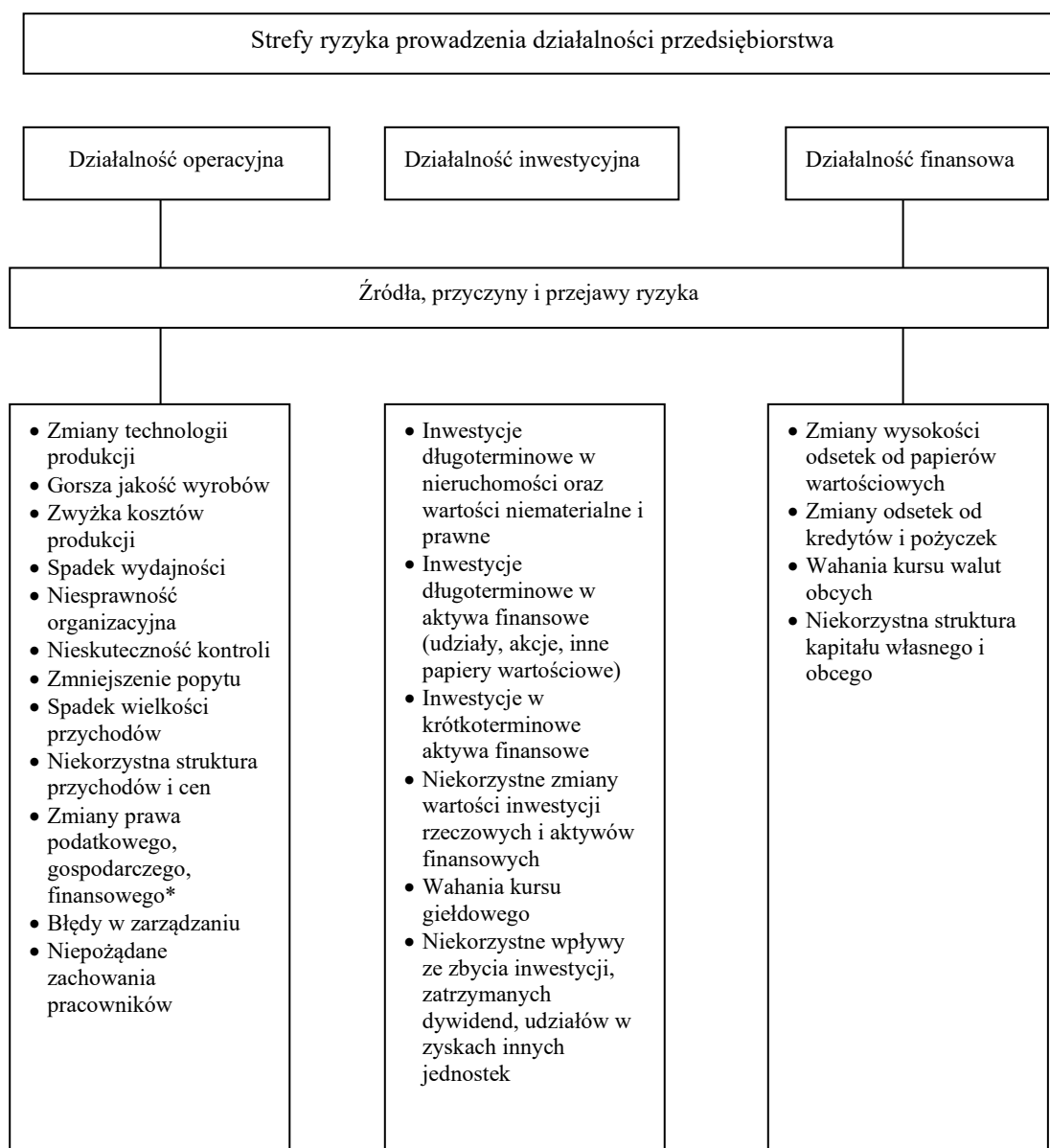
Ryzyko w działalności gospodarczej przedstawia rys. 4.2. i 4.3.

Rysunek 4.2. Klasyfikacja ryzyka według W. Tarczyńskiego i M. Mojsiewicza



Źródło: W. Tarczyński, M. Mojsiewicz, Zarządzanie ryzykiem, Podstawowe założenia, PWE Warszawa 2001, s. 23

Rysunek 4.3. Klasyfikacja ryzyka według K., Sawickiego



*Wyodrębnione niekiedy z działalności operacyjnej

Źródło: K. Sawicki, Rola rachunkowości i audytu finansowego w zarządzaniu przedsiębiorstwem prowadzącym działalność w warunkach ryzyka [w:] E. Nowak (red.) Rachunkowość zarządcza a ryzyko działalności i gospodarczej, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej im. Oskara Langego we Wrocławiu, Wrocław 2007, s. 397.

W naukach ekonomicznych spotyka się dwa rodzaje ryzyka [Jajuga K. (red.) 2007, s. 13]:

–negatywną (ryzyko jako zagrożenie), w której ryzyko oznacza możliwość nieosiągnięcia oczekiwanego efektu,

–neutralną (ryzyko jako zagrożenie i szansa), w której ryzyko oznacza możliwość uzyskania efektu różniącego się *in minus* lub *in plus* od oczekiwanego efektu.

Poniższa tabela podsumowuje cechy pojęcia ryzyka według różnych nurtów badawczych.

Tabela 4.2. Cechy ryzyka według różnych nurtów badawczych

Nurt badawczy	Obserwacje, wnioski i uogólnienia
Filozoficzne i klasyczne podstawy definiowania ryzyka	– ryzyko to trudna, a często wręcz niemożliwa do przewidzenia potencjalna zmienności rezultatów (wyników) zdarzenia – ryzyko wiąże się z: • działaniem w nierozpoznanych warunkach, • wątpliwościami dotyczącymi obszaru działania, • sygnałami dotyczącymi istoty tzw. zdarzeń przypadkowych – ryzyko ma obiektywny charakter i dlatego konieczne jest odróżnienie ryzyka i realizacji ryzyka oraz zarządzania w warunkach ryzyka – przy definiowaniu ryzyka wskazane jest powiązanie pierwiastka obiektywnego (ryzyka sensu stricto) z pierwiastkiem subiektywnym, jakim jest stan umysłu (niepewność)
Neoklasyczne ramy analizy cech ryzyka	– ryzyko wiążące się z działalnością gospodarczą wymaga punktu odniesienia, jakim jest kategoria zysku, którego wartość w warunkach niepewności jest wielkością zmienną – skłonność do ponoszenia ryzyka jest zdeterminowana wartością oczekiwanego zysku – ryzyko to nie to samo co niepewność, ryzyko to niepewność mierzalna
Cechy ryzyka według defensywnego nurtu w jego definiowaniu	– ryzyko jest zjawiskiem negatywnym: niebezpieczeństwem negatywnego odchylenia od celu, możliwością podjęcia błędnej decyzji, niebezpieczeństwem osiągnięcia niekorzystnego – wynik niepewność jest kategorią subiektywną, ryzyko jest obiektywne – podejście to jest podstawą teorii ubezpieczeń, w której pojawiają się pojęcia zdarzenia losowego, wypadku losowego, szkody losowej, niebezpieczeństwa i hazardu (fizycznego, moralnego i duchowego) – w teorii ubezpieczeń ryzyko jest interpretowane na różne sposoby: (1) ryzyko jako możliwość (szansa, prawdopodobieństwo) wystąpienia straty, (2) ryzyko jako prawdopodobieństwo wyniku innego niż oczekiwany, (3) ryzyko jako przedmiot ubezpieczenia, (4) ryzyko jako niepewność (niebezpieczeństwo)
Podejście do identyfikowania cech ryzyka według nurtu ofensywnego	– ryzyko wiąże się immanentnie z działalnością przedsiębiorstwa i jest potencjalnym źródłem strat lub zysków, ma znaczenie negatywne w sensie ekonomicznym, a jego pozytywnym odpowiednikiem jest szansa – niepewność jest zjawiskiem statycznym, ryzyko zaś - dynamicznym, ściśle związanym z działaniem

Źródło: Przegląd ogólnych klasyfikacji ryzyka zawierają m.in. prace: Tarczyński, Mojsiewicz, Zarządzanie ryzykiem, PWE, Warszawa 2001 ; Karmańska (red.), Ryzyko w rachunkowości, op. cit.; Iwanicz-Drozdowska, Nowak, Ryzyko bankowe, Oficyna Wydawnicza SGH, Warszawa 2001.

Tabela 4.3. Ryzyko bankowe — praprzyczyna regulacji nadzorczych

Nurt badawczy	Obserwacje, wnioski i uogólnienia
	– uświadomione zjawisko niepewności przekształca się w ryzyko; w definiowaniu ryzyka można wyodrębnić elementy obiektywne i subiektywne; elementy obiektywne to: (1) przedsięwzięcie lub interesy narażone na ryzyko, (2) zdarzenia powodujące niebezpieczeństwa, możliwość ich zaistnienia i moment ich zaistnienia, (3) wielkość szkód, które te zdarzenia mogą spowodować; elementami subiektywnymi są: (1) świadomość podmiotu gospodarującego istnieniem niebezpieczeństw związanych z podejmowanym przedsięwzięciem lub prowadzonymi interesami, (2) niepewność lub niebezpieczeństwo zaistnienia w konkretnym przypadku, a w razie zaistnienia — określenie, jakie powstaną szkody, (3) decyzja wzięcia na siebie odpowiedzialności z mogących zaistnieć zdarzeń – ryzyko jest funkcją niepewności, która mu zawsze towarzyszy – ryzyko jest kategorią dynamiczną, ściśle związaną z działaniem lub zaniechaniem – w kontekście działania przedsiębiorstwa można mówić o ryzyku, które: (1) trzeba podjąć, (2) na które można sobie pozwolić, (3) którego nie powinno się podejmować
Nurt definiowania ryzyka umiejscowiony w teorii podejmowania decyzji	– ryzyko towarzyszy problemom decyzyjnym, ale tylko tym, w których nie ma pewności co do wyników podjętej decyzji (nie są one zdeterminowane); ryzyko może w tych decyzjach wystąpić samodzielnie (w sytuacjach probabilistycznych) lub w połączeniu z niepewnością (w sytuacjach strategicznych) – podejmowanie decyzji w warunkach niepewności i ryzyka opiera się na teorii gier, w której w odróżnieniu od teorii prawdopodobieństwa — istnieje możliwość wyboru jednej z możliwych strategii działania – analiza zadań decyzyjnych musi być prowadzona w połączeniu z analizą środowiska, w jakim są one podejmowane (niepewności, dynamiki, złożoności)

Źródło: A. Karmańska (red.), Ryzyko w rachunkowości, Difin, Warszawa 2008 s. 59—60.

Nauka finansów utożsamia ryzyko ze zmiennością określonej wielkości ekonomicznej: strumieni pieniężnych netto generowanych w danym przedsięwzięciu gospodarczym, wartości rynkowej, wyników finansowych, przychodów lub innych parametrów. Dokładniej rzecz ujmując, z ryzykiem mamy do czynienia wówczas, gdy możliwe jest określenie rozkładu prawdopodobieństwa osiągnięcia określone go poziomu analizowanego parametru ekonomicznego. Jeśli nie jest on znany, sytuacja taka jest nazywana niepewnością [Czekaj, Diesler 1995, s. 38]. Zarządzanie ryzykiem prowadzi do zmniejszenia poziomu tej zmienności. Umiejętna kontrola ryzyka - przy stabilizacji przepływów pieniężnych- wpływa na zmniejszenie zmienności wartości podmiotu [Smithson, Smith, Wifford. 2000].

Ocena ryzyka w badaniu sprawozdań finansowych powinna dotyczyć wszystkich pięciu elementów kontroli wewnętrznej; środowiska kontroli, procesu szacowania ryzyka jednostki, systemu informatycznego, czynności kontrolnych oraz nadzorowania kontroli. W jej efekcie audytor powinien być w stanie ocenić ryzyko

kontroli w przedziale od wysokiego stopnia zaufania (niski poziom ryzyka) do ograniczonego zaufania lub braku zaufania (wysoki poziom ryzyka kontroli).

Ryzyko nieodłączne i ryzyko istotnej nieprawidłowości, stosownie od preferowanej przez audytora metodologii, bądź względów praktycznych mogą się różnić.

Ryzyko badania jest ryzykiem wyrażenia w wyniku przeprowadzonego badania niewłaściwej opinii o badanym sprawozdaniu finansowym w sytuacji, gdy sprawozdanie finansowe zawiera istotne nieprawidłowości. Audytor może nieświadomie popełnić błąd nie skorygowania opinii o sprawozdaniu finansowym, które zawiera istotną nieprawidłowość, spowodowaną błędem lub oszustwem.

Ryzyka badania nie można uniknąć, gdyż nie jest możliwe uzyskanie absolutnej pewności, nawet badając wszystkie zapisy księgowe (np. pozostaje ryzyko transakcji nie zaksięgowanych). W związku z tym, audytor planuje i wykonuje badanie tak, aby ryzyko badania ograniczyć do akceptowalnie niskiego poziomu, który w jego zawodowym osądzie jest właściwy i wystarczający dla wyrażenia opinii.

Ryzyko badania jest pochodną ryzyka istotnej nieprawidłowości i ryzyka jej niewykrycia przez audytora. Na ryzyko istotnej nieprawidłowości składają się dwa elementy: ryzyko nieodłączne oraz ryzyko kontroli. Ryzyka te są omówione szczegółowo w dalszej części rozprawy.

Z uwagi na zróżnicowanie ryzyka pomiędzy saldami, czy transakcjami oraz procedur badania w odpowiedzi na stwierdzone ryzyka, zwykle nie wystarcza ustalenie ryzyka badania na poziomie sprawozdania finansowego. Ogólne ryzyko badania jest więc pochodną ryzyk badania oszacowanych dla każdego stwierdzenia odnoszącego się do konkretnego salda bilansowego, grupy sald i klas transakcji.

Ustalenie ryzyka badania stanowi ważne, ale trudniejsze w porównaniu z innymi, działanie w ramach procesu badania sprawozdania finansowego. Od tego pomiaru zależy wyznaczenie rodzaju, czasu przeprowadzenia i zakresu procedur badania wiarygodności. W pomiarze ryzyka badania wykorzystuje się zależność pomiędzy poszczególnymi rodzajami ryzyka.

Ryzyko badania (RB) i trzy jego składniki – ryzyko nieodłączne (RN), ryzyko kontroli (RK) i ryzyko przeoczenia (RP) charakteryzują się następującym związkiem [Fedak 1998, s.200; Skoczek-Spychała 2010, s. 86]:

$$RB = RN \times RK \times RP$$

co oznacza:

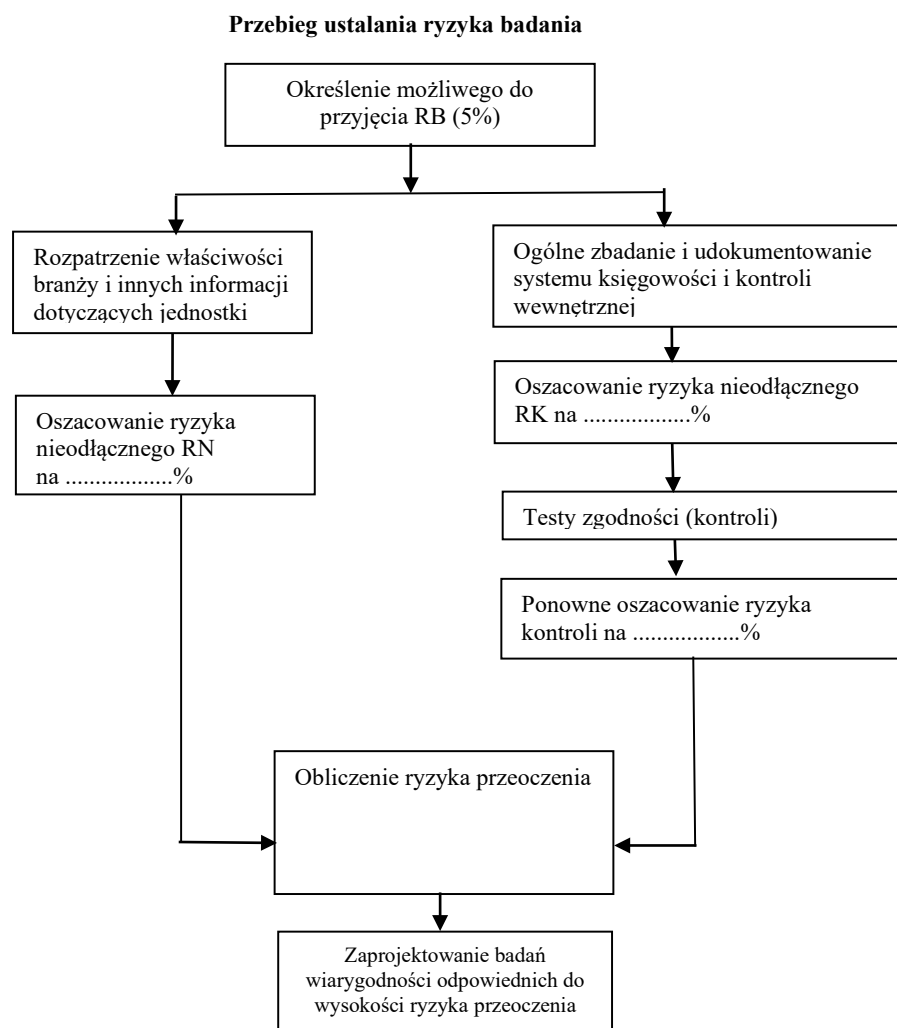
RB – ryzyko wyrażenia opinii bez zastrzeżeń, mimo, że sprawozdanie finansowe zawiera istotną nieprawidłowość,

RN – ryzyko, że sprawozdanie zawiera istotną nieprawidłowość (bez uwzględnienia wpływu kontroli wewnętrznej),

RK – ryzyko, że kontrola wewnętrzna zawodzi i ani nie zapobiega, a i nie wykrywa istotnej nieprawidłowości,

RP – ryzyko, że istotna nieprawidłowość nie wykryta przez kontrolę wewnętrzną zostanie również przeoczona przez biegłego rewidenta mimo przeprowadzania szczegółowych badań sald i grup operacji.

Graficznie przebieg procesu ustalania ryzyka prezentuje rysunek 4.4.



Źródło: Fedak, Metody i technika rewizji sprawozdań finansowych, SKwP Warszawa 1998, s. 203.

Definicję ryzyka badania zawiera Krajowy Standard Badania 200: „Ryzyko badania – jest to ryzyko wyrażenia przez biegłego rewidenta niewłaściwej opinii z badania w przypadku, gdy sprawozdania finansowe zawierają istotne zniekształcenie. Ryzyko badania jest funkcją ryzyka istotnego zniekształcenia i ryzyka przeoczenia”[KSB 200 s. 5]

Zgodnie z KSB 200 ryzyko istotnego zniekształcenia to „ryzyko, że sprawozdania finansowe uległy istotnym zniekształceniom przed badaniem. Ryzyko to składa się z dwóch elementów opisanych na poziomie stwierdzeń ryzyka nieodłącznego i ryzyka kontroli. Ryzyko nieodłączne to „podatność danego stwierdzenia, dotyczącego grupy transakcji, salda lub ujawnienia na zniekształcenie, które osobno lub w powiązaniu z innymi zniekształceniami może być istotne zanim uwzględniono jakiekolwiek działanie kontroli [KSB 200 2009, s. 19-20].

Ryzyko istotnego zniekształcenia to ryzyko związane z tym, że przedstawione do badania sprawozdanie finansowe zawiera istotne zniekształcenia, które nie zostały wykryte przez system kontroli wewnętrznej. Wpływ na nie mają dwa elementy (Pfaff, 2020, s. 42):

- ryzyko nieodłączne (RN),
- ryzyko kontroli wewnętrznej (K).

Ryzyko nieodłączne jest to podatność salda lub grupy transakcji na istotną nieprawidłowość i może praktycznie występować w każdym sprawozdaniu finansowym; jest ściśle powiązane zarówno z działalnością gospodarczą podmiotu, jak i jego uwarunkowaniami na rynku oraz rodzajem salda lub grupą transakcji. W szczególności takie istotne zniekształcenia mogą występować w zakresie:

- wielkości podatnych na nadużycia, na przykład zaniżenie lub zawyżenie wielkości przychodów ze sprzedaży, przyjmowanie i realizowanie faktur za niewykonane usługi lub usługi i roboty wycenione po zawyżonych cenach, użytkowania na cele osobiste środków przeznaczonych do działalności gospodarczej,
- zaliczek na dostawy, które nie zostaną zrealizowane,
- nietypowych, złożonych operacji stwarzających pozory legalności, których sprawdzenie nie jest możliwe w praktyce,
- sald lub sum, które są ustalane w drodze szacunków, na przykład rezerw, koszty przyszłych okresów, odpisy aktualizujące aktywa.

Ryzyko nieodłączne ściśle wiąże się z działalnością gospodarczą jednostki, jej środowiskiem oraz rodzajem salda konta i grupy operacji. Może ono wynikać z:

- charakteru działalności jednostki i warunków, w jakich ta działalność jest prowadzona,
- celów i postawy kierownictwa, potrzeby osiągnięcia przez jednostkę pozytywnych wyników.

Na poziomie znaczących sald kont i grup operacji ryzyko nieodłączne rośnie. Bez uprzedniego dokonywania ocen można założyć, że jest ono wysokie. W szczególności dotyczy to:

- tych kont objętych sprawozdaniem finansowym, których salda mogą prawdopodobnie wymagać korekty (na przykład konto wymagało korekty w poprzednim okresie),
- złożonych operacji gospodarczych, co może wymagać korzystania z usług eksperta,
- środków wrażliwych na straty lub sprzeniewierzenia,
- nietypowych operacji, szczególnie dokonywanych na koniec roku obrotowego. Szczególną przyczyną powstania nieprawidłowości rzutujących na wysokość ryzyka nieodłącznego są, oprócz błędów, oszustwa.

Ryzyko kontroli wiąże się z działaniem w jednostce systemu kontroli wewnętrznej; jest to ryzyko wynikające z niemożności zapobiegnięcia bądź wykrycia i skorygowania go na czas przez kontrolę wewnętrzną jednostki, mogącego wystąpić w stwierdzeniu dotyczącym grupy transakcji, salda lub ujawnienia, które osobno bądź w powiązaniu z innymi zniekształceniami może być istotne. Ryzyka kontroli nie da się wyeliminować w pełni, ponieważ z systemem kontroli wewnętrznej, jak z każdym innym systemem, wiążą się pewne nieodłączne ograniczenia.

Ryzyko nieodłączne i kontroli są ze sobą w wysokim stopniu sprzężone. Kierownictwo przeciwdziała ryzyku nieodłącznemu, tak projektując system kontroli wewnętrznej i rachunkowości, by zapobiegał błędom i je wykrywał. Dlatego ryzyko nieodłączne i ryzyko kontroli przeważnie rozpatruje się łącznie, określając je wspólnie jako ryzyko istotnej nieprawidłowości.

Zdaniem Konopackiego ryzyko nieodłączne to podatność stwierdzeń na nieprawidłowość, która może być istotna pojedynczo, lub w połączeniu z innymi nieprawidłowościami, przy założeniu braku działania odpowiedniej kontroli

wewnętrznej, Ryzyko nieodłączne można rozpatrywać poprzez jego potencjalny wpływ na ryzyko gospodarcze jednostki oraz rozważenie możliwości wystąpienia innych ryzyk nieodłącznych.

Z kolei ryzyko błędu i oszustwa można rozpatrywać i oceniać na trzech poziomach [Konopacki 2008, s. 17]:

- jednostki – wpływ na jej działalność, a także grupy sald, transakcji lub cykle gospodarcze,
- sald bilansowych lub cykli (oddziaływanie na konkretne salda, transakcje, cykle lub procesy gospodarcze),
- transakcji (konkretne transakcje lub jednorazowe wydarzenia).

Nie dysponując wystarczającą wiedzą, bądź informacją umożliwiającą oszacowanie ryzyka nieodłącznego dla konkretnego konta lub grupy transakcji audytor z reguły przyjmuje, że poziom ryzyka jest najwyższy.

Ryzyko nieodłączne jest niezależne od działania biegłego rewidenta, a właściwie danej jednostce. Wynika ono z czynników zarówno zewnętrznych, jak i wewnętrznych.. Jego wysokość zależy m.in. od rodzaju branży i działalności jednostki, doświadczenia, wiedzy i uczciwości kierownictwa jednostki, rodzaju dokonywanych operacji gospodarczych, podatności aktywów jednostki na nadużycia, stopnia, w jakim do wyceny sald aktywów i zobowiązań konieczne jest stosowanie szacunków. Podstawą oszacowania ryzyka nieodłącznego jest osąd zawodowy biegłego rewidenta.

Ryzyko nieodłączne jest właściwe jednostce, której sprawozdanie finansowe podlega badaniu. Jego wysokość zależy m.in. od rodzaju branży i działalności jednostki, doświadczenia, wiedzy i uczciwości kierownictwa jednostki, rodzaju dokonywanych operacji gospodarczych, podatności aktywów jednostki na nadużycia, stopnia w jakim do wyceny sald aktywów i zobowiązań konieczne jest stosowanie szacunków. Z kolei na wysokość ryzyka kontroli wpływają m.in. poziom ryzyka nieodłącznego, poprawność koncepcji przyjętych zasad oraz poprawność koncepcji i sprawność działania systemu kontroli wewnętrznej.

Ryzyko nieodłączne i ryzyko kontroli istnieją niezależnie od faktu badania sprawozdania finansowego, gdyż są związane z działalnością gospodarczą jednostki i jej środowiskiem oraz rodzajem sald i grup operacji. Ryzyka można oszacować, ale nie da się ich zmienić. Natomiast ryzyko przeoczenia jest związane bezpośrednio z pracą biegłego rewidenta. W tej sytuacji szczególnie ważne jest prawidłowe rozpoznanie

obszarów zagrożonych ryzykiem nieodłącznym i ryzykiem kontroli, aby odpowiednio dobrać metody i liczbę badań, które ułatwiają obiektywne ustalenie stanu rzeczywistego.

Biegły rewident, planując badanie sprawozdań finansowych, powinien posiadać dostateczną wiedzę o procesie oceny ryzyka jednostki, aby zrozumieć jak kierownictwo postrzega i adresuje ryzyko istotne dla sprawozdawczości finansowej. Ryzyko może się pojawić z następujących powodów [Skoczek-Spychała 2010, s. 88]:

- zmian w środowisku działania,
- nowego personelu,
- nowych lub zreformowanych systemów informatycznych,
- szybkiego rozwoju,
- nowej technologii,
- nowych linii. produktów lub działań,
- restrukturyzacji korporacyjnej,
- działalności zagranicznej.

Wstępne oszacowanie ryzyka kontroli jest możliwe po zapoznaniu się z systemami rachunkowości i kontroli wewnętrznej. Wstępny szacunek ryzyka kontroli jest to bowiem proces polegający na ocenie skuteczności zapobiegania lub wykrywania i korygowania istotnych nieprawidłowości przez systemy rachunkowości i kontroli wewnętrznej jednostki. W działalności tych systemów nieuniknione są ograniczenia, co powoduje, że pewne ryzyko kontroli będzie istniało zawsze.

Ocena ryzyka kontroli wymaga zawodowego osądu biegłego rewidenta w oparciu o wystarczającą i odpowiednią dokumentację zgromadzoną w procesie oceny kontroli wewnętrznej jednostki.

Ocena powinna dotyczyć wszystkich pięciu elementów kontroli wewnętrznej według kryteriów COSO: środowiska kontroli, procesu szacowania ryzyka jednostki, systemu informatycznego, czynności kontrolnych oraz nadzorowania kontroli. W jej efekcie biegły powinien być w stanie ocenić ryzyko kontroli w przedziale od wysokiego stopnia zaufania (niski poziom ryzyka) do ograniczonego zaufania lub braku zaufania (wysoki poziom ryzyka kontroli).

Ryzyko nieodłączne i ryzyko kontroli mogą być szacowane razem (określane wtedy jako ryzyko łączne lub ryzyko istotnej nieprawidłowości), stosownie od preferowanej przez biegłego rewidenta metodologii, bądź względów praktycznych.

Ryzyko przeoczenia oznacza takie ryzyko, że zastosowane przez biegłego rewidenta procedury, służące zmniejszeniu ryzyka badania do możliwego do zaakceptowania poziomu, nie doprowadzą do wykrycia zniekształcenia, które istnieje i które osobno lub w powiązaniu z innymi zniekształceniami może być istotne. Ryzyko przeoczenia jest funkcją skuteczności procedur badania oraz ich stosowania przez biegłego. Nie da się go całkowicie wyeliminować z kilku przyczyn tkwiących w istocie badania.

Ryzyko przeoczenia pozostaje bezpośrednio związane z zastosowanymi przez biegłego rewidenta procedurami badania, stąd jest to element ryzyka badania uzależniony od biegłego rewidenta. Biegły może wpływać na jego poziom poprzez dobór, odpowiedni do okoliczności, niezbędnych procedur badania [Andrzejewski, 2012, s. 163-164].

Biegły rewident powinien tak dobrać rodzaj, czas i zakres stosowanych procedur badania, aby zmniejszyć ryzyko badania do możliwego do zaakceptowania niskiego poziomu. Istnieje odwrotna zależność pomiędzy ryzykiem przeoczenia a ryzykiem istotnej nieprawidłowości: im wyższe jest - zdaniem biegłego rewidenta - ryzyko istotnej nieprawidłowości, tym niższe jest możliwe do zaakceptowania ryzyko przeoczenia i przeciwnie: im niższe jest ryzyko istotnej nieprawidłowości, tym wyższe jest ryzyko przeoczenia możliwe do zaakceptowania.

Ryzyko przeoczenia, które biegły może zaakceptować, wynika z poziomu ryzyka badania przyjętego dla danego salda oraz poziomu ryzyka kontroli i zakresu zaufania do kontroli wewnętrznej.

Jeśli ocena ryzyka jest niska, a zaufanie do którego biegły może zaakceptować, wynika z poziomu ryzyka badania przyjętego dla danego salda oraz poziomu ryzyka kontroli i zakresu zaufania do kontroli wewnętrznej. Jeśli ocena ryzyka jest niska, a zaufanie do kontroli wewnętrznej wysokie, audytor może przyjąć wyższy poziom ryzyka przeoczenia. Nie jest jednak możliwe pełne zaufanie do systemu kontroli i całkowita rezygnacja z testów wiarygodności sald, jeśli mogą występować nieprawidłowości, które okażą się istotne w powiązaniu z nieprawidłowościami w innych saldach.

Ryzyko przeoczenia to ryzyko, że stosowane przez biegłego rewidenta procedury badania nie wykrywają nieprawidłowości istotnych sald kont lub grup operacji. Innymi słowy, wartość ryzyka przeoczenia to ryzyko, że istotne

nieprawidłowości niewykryte przez kontrolę wewnętrzną zostaną przeoczone przez biegłego mimo badań wiarygodności [Hołda, Pocięcha 2004, s.53] .

Ryzyko przeoczenia jest jedynym ryzykiem, na którego poziom może wpływać biegły rewident. Przy stałym dopuszczalnym poziomie ryzyka badania ryzyko kontroli jest odwrotnie proporcjonalne do ryzyka kontroli i ryzyka nieodłącznego. Zgodnie z literaturą fachową ryzyko badania jest akceptowane na poziomie 5%, co oznacza, iż istnieje 95% pewności, iż wydana opinia jest poprawna.

Ryzyko przeoczenia jest szacowane na podstawie wyników analizy ryzyk nieodłącznego i kontroli, przy założeniu akceptowalnego ryzyka badania. Stopień poziomu ryzyka przeoczenia jest wypadkową ryzyka nieodłącznego i ryzyka kontroli. Ryzyko przeoczenia jest odwrotnie proporcjonalne do tej wypadkowej. Szacowanie ryzyka badania polega m.in. na obliczeniu przeciętnych wielkości ryzyk nieodłącznego, kontroli i przeoczenia dla badanych obszarów sprawozdania.

Ryzyko przeoczenia wynika zarówno z niepewności związanej z badaniem wrywkowym (ryzyko badania wrywkowego), jak i z innych powodów niż badanie wrywkowe. Przy wrywkowym badaniu działania systemu kontroli wewnętrznej czy badaniu kontroli (zgodności), istnieje ryzyko [Skoczek-Spychała 2010, s. 87]:

- zaniżonego zaufania, polegające na tym, że choć rezultat zbadania próbki nie stwierdza przewidywanego stopnia zaufania do kontroli wewnętrznej, to rzeczywisty, obiektywnie istniejący poziom zgodności takie zaufanie uzasadnia,
- nadmiernego zaufania – rezultat zbadania próbki potwierdza przewidywany stopień zaufania do kontroli wewnętrznej, ale aktualny rzeczywisty poziom zgodności nie uzasadnia takiego zaufania.

Przy wrywkowych badaniach prawidłowości stwierdzeń dotyczących sald bilansu lub operacji, czyli badaniach wiarygodności, zachodzi ryzyko [Fedak 1998, s. 198-199]:

- nieprawidłowego odrzucenia, polegające na tym, że choć rezultat badania próbki potwierdza wniosek, iż wykazane saldo konta jest w zbadanym zakresie istotnie błędne, to w rzeczywistości jako całość nie zawiera ono istotnych błędów,
- nieprawidłowej akceptacji – choć wynik zbadania próbki potwierdza wniosek, iż saldo konta nie jest istotnie błędne, to w rzeczywistości jako całość zawiera ono istotne błędy.

Biegły rewident zawsze ponosi ryzyko, że pewne nieprawidłowości czy nieścisłości mogą pozostać niewykryte. W swej pracy biegły rewident często wykonuje testy i próby, wyniki badań małej liczby zdarzeń uogólnia na wszystkie zdarzenia danego typu. Może się zdarzyć, że wyda on opinie bez zastrzeżeń, podczas gdy księgi rachunkowe, które badał, będą zawierały fałszywe dane.

Ryzyko nieodłączne i ryzyko kontroli istnieją zawsze, niezależnie od tego, czy w jednostce pojawia się biegły rewident. Rolą biegłego rewidenta jest ocena stopnia tego ryzyka, tak, aby zaplanowane przez niego badania minimalizowały ryzyko niewykrycia błędów. Ocena stopnia ryzyka wystąpienia błędów jest bardzo trudna i wymaga od biegłego rewidenta doświadczenia i intuicji.

Składniki ryzyka badania rozpatruje się oddzielnie dla poszczególnych grup operacji lub sald. Przyjmuje się, że poziom ryzyka nieodłącznego i kontroli są wysokie, co nie pozwala uznać systemu księgowości i kontroli wewnętrznej jednostki za godne zaufania. Ocena tego ryzyka jako średniego lub niskiego wymaga przekonania się, na podstawie wyników badań zgodności, że pogląd taki jest uzasadniony. Zważywszy, że ryzyko przeoczenia jest odwrotnie proporcjonalne do ryzyka nieodłącznego i ryzyka kontroli, oznacza to, że im ryzyka nieodłączne i kontroli są wyższe, tym niższe powinno być ryzyko przeoczenia dzięki odpowiedniemu doborowi rodzaju, zakresu terminów przeprowadzanych badań wiarygodności.

W metodyce badania sprawozdania finansowego problematyka ryzyka ma szczególne miejsce. Jego istota sprowadza się do zagrożenia, że zbadane przez biegłego rewidenta sprawozdanie finansowe będzie zawierać niewykryte przez niego uchybienia (pominięte lub zniekształcone informacje), powodujące wprowadzenie w błąd czytelnika tego sprawozdania) [Biuletyn KIBR 2002, s. 16].

Norma wykonywania zawodu biegłego rewidenta szczegółowo specyfikuje rodzaje ryzyka składające się na łączne ryzyko badania.

Na ryzyko badania wpływają łącznie:

niezależne od biegłego rewidenta, właściwe badanej jednostce:

- a) ryzyko nieodłączne, wynikające zarówno z czynników zewnętrznych, jak i wewnętrznych,
- b) ryzyko kontroli, polegające na tym, że system kontroli wewnętrznej nie zapobiega powstawaniu uchybień, ani ich nie wykrywa i nie poprawia,

c) ryzyko przeoczenia uchybień na skutek niewłaściwego doboru rodzajów badania oraz zakresu, terminów lub sposobu ich przeprowadzania [Biuletyn KIBR 2002, s. 17].

Ryzyko przeoczenia jest odwrotnie proporcjonalne do ryzyka nieodłącznego i ryzyka kontroli, co ilustruje rysunek 4.5.

Rysunek 4.5. Związki zachodzące między składnikami ryzyka badania

Ryzyko nieodłączne		Wysokie	Średnie	Niskie
	Wysokie	Najniższe	Niższe	Średnie
	Średnie	Niższe	Średnie	Wyższe
	Niskie	Średnie	Wyższe	Najwyższe

Pola zacieniowane dotyczą możliwego do przyjęcia ryzyka przeoczenia

Źródło: Biuletyn KIBR, op. cit. s. 54

Biegły rewident w toku badania sprawozdania finansowego musi szacować ryzyko badania i odpowiednio je uwzględnić aż do wyrażenia opinii z zastrzeżeniem lub odstąpienia od jej wyrażenia.

Przykład szacowania ryzyka

Założenia przykładu: istotność ogólną ustalono na 300.000 zł, prawdopodobieństwo ryzyka, że przypuszczalna suma ogółu ujawnionych błędów wyniesie też ok. 300.000 zł oszacowano na 45%, stąd ryzyko nieodłączne określa się jako średnie. W trzech przypadkach przykładu liczbowego przyjęto kolejno dla ryzyka nieodłącznego (RN) i ryzyka kontroli (RK) poziom średni, wysoki i bardzo wysoki (przy braku przesłanek oceny). Szczegółowe założenia oraz wyniki obliczeń związanych z oszacowaniem ryzyka przeoczenia (RP) zostały ujęte w Rys 4.6.

Rysunek 4.6..Pomiar ryzyka przeoczenia

Wariant 1			Wariant 2			Wariant 3		
Ryzyko	Poziom ryzyka	RP	Ryzyko	Poziom ryzyka	RP	Ryzyko	Poziom ryzyka	RP
RN	0,4	0,31	RN	0,7	0,11	RN	1	0,05
RK	0,4		RK	0,5		RK	1	
RB	0,05		RB	0,04		RB	0,05	

Źródło: opracowanie własne na podstawie Fedak, Metody i technika rewizji sprawozdań finansowych, op.cit. s. 201

Ryzyko przeoczenia zostało obliczowe według wzoru wyprowadzonego z równości iloczynu ryzyk składowych i ryzyka badania:

$$RP = RB: RN \times RK$$

Wariant 1 $RP = 0,05 : 0,04 \times 0,04 = 0,31$

Wariant 2 $RP = 0,04 : 0,7 \times 0,5 = 0,11$

Wariant 3 $RP = 0,05 : 1,0 \times 1,0 = 0,05$

Dokonany szacunek składowych ryzyka badania może ulec zmianie w toku badania wówczas, gdy pojawią się informacje znacznie różniące się od pozyskanych wstępnie, a według których zostało oszacowane ryzyko nieodłączne i ryzyko kontroli. Stosownie do zrewidowanego szacunku ryzyka zmiany wymagają też procedury badania wiarygodności niektórych lub wszystkich stwierdzeń zawartych w sprawozdaniu finansowych. Zasadą jest, że im wyższe jest ryzyko nieodłączne i ryzyko kontroli, tym większej pewności muszą dostarczyć wyniki zastosowanych badań wiarygodności.

Przykładem sposobu oceny ryzyka badania dowolnej pozycji bilansu jest zestawienie typowych czynników wpływających na ryzyko i przez odpowiedzi na wskazane pytanie przypisane im wagi ryzyka, wyrażonej w punktach jako niskie 1-3, średnie 4-6, wysokie 7-10. Średnia dla tych czynników liczba punktów wskazuje wysokość ryzyka przypisanego danej pozycji bilansu, co wpływa następnie na sposób jej badania. W tabeli 4.4. podano uproszczony sposób określenia omawianego ryzyka.

Tabela 4.4. Uproszczony sposób określenia ryzyka badania dowolnej pozycji bilansu

LP	Czynnik	Wysokość ryzyka
1	Czy w przeszłości pozycja wzbudzała zastrzeżenia, wymagała zmian itp.	2
2	Czy w ciągu roku nastąpiły zmiany przepisów o rachunkowości, lub podatkowych, wpływające na daną pozycję	1
3	Czy na wartość pozycji wpływają szacunki (np. rezerwy, ceny sprzedaży netto, rozliczenia w czasie)	5
4	Czy pozycja jest podatna na nadużycia, kradzieże itp.	1
5	Czy kierownictwo może być zainteresowane „zawyżeniem” lub „zaniżeniem” danej pozycji	8
6	Czy wstępna analiza wykazała większe, bliżej nie wyjaśnione zmiany wielkości danej pozycji w stosunku do przeszłości	2
7	Czy w skład pozycji wchodzi wiele różnych, dużych sald częściowych (np. asortyment jednego rodzaju zapasu, należność od jednej firmy), z którymi może się wiązać znaczne ryzyko	8
8	Czy na pozycję mogą wpływać zawarte umowy, toczące się procesy itp.	5
9	Inne (wymienić)	-
10	Razem	32
11	Ryzyko (32:8)	4

Źródło: Z. Fedak, Metody i technika rewizji sprawozdań finansowych, op. cit., s. 204.

Z zestawienia wynika, że szacowane ryzyko danej pozycji bilansu jest średnie, bliskie niskiemu. Niektóre wskazane czynniki mogą nie działać lub działać z różną siłą, co znajduje odpowiedni wyraz w nadanej punktacji. Wykaz czynników może być odpowiednio uzupełniony w odniesieniu do konkretnych sytuacji i rodzi zróżnicowania składników bilansu.

Na zakończenie warto podkreślić, że warunkiem rzetelnego przeprowadzenia przez biegłego badania, którego rezultatem będzie obiektywna opinia, jest kompleksowe podejście do ryzyka tego badania, przejawiające się w jego rozpoznaniu na poszczególnych etapach.

Może też wystąpić ryzyko wyrażenia niewłaściwej opinii przez biegłego rewidenta.

Ryzyko wyrażenia niewłaściwej opinii to ryzyko, że badanie sprawozdania finansowego nie wykryje istotnych błędów — a co za tym idzie, że z badania sprawozdania wprowadzi w błąd użytkowników. Ryzyko wyrażenia niewłaściwej opinii składa się z trzech elementów:

Ryzyko nieefektywnej kontroli: funkcjonujące w przedsiębiorstwie mechanizmy kontroli wewnętrznej są zbyt słabe, aby zapobiec błędom lub je wykryć

Ryzyko niewykrycia: testy szczegółowe nie wykryją istniejących błędów
Ryzyko nieodłączne: pewne konta są bardziej podatne na błędy lub manipulacje niż inne

Konkretniej rzecz biorąc, rewidenci obawiają się, czy sprawozdanie finansowe rzetelnie przekazuje takie rzeczy jak:

1. istnienie = czy sprawozdanie odzwierciedla rzeczywiste, faktycznie istniejące aktywa?
2. Kompletność = czy wszystkie transakcje, a zwłaszcza zobowiązania, zostały ujęte? Dokładność = czy salda transakcji są sklasyfikowane i opisane w sposób realistyczny?
3. rozdzielenie pozycji należących do różnych okresów czy przychody/koszty zostały przypisane do właściwych okresów?
4. wycena = według kosztu historycznego czy też, jeżeli jest to zasadne, według wartości godziwej?

Jakkolwiek ryzyko wyrażenie niewłaściwej opinii towarzyszy wszelkim czynnościom rewizyjnym, istnieją również czynniki zewnętrzne, które mogą zwiększyć możliwość popełnienia błędów. Czynniki te obejmują między innymi:

- zagrożenie niezależności biegłych rewidentów, spowodowane np. świadczeniem również innych usług, jak doradztwo w zakresie zarządzania,
- presja, pod jaką znajdować się może przedsiębiorstwo w wyniku np. zagrożenia niewypłacalnością lub wysokich oczekiwań akcjonariuszy odnośnie zysku,

- rodzaj i charakter działalności prowadzonej przez przedsiębiorstwo (stopień złożoności, poziom ryzyka, rozproszenie geograficzne itp.),
- uczciwość zarządu lub właścicieli.

Nieudane posunięcia inwestycyjne lub kredytowe oznaczają, że największy ciężar ryzyka wyrażenia niewłaściwej opinii spoczywa najpierw na ich użytkownikach. Tym niemniej, w zależności od sytuacji prawnej, poniesione straty można często odzyskać pozywając biegłych rewidentów do sądu za zaniedbanie obowiązków. W Stanach Zjednoczonych na przykład, wartość roszczeń w takich procesach może sięgać miliardów dolarów rocznie. Z tego względu firmy audytorskie ubezpieczają się od następstw podobnych przypadków lub prowadzą działalność w formie spółek komandytowych. Jedną z niewątpliwych zalet firm Wielkiej Czwórki jest to, że są one w stanie wziąć na siebie i opanować ryzyko wyrażenia niewłaściwej opinii. Jednocześnie jednak są one bardziej narażone na różne znaczenia, ze względu na swoją wielkość oraz reputację, którą muszą chronić.

Biegły rewident jako audytor zewnętrzny powinien dokonać wnikliwej analizy finansowej badanej spółki publicznej.

Analiza finansowa zmierza do pomiaru działań w różnych obszarach oraz wyjaśnienia przyczyn ich powstania dla rozwoju przedsiębiorstwa^{3a}. Jak twierdzi W. Gabrusewicz, analizujemy przeszłość po to, aby ukształtować lepszą przyszłość przedsiębiorstwa (Gabrusewicz 2019, s. 293).

Sukces spółki publicznej zależy od:

- sytuacji ukształtowanej w przeszłości,
- aktualnych procesów działalności,
- wyboru odpowiednich decyzji wyznaczających kierunki rozwoju.

Głównym zadaniem biegłego rewidenta jest ukazanie uwarunkowań zewnętrznych i wewnętrznych mających wpływ na ocenę spółki oraz wskazanie kierownictwu dróg podejmowania decyzji przyszłego rozwoju. W przypadku zaistnienia symptomów powstania możliwości wrogiego przejęcia, audytor zewnętrzny winien wskazać kierownictwu jednostki ten fakt, aby mogła ona zastosować odpowiednie środki obronne.

4.4. Analiza wskaźnikowa podstawowym narzędziem oceny sytuacji finansowej spółek publicznych

Podstawą analizy wskaźnikowej są wskaźniki finansowe wyrażające relację celowo powiązanych ze sobą wielkości sprawozdania finansowego, ustaloną dla uzyskania założonych celów poznawczych. Przedstawiają one stosunek wartości jednego zjawiska do drugiego zjawiska. Wskaźniki finansowe są zwykle konstruowane jako relacje między wybranymi pozycjami poszczególnych elementów sprawozdania finansowego. Dzięki temu obrazują powiązania zachodzące między nimi [Nowak 2014, s. 63-68].

Analiza wskaźnikowa może dotyczyć kompleksowego badania kondycji finansowej firmy kiedy należy np. określić, czy przedsiębiorstwo jest zagrożone upadłością, czy nie, lub określenia jednorodnego obszaru działalności przedsiębiorstwa np. rentowności czy płynności finansowej. W praktyce analiza wskaźnikowa jest stosowana przede wszystkim do badania wybranych obszarów działalności przedsiębiorstwa.

Wartość poznawcza wskaźników finansowych zależy nie tylko od poprawnej konstrukcji samego wskaźnika, ale także od **porównywalności danych wykorzystywanych do jego obliczenia**. W praktyce występuje wiele zakłóceń porównywalności wskaźników. Wynikają one często ze zmiany zasad ujmowania poszczególnych pozycji sprawozdań finansowych, zmiany przyjętych zasad polityki rachunkowości lub zmiany istotnych warunków funkcjonowania przedsiębiorstw wywołanych zjawiskami nietypowymi jak np. wystąpienie kryzysu finansowego, zmiana kursu walutowego. Wystąpienie takich zjawisk może prowadzić do istotnego wzrostu lub obniżenia niektórych wskaźników.

Z przedstawionych rozważań wynika, że mechaniczne obliczanie wskaźników finansowych może doprowadzić do niewłaściwych, a nawet błędnych wniosków. Analiza wskaźnikowa jest użytecznym narzędziem analizy finansowej, jeżeli znana jest jej istota i podstawowe zasady.

Analiza wskaźnikowa ma swoje zalety i wady. Do podstawowych zalet analizy wskaźnikowej zalicza się [Gabrusewicz 2019, s.224]:

- prosty pomiar zjawisk na podstawie odpowiednio dobranych i wyselekcjonowanych wskaźników finansowych,

- powszechna znajomość wskaźników i brak większych kłopotów z interpretacją ich treści ekonomicznej,
- łatwy i szybki sposób przeprowadzenia analizy,
- możliwość porównań w czasie i w przestrzeni wskaźników, dzięki czemu analiza wskaźnikowa umożliwia ocenę sytuacji finansowej przedsiębiorstwa w porównywalnych okresach i na tle innych przedsiębiorstw,
- możliwość bieżącego monitoringu sytuacji finansowej przedsiębiorstwa.

Analiza wskaźnikowa oprócz wielu zalet ma również pewne **wady**, do których zalicza się:

- brak możliwości wyjaśnienia przyczyn zmian wskaźników finansowych w czasie,
- retrospektywny charakter wskaźników finansowych,
- przyjęty system ewidencji operacji gospodarczych i sporządzania sprawozdań finansowych ma istotny wpływ na wartość pozycji bilansowych i rachunku zysków i strat, a w konsekwencji również na obliczane wskaźniki finansowe.

Ważne jest również to, że analiza wskaźnikowa pomija wiele uwarunkowań jakościowych mających wpływ na wartość wskaźników finansowych, w tym [Wyrobek, 2012, s. 16]:

- rodzaj prowadzonej działalności przedsiębiorstwa,
- fazę rozwoju przedsiębiorstwa (początkowa, ustabilizowana - im dłużej przedsiębiorstwo funkcjonuje na rynku, tym wskaźniki finansowe są bardziej wiarygodne),
- rodzaj branży, w jakiej przedsiębiorstwo działa,
- kierownictwo przedsiębiorstwa,
- pozycja przedsiębiorstwa na rynku,
- opinia banku i kontrahentów handlowych o przedsiębiorstwie,
- ograniczone możliwości pomiaru ryzyka, na jakie przedsiębiorstwo jest narażone.

Pomimo wymienionych mankamentów analiza wskaźnikowa jest szeroko wykorzystywana w praktyce do szybkiej diagnozy ważnych obszarów działalności przedsiębiorstwa.

Analiza wskaźnikowa pozwala na uchwycenie sytuacji finansowej jednostki zwłaszcza w kontekście porównawczym, na tle którym możliwe jest ustalenie istnienia

określonych tendencji w prowadzonej działalności (wzrostowej bądź spadkowej). Z tego powodu analiza na dzień bilansowy powinna być relatywizowana do identycznych danych z kilku lat poprzednich (racjonalne wydaje się uwzględnienie przynajmniej dwóch lat poprzedzających rok bilansowy).

Wskaźniki rentowności

Do wskaźników charakteryzujących opłacalność działalności zaliczyć należy wskaźniki:

1. rentowności majątku

$$\frac{\text{wynik finansowy netto}}{\text{suma aktywów}}$$

2. rentowności kapitałów własnych

$$\frac{\text{wynik finansowy netto}}{\text{kapitał własny}}$$

3. rentowności netto sprzedaży

$$\frac{\text{wynik finansowy netto}}{\text{przychody ze sprzedaży produktów i towarów}}$$

Wskaźniki rentowności i zyskowności ilustrują relację zysku do sprzedaży, majątku i kapitału własnego. Informują o opłacalności sprzedaży i szybkości zwrotu majątku i kapitału własnego. Wysoka i rosnąca wartość wskaźników zyskowności jest wyrazem efektywności działalności jednostki i dużych możliwości jej rozwoju. Wskaźnik rentowności majątku określa, jaka jest rentowność wszystkich aktywów firmy, tj. jaka wielkość zysku przypada na każdą jednostkę pieniężną zaangażowaną w aktywa przedsiębiorstwa. Wskaźnik ten jest uznawany za najlepszy indywidualny wskaźnik kompetencji kierownictwa w zarządzaniu. Wskaźnik rentowności kapitału własnego pokazuje jaki zysk został wypracowany na bazie kapitałów własnych. Im wyższy poziom wskaźnika tym lepsza jest efektywność zarządzania kapitałem własnym. Wskaźnik rentowności sprzedaży oznacza z kolei, jak wiele zysku netto pozostaje w przedsiębiorstwie ze sprzedaży.

Wskaźniki płynności finansowej

Do wskaźników charakteryzujących płynność finansową zalicza się:

4. wskaźnik płynności I:

$$\frac{\text{aktywa obrotowe ogółem}}{\text{zobowiązania krótkoterminowe}}$$

5. wskaźnik płynności II:

$$\frac{\text{aktywa obrotowe ogółem} - \text{zapasy}}{\text{zobowiązania krótkoterminowe}}$$

6. wskaźnik płynności III:

$$\frac{\text{środki pieniężne i inne aktywa pieniężne}}{\text{zobowiązania krótkoterminowe}}$$

Wskaźniki płynności finansowej służą do oceny zdolności jednostki w zakresie terminowego regulowania zobowiązań bieżących, tj. takich, których termin nie przekracza jednego roku. Wskaźniki te oblicza się jako stosunek aktywów obrotowych do zobowiązań bieżących. W praktyce wypracowano pewne wielkości tych wskaźników, które można uznać za wzorcowe. Wskaźniki poniżej takiego poziomu wskazują na utratę zdolności jednostki do terminowego regulowania swoich zobowiązań, natomiast wartość wskaźników powyżej ustalonego standardu świadczyć może o zamrożeniu części środków obrotowych, co z reguły prowadzi do obniżenia zyskowności kapitałów własnych. Wartości wzorcowe, do których jednostka powinna dążyć przedstawiają się następująco:

4. wskaźnik płynności (bieżącej) I stopnia: 1,5 - 2,0

5. wskaźnik płynności (szybkiej) II stopnia: 0,9 - 1,0 (1,0 - 1,2 według innych opracowań)

6. wskaźnik płynności (natychmiastowej) III stopnia: 0,1-0,2

Zbyt wysokie wyniki wskaźników mogą świadczyć o nadpłynności. Nadpłynność to sytuacja, w której zamrażaniu podlegają składników majątku, które mogłyby znajdować się w tym czasie w obrocie, przyczyniając się do poprawy kondycji finansowej jednostki i generowania zysków. Zarówno brak płynności, jak i nadpłynność nie są pożądane w funkcjonowaniu przedsiębiorstwa. Zachowawcza polityka finansowa przyczyniającą się do wystąpienia nadpłynności w jednostce skutkuje obniżoną rentownością, co można zaobserwować w powyższej analizie wskaźników charakteryzujących opłacalność działalności. Wysokie sumy gromadzone na rachunkach bankowych oraz w kasie, jeśli nie są inwestowane, nie zyskują na wartości.

Aktywa nie są efektywnie wykorzystywane, a unikanie inwestycji hamuje rozwój. Sytuacja nadpłynności może świadczyć o błędach w strategii finansowej osób zarządzających.

Wskaźniki efektywności gospodarowania majątkiem

Do trzeciej grupy wskaźników zalicza się wskaźniki efektywności gospodarowania majątkiem, które informują o efektywności wykorzystania

poszczególnych składników majątku. Wskaźniki rotacji zapasów, należności i zobowiązań określają długość trwania w dniach przeciętnego cyklu ich obrotu. Im cykl ten jest krótszy, tym sprawniejsze jest gospodarowanie majątkiem. Do wskaźników efektywności gospodarowania majątkiem należą:

7. wskaźnik szybkości obrotu należności:

$$\frac{\text{należności z tyt. dostaw i usług} \times 365}{\text{przychód netto ze sprzedaży produktów i towarów (w dniach)}}$$

8. wskaźnik szybkości obrotu zapasów:

$$\frac{\text{zapasy} \times 365}{\frac{\text{wartość sprzedanych towarów i materiałów} + \text{koszt wytworzenia sprzedanych produktów (w dniach)}}{2}}$$

9. wskaźnik szybkości spłaty zobowiązań:

$$\frac{\text{zobowiązania z tyt. dostaw i usług} \times 365}{\frac{\text{wartość sprzedanych towarów i materiałów} + \text{koszty wytworzenia sprzedanych produktów (w dniach)}}{2}}$$

Wskaźniki charakteryzujące zaangażowanie i zwrotność kapitału

Wskaźniki finansowania działalności informują o źródłach sfinansowania majątku. Pozwalają ocenić poziom zadłużenia jednostki i możliwości obsługi tegoż zadłużenia. Wskazują na skalę ryzyka związanego ze strukturą źródeł finansowania. Do wskaźników charakteryzujących zaangażowanie i zwrotność kapitału należy zaliczyć:

10. wskaźnik pokrycia majątku kapitałem własnym

$$\frac{\text{kapitał własny}}{\text{aktywa ogółem}}$$

11. wskaźnik pokrycia majątku trwałego kapitałem własnym

$$\frac{\text{kapitał własny}}{\text{aktywa trwałe}}$$

12. wskaźnik trwałości struktury finansowania

$$\frac{\text{kapitał własny} + \text{rezerwy długoterminowe} + \text{zobowiązania długoterminowe}}{\text{suma pasywów}}$$

W przypadku wskaźnika pokrycia majątku kapitałem własnym, wartość wskaźnika powyżej 100% należy interpretować jako prawidłowy, świadczący o zachowaniu złotej zasady bilansowej i zachowaniu stabilności finansowej. Wartości wskaźnika bliskie 100% interpretuje się jako wysokie ryzyko utraty stabilności finansowej (zachwianie równowagi finansowej). Wartości wskaźnika poniżej 100% interpretuje się jako nieprawidłowe, świadczące o braku zachowania złotej zasady bilansowej i utracie stabilności finansowej. Przy ocenie zmian wartości wskaźnika pokrycia majątku kapitałem własnym w czasie (w ciągu kilku okresów):

- wzrost wskaźnika należy ocenić pozytywnie, jako poprawę stabilności finansowej,
- spadek wskaźnika oceniamy negatywnie, jako pogorszenie stabilności finansowej.

Wskaźnik pokrycia majątku trwałego kapitałem własnym informuje, w jakim stopniu kapitał własny pokrywa aktywa trwałe. Kapitał własny powinien wystarczyć na sfinansowanie aktywów trwałych, wskaźnik ten powinien przyjmować wartość co najmniej 100%. Jeżeli wartość wskaźnika jest niższa niż 100%, oznacza to, że część majątku jest finansowana przez kapitał obcy, co nie świadczy o niekorzystnej sytuacji finansowej firmy. Wraz z innymi wskaźnikami, jest on pomocny przy ocenie ryzyka wystąpienia niekorzystnej sytuacji finansowej.

Ostatni z wymienionych wskaźników odzwierciedla stosunek kapitału własnego do aktywów. Pokazuje on udział kapitałów długoterminowych w finansowaniu majątku firmy. Gdy przyjmuje on wysokie wartości, oznacza to wyższy stopień bezpieczeństwa finansowego.

Empiryczne metody oceny zagrożenia kontynuacji działalności

Empiryczne metody oceny zagrożenia kontynuacji działalności stanowią niezbędne uzupełnienia metod analitycznych, ponieważ pozwalają na ocenę zagrożeń mającą związek z uwarunkowaniami finansowymi, gospodarczymi i operacyjnymi. Zasadniczo możliwe jest opracowanie kwestionariusza, w którym przedstawione zostaną kluczowe zagadnienia mające znaczenie dla oceny kontynuacji działalności. W jego ramach konieczne jest uzyskanie wyjaśnień w odniesieniu do następujących kwestii: [Ślęzak 2020]

1. Finansowe objawy zagrożenia kontynuacji działalności, tj. czy w badanej jednostce dochodzi do:

- niepomyślnego kształtowania się kluczowych wskaźników finansowych,
- finansowania się poprzez zaleganie z zapłatą dostaw lub innych zobowiązań,
- niezdolności do terminowej spłaty zobowiązań,
- nadmiernego angażowania krótkoterminowych kredytów i pożyczek w celu finansowania długoterminowych zasobów,
- wykorzystania kredytów powyżej granic określonych przez bank,
- wypowiedzenia umów kredytowych przez banki,
- poważnych strat operacyjnych lub znaczącej utraty wartości aktywów,
- zaległości lub zaprzestania wypłat dywidend,
- niemożności reprodukcji i środków trwałych,
- niemożności uzyskania środków pieniężnych potrzebnych do uruchomienia produkcji, nowych wyrobów lub na inne niezbędne inwestycje,
- zmiany trybu rozliczeń z dostawcami z kredytu kupieckiego na natychmiastową płatność w momencie dostawy,
- ujemnych przepływów pieniężnych wykazywanych w sprawozdaniu finansowym.

2. Operacyjne objawy zagrożenia kontynuacji działalności, tj. czy w badanej jednostce dochodzi do:

- utraty kluczowego personelu bez zastępstwa,
- utraty głównego rynku zbytu, koncesji, licencji lub głównego dostawcy,
- trudności w naborze pracowników,
- uzależnienia się od jednego odbiorcy, dostawcy lub produktu,
- niedoboru istotnych surowców.

3. Pozostałe objawy zagrożenia kontynuacji działalności, tj. czy w badanej jednostce:

- występują poważne sprawy sądowe w toku, nie rokujące nadziei na wygranie,
- doszło do niekorzystnych zmian przepisów lub praktyki stosowania prawa,
- doszło do nieprzestrzegania wymogów dotyczących kapitałów lub innych wymogów ustawowych,
- toczą się przeciwko jednostce postępowania administracyjne, które w przypadku niekorzystnego rozstrzygnięcia dla jednostki będą się wiązały z powstaniem zobowiązań, które nie będą mogły być zaspokojone.

Do testów należących do grupy analizy wskaźnikowej zaliczyć można również tzw. Quick-Test. Jest to metoda bardziej kompleksowa, w której na podstawie wybranych wskaźników, ich oceny oraz wag możliwe jest uzyskanie informacji na temat sytuacji finansowej przedsiębiorstwa. Przy doborze wskaźników składających się na przedmiotowy test kierowano się podstawowymi kryteriami oceny pozycji finansowej, do których zaliczyć trzeba: zyskowność (rentowność), ryzyko, zadłużenie i płynność finansowa. Dlatego operuje on czterema wskaźnikami:

1. udziału kapitału własnego w aktywach (W1): kapitał własny / aktywa,
2. stopnia pokrycia odsetek (W2): zysk operacyjny / odsetki,
3. rentowności aktywów (W3): zysk netto / średnia aktywa,
4. poziom kosztów (W4): koszty ogółem / przychody ogółem.

W ramach testu, dla każdego ze wskaźników przyjmuje się normy, które podlegają określonej ocenie, przypisując zarazem im określoną wagę. W ten sposób, oceniając wszystkie ze wskazanych wskaźników łącznie, uzyskuje się ogólną ocenę kondycji badanej jednostki.

Tabela 4.5. Skala oceny wskaźnika

Nazwa wskaźnika	Skala oceny wskaźnika				
	Bardzo dobra (5 pkt)	dobra (4 pkt)	dostateczna (3 pkt)	zła (2 pkt)	Bardzo zła (1 pkt)
W1	$\geq 0,50$	0,49-0,40	0,39-0,30	0,29-0,10	0,09-0,00
W2	$> 6,00$	6,00-4,00	3,90-2,00	2,00-1,00	$< 1,00$
W3	$> 0,041$	0,031-0,041	0,021-0,03	0,011-0,02	$\leq 0,01$
W4	$< 0,90$	0,95-0,90	0,97-0,96	0,98-0,99	$\geq 1,00$

Źródło: E. Miodouchowska – Jaroszewicz, T. Bednarz, E. Ziółkowska, „*Diagnoza pozycji finansowej spółek giełdowych metodą Quick Testu*”, Studia i prace wydziału nauk ekonomicznych i zarządzania nr 40 t. 1. Uniwersytet Szczeciński

Z kolei liczbę złotych punktów wraz z oceną jednostki zawiera poniższa tabela 4.6.

Tabela 4.6. Liczba punktów wraz z oceną kondycji finansowej

Liczba punktów	Ocena kondycji finansowej
17-20	Bardzo dobra
13-16	dobra
9.-12	dostateczna
5-8	Zła/niekorzystna
0-4	Bardzo zła

W ten sposób w literaturze wyróżniono pięć poziomów kondycji finansowej, którym może charakteryzować się przedsiębiorstwo. Bardzo dobra kondycja finansowa wskazuje na wyróżniającą sytuację badanych firm, których pozycja jest stabilna i bezpieczna. Firmy te są bardzo zyskowne, mają niski poziom zadłużenia, posiadają płynność finansową i wypłacalność - są pewną lokatą kapitału. Dobra kondycja finansowa charakteryzuje firmy, które nie są zagrożone niewypłacalnością i upadłością, a nawet nagły spadek zysków czy utrata poważnego kontrahenta nie powinny zagrozić ich funkcjonowaniu. Dostateczna kondycja finansowa dotyczy firm znajdujących się w niepewnej sytuacji finansowej, mających problemy z wysokim poziomem zadłużenia, niską rentownością i nieradzących sobie z obsługą długu. Zła kondycja finansowa charakteryzuje przedsiębiorstwa, których sytuacja finansowa wskazuje na poważne problemy wynikające z braku rentowności i wysokiego poziomu zadłużenia. Bardzo złą kondycję finansową mają firmy niewypłacalne albo będące już w stanie upadłości.

4.5. Wybrane modele oceny zagrożenia upadłością jako instrument diagnozy stanu finansowego spółek publicznych

W teorii ekonomii zjawisko upadłości jednostek gospodarczych traktowane jest jako rodzaj naturalnego regulatora systemu ekonomicznego. W gospodarce rynkowej zasoby społeczeństwa zmieniają swoje zastosowanie z jednego na inne, uznane za bardziej użyteczne. Pomimo tego pozytywnego aspektu, z punktu widzenia pojedynczych jednostek związanych z upadającymi jest to zjawisko niekorzystne. Przewidywanie upadłości jednostek ma istotne znaczenie dla wielu jego kontrahentów, co prowadzi do wykorzystania w tym celu indeksów Z-score. W ostatnich latach coraz większe znaczenie zaczynają odgrywać modele Z-score wykorzystywane pomocniczo przez audytorów dla stwierdzenia czy kontynuowanie działalności przez badany podmiot nie jest wątpliwe [Micherda, Górka 2010, s. 298-319].

Pierwszym opublikowanym modelem w 1966 r. był model W. Beavera. Model W.H. Beavera opiera się na następujących wskaźnikach:

- nadwyżka finansowa (zysk netto + amortyzacja)/zobowiązania ogółem,
- zysk netto/suma aktywów,
- zobowiązania ogółem/suma aktywów,
- kapitał pracujący/suma aktywów,
- aktywa obrotowe/ zobowiązania krótkoterminowe,

▪ wskaźnik luki bezkredytowej $[(\text{środki pieniężne} + \text{krótkoterminowe papiery wartościowe} + \text{należności} - \text{zobowiązania krótkoterminowe}) / (\text{koszty operacyjne} - \text{amortyzacja}) \times 360]$.

Ocena zagrożenia upadłością jednostki w modelu W.H. Beaver'a prowadzona jest na podstawie indywidualnej analizy każdego z wyżej wymienionych wskaźników. Jest to główny powód krytyki tej metody, ponieważ na skutek niejednorodnych tendencji zmian wskaźników występują poważne trudności w ich prawidłowej interpretacji. Pozostałe wady tego modelu wymienione w literaturze to [Waśniewski, Skoczylas 2002, s. 477]: trudności w wyznaczaniu wartości granicznych, arbitralność w wyborze wskaźników finansowych, zróżnicowanie regionalne i branżowe, zmienność modelu w czasie.

Kolejny model jednowymiarowy został opublikowany w 1973 roku przez P. Weibla, który wytypował sześć wskaźników mających dużą użyteczność dla celów prognozowania upadłości (Jerzemowska, 2004, s. 339). Ich wartości należy porównywać z oszacowanymi przez Weibla wartościami krytycznymi, w czym pomocna jest metoda graficzna. Na specjalnych wykresach, sporządzonych dla każdego ze wskaźników wyznaczył on obszary określające duże i małe ryzyko, jak również przedział, w którym występują zarówno przedsiębiorstwa zagrożone, jak i niezagrożone upadłością. Strefa ta jest tym mniejsza, im większa zdolność dyskryminacyjną posiada wskaźnik (Bednarski, Waśniewski 1996, s. 262).

Pierwsze modele wczesnego ostrzegania przed upadłością miały istotne wady. Kondycję przedsiębiorstwa analizowano za pomocą kilku wskaźników, a prognozę sporządzano na podstawie osobnej analizy wartości każdego z nich. W niektórych przypadkach (np. model Weibla) zalecano, aby opinię formułować w zależności od tego, ile wskaźników miało wartości uznawane za nieprawidłowe. Modele jednowymiarowe powielają więc ograniczenia i niedoskonałości analizy wskaźnikowej. Jak ocenić firmę, gdy niektóre wskaźniki mają prawidłową wartość, a inne znacznie przekraczają ustalone normy? Duży problem stanowi też ustalanie progowej wartości wskaźników (minimalizacja ogólnej liczby złych klasyfikacji nie zawsze prowadzi do ustalenia tylko jednej wartości progowej dla danego wskaźnika). Z wyżej wymienionych powodów podjęto prace nad stworzeniem znacznie doskonalszych narzędzi prognozowania upadłości, pozwalających formułować prognozy w sposób jednoznaczny (Hadasik, 1998, s. 69-70).

W latach 60. XX wieku podjęto próby opracowania nowych metod prognozowania upadłości, wykorzystując w tym celu wielowymiarową analizę dyskryminacyjną, która dzieli firmy na dwie grupy: firmy zdrowe i zagrożone utratą zdolności do kontynuacji działania. Klasyfikacja dokonywana jest najczęściej na podstawie wskaźników finansowych, które stanowią zmienne modelu. Należy podkreślić, iż metody te pozwalają klasyfikować firmy w sposób jednoznaczny. Jest to jedna z największych zalet wielowymiarowej analizy dyskryminacyjnej. (Kopczyński, 2020, s. 38)

Główną zaletą modeli jednowymiarowych jest brak konieczności przyjęcia założenia o normalnym rozkładzie badanych wskaźników. Natomiast podstawową wadą – brak jednoznacznej oceny zagrożenia upadłością jednostki [Jerzemska (red.) 2002, s. 337].

O ile w modelu W.H. Beaver'a wnioskowanie prowadzi się na podstawie każdego z sześciu wyżej wymienionych wskaźników z osobna, to model E.I. Altmana sprowadza je do jednego wymiaru – indeksu Z, na którego wartość wpływają pojedyncze zmienne niezależne. Badania przeprowadzone przez Altmana obejmowały grupę 66 amerykańskich jednostek gospodarczych, z których 33 zbankrutowały w latach 1946-1965, zaś pozostałe 33 prowadziły nadal swoją działalność. Opierając się na wynikach analizy ich sprawozdań finansowych z roku bezpośrednio poprzedzającego bankructwo wskazano 22 wskaźniki finansowe, z których następnie wybrano 5 mających największy wpływ na przewidywanie upadłości. W modelu mają one postać następujących wskaźników finansowych [Altman 1968, s. 589-609]:

X_1 – kapitał pracujący/suma aktywów,

X_2 - zysk zatrzymany/suma aktywów,

X_3 - (zysk brutto + odsetki do zapłacenia)/suma aktywów,

X_4 – rynkowa wartość kapitału akcyjnego/ księgowa wartość zobowiązań ogółem,

X_5 – przychody operacyjne/suma aktywów.

$$Z_A = 1,2X_1 + 1,4X_2 + 3,3X_3 + 0,6X_4 + 1,0X_5$$

Wartość graniczna dla tak określonego modelu wynosiła 2,675. Przedsiębiorstwa, które uzyskały wynik większy lub równy tej wartości, zaliczone zostały do grupy nie bankrutów. Zdolność prognostyczna modelu wynosiła 95,45%, zaś błąd zaliczenia bankruta do grupy nie bankrutów wyniósł 6,06% (sprawność I stopnia),

a nie bankruta do grupy bankrutów 3,03% (sprawność II stopnia). Ostatecznie w celu minimalizacji prawdopodobieństwa dokonania błędnej klasyfikacji wskazano obszar wyników szczególnie wrażliwych na nieprawidłową klasyfikację. A zatem dla wartości wskaźnika Z_A poniżej 1,8 występuje wysokie prawdopodobieństwo upadłości, zaś dla wartości wskaźnika powyżej 3,0 prawdopodobieństwo to jest niewielkie. Obszar między 1,8 a 3,0 charakteryzuje się szczególnie wysokim ryzykiem nieprawidłowej klasyfikacji.

Bardzo duży wkład w rozwój nowoczesnych metod predykcji bankructwa wniósł E.I. Altman, który jako pierwszy opracował wielowymiarowy model dyskryminacyjny.

W roku 1983 Altman udoskonalił swój model dodając możliwość predykcji upadku jednostek gospodarczych nienotowanych na giełdzie. W tym celu wartość wskaźnika X_4 ustalona została jako: księgowa wartość akcji zwykłych i uprzywilejowanych/ księgowa wartość zobowiązań ogółem. Nowa postać funkcji dyskryminacyjnej to:

$$Z_A = 0,717X_1 + 0,847X_2 + 3,107X_3 + 0,420X_4 + 0,998X_5$$

Zdolność prognostyczna modelu spadła do 94%, zaś wartości progowe ustalono na: poniżej 1,23 – grupa nie bankrutów, pomiędzy 1,23 a 2,90 – obszar niepewności upadku jednostki, powyżej 3,0 – grupa bankrutów [Altman 1983, s. 120; [Micherda, Górka 2012, s. 310]. W 1977, r. E.I. Altman wraz z R. Haldemanem i P. Narayananem przedstawili drugą generację modelu dyskryminacyjnego nazywając go modelem Zeta® [Altman i in. 1977]. Altman dokonał podsumowania wielokrotnych modyfikacji modeli dyskryminacyjnych i ich zastosowań w praktyce w roku 2000.

Funkcję autorstwa Altmana z 1983 roku zdecydowano się uwzględnić z uwagi na fakt, iż jej autor jest uznawany za osobę, która wniosła największy wkład w rozwój nowoczesnych metod prognozowania upadłości. Metody opracowane przez Altmana są wykorzystywane w badaniu kondycji spółek na całym świecie. W skład modelu Altmana z 1968 roku wchodzi wskaźnik będący relacją rynkowej wartości kapitału własnego do księgowej wartości zadłużenia. Duży wpływ na jego wartość ma sytuacja panująca na giełdzie, zwłaszcza w okresie dużych wahań koniunktury gospodarczej. Może to mieć znaczący wpływ na zniekształcenie prognoz: trudna sytuacja na rynku giełdowym często przekłada się na niską cenę akcji, a tym samym na wartość

globalnego wskaźnika Z-score. Wybrano więc funkcję z 1983 roku, w skład której nie wchodzi wskaźniki rynkowe.

Koncepcje modeli dyskryminacyjnych są nieustannie rozwijane i aktualizowane w warunkach różnych krajów. Jako najbardziej znane należałoby wskazać: model K. Beermana [Beerman 1976], G. Springate [Springate 1978], model Fulmera Fulmer i in. 1984], (model C. Caseya i N. Bartczaka [Casey, Bartczak 1985], model R.J. Tafflera [Taffler 1983, s. 295-308].

W polskiej literaturze dotyczącej modeli dyskryminacyjnych zdecydowana większość autorów zwraca uwagę, iż zastosowanie modeli opracowanych w krajach o rozwiniętej gospodarce rynkowej nie jest możliwe w warunkach polskich [Holda2001]. Słusznie zatem wskazuje D. Zarzecki [Zarzecki 1997, s. 591] na konieczność korzystania z doświadczeń innych krajów o ustabilizowanej gospodarce rynkowej w zakresie opracowanych koncepcji metod predykcji upadłości, jednak wykorzystanie konkretnych modeli w naszym kraju nie jest możliwe. A. Hołda i J. Pocięcha [Hołda, Pocięcha 2004, s. 169], dokonując oceny możliwości wykorzystania funkcji E. I. Altmana w Polsce, jednoznacznie stwierdzają, iż model opracowany w USA w określonym czasie powinien być wykorzystywany tylko na terenie kraju, w którym go opracowano i z określonym zakresem czasowym skutecznej aplikacji. Warto pamiętać, iż model Altmana został opracowany na podstawie anglosaskiego systemu rachunkowości stosowanego w Stanach Zjednoczonych a w naszym kraju stosowany jest system kontynentalny rachunkowości, co prowadzi do braku bezpośredniej porównywalności danych sprawozdawczych.

Przykładem modelu analizy dyskryminacyjnej w pełni dostosowanym do polskich warunków jest model autorów: M. Hamrol, B. Czajka, M. Piechocki, określany mianem modelu poznańskiego. Do konstrukcji modelu wytypowano wskaźniki z obszarów płynności, rentowności, zadłużenia oraz wybrane kategorie sprawozdawcze, których wynikowa odzwierciedla wartość zmiennej Z. Graniczną wartością w predykcji upadłości jest wartość zero. Postać relacji modelu poznańskiego przedstawiono poniższym wzorem:

$$Z_p = 3,562 X_1 + 1,588 X_2 - 4,288 X_3 + 6,719 X_4 - 2,368$$

gdzie:

X_1 – wynik finansowy netto/ majątek całkowity,

X_2 – (majątek obrotowy – zapasy)/ zobowiązania krótkoterminowe,

X_3 – kapitał stały/ majątek całkowity,

X_4 – wynik finansowy ze sprzedaży/ przychody ze sprzedaży.

Oparty jest on o liniową funkcję dyskryminacyjną, czyli średnią ważoną wybranych wskaźników finansowych. Proces budowy tego modelu jak i innych przedstawia tabela 4.7.

Skuteczność modelu poznańskiego w przewidywaniu upadłości jednostki gospodarczej ocenia się na 96%. Błąd przypisania jednostki gospodarczej do „niebankruta” wyniósł 8%, natomiast określenia jednostki dobrze funkcjonującej „bankrutem” był zerowy. Model ten może mieć szerokie zastosowanie zarówno do oceny swojej kondycji przez jednostkę gospodarczą oraz przez biegłych rewidentów. Zdaniem autorki model poznański można wykorzystać do przewidywania możliwości wrogiego przejęcia. Atakujący zawsze dokonuje badań nad kondycją gospodarczą upatrzonej spółki – kandydata do wrogiego przejęcia.

Tabela.4.7. Wybrane krajowe modele oceny zagrożenia upadłością⁷²

Nazwa modelu		
Krótki opis i wartości graniczne	Wskaźniki wykorzystywane w modelu	Postać liniowa funkcji i kryterium klasyfikacyjne
Model „poznański” M. Hamrola, B. Czajki i M. Piechockiego (2004) ⁷³		
Model powstał na podstawie próby 100 spółek prawa handlowego, z czego połowę stanowiły podmioty „zdrowe”. Zgodnie z modelem jednostki zagrożone upadłością w perspektywie jednego roku wykazują ujemną wartość wskaźnika W, niezagrożone zaś dodatnią. Wartością graniczną jest zero.	X_1 = wynik finansowy netto/majątek całkowity, X_2 = (majątek obrotowy – zapasy)/zobowiązania krótkoterminowe, X_3 =kapitał stały/ aktywa, X_4 = wynik finansowy ze sprzedaży /przychody ze sprzedaży.,	$W = 2,368 + 3,562 \times X_1 + 1,588 \times X_2 + 4,288 \times X_3 + 6,719 \times X_4$ $W > 0$ – brak zagrożenia bankructwem $W < 0$ – zagrożenie bankructwem

⁷²Pod jedną nazwą na rynku występuje wiele wzorów, bo Autorzy przygotowali często po kilka modeli różniących się m.in. trafnością lub symetrią wyników (np. lepiej są rozpoznawane spółki dobre, gorzej bankruci). Zdaniem autorki nie powinno to mieć większego znaczenia w praktyce, pod warunkiem że biegły będzie wykorzystywał wiele modeli jednocześnie (zalecane). Podobnie zdaniem autorki można stosować modele, które powstały z myślą o spółkach publicznych do innych jednostek. Wynika to z tego, że celem nie jest precyzyjna ocena sytuacji jednostki, a tylko wstępna identyfikacja czynników ryzyka na etapie akceptacji lub planowania badania.

⁷³ Jest to tzw. wyraz wolny w modelu. Wyznacza się go na podstawie szacunków statystycznych, a jego rola w funkcji dyskryminacyjnej polega na ustaleniu wartości granicznej modelu na określonym poziomie, wynoszącym zwykle 0.

Nazwa modelu		
Krótki opis i wartości graniczne	Wskaźniki wykorzystywane w modelu	Postać liniowa funkcji i kryterium klasyfikacyjne
Model A. Hołdy (2002)		
Model zbudowany na bazie próby 40 „upadłych” przedsiębiorstw i 40 charakteryzujących się dobrą sytuacją finansową. Wartością rozgraniczającą klasy jest zero.	X_1 (podstawowy wskaźnik płynności) = aktywa obrotowe / zobowiązania krótkoterminowe, X_2 (stopa zadłużenia) = zobowiązania ogółem / suma bilansowa, X_3 zyskowność majątku) = wynik finansowy netto / średnioroczny majątek ogółem, X_4 (wskaźnik obrotu zobowiązań) = przeciętny stan zobowiązań krótkoterminowych / (koszty działalności operacyjnej – pozostałe koszty operacyjne), X_5 = przychody operacyjne/suma aktywów.	$Z = 0,605 + 0,681 \times X_1 - 0,0196 \times X_2 + 0,00969 \times X_3 + 0,000672 \times X_4 + 0,157 \times X_5$ $Z > 0$ – brak zagrożenia bankructwem $Z < 0$ – zagrożenie bankructwem

Model J. Gajdka, D. Stosa (2003)		
Model powstał z myślą o ocenie kondycji finansowej spółek notowanych na GPW w Warszawie. Oparto go na zbilansowanej próbie 34 spółek (17 „upadłych” oraz 17 „zdrowych” o podobnym profilu działalności). Wartością graniczną jest zero.	X_1 = zobowiązania krótkoterminowe/ koszt wytworzenia produkcji sprzedanej, X_2 = wynik netto/suma bilansowa, X_3 = wynik brutto/przychody netto ze sprzedaży, X_4 = suma bilansowa/ zobowiązania ogółem,	$Z = 0,005 \times X_1 - 2,0552 \times X_2 + 1,7260 \times X_3 + 0,1155 \times X_4$ $Z > 0$ – brak zagrożenia bankructwem $Z < 0$ – zagrożenie bankructwem

Model B. Prusaka (2005)		
Autor przedstawił dwie wersje tego modelu. Tu podano jedną z nich. Próba testowa zawierała 39 obiektów „upadłych” i 39	X_1 = zysk operacyjny/ suma bilansowa, X_2 = koszty operacyjne/zobowiązania krótkoterminowe,	$P = -1,5685 + 6,5245 \times X_1 + 0,148 \times X_2 + 0,4061 \times X_3 + 2,1754 \times X_4$ $P > -0,13$ – brak zagrożenia

niezagrożonych bankructwem. Jednostki dobierano parami według branży. Wartością graniczną jest - 0,13.	X_3 = aktywa obrotowe/zobowiązania krótkoterminowe, X_4 = zysk operacyjny/ przychody ze sprzedaży.	bankructwem $P < -0,13$ – zagrożenie bankructwem
--	---	---

Model D. Wierzby (2000)		
Model został opracowany na podstawie próby danych pochodzących z 24 przedsiębiorstw zagrożonych upadkiem oraz z 24 o dobrej kondycji finansowej. Ich pracy były wybierane na zasadzie podobieństw. Dla tych pierwszych wykorzystane zostały dane z roku wcześniejszego niż ten, w którym ogłoszono bankructwo. Wartością graniczną jest zero.	X_1 = (zysk z działalności operacyjnej – amortyzacja)/ aktywa ogółem, X_2 = (zysk z działalności operacyjnej – amortyzacja)/ sprzedaż produktów, X_3 = aktywa obrotowe / zobowiązania całkowite, X_4 = kapitał obrotowy / aktywa ogółem.	$Z = 3,26 \times X_1 + 2,16 \times X_2 + 0,30 \times X_3 + 0,69 \times X_4$ $Z > 0$ – brak zagrożenia bankructwem $Z < 0$ – zagrożenie bankructwem

Model D. Hadasik (1998)		
Autorka w swojej pracy habilitacyjnej opublikowała 9 różnych modeli dyskryminacyjnych, lecz największą zdolnością predykcyjną charakteryzował się pokazany tu model. Próba testowa zawierała 61 przedsiębiorstw (39 niezagrożonych upadłością i 22 „upadłe”). Wartością graniczną jest - 0,42895.	X_1 = aktywa bieżące/ zobowiązania bieżące, X_2 = (aktywa bieżące – zapasy)/zobowiązania bieżące, X_3 = zobowiązania ogółem/aktywa ogółem, X_4 = (aktywa bieżące – zobowiązania bieżące)/ pasywa ogółem, X_5 = należności / przychody ze sprzedaży x 365. X_6 = zapasy / przychody ze sprzedaży x 365, X_7 = zysk netto/ zapasy	$M = 0,335969 \times X_1 - 0,71245 \times X_2 - 2,4719 \times X_3 + 1,46434 \times X_4 + 0,00246069 \times X_5 - 0,0138937 \times X_6 + 0,0243387 \times X_7 + 2,59323$ $M > -0,42895$ – jednostka „zdrowa” $M < -0,42895$ – zagrożenie bankructwem

Model D. Appenzeller, K. Szarzec (2004)		
Za spółki „upadłe” (lub zagrożone upadłością) przyjęto spółki publiczne, wobec których zgłoszono w	X_1 = aktywa bieżące/ zobowiązania bieżące, X_2 = (aktywa obrotowe – zapasy -	$Z = 1,286440 \times X_1 - 1,305280 \times X_2 - 0,226330 \times X_3 - 0,005380 \times X_4 + 3,015280 \times X_5 - 0,009430 \times$

sądzie przynajmniej jeden wniosek o upadłość lub o otwarcie postępowania układowego, niezależnie od tego, jakie skutki prawne miały te wnioski. Próba złożona była z 34 spółek „upadłych” (lub zagrożonych upadłością). Spółki „zdrowe” dobrano w taki sposób, by każda z nich odpowiadała jednej ze spółek „upadłych”. Wartością graniczną jest zero.	należności)/zobowiązania krótkoterminowe, X ₃ = zysk brutto/przychody ze sprzedaży, X ₄ = średnia wartość zapasów/ przychody ze sprzedaży x 365 dni, X ₅ = zysk netto / średnia wartość aktywów, X ₆ = zobowiązania ogółem + rezerwy / wynik na działalności operacyjnej + amortyzacja.	X ₆ – 0,66132 Z > 0 – brak zagrożenia bankructwem Z < 0 – zagrożenie bankructwem
--	---	---

Źródło: W.L. Lachowski, Sztuka wyboru, Polska Izba Biegłych Rewidentów, Warszawa 2019, s. 168-170

Znaczący wkład w badania nad modelami wczesnego ostrzegania wniosła również E. Mączyńska. W ramach rozważań prowadzonych w Instytucie Nauk Ekonomicznych Polskiej Akademii Nauk skonstruowana została m.in. zmodyfikowana wersja modelu Z-score, prezentowana dla modelu usługowego podmiotów gospodarczych

$$Z_{M\text{ PAN }1} = 9,498 X_1 + 3,566 X_2 + 2,903 X_3 + 0,452 X_4 - 1,498$$

gdzie:

X₁ = wynik operacyjny/aktywa ogółem,

X₂ = kapitał własny/aktywa ogółem,

X₃ = (wynik netto + amortyzacja)/ zobowiązania,

X₄ = aktywa obrotowe/zobowiązania krótkoterminowe,

A także dla modelu handlowego przedsiębiorstw”

$$Z_{M\text{ PAN }2} = 9,478 X_1 + 3,613 X_2 + 3,246 X_3 + 0,455 X_4 + 0,802 X_5 - 2,478$$

gdzie:

X₁ = wynik operacyjny/aktywa ogółem,

X₂ = kapitał własny/aktywa ogółem,

X₃ = (wynik netto + amortyzacja)/ zobowiązania,

X₄ = aktywa obrotowe/zobowiązania krótkoterminowe,

X₅ = przychody ze sprzedaży/ aktywa ogółem,

W prezentowanych modelach zostały określone obszary zagrożenia niewypłacalnością oraz brak tego rodzaju zagrożenia. Graniczną wartość określone na poziomie zera (tabela 4.8.). Należy również zauważyć, że funkcja $Z_{M\text{ PAN }1}$ ma bardzo

wysoką zdolność dyskryminacyjną. Dotyczy ona jednak nie tylko określonej pierwotnie grupy przedsiębiorstw usługowych, ale również wobec przedsiębiorstw handlowych i produkcyjnych.

Tabela 4.8. Przedziały graniczne kwalifikacji wyników w modelu E. Mączyńskiej INEPAN dla $Z_{M\text{ PAN }1}$ oraz $Z_{M\text{ PAN }2}$

Wartość	Stan
$Z_{M\text{ PAN }1 \text{ i } 2} \leq 0$	Zagrożenie niewypłacalnością do 1 roku
$W - 0$	Wartość graniczna
$W \leq 0$	Brak zagrożenia niewypłacalności

Źródło: E. Mączyńska, Globalizacja ryzyka a system wczesnego ostrzegania przed upadłością przedsiębiorstw, [w:] Upadłość w Polsce w latach 1990-2003, Teoria i praktyka (red.) D. Appenzeller, Zeszyty Naukowe nr 49/2004, Akademia Ekonomiczna w Poznaniu, Poznań 2004, s. 114.

Oceniając jednostkę na podstawie modelu Altmana nie można wydać jednoznacznej opinii co do możliwości kontynuacji działalności ale wskazać trzeba korzystną tendencję wzrostu wskaźnika Z-score. Pamiętać jednak należy, że zależności modelu Altmana zostały opracowane nie w warunkach gospodarki polskiej, stąd też wnioski wyciągane na ich podstawie trzeba traktować jako bardzo ogólne wskazania do dalszej analizy. W warunkach gospodarki polskiej został opracowany model poznański, który jest stosowany przy ocenie spółek zagrożonych wrogim przejęciem.

Według modelu poznańskiego ocena pozytywna następuje na podstawie dodatniej wartości wskaźnika FD. W badanej jednostce gospodarczej nie występuje zatem zagrożenie brakiem możliwości kontynuacji działalności, choć uwagę zwraca malejąca z roku na rok wartość badanej funkcji. Jeśli badana jednostka utrzyma zauważoną tendencję, to za dwa, trzy lata wartość badanej funkcji może spaść poniżej zera, wskazując na możliwość wystąpienia wrogiego przejęcia.

4.6. Ocena wybranych modeli upadłości - modele J. Gajdka i D. Stosa

Gruntowne badania nad oceną zagrożenia upadłością przedsiębiorstw i tworzeniem modeli prognozujących upadłość przeprowadzili J. Gajdka i D. Stos. Pierwsze dwa modele zostały zaprezentowane w 1996 r. i zostały stworzone na podstawie grupy 40 przypadkowej (niezróżnicowanej branżowo) próby przedsiębiorstw, z których połowa zbankrutowała, połowa pozostała wypłacalna [J. Gajdka, D. Stos 1996, s. 34].

W pierwszym modelu dobrano następujące wskaźniki:

$$X_1 = \frac{\text{aktywa obrotowe}}{\text{zobowiązania krótkoterminowe}}$$

$$X_2 = \frac{\text{zobowiązania uprzywilejowane}}{\text{zobowiązania ogółem}}$$

$$X_3 = \frac{\text{przychody netto ze sprzedaży}}{\text{suma bilansowa}}$$

$$X_4 = \frac{\text{wynik netto}}{\text{suma bilansowa (średnia w roku)}}$$

$$X_5 = \frac{\text{wynik netto} + \text{amortyzacja}}{\text{przychody netto ze sprzedaży}}$$

Funkcja dyskryminacyjna przyjęła postać:

$$Z_1 = 0,01935 \cdot X_1 + 1,094753 X_2 + 0,179052 X_3 - 6,35257 X_4 + 0,291098 X_5$$

Wartość graniczna została ustalona na 0,494549, z tym że jednostkę zalicza się do „niebankrutowanych”, jeśli wartość funkcji będzie mniejsza od punktu granicznego, a do „zbankrutowanych” jeśli wartość funkcji będzie większa od punktu granicznego. Skuteczność modelu wyniosła 82,5% (sprawność I rodzaju 90%; sprawność II rodzaju 75%).

W drugim modelu zmienione zostały wskaźniki X_2 i X_5 :

W pierwszym modelu dobrano następujące wskaźniki:

$$X_2 = \frac{\text{zobowiązania ogółem}}{\text{suma bilansowa}}$$

$$X_5 = \frac{\text{wynik netto} + \text{odsetki}}{\text{przychody ze sprzedaży}}$$

Funkcja dyskryminacyjna przyjęła postać:

$$Z_2 = 0,437449 + 0,017803 \cdot X_1 + 0,588694 X_2 + 0,038657 X_3 - 431026 X_4 - 0,01038 X_5$$

Wartość graniczną ustalono na 0,432589, z taką jak w modelu pierwszym regułą klasyfikacyjną. Skuteczność modelu wyniosła 85% (sprawność I rodzaju 90%, sprawność II rodzaju 80%).

Kolejne dwa modele opublikowano na podstawie badania 40 przedsiębiorstw, z których 20 upadło i 20 było nie zagrożonych upadłością. Przedsiębiorstwa niezagrożone upadłością stanowiły podmioty z branży budowlanej, przemysłowej i handlowej notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie (GPW). Do modeli zakwalifikowano 5 wskaźników: [J. Gajdka, D. Stos, 1996, s. 61

$$X_1 = \frac{\text{przychody netto ze sprzedaży}}{\text{suma bilansowa (średnia w roku)}}$$

$$X_2 = \frac{\text{zobowiązania krótkoterminowe (średnia w roku)} * 365}{\text{koszt wytworzenia produkcji sprzedanej}}$$

$$X_3 = \frac{\text{wynik netto}}{\text{suma bilansowa (średnia w roku)}}$$

$$X_4 = \frac{\text{wynik netto}}{\text{przychody netto ze sprzedaży}}$$

$$X_5 = \frac{\text{zobowiązania ogółem}}{\text{aktywa}}$$

W modelu bez stałej (wyrazu wolnego) funkcja dyskryminacyjna przyjęła postać:

$$Z_3 = 0,20098985 \cdot X_1 + 0,0013027X_2 + 0,7609754X_3 + 0,9659628X_4 - 0,341096X_5$$

Wartość graniczną ustalono na 0,44. Jednostkę zalicza się do bankrutów. jeśli wartość funkcji będzie mniejsza od punktu granicznego, a do „niebankrutowanych” jeśli wartość funkcji będzie większa od punktu granicznego. Skuteczność tego modelu wyniosła 82,5% (sprawność I rodzaju — 70%, sprawność II rodzaju 95%).

Model 4 (ze stałą) funkcja dyskryminacyjna ma postać:

$$Z_4 = 0,7732059 - 0,0856425 \cdot X_1 + 0,000774 \cdot X_2 + 0,9220985 \cdot X_3 + 0,6535995 \cdot X_4 - 0,594687 \cdot X_5$$

Wartość graniczną ustalono na 0,45, z taką jak w modelu trzecim regułą klasyfikacyjną. Skuteczność modelu wyniosła 92,5% (sprawność I rodzaju 85%, sprawność II rodzaju 100%).

Kontynuując badania nad prognozowaniem upadłości Autorzy skonstruowali jeszcze jeden model na podstawie próby 34 przedsiębiorstw, w której 17 przedsiębiorstw które w latach 1998-2001 zbankrutowały (z przemysłu lekkiego, metalowego, chemicznego, handlu, usług i transportu) dobrano przedsiębiorstwa o podobnym profilu działalności notowane na GPW.

Do modeli zakwalifikowano 4 wskaźniki: [Gajdka, Stos 2003]:

$$X_1 = \frac{\text{zobowiązania krótkoterminowe (średnia w roku)}}{\text{koszt wytworzenia produkcji sprzedanej}}$$

$$X_2 = \frac{\text{wynik netto}}{\text{suma bilansowa (średnia w roku)}}$$

$$X_3 = \frac{\text{wynik brutto}}{\text{przychody ze sprzedaży}}$$

$$X_4 = \frac{\text{suma bilansowa}}{\text{zobowiązania ogółem}}$$

Funkcja dyskryminacyjna przyjęła postać:

$$Z_4 = -0,0005 \cdot X_1 + 2,0552X_2 + 1,7260 X_3 + 0,1155 X_4$$

Wartość graniczną ustalono na poziomie 0,0 (autorzy zdefiniowali również „szarą strefę” w obszarze $<0,49;0,49>$) Skuteczność modelu dla próby wyniosła 100%.

Stosowanie analizy dyskryminacyjnej wymaga, aby wykorzystane w niej wskaźniki spełniały kilka założeń [Korol 2010, s. 138]:

– wartości wskaźników muszą mieć rozkłady normalne, – wskaźniki muszą być niezależne, – wskaźniki muszą mieć dużą zdolność dyskryminacyjną rozdzielającą przedsiębiorstwa wypłacalne od niewypłacalnych, – obserwacje dla każdego pojedynczego obiektu (przedsiębiorstw wypłacalnych i niewypłacalnych) muszą być pełne, tzn. należy dysponować wartościami wszystkich wskaźników dla wszystkich przedsiębiorstw, – klasyfikacja przedsiębiorstw musi być jednoznacznie zdefiniowana, tzn. przynależność do drugiej grupy.

Niespełnienie powyższych założeń powoduje, że funkcja dyskryminacyjna wprowadzona dla analizowanych przedsiębiorstw nie jest optymalna, a jej zastosowanie do innej grupy przedsiębiorstw może spowodować wiele błędnych klasyfikacji. Dlatego

też metodzie tej przypisuje się wiele wad. Jedną z największych wad metod parametrycznych, (np. analizy dyskryminacyjnej), jak i nieparametrycznych (np. sztucznych sieci neuronowych) są kłopoty z procesem uczenia ich oraz doboru właściwej proporcji bankrutów i niebankrutów w próbie uczącej i testowej. W literaturze słusznie postuluje się, aby w próbie uczącej była zachowana proporcja 50/50, tak by model był w stanie nauczyć się skutecznie rozpoznawać, z odpowiednim wyprzedzeniem w czasie, przedsiębiorstwa zagrożone upadłością oraz firmy „zdrowe”. Takie założenie proporcji firm „zdrowych” i „złych” ma jednak swoją poważną wadę. Otóż modele takie charakteryzują się wysoką skutecznością ale tylko w przypadku prób testowych składających się ze zbliżonej proporcji bankrutów do niebankrutów. Wiadomo jednak, iż w przypadku sytuacji rzeczywistej, w gospodarce jest znacznie więcej firm niezagrażonych upadłością niż zagrożonych. Powoduje to zwiększenie błędów II rodzaju, czyli klasyfikowania firm nieupadłych jako upadłe. Dodatkowo u modeli z grupy metod parametrycznych jest postulat wykorzystania w nich jedynie wskaźników finansowych mających rozkład normalny.⁷⁴

4.7. Charakterystyka modeli logitowych, sztuczne sieci neuronowe i drzewa decyzyjne

Modele dyskryminacyjne to nie jedyna propozycja analityczna, która posłużyć może do oceny możliwości kontynuacji działalności przez jednostkę, ostatnie lata przyniosły szereg ciekawych propozycji w tym zakresie. Interesująca metodą oceny możliwości kontynuacji działalności są z pewnością modele logitowe. Należą one do grupy klasycznych modeli klasyfikacji, w których zmienna objaśniana przyjmuje tylko dwie wartości. W metodzie regresji logistycznej możliwym jest śledzenie wpływu wielu zmiennych objaśniających (niezależnych) na zmienną objaśnianą (zależną) przy czym zmienne te mogą mieć zarówno charakter ilościowy, jak i jakościowy. Dużą zaletą tej metody jest brak konieczności zachowania normalnego rozkładu czy wspólnych macierzy kowariancji w badanych grupach. Cenną zaletą modelu logitowego jest fakt, że znak parametru przy nieujemnej zmiennej niezależnej wskazuje kierunek jej wpływu na zmienną zależną. Zatem w przypadku gdy zmienna zależna jest dodatnia, wzrost

⁷⁴ Więcej na temat modeli prognozowania upadłości (w tym analizy dyskryminacyjnej) P. Prusak: Ograniczenia i kierunki rozwoju modeli prognozowania zagrożenia przedsiębiorstw niewypłacalnością, *Prace Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego we Wrocławiu*, nr 9 (1209), Wrocław 2008, s. 208—215; oraz Rogowski: Dylematy wykorzystania w warunkach polskich modeli oceny zagrożenia upadłością, [w:]

Bankructwa przedsiębiorstw - wybrane aspekty instytucjonalne, red. E. Mączyńska, SGH, Warszawa

zmiennej niezależnej podnosi prawdopodobieństwo, iż zmienna zależna osiągnie wartość 1. Gdy zmienna zależna jest ujemna, wyższe wartości zmiennej nie zależnej wskazują na niższe prawdopodobieństwo, iż zmienna zależna osiągnie wartość 1. Funkcja logistyczna przyjmuje postać [Hołda 2006, s. 128]:

$$P(x) = \frac{e^x}{1 + e^x} \text{ lub } P(X) = \frac{1}{1 + e^x}$$

W warunkach polskich podjęto także próby budowy modeli logitowych na podstawie sprawozdań finansowych krajowych jednostek gospodarczych. Można wspomnieć tu o pracy M. Gruszczyńskiego [Gruszczyński 2001], który za pomocą metody eksperckiej, bazująca na sprawozdaniach finansowych z lat 1995-1996 dla 23 bankrutów i 23 niebankrutów zbudował próbę dla dwumianowego modelu logitowego. Następnie posłużył się trzecią grupą sprawozdań finansowych 25 jednostek o nieokreślonej sytuacji finansowej. Wszystkie analizowane sprawozdania finansowe posłużyły później do oszacowania trójmianowego modelu logitowego dla roku bazowego 1997.

Dokonując wyboru modelu regresji logistycznej warto zwrócić uwagę na modele opracowane w ostatnim okresie oraz te, w których dokonano weryfikacji ich prawidłowości na grupie testowej innej niż ta, która służyła do konstrukcji modelu.

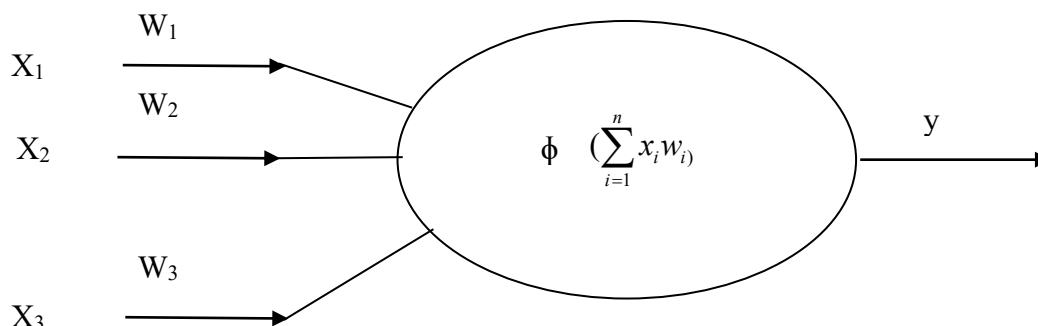
Wielu badaczy problemu upadłości jednostek gospodarczych skłania się do zastosowania w tym celu sztucznych sieci neuronowych. Modelując zjawiska, w których zależności pomiędzy zmiennymi mają charakter nieliniowy wykorzystuje się zdolność sztucznych sieci neuronowych do aproksymacji dowolnej funkcji [Tadeusiewicz 1998]. Zaletą sztucznej sieci neuronowej podczas jej budowy jest brak konieczności posiadania informacji o prawach rządzących badanym zjawiskiem.

Dzieje się tak dzięki tzw. „douczeniu” sieci neuronowej w przypadku wystąpienia nowych zjawisk. Występująca zdolność sieci neuronowej do generalizacji umożliwia także sprawdzenie hipotetycznych sytuacji, które nie wystąpiły w procesie budowy modelu [Hołda 2006, s. 139].

Wzorem do budowy sztucznych sieci neuronowych jest matematyczny obraz neuronu biologicznego, który nazywany jest także percepcorem. Aktualny pozostaje nadal model zaprezentowany w 1943 r. przez W.S. McCullocha i W. Pittsa. W modelu tym, podobnie jak w neuronie biologicznym, występuje skończona liczba wejść (nazywanych dendrytami w neuronie biologicznym), których wartość przekształcana

jest na jedno wyjście (nazywane aksonem w neuronie biologicznym). Obrazowo przedstawia to rysunek 4.7.

Rysunek 4.7. Schemat neuronu



Źródło: A. Holda, *Zasada kontynuacji działalności i prognozowanie upadłości w polskich realiach gospodarczych*, Wyd. Akademia Ekonomiczna w Krakowie, Kraków 2006, s. 139

Sztuczne sieci neuronowe wykorzystywane są do analizy wielu danych ekonomicznych. Najczęstszym ich zastosowaniem jest jednak ocena kondycji finansowej jednostki. Pozostałe, o których warto wspomnieć to: analiza zmian na rynkach kapitałowych, prognozowanie zmiennych makroekonomicznych, zbadanie zdolności kredytowej, modelowanie szeregów czasowych, optymalizacja procesów, problemy segmentacji rynku czy klasyfikacji odbiorców.

Jedną z pierwszych prób wykorzystania sztucznej sieci neuronowej do predykcji upadłości jednostki gospodarczej, to model zaproponowany przez M. Odoma i R. Sharda [Odom, Sharda 1990, s.149] w 1990 r. Podstawą do zbudowania modelu było pięć wskaźników finansowych z klasycznego modelu Altmana opublikowanego w 1968 r. Aby zweryfikować skuteczność innych metod na podstawie tych wskaźników, zbudowano model dyskryminacji liniowej. Analizą objęto dane finansowe 128 jednostek gospodarczych z okresu na rok przed upadłością. Badania potwierdziły wyższą skuteczność sztucznej sieci neuronowej niż modelu dyskryminacji liniowej. Udział prawidłowych klasyfikacji w grupie bankrutów wynosił 77,8% do 81,5%, a dla niebankrutów 78,6% do 85,7%, przy zastosowaniu sztucznej sieci neuronowej. Wyniki dla liniowej funkcji dyskryminacyjnej wyniosły odpowiednio 59,3% do 70,4% oraz 78,6% do 85,7%.

Przykładem zastosowania sieci neuronowych do przewidywania upadłości w warunkach polskich jest praca K. Michaluka [Michaluk (red.) Pawłowicz, Wierzba

2003]. Oszacował on 16 modeli prognozujących bankructwo opartych na sieciach neuronowych, liniowych funkcjach dyskryminacyjnych, modelach logitowych i probitowych. Model oparty na sieci neuronowej wykorzystywał 12 wskaźników, warstwa wejściowa i warstwa ukryta miały po 12 neuronów, a warstwa wyjściowa 1 neuron. Do oszacowania modelu wykorzystano logistyczną funkcję aktywacji przy wstecznej propagacji błędów.

W budowie sztucznych sieci neuronowych najczęściej stosowane są jednokierunkowe sieci posiadające jedną warstwę ukrytą, choć znaleźć można także sieci z dwiema warstwami ukrytymi, czy też wykorzystujące sieci nonena. Analizując metody liczenia sztucznych sieci neuronowych wykorzystuje się między innymi metodę wstecznej propagacji błędów, metodę gradientów sprzężonych a także metodę genetyczną [Hołda 2006, s. 144-152].

Kolejną ciekawą propozycją w przewidywaniu upadłości jednostki gospodarczej są drzewa decyzyjne, które pojawiły się w literaturze w latach 60 poprzedniego wieku. Pierwszymi autorami takiego modelu byli E.B Hunt, J. Marin i P.T. Stone Hunt i in. 1966], którzy zaproponowali algorytm budowy drzewa decyzyjnego – CLS (Conceptual Learning System), będący bezpośrednim protoplastą algorytmów wykorzystywanych w latach późniejszych przy konstrukcji drzew decyzyjnych. Podstawą budowy tego modelu był schemat TDIDT (Top Down Induction of Decision Tree), który stał się punktem wyjścia systemów stosowanych obecnie. Najważniejsze zalety drzew decyzyjnych to: łatwość interpretacji, możliwość odwzorowania dowolnych zależności, nieparametryczność (brak założenia co do rozkładu danych), dostępność oprogramowania.

Podstawową wadą tej metody jest występująca czasami konieczność nadmiernego rozbudowania drzewa. Nie zmienia to zasady działania drzewa decyzyjnego, powoduje jednak zanik lub ograniczenie jego podstawowych zalet. Kolejną wadą jest także trudność douczania raz opracowanego drzewa [Hołda 2007, s. 116]

Drzewo decyzyjne to graf, który posiada następujące cechy:

- spójność – dowolne dwa wierzchołki są połączone drogą,
- acykliczność – występuje tylko jedna droga pomiędzy dwoma wierzchołkami,
- skierowanie – wszystkie krawędzie mają określony kierunek.

Wielkość drzewa decyzyjnego zależy od ilości liści w danym drzewie oraz wielkości drzewa, czyli ilości węzłów w najdłuższej drodze od korzenia do gałęzi. Z każdego węzła wychodzić może dowolna ilość gałęzi, choć budowane są także drzewa o charakterze binarnym, w których każdy węzeł niebędący liściem posiada dokładnie dwa węzły potomne. Najpopularniejsza metoda budowy drzewa decyzyjnego – TDIDT – zakłada podejmowanie decyzji o tym, czy należy zakwalifikować zbiór danych jako należący do jednej kategorii i utworzyć z niego liść, czy też podzielić zbiór na kilka podzbiorów. Oznacza to utworzenie węzła, w którym odpowiedni test dokona właściwego podziału danych. Metodyka tego postępowania powtarzana jest rekurencyjnie (podzbiory poprzedniego kroku stają się zbiorami wejściowymi w kroku następnym) aż do momentu, w którym nie można dokonać kolejnych podziałów skutkujących utworzeniem węzła. Zabieg ten powoduje, że każda gałąź kończy się liściem. Podjęcie właściwej decyzji o zakończeniu podziałów lub utworzeniu węzła wyznacza wielkość drzewa, czyli jego zdolność generalizacji [Hołda 2007, s. 116-117].

Pomimo oczywistych zalet drzew decyzyjnych w prognozowaniu upadłości jednostek gospodarczych, brak jest powszechnego ich zastosowania zarówno w Polsce, jak i za granicą. W polskiej literaturze napotkać można jedynie nieliczne próby wykorzystanie drzew decyzyjnych w rozwiązaniu powyższego problemu. Analiza literatury światowej także potwierdza znacznie rzadsze wykorzystanie tej metody niż zdecydowanie najbardziej popularnej analizy dyskryminacyjnej.

Metoda drzew decyzyjnych nie ma praktycznego znaczenia dla biegłego rewidenta, ponieważ nie ma na rynku programu informatycznego, który dokonałby niezbędnych obliczeń.

Interesującego podsumowania modeli służących do prognozowania upadłości jednostek gospodarczych dokonał J. Pociecha [Pociecha 2007, s. 138-138]. Zaproponował on następujące wnioski:

1. najczęstszą metodą analizy danych dla przewidywania upadłości są modele dyskryminacyjne, a następnie logitowe i probitowe,
2. w warunkach polskich brak jest powszechnego zastosowania drzew decydujących modeli hazardu, które mogą być wysoce skutecznym narzędziem prognozowania upadłości,

3. wszystkie stosowane dotychczas modele prognozowania upadłości mają podobną zdolność prognostyczną, choć warto wskazać pewną przewagę sieci neuronowych w tym zakresie,

4. jakość analizy i rewizji finansowej ma bezpośredni wpływ na rezultat procesu przewidywania upadłości.

Ukierunkowanie celu działalności gospodarczej na wzrost wartości jednostki i właściciela prowadzi do coraz powszechniejszego przekonania, że wynik finansowy oraz wyprowadzone na jego podstawie wskaźniki rentowności nie odzwierciedlają jednak wystarczająco dokładny sposobów efektywności gospodarowania jednostki gospodarczej i nie stanowią dostatecznie dokładnej miary do wyceny wartości jednostki. Spowodowane jest to tym, że wartość zysku jest wielkością księgową, która jest obliczana zgodnie z zasadami rachunkowości. W zależności od przyjętego i dopuszczonego przepisami prawa sposobu wyceny aktywów i pasywów oraz metody rozliczania kosztów zysk może osiągać różne wartości za ten sam okres w tej samej jednostce gospodarczej.

Wydaje się, że trudności w wykorzystaniu zysku do oceny wartości jednostki gospodarczej uzasadniają pogląd, że należałoby zwrócić większą uwagę na wartość nadwyżki pieniężnej. Wielkość ta ma dużo bardziej obiektywny charakter niż wartość zysku, gdyż przy jej wyliczaniu istnieją dużo mniejsze możliwości manipulacji niż przy wyliczaniu wyniku finansowego. W strukturze nadwyżki pieniężnej „tkwi” nie tylko dochód wytworzony przez zainwestowany kapitał (zysk netto, rezerwy), ale też dochód stanowiący zwrot w postaci zainwestowanego kapitału (amortyzacja) [Brigham 2015, s.94-96]. Dlatego też uważa się, że nadwyżka pieniężna jest lepszą miarą efektywności gospodarowania jednostki niż księgowa wartość zysku.

Pomimo wielu zalet nadwyżki pieniężnej jako miernika efektywności gospodarowania i wartości jednostki istnieje wiele powodów, dla których nie można zrezygnować z powszechnego stosowania w praktyce gospodarczej miernika zysku i opartych na nim modeli analizy wskaźnikowej. Dlatego też wydaje się, że w praktyce gospodarczej równoległe z miernikiem zysku powinien być stosowany miernik nadwyżki pieniężnej, jako istotne uzupełnienie i wzbogacenie sporządzanych analiz finansowych. Aktualnie firmy wykazują zarówno dochód jak i zysk.

Rozdział V

Studium analityczno – badawcze prób przejęcia wybranych spółek publicznych (giełdowych)

Celem badawczym rozprawy jest ustalenie, czy istnieje możliwość ograniczenia lub wyeliminowania ryzyka wrogiego przejęcia przedsiębiorstwa. Można sformułować hipotezę, że zależy to od wyboru strategii (ścieżki) zarządzania kapitałem, jakim dysponuje lub może dysponować spółka. Realizacja tego celu wymaga przeprowadzenia badań empirycznych na przykładzie wybranych przedsiębiorstw. Badania takie polegają na prześledzeniu strategii postępowania tych przedsiębiorstw w procesie zarządzania ich działalnością i sposobami wykorzystywania czynników pomnażania ich zasobów rzeczowych i kapitałowych.

Jak już wykazano wcześniej, spółki publiczne mają możliwość wyboru strategii wzrostu opartej na czynnikach wewnętrznych lub zewnętrznych. Zarówno jedna, jak i druga strategia obarczone są ryzykiem wrogiego przejęcia. W realizacji obu tych strategii istnieje możliwość ograniczenia lub wyeliminowania takiego ryzyka. Zależy to od umiejętności zarządzania kapitałami przez kierownictwo spółki publicznej.

Aby udowodnić sformułowaną hipotezę, przedstawiono dwie odmienne strategie zarządzania kapitałem w wybranych spółkach akcyjnych. Jedna strategia obarczona jest większym ryzykiem wrogiego przejęcia spółki, która obrała strategię pozyskiwania kapitałów ze źródeł zewnętrznych, druga mniej narażona na ryzyko wrogiego przejęcia - obrała odmienną strategię wykorzystywania wewnętrznych czynników rozwoju, preferowała samofinansowanie wzrostu.

Ryzyko wrogiego przejęcia powstaje w trudnej sytuacji finansowej firmy umożliwiającej jej przejęcie przez inną spółkę. Trudna sytuacja finansowa oznacza, że spółka nie jest w stanie finansować działalności i rozwoju posiadanymi kapitałami i wypłacać akcjonariuszom dywidendy. Jest to rezultat nieefektywnego zarządzania kapitałami, którymi spółka dysponuje.

Brak możliwości samofinansowania działalności i rozwoju posiadanymi kapitałami powoduje, że spółka staje się łatwym przedmiotem wrogiego przejęcia.

Jak już wspomniano, ryzyko wrogiego przejęcia firmy dotyczy spółek, których zarządy nie potrafią efektywnie zarządzać kapitałami, jakie pozyskują i jakimi dysponują w firmach

efektywnie zarządzanych, w których uzyskiwane wyniki finansowe zabezpieczają rozwój, a ryzyko wrogiego przejęcia jest ograniczone lub nie występuje.

5.1. Efekt walki pomiędzy spółką Komputronik SA „najeżdźcą” a spółką CCE „celem” w wyniku próby wrogiego przejęcia.

Spółka Clean & Carbon Energy SA. powstała po przekształceniu z dniem 1 stycznia 1997 r. ze spółką Karen Notebook Sp.z o.o. Wysokość kapitału zakładowego wynosiła 560 000 PLN.

Przedmiotem podstawowej działalności Spółki jest pomiędzy innymi:

- | | |
|----------------|--|
| – 05.10.Z.PKD | – wydobywanie węgla kamiennego |
| – 09.90.Z.PKD | – działalność usługowa wspomagająca pozostałe górnictwo i wydobywanie |
| – 68.10.Z.PKD | – kupno i sprzedaż nieruchomości na własny rachunek |
| – 68.20.Z.PKD | – wynajem i zarządzanie nieruchomościami własnymi lub dzierżawionymi |
| – 08.92.Z. PKD | – wydobywanie torfu |
| – 70.10.Z.PKD | – działalność firm centralnych (head Offices) i holdingów, z wyłączeniem holdingów finansowych |

W dniu 10 października 2014 roku z Poznania przyjechał busiem mniejszościowy akcjonariusz Komputronik SA i ogłosił, że zwołuje Nadzwyczajne Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy Clean & Carbon Energy w Koszewku w przedmiocie odwołania dotychczasowych członków rady nadzorczej, powołania „nowych” członków rady nadzorczej. Nowi Członkowie tego nadzwyczajnego Walnego Zgromadzenia Akcjonariuszy nie zostali wpuszczeni do siedziby spółki przez dotychczasowy zarząd i musieli odbyć to posiedzenie w busie na parkingu przed siedzibą spółki. W skład tego Nadzwyczajnego Walnego Zgromadzenia udział wzięli tylko przedstawiciele Komputronika SA. w Poznaniu oraz zależna od niego spółka Contanisimo Limited z siedzibą w Nikozji (Cypr), a także Activia S.A. Prezes Komputronika przywiózł także swojego notariusza, który protokołował to zebranie. Aby uzyskać większość głosów akcjonariuszy w spółce Clean & Carbon Energy prezes Komputronika zgłosił przyjęcie 4 akcji serii LMNO, co notariusz ujął w

sprawozdaniu, to podwyższyło kapitał spółki o kwotę 313.091.200 PLN na rzecz Komputronika SA.

Na powyższe akcje nie było złożonego depozytu gotówkowego, ani nieruchomości wniesionych przez Komputronik SA tytułem wkładu niepieniężnego (aportu) na pokrycie podwyższonego kapitału zakładowego. Powołano nowy zarząd Clean & Carbon Energy S.A., który natychmiast dokonał przeniesienia majątku spółki CCE do spółek z grupy Komputronik SA.

Rozpoczęły się wieloletnie batalie sądowe, które kosztowały każdą ze stron ponad 1 mln zł dla kancelarii adwokackich. Sprawę rozpatrywały sądy wszystkich instancji, od sądów rejonowych do Najwyższego. W dniu 22 października 2014 roku Sąd Okręgowy w Szczecinie VIII Wydział Gospodarczy wydał postanowienie w przedmiocie rozstrzygania wykonania uchwał „podjętych” w dniu 10 października 2014 roku. Postanowienie to nie przeszkodziło grupie Komputronik SA dokonywać grabieży dóbr Clean & Carbon Energy SA.

Wcześniej obie spółki współpracowały ze sobą, czego dowodem jest umowa inwestycyjna zawarta w 24 lipca 2010 pomiędzy Karen SA (z niej powstała spółka Clean & Carbon Energy S.A) i Komputronikiem S.A oraz Constansimo Ltd sp. z o.o. – spółki cyprijska której 100% udziałów ma Komputronik.

Celem tej umowy było łącznie:

- dokonanie przez podmioty wskazane przez Inwestorów oraz wskazane przez nich inne podmioty inwestycji w kapitały własne Spółki o wartości co najmniej 393.000.000,00 (trzysta dziewięćdziesiąt trzy miliony) złotych netto poprzez pokrycie emisji Nowych Akcji wkładami niepieniężnymi w postaci nieruchomości aportowych oraz wkładami pieniężnymi,
- uzyskanie przez podmioty wskazane przez inwestorów kontroli nad Spółką w celu przeprowadzenia restrukturyzacji prowadzonej przez nią działalności także poprzez zmianę przedmiotu tej działalności,
- objęcie przez Inwestora Nowych Akcji Komputronik i wprowadzenie tychże do obrotu giełdowego na GPW w Warszawie,
- przyjęcie przez podmiot wskazany przez Inwestorów od Karen i Komputronik wierzytelności wobec Techmex SA,

- nabycie przez Komputronik, na warunkach rynkowych Sieci Sklepów Karen, a ponadto nabycie przez Contanisimo Znaków Towarowych i rozpoczęcie współpracy pomiędzy Komputronik a Spółką jako dostawcą hurtowym.

Przedmiotem tej Umowy było ponadto określenie zasad i warunków dokonania przez podmioty wskazane przez Inwestorów inwestycji w Spółkę oraz objęcie przez te podmioty nowych akcji Komputronik oraz określenie praw i obowiązków stron w związku z inwestycją.

Wszystkie opisane transakcje miały łącznie na celu realizację wskazanego celu umowy i w związku z tym mogły być realizowane wyłącznie razem.

Clean & Carbon Energy SA prowadził działalność w zakresie kupna i sprzedaży nieruchomości na własny rachunek. Od czerwca 2007 roku spółka jest notowana na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych.

Na podstawie prawomocnego postanowienia Sądu Apelacyjnego w Warszawie Wydział I Cywilny z dnia 16 lutego 2017 roku w sprawie sygn. akt I ACa 676/14 doszło – na wniosek Crean&Carbon Energy S.A – do umorzenia postępowania apelacyjnego prowadzonego przez ten Sąd w wyniku apelacji wniesionej przez CCE od wyroku Sądu Okręgowego w Warszawie XVI Wydziału Gospodarczego z dnia 12 lipca 2013 roku w sprawie sygn. akt XVI. GC 356/11 stwierdzający nieważność uchwał Nadzwyczajnego Walnego Zgromadzenia Akcjonariuszy Clean&Carbon Energy S.A. z siedzibą w Koszewku z 13 maja 2011 roku- nr 6/13/05/2011, 8/13/05/2011, 8a/13/05/2011, 8b/13/05/2011, 8c/13/05/2011, oraz 8d/13/05/2011. W konsekwencji tego wyroku bezskuteczne stało się podwyższenie kapitału zakładowego Spółki o kwotę 313.091.200,00 zł dokonane na podstawie w/w uchwał Nadzwyczajnego Walnego Zgromadzenia Akcjonariuszy Clean&Carbon Energy S.A., zaś akcje serii L, M, N, O przestały istnieć w obrocie prawnym, w związku z czym Zarząd Spółki obowiązany jest do ujawnienia prawidłowej wysokości kapitału zakładowego w Krajowym Rejestrze Sądowym na podstawie art. 427 par. 3 k.s.h. Jednocześnie CCE zobowiązany jest do zwrotnego przeniesienia na Texass Ranch Company Wiza P.S. Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością Spółka komandytowo- akcyjna w upadłości układowej z siedzibą w Koszewku, 11 (jedenastu) nieruchomości wniesionych przez ten podmiot tytułem wkładu niepieniężnego na pokrycie podwyższonego kapitału zakładowego. Zwrotne przeniesienie będzie następowało systematycznie po odzyskaniu poszczególnych nieruchomości od Spółki Activa S.A., Goldpol Sp. z o.o. Violet Investments Sp. z o.o., do których - w ramach wrogiego przejęcia CCE Spółki z grupy Komputronik S.A.

oraz fałszywy Zarząd Clean&Carbon Energy S.A., dokonały nielegalnego przeniesienia części tych nieruchomości.

Sprawy sądowe „wykończyły” obie spółki do tego stopnia, że postanowiły zawrzeć ugodę.

W dniu 7 listopada 2017 roku została zawarta umowa – Ugoda („Ugoda”), która reguluje wszelkie istotne kwestie mogące zaistnieć pomiędzy stronami i ma na celu – po ziszczeniu się warunków zawieszających – ostateczne zakończenie wszelkich konfliktów, spraw sądowych, postępowań prawnych, a także, od momentu jej zawarcia, zmierzające do zakończenia wszelkich sporów gospodarczych pomiędzy CCE oraz podmiotami z grupy Komputronik S.A..

Ugoda została zawarta pomiędzy następującymi podmiotami – Clean & Carbon Energy S.A z siedzibą w Koszewku („CCE”, Emitent),- Texass Ranch Company Wiza P.S Sp. z o.o. S.K.A w upadłości układowej z siedzibą w Koszewku („TRC”), - Bio-Kasz Sp. z o.o. z siedzibą w Koszewku („Bio-kasz”)- Haliną Paszyńską reprezentowaną przez pełnomocnika Stanisława Paszyńskiego oraz Komputronik S.A. z siedzibą w Poznaniu („KT”)- Activa S.A z siedzibą w Poznaniu („Activa”), - Contanisimo Ltd z siedzibą w Nikozji („Contanisimo”), - Komputronik Signum Sp. z o.o. z siedzibą w Poznaniu („KT Signum”), zwanych łącznie „Grupa Komputronik”- Goldpol Poznań Sp. z o.o. z siedzibą w Poznaniu („Goldpol”), - Violet Investment Sp. z o.o. z siedzibą w Poznaniu („Violet Investment” lub „VIOLET”),

Cel zawarcia Ugody i efekt jej wykonania

1. Cel zawarcia Ugody

Celem ugodowego zakończenia wszystkich sporów oraz ostatecznego rozliczenia ekonomicznego strony Ugody – pod warunkami zawieszającymi – rozwiązały Umowę Inwestycyjną z dnia 24 lipca 2010 roku („Umowa Inwestycyjna”), zawartą pomiędzy Ernetin, TRC, KT, Contanisimo, i Haliną Paszyńską oraz Umowy Wykonawcze do Umowy Inwestycyjnej a ponadto uzgodniły zasady zwrotnego przeniesienia tzw. nieruchomości aportowych odpowiednio do majątku TRC oraz CCE.

1.Najważniejsze skutki ekonomiczne wykonania Ugody dla CCE:

1. Grupa Komputronik dokona przeniesienia wszystkich tzw. nieruchomości aportowych wniesionych do majątku CCE przez TRC na pokrycie podwyższenia kapitału zakładowego w ramach emisji akcji L,M,N,O na podstawie uchwał walnego zgromadzenia akcjonariuszy CCE z dnia 13 maja 2011 roku nr 8/13105/2011, 8A/13/05/2011,

8B/13/05/2011, 8C/13/05/2011, 8D/13/05/2011, których nieważność została następnie stwierdzona prawomocnym wyrokiem z dnia 12 lipca 2013 roku Sądu Okręgowego w Warszawie Wydział XVI Gospodarczy (sygn. XVI GC 356/11).

2. W związku z unieważnieniem emisji akcji opisanej powyżej, CCE była zobowiązana, do zwrotnego przeniesienia na rzecz TRC wszystkich nieruchomości aportowych. Do takiego zwrotu dojdzie w wykonaniu Ugody, tj. w ramach ugody sądowej zawieranej przed Sądem Okręgowym w Poznaniu ma dojść do przeniesienia — za zgodą CCE — przez odpowiednio Violet Investment / Goldpol na TRC kompleksu działek rolnych w Cecenowie i w Skalinie, oraz w ramach odrębnej umowy dojdzie do przeniesienia przez Activa na rzecz TRC kompleksu działek przemysłowych w Szczecinie i Gorzowie Wlkp.,

3. w wykonaniu odrębnej ugody sądowej zawieranej przed Sądem Okręgowym w Szczecinie dojść ma do zwrotnego przeniesienia na CCE przez VIOLET INVESTMENT kompleksu działek rolnych w Stargardzie,

4. CCE dokona ostatecznego rozliczenia wkładów pieniężnych na rzecz TRC z unieważnieniem emisji opisanej powyżej emisji akcji poprzez doprowadzenie do przeniesienia na TRC nieruchomości rolnej w Stargardzie, którą to CCE będzie dysponował po przeniesieniu jej na rzecz CCE przez Violet Investment,

5. w ramach odrębnego rozliczenia, 18.220.578 akcji w kapitale zakładowym CCE zostanie przeniesione przez Contanisimo na rzecz Bio-kasz, zaś w ramach ekwiwalentnej transakcji Bio-kasz przeniesie na rzecz KT Signum kompleks działek przemysłowych w Gorzowie Wlkp.,

6. CCE oraz KT dokonają ostatecznego rozliczenia z tytułu umów potrącenia należności z 01.09.2011 roku poprzez przeniesienie przez KT na rzecz CCE, 12.278.362 akcji w kapitale zakładowym CCE na skutek zapisania tych akcji na rachunku maklerskim CCE,

7. W wykonaniu Ugody na poczet ostatecznego rozliczenia roszczeń pomiędzy w CCE oraz Grupą KT w majątku VIOLET INVESTMENT zostaną pozostawione trzy działki rolne w Stargardzie.

Wcześniej obie strony zawarły ugodę o zniesieniu sądowych wyroków z 17 października 2014 roku. W wyniku zawarcia ugody w 2017 roku strony zobowiązały się do zniesienia postępowań wynikających z umowy inwestycyjnej. Wykonanie tego postanowienia wygląda następująco:

Tabela 5.1. Lista postępowań zawieszonych w wyniku ugody:

Lp	Strony postępowania	Przedmiot postępowania	Wartość przedmiotu sporu
1.	Clean & Carbon Energy S.A c/a Komputronik SA	O zapłatę z tytułu sprzedaży zorganizowanej części przedsiębiorstwa Karen, spłaty pożyczki udzielonej przez Karen, nabycia wierzytelności Karen w stosunku do KEN Sp. z o.o., spłaty wierzytelności Karen za udziały w spółce Idea Nord Sp. z o.o, spłaty pożyczki udzielonej Idea Nord przez Karen	28.500.000 PLN
2.	Komputronik S.A c/a Clean & Carbon Energy S.A.	O zapłatę należności wekslowej z weksła własnego z wystawienia Clean & Carbon Energy S.A. w wysokości nominalnej 4 mln zł jaki spółka Komputronik S.A. nabyła w oparciu o nieprzerwany szereg indosów wekslowych od spółki SEB Commercial Finance Sp. z o.o.	4.000.000 PLN
3.	Komputronik S.A c/a Clean & Carbon Energy S.A.	O zapłatę należności wekslowej z weksła własnego z wystawienia Clean Carbon Energy S.A. w wysokości nominalnej 5 mln zł jaki spółki Komputronik S.A. nabyła w oparciu o nieprzerwany szereg indosów wekslowych od spółki SEB Commercial Finance Sp. z o.o.	5.000.000 PLN

W wyniku stopniowego wykonywania postanowień ugody główne spory są zawieszane, co niweluje ryzyka prawne.

Tabela 5.2. Lista postępowań w toku po zawarciu ugody. Lista postępowań w toku:

Lp	Strony postępowania	Przedmiot postępowania	Wartość przedmiotu sporu
1.	Contanisimo Ltd przeciwko Texass Ranch Company Wizja P.S. Spółka z o.o. SKA w upadłości układowej	O zapłatę ceny akcji opcji put oraz odsetki — wierzytelność powstała w związku umową inwestycyjną	63.757.802 PLN
		zgłoszenie wierzytelności opcji put w toku postępowania upadłościowego	48.688.406 PLN
2	Contanisimo Ltd przeciwko Clean & Carbon Energy SA	O zapłatę przez poręczyciela ceny akcji opcji put (dot. sprawy z pkt 1) — wierzytelność powstała w związku umową inwestycyjną	48.688.406 PLN

3	Contanisimo Ltd c/a przeciwko Clean & Carbon Trade Sp. z o.o.	Roszczenie ze skargi pauliańskiej celem zaspokojenia ceny Akcji Opcji Put (dot. sprawy z pkt. 1) przeciwko nabywcy nieruchomości od zobowiązanej Texass Ranch Company Wizja P.S. Spółka z o.o. SKA — dochodzenie, bezskuteczności przeniesienia części nieruchomości Texass Ranch Company Wizja P.S. Spółka z o.o. SKA na Texass Ranch Company Wizja P.S. Spółka z o.o.	48.688.406 PLN
4.	Clean & Carbon Energy S.A c/a Contanisimo Ltd	O zapłatę ceny za Znaki Towarowe — dotyczy umowy inwestycyjnej	6.500.000 PLN

Sprawy sądowe toczą się nadal, ponieważ Komputronik SA nie wywiązał się z zawartej ugody w 2017 roku.

Dokonano oceny sytuacji finansowej badanych spółek korzystając z modeli dyskryminacji i modeli zagrożenia upadłością.

Ocenę skuteczności modeli analizy dyskryminacyjnej do prognozowania zagrożenia finansowego spółki CCE za lata 2018-2020 zawierają tabele 5.3 i 5.4. Tabela 5.3. rekapitalizacja przeprowadzonej analizy możliwości kontynuowania działalności wykazała, że w wyniku przeprowadzenia testów 12 modeli zagrożenia upadłością ustalono w 6 modelach za rok 2020.

Tabela 5.3 Rekapitulacja przeprowadzonej analizy możliwości kontynuowania działalności według modeli Z-scoringowych CCE S.A. w Warszawie

Rekapitulacja przeprowadzonej analizy możliwości kontynuowania działalności wg przedstawionych powyżej modeli Z-scoringowych spółki CCE S.A.			
Nazwa modelu	wynik przeprowadzonego testu za rok 2020	zastosowany wzorec modelu	
Ogólna konstrukcja modelu			
		$Z_i \text{ INE } PAN = w_0 + w_1 * x_1 + w_2 * x_2 + \dots + w_n * x_n$	
szczegółowe	$Z_i=1$	$Z_i=1 \text{ INE } PAN=5,577*Wsk.1+1,427*Wsk.2+0,154*Wsk.3+0,310*Wsk.4+1,937*Wsk.5+1,598*Wsk.6+3,203*Wsk.7+0,436*Wsk.8+0,192*Wsk.9+0,140*Wsk.10+0,386*Wsk.11+Log10Aktywów-9,832$	
szczegółowe	$Z_i=2$	$Z_i=2 \text{ INE } PAN=5,837*Wsk.1+2,231*Wsk.2+0,222*Wsk.3+0,496*Wsk.4+0,945*Wsk.5+2,028*Wsk.6+3,472*Wsk.7+0,495*Wsk.8+0,166*Wsk.9+0,195*Wsk.10+0,030*Wsk.11-0,392$	
szczegółowe	$Z_i=3$	$Z_i=3 \text{ INE } PAN=5,896*Wsk.1+2,831*Wsk.2+0,539*Wsk.5+2,538*Wsk.6+3,655*Wsk.7+0,467*Wsk.8+0,179*Wsk.9+0,226*Wsk.10+0,168*Wsk.11-0,678$	
szczegółowe	$Z_i=4$	$Z_i=4 \text{ INE } PAN=6,028*Wsk.1+6,546*Wsk.2+1,546*Wsk.5+1,463*Wsk.6+3,585*Wsk.7+0,363*Wsk.9+0,172*Wsk.10+0,114*Wsk.11-0,593$	
szczegółowe	$Z_i=5$	$Z_i=5 \text{ INE } PAN =9,004*Wsk.2+1,177*Wsk.5+1,889*Wsk.6+3,134*Wsk.7+0,500*Wsk.9+0,160*Wsk.10+0,749*Wsk.11-1,962$	
szczegółowe	$Z_i=6$	$Z_i=6 \text{ INE } PAN =9,478*Wsk.2+3,613*Wsk.5+3,246*Wsk.7+0,455*Wsk.9+0,802*Wsk.11-2,478$	
szczegółowe	$Z_i=7$	$Z_i=7 \text{ INE } PAN =9,498*Wsk.2+3,566*Wsk.5+2,903*Wsk.7+0,452*Wsk.9-1,498$	
Model B. Prusaka		$ZBP2=1,4383*x_1+0,1878*x_2+5,0229*x_3-1,8713$	
Model B. Prusaka		$ZBP1=6,5245*x_1+0,1480*x_2+0,4061*x_3+2,1754*x_4-1,5685$	
Model 'poznanski'		$ZHCP=3,562*x_1+1,588*x_2+4,288*x_3+6,719*x_n-2,368$	
Model A. Holdy		$ZH1=0,605+6,81*10^{-1} PWP-1,96x^*10^{-2} SZ+9,69^*10^{-3}ZM+6,72^*10^{-4}WOZO+1,57^*10^{-1}RM$	
Model J. Gajdki i D. Stosa (1)		$Z=0,20098985^*x_1+0,0013027^*x_2+0,7609754^*x_3+0,9659628^*x_4+0,341096^*x_5$	
Podsumowanie wyników	Wynik testu Strefa pośrednia = Zagrożenie upadłością	W wyniku przeprowadzenia testowania 12 modeli zagrożenia upadłością ustalono w 6 modelach.	

Całkowicie poza stanem rzeczywistym była analiza oceny kontynuacji według modelu Altmana za rok 2020. W analizie stwierdzono, że szansa upadłości jest bardzo niska, gdy spółka w rzeczywistości nie prowadziła żadnej działalności gospodarczej i była w upadłości.

Zestaw wskaźników do modeli oceny zdolności do kontynuowania działalności spółki CCE SA za lata 2018-2020 przedstawiono w tabeli 5.4.

Tabela 5.4.

ZAGRANICZNE MODELE OCENY ZDOLNOŚCI DO KONTYNUOWANIA DZIAŁALNOŚCI GOSPODARCZEJ
Wspomagająca analiza oceny kontynuacji wg modelu Altmana (A1) spółki CCE S.A.

Algorytm obliczeń	2018		2019		2020	
	Z ₁		Z ₂		Z ₃	
X ₁ = $\frac{\text{Kapitał pracujący}}{\text{Aktywa ogółem}}$	53 266 833,03	0,751	53 017 326,66	0,750	51 631 295,76	0,745
	70 920 379,69		70 720 844,41		69 271 258,87	
X ₂ = $\frac{\text{zysk niepodzielony}}{\text{Aktywa ogółem}}$	-57 539 322,97	-0,811	-249 506,37	-0,004	-2 242 736,27	-0,032
	70 920 379,69		70 720 844,41		69 271 258,87	
X ₃ = $\frac{\text{Wynik brutto}}{\text{Aktywa ogółem}}$	-3 656 536,58	-0,052	-249 506,37	-0,004	-1 144 915,77	-0,017
	70 920 379,69		70 720 844,41		69 271 258,87	
X ₄ = $\frac{\text{Kapitał podstawowy}}{\text{zobowiązania (krótkoterminowe i długoterminowe)}}$	68 560 000	30,112	68 560 000,00	29,465	68 560 000	21,975
	2 276 841,29		2 326 812,38		3 119 963,11	
X ₅ = $\frac{\text{Sprzedaż}}{\text{Aktywa ogółem}}$	378 130,37	0,005	0,00	0,000	120 382,00	0,002
	70 920 379,69		70 720 844,41		69 271 258,87	

Źródło: Lech Bednarski "Analiza finansowa w przedsiębiorstwie" PWE W-wa 1997 r
Wyliczenie wskaźnika dla:

$$Z_1 = 1,2x_1 + 1,4x_2 + 3,3x_3 + 0,6x_4 + 1,0x_5$$

$$Z_2 = 1,2x_1 + 1,4x_2 + 3,3x_3 + 0,6x_4 + 1,0x_5$$

$$Z_3 = 1,2x_1 + 1,4x_2 + 3,3x_3 + 0,6x_4 + 1,0x_5$$

17,668
18,562
13,981

Wskaźniki	rok	ocena
2018 szansa upadłości bardzoniska		
2019 szansa upadłości bardzoniska		
2020 szansa upadłości bardzoniska		

gdzie: Z - okres dokonanych obliczeń, X - algorytm obliczeń

Sprawozdanie finansowe spółki Clean & Carbon Energy S.A. za rok 2021 zostało zbadane przez biegłego rewidenta Kamilę Schneider nr 13344, która wyraziła opinię z zastrzeżeniem na temat tego sprawozdania w dniu 28 kwietnia 2021 roku. Biegły rewident zwraca uwagę na notę 34a informacji dodatkowej do sprawozdania finansowego, która wskazuje, że spółka publiczna CCE S.A. poniosła stratę netto w kwocie 54.869 tys. zł w roku obrotowym zakończonym 31.12.2021 oraz braku jakichkolwiek przychodów. Jak wykazano w notce 34a powyższe warunki, łącznie z innymi informacjami opisanymi w tej notce świadczą o istnieniu istotnej niepewności, która może powodować poważne wątpliwości co do zdolności spółki do kontynuacji działalności.

Spółka Komputronik S.A. była klasyfikowana w pierwszej dziesiątce firm osiągających największe przychody ze sprzedaży rozwiązań IT na polskim rynku teleinformatycznym. Oferta Spółki adresowano do osób fizycznych, osób prawnych oraz jednostek nie posiadających osobowości prawnej. W ofercie Komputronika znajdują się wyroby wszystkich ważniejszych producentów sprzętu komputerowego na świecie.

Przedmiotem działalności Spółki była przede wszystkim (dotyczy to całego okresu objętego historycznymi informacjami finansowymi):

- sprzedaż detaliczna i hurtowa wszystkich, ważniejszych, światowych producentów:
 - sprzętu komputerowego,
 - oprogramowania komputerowego,
 - elektroniki użytkowej;
- świadczenie kompleksowych usług w zakresie:
 - informatyzacji, w tym wdrożenia systemów wspomagających zarządzanie klasy ERP,
 - tworzenia zindywidualizowanych rozwiązań IT, wspomagających analizy biznesowe,
 - projektowania systemów oraz oprogramowania na indywidualne zamówienie;
 - świadczenie usług serwisowych.

W okresie objętym historycznymi informacjami finansowymi Komputronik SA wzbogacił swoją ofertę poprzez wprowadzenie do sprzedaży artykułów gospodarstwa domowego oraz rozszerzenie zakresu świadczonych usług.

Komputronik SA oferuje sprzęt AGD renomowanych marek takich jak: Bosch, Philips, Elektrolux, Zelmer oraz Samsung. Asortyment ten jest sprzedawany głównie za pośrednictwem sklepu internetowego. Sprzedaż produktów tego rodzaju ciągle rośnie. Należy podkreślić, iż dzięki bezpośrednim dostawom od dystrybutorów, wzrost sprzedaży nie wiąże się z istotnym zwiększeniem stanu zapasów magazynowych sprzętu AGD.

Strategia dla całej grupy kapitałowej Komputronik zakłada dalsze systematyczne umacnianie pozycji, jako jednego z wiodących na polskim rynku dostawców sprzętu AGD, oprogramowania oraz usług IT.

Z racji rosnącej popularności rozwiązań mobilnych takich jak tablety i smartfony, istotnie zmniejszyła się wielkość rynku tradycyjnej branży IT powiązanej z komputerami osobistymi. Jednocześnie w segmencie rozwiązań mobilnych, kilku czołowych graczy na rynku światowym, jest w fazie zwiększenia swojego udziału rynkowego. To oznacza silną konkurencję z walczącymi o przetrwanie mniejszymi firmami. W rezultacie spadają także marże, które producenci mogą zaoferować swoim największym dystrybutorom. Gwałtowny wzrost sprzedaży internetowej, jak również połączona z tym zjawiskiem coraz większa świadomość klienta internetowego, w zakresie łatwego porównywania cen sprzedaży, również wpływa negatywnie na generowaną przez sprzedawców marżę handlową.

Zauważalnie i niespodziewanie zwalnia się dynamika wzrostu tabletów w Polsce. Rynek nasycił się dość szybko, a prognozy, mówiące o tym iż sprzedaż tabletów będzie wyższa niż sprzedaż notebooków, nadal się nie ziściły. Oferta spółki obejmuje sprzedaż sprzętu komputerowego, oprogramowania i elektroniki użytkowej zarówno odbiorcom hurtowym jak i detalicznym. Ponadto świadczy usługi w zakresie informatyzacji, w tym wdrażania systemów wspomagających zarządzanie klasy ERP, tworzenia zindywidualizowanych rozwiązań IT, wspomagających analizy biznesowe i projektowania systemów oraz oprogramowania na indywidualne zamówienie, a także usługi serwisowe sprzętu IT.

Spółka Komputronik SA w Poznaniu debiutowała na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w lipcu 2007 roku. Kapitał zakładowy wynosi 979.397,40 PLN a liczba akcji 9.793,74 czyli wartość nominalna akcji 0,10 PLN.

Komputronik jest jednostką dominującą w grupie kapitałowej, w skład której wchodzi 16 spółek bezpośrednio lub pośrednio zależnych

Tabela 5.5. Skład Grupy kapitałowej Komputronik

Nazwa spółki zależnej	Udział Emitenta w kapitale:
ACTIVA SA (dawniej Komputronik Biznes SA)	100,00%
Benchmark Sp. z o.o.	80,00%
Contanisimo Ltd.	100,00%
Idea Nord Sp. z o.o.	100,00%
K24 International s.r.o.	100,00%
Signum Komputronik Spółka Akcyjna Spółka Jawna	99,00%
Movity Sp. z o.o.	70,00%
Cogitary Sp. z o.o. Sp. k.*	-
Komputronik API Sp. z o.o.	70,00%
B2C Mobile Sp. zo.o. (dawniej KEN Komputer IV Sp. z o.o.)**	0,00%
Komputronik Biznes Sp. z o.o. (dawniej KEN Technologie informatyczne Sp. z o.o.)	100,00%
Tradus Sp. z o.o.	100,00%
Komputronik Signum Sp. z o.o.	100,00%
Signum Sp. z o.o. SKA	100,00%
SSK Sp. z o.o.	100,00%
Komputronik GMBH	100,00%

* udział pośredni – Cogitary Sp. z o.o. sp. komandytowa jest jednostką zależną w 80 % Contanisimo Limited z siedzibą na Cyprze

Komputronik SA ma dwóch dużych akcjonariuszy w których posiada 5.285.987 akcji co stanowi 53,17% są to:

- WB i Total sp. z o.o. 2.728.951 akcji – 27,86%
- EKB sp. z o.o. 2.557.036 akcji – 26,11%

Kilkadziesiąt spraw sądowych, które prowadził Komputronik SA spowodowało bardzo trudną sytuację finansową spółki. W dniu 2 marca 2020 spółka otrzymała dwie negatywne decyzje Naczelnika Wielkopolskiego Urzędu Celno-Skarbowego w Poznaniu dotyczące postępowań kontrolnych w zakresie podatku VAT za 2014 rok na kwotę 39,2 mln PLN (plus należne odsetki) w kwocie ok. 18,7 mln PLN).

W wyniku ugody Komputronik SA zwrócił do CCE przejęty próbą wrogiego przejęcia majątek w kwocie ok. 68 mln zł. To wszystko spowodowało, że banki finansujące spółkę istotnie zmniejszyły limit kredytu kupieckiego, tj. mBank SA, Santander Bank Polska SA i Millenium Bank SA, a jeden Bank Pekao SA wypowiedział umowę kredytową.

W tej sytuacji finansowej Komputronik złożył w Sądzie Rejonowym Poznań wniosek o otwarcie postępowania sanacyjnego, składając wstępny plan restrukturyzacyjny w którym zakłada on m.in. umorzenie wysokości wierzytelności głównych o 40 proc. i ich spłatę w kwartalnych ratach, umorzenie całości odsetek od zaległych wierzytelności należnym wierzycielom do dnia otwarcia postępowania sanacyjnego oraz po tym dniu i umorzenie całości pozostałych wierzytelności ubocznych (kary, opłaty, kary umowne itp.) od wszystkich rodzajów długów. Spółka planuje także ok. 20 procent redukcję zatrudnienia.

Komputronik rozpoczął też rozmowy z bankami w celu uzgodnienia dalszego modelu finansowania działalności spółki. Spółka pobrała kredyty, które teraz nie jest w stanie spłacić. Komputronik SA jest więc bankrutem, a więc w gorszej sytuacji niż spółka Clean & Carbon Energy SA, która zawiesiła swoją działalność gospodarczą ale nie ma problemów finansowych.

Efektem próby wrogiego przejęcia spółki Clean& Carbon Energy w Koszewku przez Komputronik w Poznaniu były długoletnie batalie sądowe (ponad 10 lat), które zrujnowały finansowo obie spółki. Spółka CCE nie prowadzi żadnej działalności gospodarczej, a Komputronik SA ogłosił upadłość. Największą korzyść uzyskały kancelarie prawne pobierając wysokie honoraria za swoje usługi (ponad 1 mln zł od każdej spółki). Ocenę skuteczności modeli analizy dyskryminacyjnej do prognozowania zagrożenia upadłością spółki Komputronik SA zawiera tablica 5.6. W wyniku przeprowadzenia testowania 12 modeli zagrożenia upadłością ustalono w trzech modelach.

Tabela 5.6. Rekapitulacja przeprowadzonej analizy możliwości kontynuowania działalności według modeli Z-scoringowych Komputronik S.A. w Poznaniu

Rekapitulacja przeprowadzonej analizy możliwości kontynuowania działalności wg przedstawionych powyżej modeli Z-scoringowych			
Nazwa modelu	wynik przeprowadzonego testu za rok 2020	zastosowany wzorec modelu	
Ogólna konstrukcja modelu		$Z_i \text{ INE } PAN = w_0 + w_1 * x_1 + w_2 * x_2 + \dots + w_n * x_n$	
szczegółowe	$Z_i=1$	$Z_i=1 \text{ INE } PAN = 5,577 * Wsk.1 + 1,427 * Wsk.2 + 0,154 * Wsk.3 + 0,310 * Wsk.4 + 1,937 * Wsk.5 + 1,598 * Wsk.6 + 3,203 * Wsk.7 + 0,436 * Wsk.8 + 0,192 * Wsk.9 + 0,140 * Wsk.10 + 0,386 * Wsk.11 + \text{Log}10 \text{ Aktywność} - 9,832$	
1			
szczegółowe	$Z_i=2$	$Z_i=2 \text{ INE } PAN = 5,837 * Wsk.1 + 2,231 * Wsk.2 + 0,222 * Wsk.3 + 0,496 * Wsk.4 + 0,945 * Wsk.5 + 2,028 * Wsk.6 + 3,472 * Wsk.7 + 0,495 * Wsk.8 + 0,166 * Wsk.9 + 0,195 * Wsk.10 + 0,030 * Wsk.11 - 0,392$	
2			
szczegółowe	$Z_i=3$	$Z_i=3 \text{ INE } PAN = 5,896 * Wsk.1 + 2,831 * Wsk.2 + 0,539 * Wsk.5 + 2,538 * Wsk.6 + 3,655 * Wsk.7 + 0,467 * Wsk.8 + 0,179 * Wsk.9 + 0,226 * Wsk.10 + 0,168 * Wsk.11 - 0,678$	
3			
szczegółowe	$Z_i=4$	$Z_i=4 \text{ INE } PAN = 6,028 * Wsk.1 + 6,546 * Wsk.2 + 1,546 * Wsk.5 + 1,463 * Wsk.6 + 3,585 * Wsk.7 + 0,363 * Wsk.9 + 0,172 * Wsk.10 + 0,114 * Wsk.11 - 0,593$	
4			
szczegółowe	$Z_i=5$	$Z_i=5 \text{ INE } PAN = 9,004 * Wsk.2 + 1,177 * Wsk.5 + 1,889 * Wsk.6 + 3,134 * Wsk.7 + 0,500 * Wsk.9 + 0,160 * Wsk.10 + 0,749 * Wsk.11 - 1,962$	
5			
szczegółowe	$Z_i=6$	$Z_i=6 \text{ INE } PAN = 9,478 * Wsk.2 + 3,613 * Wsk.5 + 3,246 * Wsk.7 + 0,455 * Wsk.9 + 0,802 * Wsk.11 - 2,478$	
6			
szczegółowe	$Z_i=7$	$Z_i=7 \text{ INE } PAN = 9,498 * Wsk.2 + 3,566 * Wsk.5 + 2,903 * Wsk.7 + 0,452 * Wsk.9 - 1,498$	
7			
Model B. Prusaka		$ZBP2 = 1,4383 * x_1 + 0,1878 * x_2 + 5,0229 * x_3 - 1,8713$	
8			
Model B. Prusaka		$ZBP1 = 6,5245 * x_1 + 0,1480 * x_2 + 0,4061 * x_3 + 2,1754 * x_4 - 1,5685$	
9			
Model 'poznajski'		$ZHCP = 3,562 * x_1 + 1,588 * x_2 + 4,288 * x_3 + 6,719 * x_4 - 2,368$	
10			
Model A. Holdy		$ZH1 = 0,605 + 6,81 * 10^{-1} \text{ PWP} - 1,96 * 10^{-2} \text{ SZ} + 9,69 * 10^{-3} \text{ ZM} + 6,72 * 10^{-4} \text{ WOZO} + 1,57 * 10^{-1} \text{ RM}$	
11			
Model J. Gajdki i D. Stosa (1)		$Z = 0,20098985 * x_1 + 0,0013027 * x_2 + 0,7609754 * x_3 + 0,9659628 * x_4 - 0,341096 * x_5$	
12			
Podsumowanie wyników	Wynik testu Strefa pośrednia = Zagrożenie upadłością	W wyniku przeprowadzenia testowania 12 modeli zagrożenia upadłością ustalono w 3 modelach.	

Sprawozdanie rocznego sprawozdania finansowego Komputronik S.A. w restrukturyzacji za 2021 rok badała firma audytorska UHJ ECA. Biegły rewident zwrócił uwagę na notę 2.1. dodatkowych informacji i objaśnień do jednostkowego sprawozdania finansowego, w której Zarząd Spółki opisuje znaczącą niepewność dotyczącą zdarzeń i warunków, które mogą budzić wątpliwości co do zdolności jednostki do kontynuacji działalności. Postanowieniami z dnia 26 kwietnia 2022 r. sędzia komisarz stwierdził przyjęcie układu Komputronik S.A. w restrukturyzacji, jednakże na dzień sporządzenia niniejszej opinii układ nie został jeszcze zatwierdzony przez Sąd. Zwracamy uwagę, że założenie kontynuacji działalności uwarunkowane jest od powodzenia trwającego postępowania sanacyjnego. Nasza opinia nie zawiera modyfikacji w związku z tą sprawą.

5.2 Polska Grupa Energetyczna versus Polenergia

Grupa kapitałowa PGE jest największym w Polsce przedsiębiorstwem sektora elektroenergetycznego pod względem przychodów i generowania zysku. Dzięki połączeniu własnych zasobów paliwa i wytwarzania energii oraz posiadaniu sieci dystrybucyjnych, PGE gwarantuje bezpieczne i stabilne dostawy energii elektrycznej do ponad pięciu milionów klientów.

Grupa PGE chce odegrać kluczową rolę w modernizacji sektora energetycznego. Misją Grupy PGE jest zapewnienie energii dla bezpiecznej przyszłości. Zgodnie z długoterminową wizją PGE ma zostać liderem zrównoważonej transformacji energetycznej w Polsce. Wizja spółki przekłada się na trzy priorytety strategiczne, które obejmują:

- wytwarzanie energii przyjaznej dla środowiska,
- świadczenie nowoczesnych usług energetycznych
- sprawne i efektywne funkcjonowanie Grupy PGE

Wyniki PGE w 2020 roku.

Sprzedaż energii do odbiorców końcowych 40,64 TWh

Produkcja energii elektrycznej przez GK PGE 58,13 TWh

Liczba odbiorców energii obsługiwanych przez spółki sprzedaży PGE 5,41 mln

Wydobycie węgla brunatnego w kopalniach GK PGE 39,94 mln ton

Łączna długość linii energetycznych GK PGE 295 613 km

22 maja 2018 r. PGE, za pośrednictwem Pekao Investment Banking S.A (pełniącego rolę doradcy finansowego PGE), ogłosiła wezwanie do zapisania się na sprzedaż 45.443.547 akcji zwykłych na okaziciela, tj. wszystkich akcji wyemitowanych przez Polenergię,

uprawnających do wykonywania 100 proc. ogólnej liczby głosów na walnym zgromadzeniu Polenergii, po cenie 16,29 za każdą aukcję. PGE jest także podmiotem nabywającym akcje na wezwaniu.⁷⁵

Wezwanie zostało ogłoszone pod warunkami wskazanymi w treści wezwania, obejmującymi uzyskanie bezwarunkowej zgody Prezesa Urzędu Ochrony Konkurencji i Konsumentów na koncentrację przedsiębiorstw polegającą na przejęciu kontroli nad Polenergią, objęcie zapisami w wezwaniu akcji Polenergii stanowiących co najmniej 66 proc. ogólnej liczby Polenergii, powołanie kandydatów w skład Rady Nadzorczej Polenergii wskazanych przez PGE, podjęcie przez walne zgromadzenie Polenergii uchwały w sprawie zmian w statusie Polenergii oraz zawarcie przez PGE i Polenergię umowy o współpracy strategicznej i integracji Polenergii w ramach Grupy PGE.

Zgodnie z strategią biznesową PGE misją Grupy jest zapewnienie bezpieczeństwa i rozwoju poprzez niezawodność dostaw, doskonałość techniczną, nowoczesne usługi i partnerskie relacje. Nadrzędnymi celami, która Grupa PGE konsekwentnie realizuje, są budowanie wartości dla akcjonariuszy i kluczowa rola w zapewnieniu bezpieczeństwa energetycznego kraju. Posiadane przez Polenergię aktywa pasują do profilu biznesowego PGE i odpowiadają poszczególnym segmentom działalności Grupy, niosąc tym samym potencjał do zwiększenia jej wyników finansowych. Zróżnicowana i wielokierunkowa działalność Polenergii może przyczynić się także do ograniczenia ryzyka działalności Grupy PGE. Przejęcie aktywów Polenergii pozwoliłoby Grupie PGE na zwiększenie produkcji elektrycznej i ciepła, wzrost udziału w segmencie dystrybucji, a także zwiększenie portfela posiadanych mocy wiatrowych.

Sprawozdanie biegłego rewidenta dla Akcjonariuszy i Rady Nadzorczej PGE Polska Grupa Energetyczna S.A. sporządzone zostało przez Deloitte Audyt Sp. z o.o. Sp. k. w Warszawie. Biegły rewident zwrócił uwagę na kluczowe sprawy badania pisząc w swoim sprawozdaniu:

⁷⁵ Wezwanie („Wezwanie”) do zapisywania się na sprzedaż akcji Polenergia S.A., ogłaszane przez PGE Polska Grupa Energetyczna S.A. na podstawie art. 74 ust.1 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych oraz zgodnie z Rozporządzeniem Ministra Rozwoju i Finansów z dnia 14 września 2017 r. w sprawie wzorów wezwań do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji spółki publicznej, szczegółowego sposobu ich ogłaszania oraz warunków nabywania akcji w wyniku tych wezwań jest prowadzone na podstawie dokumentu Wezwania sporządzonego w języku polskim, stanowiącego jedyny prawnie wiążący dokument zawierający informacje dotyczące Wezwania.

Kluczowe sprawy badania

Kluczowe sprawy badania są to sprawy, które według naszego zawodowego osądu były najbardziej znaczące podczas badania sprawozdania finansowego za bieżący rok obrotowy. Obejmują one najbardziej znaczące ocenione rodzaje ryzyka istotnego zniekształcenia, w tym ocenione rodzaje ryzyka istotnego zniekształcenia spowodowanego oszustwem. Do spraw tych odnieśliśmy się w kontekście naszego badania sprawozdania finansowego jako całości oraz przy formułowaniu naszej opinii oraz podsumowaliśmy naszą reakcję na te rodzaje ryzyka, a w przypadkach, w których uznaliśmy za stosowne przedstawiliśmy najważniejsze spostrzeżenia związane z tymi rodzajami ryzyka. Nie wyrażamy osobnej opinii na temat tych spraw.

Kluczowa sprawa badania	Jak nasze badanie odniosło się do tej sprawy
Odyskiwalność wartości księgowej akcji i udziałów w jednostkach podporządkowanych	
Jak przedstawiono w Nocie 8 jednostkowego sprawozdania finansowego na dzień 31 grudnia 2019 roku Spółka posiada udziały w jednostkach zależnych, o łącznej wartości netto 29.995 mln zł. Spółka wycenia udziały i akcje w cenie nabycia pomniejszonej o ewentualne odpisy z tytułu utraty wartości. W nocie 8.1 sprawozdania finansowego na dzień 31 grudnia 2019 roku Spółka przedstawiła informacje dotyczące utraty wartości tych aktywów. W związku z dokonaną analizą przesłanek i identyfikacją czynników mogących przyczynić się do zmiany wartości akcji posiadanych przez PGE S.A., Spółka przeprowadziła testy na utratę wartości aktywów. W wyniku przeprowadzonych testów Zarząd dokonał odpisów z tytułu utraty wartości na udziałach na łączną kwotę 3.065 mln zł, w tym w szczególności dotyczących PGE Górnictwo i Energetyka Konwencjonalna S.A. w kwocie 2.220 mln zł oraz PGE Obrót S.A. w kwocie 795 mln zł. Jako kluczowy obszar ryzyka badania uznaliśmy, że ryzykiem jest osąd i elementy szacunku przede wszystkim związane z założeniami co do kształtowania się przyszłych przepływów pieniężnych, których istotnym czynnikiem są założenia makroekonomiczne oraz kalkulacja stopy dyskontowej zawarta w modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych będących podstawą zawiązania odpisu.	Nasze procedury badania obejmowały w szczególności: - zrozumienie środowiska kontroli wewnętrznej w zakresie procesu oszacowania podstawy zawiązania odpisu z tytułu utraty wartości akcji i udziałów w jednostkach podporządkowanych, dla których zidentyfikowano przesłanki do zawiązania odpisu z tytułu utraty wartości, - krytyczną ocenę przyjętych przez Zarząd założeń i szacunków co do wyliczenia przyszłych przepływów pieniężnych (przy wsparciu ekspertów ds. wycen Deloitte), w tym: - analizę przyjętych założeń co do przyszłych przepływów (prognozy finansowe), - analizę zasadności kluczowych założeń makroekonomicznych, - ocenę ciągłości stosowania i zasadności metodyki przyjmowanych w modelach dotyczących założeń co do ustalania przepływów pieniężnych oraz wartości rezydualnych, - analizę spójności metodyki sposobu wyliczenia stóp dyskontowych i poprawności ich kalkulacji, - ocenę poprawności i kompletności ujawnień w zakresie utraty wartości.

Grupa kapitałowa PGE Polska to zdywersyfikowana grupa energetyczna, która oprócz posiadanych aktywów wytwórczych, zarówno konwencjonalnych, jak i zasilanych odnawialnymi źródłami energii, sieci dystrybucyjnych i projektu morskich farm wiatrowych, prowadzi także wiele projektów rozwojowych. Projekty te, wśród których wymienić należy m.in. elektromobilność, magazyny energii i fotowoltaikę, uzupełniają działania Grupy PGE w obszarze badań i rozwoju oraz wpisują się w innowacyjne podejście, które jest jednym z filarów strategii PGE. Z uwagi na to, że Polenergia posiada w swoim portfelu Elektrociepłownię Nowa Sarzyna, przejęcie wpisuje się w ogłoszoną przez Grupę PGE w grudniu 2017 r. strategię Ciepłownictwa. Grupa PGE jest liderem na rynku ciepła i chce w maksymalnym stopniu wykorzystać ten potencjał. Ponadto inicjuje zmiany w całym segmencie, dostosowując ofertę do potrzeb zarówno obecnych, jak i przyszłych klientów.

Potencjalne nabycie akcji Polenergii traktowane jest przez Grupę PGE jako najszybszy do zrealizowania sposób na zbilansowany rozwój nieorganiczny, a tym samym długoterminowa inwestycja o charakterze strategicznym. Ogłoszenie wezwania, w opinii PGE, stanowi najbardziej transparentny sposób przedstawienia tych intencji oraz pozwala na rozpoczęcie rozmów z akcjonariuszami Polenergii. Rozmowy nie dały rezultatów, a przejęcia nie było.

Tabela 5.7. Rekapitulacja przeprowadzonej analizy możliwości kontynuowania działalności według modeli Z-scoringowych PGE w Warszawie

Rekapitulacja przeprowadzonej analizy możliwości kontynuowania działalności wg przedstawionych powyżej modeli Z-scoringowych Polskiej Grupy Energetycznej			
Nazwa modelu	wynik przeprowadzonego testu za rok 2020	zastosowany wzorec modelu	
Ogólna konstrukcja modelu		$Z_i = \text{INE PAN} = w_0 + w_1 \cdot x_1 + w_2 \cdot x_2 + \dots + w_n \cdot x_n$	
1 szczegółowe $Z_i=1$	brak zagrożenia	$Z_i = 1 \text{ INE PAN} = 5,577 \cdot \text{Wsk.1} + 1,427 \cdot \text{Wsk.2} + 0,154 \cdot \text{Wsk.3} + 0,310 \cdot \text{Wsk.4} + 1,937 \cdot \text{Wsk.5} + 1,598 \cdot \text{Wsk.6} + 3,203 \cdot \text{Wsk.7} + 0,436 \cdot \text{Wsk.8} + 0,192 \cdot \text{Wsk.9} + 0,140 \cdot \text{Wsk.10} + 0,386 \cdot \text{Wsk.11} + \text{Log10 Aktywów} - 9,832$	
2 szczegółowe $Z_i=2$	brak zagrożenia	$Z_i = 2 \text{ INE PAN} = 5,837 \cdot \text{Wsk.1} + 2,231 \cdot \text{Wsk.2} + 0,222 \cdot \text{Wsk.3} + 0,496 \cdot \text{Wsk.4} + 0,945 \cdot \text{Wsk.5} + 2,028 \cdot \text{Wsk.6} + 3,472 \cdot \text{Wsk.7} + 0,495 \cdot \text{Wsk.8} + 0,166 \cdot \text{Wsk.9} + 0,195 \cdot \text{Wsk.10} + 0,030 \cdot \text{Wsk.11} - 0,392$	
3 szczegółowe $Z_i=3$	brak zagrożenia	$Z_i = 3 \text{ INE PAN} = 5,896 \cdot \text{Wsk.1} + 2,831 \cdot \text{Wsk.2} + 0,539 \cdot \text{Wsk.5} + 2,538 \cdot \text{Wsk.6} + 3,655 \cdot \text{Wsk.7} + 0,467 \cdot \text{Wsk.8} + 0,179 \cdot \text{Wsk.9} + 0,226 \cdot \text{Wsk.10} + 0,168 \cdot \text{Wsk.11} - 0,678$	
4 szczegółowe $Z_i=4$	brak zagrożenia	$Z_i = 4 \text{ INE PAN} = 6,028 \cdot \text{Wsk.1} + 6,546 \cdot \text{Wsk.2} + 1,546 \cdot \text{Wsk.5} + 1,463 \cdot \text{Wsk.6} + 3,585 \cdot \text{Wsk.7} + 0,363 \cdot \text{Wsk.9} + 0,172 \cdot \text{Wsk.10} + 0,114 \cdot \text{Wsk.11} - 0,593$	
5 szczegółowe $Z_i=5$	brak zagrożenia	$Z_i = 5 \text{ INE PAN} = 9,004 \cdot \text{Wsk.2} + 1,177 \cdot \text{Wsk.5} + 1,889 \cdot \text{Wsk.6} + 3,134 \cdot \text{Wsk.7} + 0,500 \cdot \text{Wsk.9} + 0,160 \cdot \text{Wsk.10} + 0,749 \cdot \text{Wsk.11} - 1,962$	
6 szczegółowe $Z_i=6$	brak zagrożenia	$Z_i = 6 \text{ INE PAN} = 9,478 \cdot \text{Wsk.2} + 3,613 \cdot \text{Wsk.5} + 3,246 \cdot \text{Wsk.7} + 0,455 \cdot \text{Wsk.9} + 0,802 \cdot \text{Wsk.11} - 2,478$	
7 szczegółowe $Z_i=7$	brak zagrożenia	$Z_i = 7 \text{ INE PAN} = 9,498 \cdot \text{Wsk.2} + 3,566 \cdot \text{Wsk.5} + 2,903 \cdot \text{Wsk.7} + 0,452 \cdot \text{Wsk.9} - 1,498$	
9 Model B. Prusaka	uwaga strefa pośrednia	$ZBP2 = 1,4383 \cdot x_1 + 0,1878 \cdot x_2 + 5,0229 \cdot x_3 - 1,8713$	
10 Model B. Prusaka	uwaga strefa pośrednia	$ZBP1 = 6,5245 \cdot x_1 + 0,1480 \cdot x_2 + 0,4061 \cdot x_3 + 2,1754 \cdot x_4 - 1,5685$	
11 Model 'poznafski'	brak zagrożenia	$ZHCP = 3,562 \cdot x_1 + 1,588 \cdot x_2 + 4,288 \cdot x_3 + 6,719 \cdot x_4 - 2,368$	
Model A. Holdy	brak zagrożenia	$ZH1 = 0,605 \cdot x_1 + 10 \cdot \text{PWP} - 1,96 \cdot x_2 - 9,69 \cdot \text{SZ} + 9,69 \cdot \text{10-3ZM} + 6,72 \cdot \text{10-4WOZO} + 1,57 \cdot \text{10-1RM}$	
12 Model J. Gajdki i D. Stosa (1)	zagrożony upadłością	$Z = 0,20098985 \cdot x_1 + 0,0013027 \cdot x_2 - 0,7609754 \cdot x_3 + 0,9659628 \cdot x_4 - 0,341096 \cdot x_5$	
Podsumowanie wyników	Wynik testu Strefa pośrednia = Zagrożenie upadłością	W wyniku przeprowadzenia testowania 12 modeli zagrożenia upadłością ustalono w 3 modelach.	

Polenergia to pierwsza polska prywatna grupa energetyczna składająca się z pionowo zintegrowanych spółek działających na obszarze wytwarzania energii z odnawialnych i niskoemisyjnych gazowych źródeł oraz dystrybucji i obrotu energią elektryczną. Powstała w wyniku konsolidacji dwóch grup aktywów kontrolowanych przez Kulczyk Holding: Polish Energy Partners SA (skoncentrowanej na produkcji energii elektrycznej z farm wiatrowych) oraz Grupy Polenergia (skoncentrowane na wytwarzaniu, dystrybucji, sprzedaży i obrocie energii elektrycznej, świadectw pochodzenia oraz rozwoju nowych projektów z zakresu wytwarzania energii.) W maju 2005 roku spółka Polish Energy SA zadebiutowała na warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych. W wyniku konsolidacji Grupy Polenergia oraz Polish Energy Partners SA od 2014 roku akcje PEP SA są notowane jako Polenergia SA. Jak stwierdza Prezes Zarządu Polenergii S.A., buduje ona zdywersyfikowaną bazę aktywów wytwórczych oraz tworzy rozwiązania umożliwiające efektywne zarządzanie popytem i zapewniające elastyczność działania źródeł rozpraszających. Oferta obejmuje szeroką gamę produktów gwarantujących zeroemisyjność, także w zakresie emobilności i zapewnienia dostaw ciepła. Przenosi cyfrowe kanały komunikacji, z których korzysta już bankowość i dostawcy usług telekomunikacyjnych, do świata energetyki. Efektywnie wykorzystuje cyfrowe narzędzia w budowie partnerskich relacji z Klientami.

Polenergia jest pierwszym podmiotem polskiego sektora energetycznego reprezentującym Nową Energetykę. Zbudowano własny, unikalny model biznesowy obejmujący wszystkie ogniwa energetycznego łańcucha wartości, a przy tym nie naśladowano innych przedstawicieli sektora. Wybrano własny kierunek rozwoju, w którego centrum znajduje się ekosystem innowacyjnych rozwiązań i produktów opartych całkowicie na czystej, zielonej energii odnawialnej. Działalność obejmuje rozwój i budowę aktywów wytwórczych, wytwarzanie energii ze źródeł odnawialnych i niskoemisyjnych źródeł gazowych, dystrybucję, obrót i sprzedaż energii elektrycznej oraz handel świadectwami pochodzenia i uprawnieniami do emisji CO₂, mówi prezes Polenergii.

Polenergia w liczbach

296 MW Moc projektorów OZE w eksploatacji

3000 MW Moc morskich farm wiatrowych w rozwoju

287 MW Moc lądowych farm wiatrowych w rozwoju

199 MW Moc lądowych farm wiatrowych w rozwoju

9 MW Moc farm fotowoltaicznych w eksploatacji

84 MW Moc farm fotowoltaicznych w rozwoju

Polenergia jest notowana na Rynku Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie od 2005 roku. Ocenę kondycji finansowej badanej spółki publicznej za rok 2020 przedstawia tabela 5.7.

Sprawozdanie finansowe niezależnego biegłego rewidenta wykonała firma audytorska Grant Thornton. Badający sprawozdanie biegły rewident wskazał na kilka kluczowych spraw badania:

1) INWESTYCJE W JEDNOSTKI ZALEŻNE

Wartość udziałów w jednostkach zależnych ujętych w sprawozdaniu finansowym wynosi 1 482 899 tysięcy złotych.

Ryzykiem w tym obszarze jest utrata wartości udziałów będąca efektem działania na spółkę zależną czynników wewnętrznych i zewnętrznych.

Ujawnienia związane z inwestycjami w jednostki zależne przedstawione zostały w nocie 17 sprawozdania finansowego_

Ocenę utraty wartości uważamy za kluczową sprawę badania ze względu na istotny element osądu w szczególności dotyczący założeń przyjętych w modelu zdyskontowanych przepływów pieniężnych wpływający na oszacowanie wartości użytkowej udziałów.

Reakcja biegłego rewidenta

Nasze procedury w odniesieniu do opisanej sprawy obejmowały:

- przeanalizowanie przesłanek wskazujących na konieczność przeprowadzenia testu na utratę wartości,
- uzyskanie od Zarządu Spółki dokumentacji potwierdzającej przeprowadzenie testu na utratę wartości,
- weryfikację zasadności przyjętej metodologii wyceny oraz analizę racjonalności założeń przyjętych w przedstawionych testach na utratę wartości przez porównanie danych źródłowych z przedstawionymi planami finansowymi i danymi makroekonomicznymi,
- analizę trafności szacunków Zarządu przez porównanie, czy założenia przyjęte w teście na utratę wartości w poprzednim roku zostały zrealizowane w roku bieżącym,

– analizę przyczyn, dla których zostały utworzone odpisy aktualizujące wartość udziałów.

2) OBEJŚCIE KONTROLI PRZEZ ZARZĄD

Opis

Ryzyko to jest zasadniczo obecne w każdej firmie a jego zmaterializowanie się może mieć znaczący wpływ na sprawozdanie.

Reakcja biegłego rewidenta

W ramach naszego badania przeprowadziliśmy następujące procedury:

- przeprowadziliśmy rozmowę z kluczowym kierownictwem na temat obszarów jakie w jego ocenie są identyfikowane jako najbardziej narażone na ryzyko i wprowadzonych w tych obszarach środków bezpieczeństwa,
- w poszczególnych obszarach wykonując testy w zakresie istnienia, kompletności, wyceny - uwzględniliśmy wyniki testów i wnioski wpływające na możliwość stwierdzenia wystąpienia nadużyć.

W wyniku testowania 12 modeli PGE zagrożenia upadłością ustalono w 3 modelach. W tej sytuacji próba Polskiej Grupy Energetycznej wrogiego przejęcia Polenergii musiała zakończyć się niepowodzeniem. Polenergia jest dużo silniejszą ekonomicznie spółką i nie okazywała zainteresowania jej przejęcia przez PGE.

5.3. Polenergia S.A. versus Edison Energia SA

Przeprowadzone analizy możliwości kontynuowania działalności w 2020 roku wykazane w tabeli 5.8. stwierdzają że spółka Edison Energia jest bardzo dobrą firmą. Również rekapitulacja przeprowadzonej analizy możliwości kontynuowania działalności według modeli z-scoringowych na 12 modeli zagrożenia upadłością ustalono o braku zagrożenia. Polenergia też jest bardzo dobrze zarządzaną spółką, która zaczyna przejmować inne spółki energetyczne na przykład Edison Energia.

Tabela 5.8. Rekapitulacja przeprowadzonej analizy możliwości kontynuowania działalności według modeli Z-scoringowych Polenergia S.A.

Rekapitulacja przeprowadzonej analizy możliwości kontynuowania działalności wg przedstawionych powyżej modeli Z-scoringowych Polenergia SA			
Nazwa modelu	wynik przeprowadzonego testu za rok 2020	zastosowany wzorec modelu	
Ogólna konstrukcja modelu		$Z_i = \text{INE} \cdot \text{PAN} = w_0 + w_1 \cdot x_1 + w_2 \cdot x_2 + \dots + w_n \cdot x_n$	
szczegółowe	$Z_i = 1$	$\text{Zi} = 1 \text{ INE} \cdot \text{PAN} = 5,577 \cdot \text{Wsk.1} + 1,427 \cdot \text{Wsk.2} + 0,154 \cdot \text{Wsk.3} + 0,310 \cdot \text{Wsk.4} + 1,937 \cdot \text{Wsk.5} + 1,598 \cdot \text{Wsk.6} + 3,203 \cdot \text{Wsk.7} + 0,436 \cdot \text{Wsk.8} + 0,192 \cdot \text{Wsk.9} + 0,140 \cdot \text{Wk.10} + 0,386 \cdot \text{Wsk.11} + \text{Log10 Aktywów} - 9,832$	
1			
szczegółowe	$Z_i = 2$	$\text{Zi} = 2 \text{ INE} \cdot \text{PAN} = 5,837 \cdot \text{Wsk.1} + 2,231 \cdot \text{Wsk.2} + 0,222 \cdot \text{Wsk.3} + 0,496 \cdot \text{Wsk.4} + 0,945 \cdot \text{Wsk.5} + 2,028 \cdot \text{Wsk.6} + 3,472 \cdot \text{Wsk.7} + 0,495 \cdot \text{Wsk.8} + 0,166 \cdot \text{Wsk.9} + 0,195 \cdot \text{Wk.10} + 0,030 \cdot \text{Wsk.11} - 0,392$	
2			
szczegółowe	$Z_i = 3$	$\text{Zi} = 3 \text{ INE} \cdot \text{PAN} = 5,896 \cdot \text{Wsk.1} + 2,831 \cdot \text{Wsk.2} + 0,539 \cdot \text{Wsk.5} + 2,538 \cdot \text{Wsk.6} + 3,655 \cdot \text{Wsk.7} + 0,467 \cdot \text{Wsk.8} + 0,179 \cdot \text{Wsk.9} + 0,226 \cdot \text{Wk.10} + 0,168 \cdot \text{Wsk.11} - 0,678$	
3			
szczegółowe	$Z_i = 4$	$\text{Zi} = 4 \text{ INE} \cdot \text{PAN} = 6,028 \cdot \text{Wsk.1} + 6,546 \cdot \text{Wsk.2} + 1,546 \cdot \text{Wsk.5} + 1,463 \cdot \text{Wsk.6} + 3,585 \cdot \text{Wsk.7} + 0,363 \cdot \text{Wsk.9} + 0,172 \cdot \text{Wk.10} + 0,114 \cdot \text{Wsk.11} - 0,593$	
4			
szczegółowe	$Z_i = 5$	$\text{Zi} = 5 \text{ INE} \cdot \text{PAN} = 9,004 \cdot \text{Wsk.2} + 1,177 \cdot \text{Wsk.5} + 1,889 \cdot \text{Wsk.6} + 3,134 \cdot \text{Wsk.7} + 0,500 \cdot \text{Wsk.9} + 0,160 \cdot \text{Wk.10} + 0,749 \cdot \text{Wsk.11} - 1,962$	
5			
szczegółowe	$Z_i = 6$	$\text{Zi} = 6 \text{ INE} \cdot \text{PAN} = 9,478 \cdot \text{Wsk.2} + 3,613 \cdot \text{Wsk.5} + 3,246 \cdot \text{Wsk.7} + 0,455 \cdot \text{Wsk.9} + 0,802 \cdot \text{Wsk.11} - 2,478$	
6			
szczegółowe	$Z_i = 7$	$\text{Zi} = 7 \text{ INE} \cdot \text{PAN} = 9,498 \cdot \text{Wsk.2} + 3,566 \cdot \text{Wsk.5} + 2,903 \cdot \text{Wsk.7} + 0,452 \cdot \text{Wsk.9} + 1,498$	
7			
Model B. Prusaka		$\text{ZBP2} = 1,4383 \cdot x_1 + 0,1878 \cdot x_2 + 5,0229 \cdot x_3 - 1,8713$	
8			
Model B. Prusaka		$\text{ZBP1} = 6,5245 \cdot x_1 + 0,1480 \cdot x_2 + 0,4061 \cdot x_3 + 2,1754 \cdot x_4 - 1,5685$	
9			
Model 'późnański'		$\text{ZICP} = 3,562 \cdot x_1 + 1,588 \cdot x_2 + 4,288 \cdot x_3 - 6,719 \cdot x_n - 2,368$	
10			
Model A. Holdy		$\text{ZHI} = 6,605 + 6,81 \cdot 10^{-1} \cdot \text{PWP} - 1,96x \cdot 10^{-2} \cdot \text{SZ} + 9,69 \cdot 10^{-3} \cdot \text{ZM} + 6,72 \cdot 10^{-4} \cdot \text{WOZO} + 1,57 \cdot 10^{-1} \cdot \text{RM}$	
11			
Model J. Gajdki i D. Stosa (1)		$\text{Z} = 0,20098985 \cdot x_1 + 0,0013027 \cdot x_2 + 0,7609754 \cdot x_3 + 0,9659628 \cdot x_4 - 0,341096 \cdot x_5$	
12			
Podsumowanie wyników	Wynik testu Strefa pośrednia = Zagrożenie upadłością	W wyniku przeprowadzenia testowania 12 modeli zagrożenia upadłością ustalono w 0 modelach.	

Polenergia inwestuje w Edison Energia – przyjazne przejęcie

Polenergia – największa polska prywatna grupa energetyczna – podpisała przedwstępną umowę nabycia 100 proc. akcji spółki Edison Energia. Połączenie sił obu spółek pozwoli Polenergii na znaczne zwiększenie udziału w dynamicznie rozwijającym się w Polsce obszarze szeroko rozumianej energetyki rozproszonej. Transakcja uwarunkowana jest uzyskaniem zgody Urzędu Ochrony Konkurencji i Konsumentów.

Polenergia złożyła do Urzędu Ochrony Konkurencji i Konsumentów (UOKiK) wniosek w sprawie przejęcia kontroli nad Edison Energia i jej spółkami zależnymi o treści: „Zgłaszamy zamiar koncentracji dotyczy przejęcia wyłącznej kontroli nad Edison Energia S.A. z siedzibą w Warszawie i jej dwoma spółkami zależnymi, tj. spółką Edison Heat Sp. z o.o. siedzibą w Warszawie oraz spółką Zielony Ryś Sp. z o.o. z siedzibą w Warszawie przez spółkę Polenergia S.A. z siedzibą w Warszawie. Przejęcie wyłącznej kontroli nastąpi poprzez nabycie akcji spółki Edison Energia” – czytamy w komunikacie.

Polenergia to polska spółka notowana na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie działającą jako spółka holdingowa dla jej zależnych spółek operacyjnych działających w obszarze wytwarzania energii z konwencjonalnych i odnawialnych źródeł oraz dystrybucji i obrotu energią elektryczną. Grupa Polenergia jest wspólnie kontrolowana przez Dominikę Kulczyk oraz spółkę Brookfield Asset Management Inc. z siedzibą w Kanadzie.

Edison Energia to polska spółka prowadząca działalność gospodarczą w sektorze sprzedaży i montażu instalacji fotowoltaicznych. Edison Energia to jedna z najszybciej rozwijających się polskich spółek fotowoltaicznych. Oferuje innowacyjne rozwiązania z zakresu fotowoltaiki, ciepła i optymalizacji zużycia energii. W niecałe 2 lata firma wybudowała dla klientów indywidualnych i biznesowych ponad 20 tysięcy instalacji fotowoltaicznych o łącznej mocy 120 MWp. Każdego miesiąca zespół blisko 1500 pracowników i współpracowników realizuje ponad 1000 instalacji, co daje piąte miejsce w Europie. Edison Energia należy również do najszybciej rosnących instalatorów na rynku pomp ciepła.

Transakcja umacnia Polenergię na pozycji lidera transformującego polską energetykę w kierunku zeroemisyjnej gospodarki. Grupa rozszerza działalność o nowe segmenty biznesowe i uzyskuje dostęp do najwyższej jakości ogólnopolskiej sieci sprzedaży, dużej bazy klientów oraz szerokiego portfolio innowacyjnych produktów i usług. Skutecznie dywersyfikuje obecne obszary swojej działalności i staje się znaczącym graczem w nowo powstającym segmencie rynku. Postępująca decentralizacja krajowej energetyki, w

której od dawna uczestniczy Polenergia, już przynosi wymierne korzyści gospodarce oraz społeczeństwu. Znaczny postęp technologiczny umożliwia obecnie budowę ekologicznych źródeł wytwarzania i zarządzania energią bezpośrednio u odbiorcy końcowego i pozwala na osiągnięcie pozytywnego efektu ekonomicznego oraz stabilizację wydatków końcowych klientów.

Dla Polenergii, a więc największej prywatnej polskiej pionowo – skonsolidowanej spółki energetycznej (ma wytwarzanie, dystrybucję i sprzedaż) to szansa na dalszy rozwój. Przede wszystkim koncern pozyska dobrze ułożony i efektywny zespół sprzedawców i instalatorów. Po drugie od razu ma duży udział w sprzedaży instalacji PV. Po trzecie zyska dostęp do bazy 20 tys. klientów Edisona, którym będzie mógł łatwo zaoferować kolejne produkty. To być może jeden z kluczowych elementów transakcji, bo Polenergia chce budować swoją pozycję na detalicznym rynku energii. Po przejęciu Edisona będzie oferować dotychczasowym i nowym klientom nie tylko fotowoltaikę, ale także pompy ciepła (Edison już zaczął to robić, choć na razie brak dostępności samych urządzeń na globalnym rynku ogranicza plany spółki w tym obszarze), a także magazyny energii i ładowarki do samochodów elektrycznych.

Natomiast Edison Energia stwierdza, że dzięki transakcji będzie mogła zaoferować klientom połączenie oferty budowy instalacji fotowoltaicznych z usługami bilansowania i dostawy w 100 procentach zielonej energii elektrycznej wytwarzanej w odnawialnych źródłach Polenergii. To zagwarantuje sukces w przyszłości. Wykorzystanie potencjału Polenergii pozwoli również zaoferować klientom nowe usługi m.in. agregatora, który będzie w stanie kupować nadwyżki zielonej energii z instalacji prosumenckich i odsprzedać je w rynku w cenach gwarantujących opłacalność inwestycji w fotowoltaikę.

Moc elektrowni fotowoltaicznych w Polsce w latach 2015 – 2021 znacznie wzrosła co wskazuje poniższy rysunek 5.1.

Rysunek 5.1. Moc elektrowni fotowoltaicznych w Polsce w latach 2015 - 2021



Źródło: <https://wysokienapiecie.pl/42067-edison-drugi-najwiekszy-instalator-pv...w-Polsce>, trafi do Polenergii-

Zarząd Polenergii podpisał przedwstępną umowę zakupu 100 proc. akcji Edison Energia – wynika z komunikatu spółki. Cena została wstępnie ustalona na 76,5 mln zł, ale po ostatecznym rozliczeniu może sięgnąć maksymalnie 86 mln zł. Warunkiem dopięcia transakcji jest zgoda UOKiK.

Ustalona cena zakupu akcji Edison Energia jest bardzo korzystna dla Polenergii i zadowalająca dla Edison Energia.

Z modeli z-scoringowych wynika, że w 2020 roku Edison Energia była spółką mającą bardzo dobre wskaźniki finansowe, co wykazują dane zawarte w tabeli 5.9.

Tabela 5.9. Rekapitulacja przeprowadzonej analizy możliwości kontynuowania działalności według modeli Z-scoringowych Edison energia w Warszawie

Rekapitulacja przeprowadzonej analizy możliwości kontynuowania działalności wg przedstawionych powyżej modeli Z-scoringowych Edison Energia			
Nazwa modelu	wynik przeprowadzonego testu za rok 2020	zastosowany wzorecz modelu	
Ogólna konstrukcja modelu		$Z_i \text{ INE: } P.A.N = w_0 + w_1 \cdot x_1 + w_2 \cdot x_2 + \dots + w_n \cdot x_n$	
szczególne	$Z_i=1$	$Z_i = 1 \text{ INE: } P.A.N = 5,577 \cdot Wsk.1 + 1,427 \cdot Wsk.2 + 0,154 \cdot Wsk.3 + 0,310 \cdot Wsk.4 + 1,937 \cdot Wsk.5 + 1,598 \cdot Wsk.6 + 3,203 \cdot Wsk.7 + 0,436 \cdot Wsk.8 + 0,192 \cdot Wsk.9 + 0,140 \cdot Wsk.10 + 0,386 \cdot Wsk.11 + \text{Log } 10 \text{ Aktywów} - 9,832$	
szczególne	$Z_i=2$	$Z_i=2 \text{ INE: } P.A.N = 5,837 \cdot Wsk.1 + 2,231 \cdot Wsk.2 + 0,222 \cdot Wsk.3 + 0,496 \cdot Wsk.4 + 0,945 \cdot Wsk.5 + 2,028 \cdot Wsk.6 + 3,472 \cdot Wsk.7 + 0,495 \cdot Wsk.8 + 0,166 \cdot Wsk.9 + 0,195 \cdot Wsk.10 + 0,030 \cdot Wsk.11 - 0,392$	
szczególne	$Z_i=3$	$Z_i=3 \text{ INE: } P.A.N = 5,896 \cdot Wsk.1 + 2,831 \cdot Wsk.2 + 0,539 \cdot Wsk.5 + 2,538 \cdot Wsk.6 + 3,655 \cdot Wsk.7 + 0,467 \cdot Wsk.8 + 0,179 \cdot Wsk.9 + 0,226 \cdot Wsk.10 + 0,168 \cdot Wsk.11 - 0,678$	
szczególne	$Z_i=4$	$Z_i=4 \text{ INE: } P.A.N = 6,028 \cdot Wsk.1 + 0,546 \cdot Wsk.2 + 1,546 \cdot Wsk.5 + 1,463 \cdot Wsk.6 + 3,585 \cdot Wsk.7 + 0,363 \cdot Wsk.9 + 0,172 \cdot Wsk.10 + 0,114 \cdot Wsk.11 - 0,593$	
szczególne	$Z_i=5$	$Z_i=5 \text{ INE: } P.A.N = 9,004 \cdot Wsk.2 + 1,177 \cdot Wsk.5 + 1,880 \cdot Wsk.6 + 3,134 \cdot Wsk.7 + 0,500 \cdot Wsk.9 + 0,160 \cdot Wsk.10 + 0,749 \cdot Wsk.11 - 1,962$	
szczególne	$Z_i=6$	$Z_i=6 \text{ INE: } P.A.N = 9,478 \cdot Wsk.2 + 3,613 \cdot Wsk.5 + 3,246 \cdot Wsk.7 + 0,455 \cdot Wsk.9 + 0,802 \cdot Wsk.11 - 2,478$	
szczególne	$Z_i=7$	$Z_i=7 \text{ INE: } P.A.N = 9,498 \cdot Wsk.2 + 3,566 \cdot Wsk.5 + 2,903 \cdot Wsk.7 + 0,452 \cdot Wsk.9 - 1,498$	
Model B. Prusaka	uwaga strefa pośrednia	$ZBP2 = 1,4383 \cdot x_1 + 0,1878 \cdot x_2 + 5,0229 \cdot x_3 - 1,8713$	
Model B. Prusaka	brak zagrożenia	$ZBP1 = -6,5245 \cdot x_1 + 0,1480 \cdot x_2 + 0,4061 \cdot x_3 + 2,1754 \cdot x_4 - 1,5685$	
Model „pożnański”	zagróżony upadłością	$ZHCP = -3,562 \cdot x_1 + 1,588 \cdot x_2 + 4,288 \cdot x_3 + 6,719 \cdot x_n - 2,368$	
Model A. Holdy	brak zagrożenia	$ZHI = -0,605 + 6,81 \cdot 10^{-1} PWP - 1,96 \cdot x + 0,2 SZ + 9,69 \cdot 10^{-3} ZM + 6,72 \cdot 10^{-4} WOZ + 1,57 \cdot 10^{-1} RM$	
Model J. Gajdki i D. Sosa (1)	brak zagrożenia	$Z = 0,20098985 \cdot x_1 + 0,0013027 \cdot x_2 + 0,7609754 \cdot x_3 + 0,9659628 \cdot x_4 - 0,341096 \cdot x_5$	
Podsumowanie wyników	Wynik testu Strefa pośrednia = Zagrożenie upadłością	W wyniku przeprowadzenia testowania 12 modeli zagrożenia upadłością ustalono w 2 modelach.	

5.4 BEST S.A. versus KREDYT INKASO S.A

BEST S.A to jedna z wiodących firm na polskim rynku usług finansowych – jeden z liderów w branży windykacyjnej w Polsce. Jest ekspertem w swojej dziedzinie. Zarządza dużymi portfelami wierzytelności nieregularnych, rozwiązując problem braku terminowych rozliczeń pomiędzy stronami umów i przywracając równowagę w obiegu gospodarczym.

Jej misją jest niesienie pomocy w spłacie zadłużenia wszystkim klientom. Stara się tak dobierać możliwości spłaty długu, aby realnie odpowiadać na potrzeby klientów i tym samym pomagać im w odzyskaniu kontroli nad własnymi finansami. Jej doradcy to osoby o dużym doświadczeniu w windykacji i ogromnej wiedzy, gotowi doradzać i wspólnie z klientem wybierać najlepsze rozwiązania.

BEST S.A jako członek i współzałożyciel Związku Przedsiębiorstw Finansowych oraz współtwórca i moderator Zasad Dobrych Praktyk Windykacyjnych, aktywnie wpływa na rozwój i kształtowanie rynku wierzytelności w Polsce. BEST S.A, jest jednym z największych podmiotów działających w branży windykacyjnej w Polsce. Spółka jest podmiotem dominującym Grupy BEST, która aktywnie inwestuje w portfele wierzytelności nieregulowanych.

Spółka została utworzona w 1994 r. pod nazwą BEST Przedsiębiorstwo Handlowe S.A i zajmowała się sprzedażą ratą oraz dystrybucją produktów kredytowych. W 2002 r. przeszła reorganizację operacyjną i finansową, zakończyła działalność w zakresie pośrednictwa kredytowego, a skoncentrowała się na działalności windykacyjnej i zarządzaniu portfelami wierzytelności. W 2005 r. BEST S.A powołała jeden z pierwszych funduszy sekurytyzacyjnych na rynku, BEST i NSFIZ, a w 2007r. spółkę – córkę do zarządzania funduszami inwestycyjnymi – BEST TFI S.A. W 2010 r. BEST S.A otrzymała zezwolenie Komisji Nadzoru Finansowego na zarządzanie sekurytyzowanymi wierzytelnościami funduszy sekurytyzacyjnych (jako pierwszy podmiot na polskim rynku). Następuje dalszy rozwój spółki i w 2011 roku obligacje BEST S.A, BEST II NSFIZ oraz BEST III NSFIZ debiutują na Catalyst. W 2017 roku utworzenie BEST IV NSFIZ oraz CAPITAL ITALY na rynku włoskim.

Niemniej rekapitulacja przeprowadzonej analizy możliwości kontynuowania działalności gospodarczej w wyniku przeprowadzenia testowania 12 modeli zagrożenia upadłością ustalono w 5 modelach.

Tabela 5.10. Rekapitulacja przeprowadzonej analizy możliwości kontynuowania działalności według modeli Z-scoringowych BEST SA w Warszawie

Rekapitulacja przeprowadzonej analizy możliwości kontynuowania działalności wg przedstawionych powyżej modeli Z-scoringowych Best S.A.			
Nazwa modelu	Wynik przeprowadzonego testu z 1 rok 2020	Zastosowany wzorek modelu	
Ogólna konstrukcja modelu		$Z_i = \text{INE PAN} = w_0 + w_1 \cdot x_1 + w_2 \cdot x_2 + \dots + w_n \cdot x_n$	
szczegółowe Zi=1	brak zagrożenia	$Z_i = 1 \text{ INE PAN} = 5,77^* \text{ Wsk. 1} + 1,42^* \text{ Wsk. 2} + 0,154^* \text{ Wsk. 3} + 0,310^* \text{ Wsk. 4} + 1,937^* \text{ Wsk. 5} + 1,598^* \text{ Wsk. 6} + 3,203^* \text{ Wsk. 7} + 0,436^* \text{ Wsk. 8} + 0,192^* \text{ Wsk. 9} + 0,140^* \text{ Wsk. 10} + 0,396^* \text{ Wsk. 11} + \text{Log10 Aktywów} - 9,832$	
1		$Z_i = 2 \text{ INE PAN} = 5,837^* \text{ Wsk. 1} + 2,231^* \text{ Wsk. 2} + 0,222^* \text{ Wsk. 3} + 0,496^* \text{ Wsk. 4} + 0,946^* \text{ Wsk. 5} + 2,028^* \text{ Wsk. 6} + 3,472^* \text{ Wsk. 7} + 0,495^* \text{ Wsk. 8} + 0,166^* \text{ Wsk. 9} + 0,195^* \text{ Wsk. 10} + 0,030^* \text{ Wsk. 11} - 0,392$	
2			
szczegółowe Zi=3	brak zagrożenia	$Z_i = 3 \text{ INE PAN} = 5,896^* \text{ Wsk. 1} + 2,831^* \text{ Wsk. 2} + 0,539^* \text{ Wsk. 3} + 2,538^* \text{ Wsk. 4} + 3,655^* \text{ Wsk. 5} + 0,467^* \text{ Wsk. 6} + 0,179^* \text{ Wsk. 7} + 0,226^* \text{ Wsk. 8} + 0,168^* \text{ Wsk. 9} + 0,114^* \text{ Wsk. 10} + 0,078$	
3			
szczegółowe Zi=4	brak zagrożenia	$Z_i = 4 \text{ INE PAN} = 6,028^* \text{ Wsk. 1} + 6,546^* \text{ Wsk. 2} + 1,546^* \text{ Wsk. 3} + 1,463^* \text{ Wsk. 4} + 3,585^* \text{ Wsk. 5} + 0,363^* \text{ Wsk. 6} + 0,172^* \text{ Wsk. 7} + 0,114^* \text{ Wsk. 8} + 0,0593$	
4			
szczegółowe Zi=5	zagrożony upadłością	$Z_i = 5 \text{ INE PAN} = 9,004^* \text{ Wsk. 1} + 1,177^* \text{ Wsk. 2} + 1,889^* \text{ Wsk. 3} + 1,889^* \text{ Wsk. 4} + 3,134^* \text{ Wsk. 5} + 0,500^* \text{ Wsk. 6} + 0,160^* \text{ Wsk. 7} + 0,749^* \text{ Wsk. 8} + 0,111^* \text{ Wsk. 9} + 0,902$	
5			
szczegółowe Zi=6	zagrożony upadłością	$Z_i = 6 \text{ INE PAN} = 9,478^* \text{ Wsk. 1} + 2,361^* \text{ Wsk. 2} + 3,613^* \text{ Wsk. 3} + 3,246^* \text{ Wsk. 4} + 0,455^* \text{ Wsk. 5} + 0,802^* \text{ Wsk. 6} + 2,478$	
6			
szczegółowe Zi=7	zagrożony upadłością	$Z_i = 7 \text{ INE PAN} = 9,498^* \text{ Wsk. 1} + 2,356^* \text{ Wsk. 2} + 2,903^* \text{ Wsk. 3} + 2,903^* \text{ Wsk. 4} + 0,452^* \text{ Wsk. 5} + 0,802^* \text{ Wsk. 6} + 2,478$	
7			
Model B. Pruska	zagrożony upadłością	$Z_{BP} = 1,4383^* x_1 + 0,1878^* x_2 + 5,0229^* x_3 + 1,8713$	
8			
Model B. Pruska	zagrożony upadłością	$Z_{BP} = 6,5245^* x_1 + 0,1460^* x_2 + 0,4061^* x_3 + 2,1754^* x_4 + 1,5685$	
9			
Model 'porzanski'	brak zagrożenia	$Z_{HCP} = 3,562^* x_1 + 1,588^* x_2 + 4,288^* x_3 + 6,719^* x_4 + 2,368$	
10			
Model A. Holdy	brak zagrożenia	$Z_{HI} = 0,605^* x_1 + 0,681^* x_2 + 1,96x^* x_3 + 10,2 \text{ SZ} + 9,69^* x_4 + 10,32 \text{ M} + 6,72^* x_5 + 10,4 \text{ WWOZ} + 1,57^* x_6 + 10,1 \text{ RM}$	
11			
Model J. Gajdli i D. Stosa (I)	brak zagrożenia	$Z = 0,20098985^* x_1 + 0,0013027^* x_2 + 0,7609754^* x_3 + 0,9659628^* x_4 + 0,341096^* x_5$	
12			
Podsumowanie wyników	Wynik testu Strefa pośrednia = Zagrożenie upadłością	W wyniku przeprowadzenia testowania 12 modeli zagrożenia upadłością ustalono w 5 modelach.	

Sprawozdanie niezależnego biegłego rewidenta z badania spółki za 2021 rok dla Walnego Zgromadzenia oraz dla Rady Nadzorczej BEST S.A. sp .k. sporządziła firma audytorska EY (Ernst & Young Audyt Polska) Sp. z o.o. sp.k. Opinia była z zastrzeżeniem dotyczącym ograniczenia zakresu badania.

Podstawa opinii z zastrzeżeniem dotyczącym ograniczenia zakresu badania

Na dzień 31 grudnia 2021 roku Spółka wykazuje w jednostkowym sprawozdaniu z sytuacji finansowej w kwocie zero złotych akcji Kredyt Inkaso S.A. („Kredyt Inkaso”) wyceniane w wartości godziwej przez wynik finansowy. Jak opisano w nocie 5.6 jednostkowego sprawozdania finansowego w IV kwartale 2021 roku Spółka uznała, iż utraciła znaczący wpływ na Kredyt Inkaso i w związku z tym dokonała reklasyfikacji posiadanych akcji Kredyt Inkaso z inwestycji w jednostkę stowarzyszoną do aktywów finansowych wycenianych w wartości godziwej przez wynik finansowy. Na dzień ustania znaczącego wpływu na tę inwestycję Spółka ustaliła wartość godziwą posiadanych i notowanych na GPW akcji Kredyt Inkaso w wysokości zero złotych i o kwotę 51 milionów złotych obniżyła jednostkowy wynik finansowy.

Nie byliśmy w stanie uzyskać odpowiednich i wystarczających dowodów badania dotyczących wysokości zaniżenia wartości inwestycji w akcje Kredyt Inkaso SA na dzień 31 grudnia 2021 roku, a w konsekwencji potwierdzić wartości posiadanej przez Spółkę inwestycji w akcje Kredyt Inkaso S.A. na dzień 31 grudnia 2021 roku, a także wysokości kwoty obniżającej jednostkowy wynik finansowy za rok zakończony dnia 31 grudnia 2021 roku.

KREDYT INKASO S.A. jako spółka cel

KREDYT INKASO od lat należy do ścisłej czołówki firm zarządzających wierzytelnościami. Grupa Kapitałowa KREDYT INKASO skutecznie działa dziś w 4 krajach Europy Środkowo-Wschodniej.

W roku 2001 jako pierwsi w Polsce zaczęli inwestować w pakiety wierzytelności. Regularnie współpracując z największymi bankami, firmami ubezpieczeniowymi oraz firmami świadczącymi usługi telekomunikacyjne. Swoją pozycję na rynku zbudowano skutecznością i profesjonalizmem. Dzięki temu rozwinęli działalność nie tylko w Polsce, ale również w Rosji, Rumuni i Bułgarii. Dziś partnerom biznesowym oferują kompleksową obsługę zarządzania wierzytelnościami; od monitoringu płatności, przez windykację polubowną, aż po procesy sądowo – egzekucyjne. Osoby zadłużone znajdują zrozumienie dla ich sytuacji oraz fachową pomoc doradców finansowych KREDYT INKASO. Są jednym

z nielicznych podmiotów mających kompetencje w likwidacji portfeli zabezpieczonych hipotecznie. Specjalizują się w portfelach wierzytelności o skali 500 tys. – 600 mln zł. Partnerom zapewniają pełną obsługę procesu inwestycyjnego – zaczynając od wyszukania i wyceny portfela, przez opiniowanie nabycia, a kończąc na likwidacji portfela wraz z ewentualnym odkupieniem go po określonym czasie obsługi.

Uruchomienie przez BEST TFI w 2016 r procedury uzyskania zgody prezesa Urzędu Ochrony Konkurencji i Konsumentów na dokonanie koncentracji związanej z przejęciem zarządzania dwoma funduszami należącymi do Kredyt Incaso (KI) S.A nosiło znamiona działania wrogiego spółce, wyrażającego intencję pozbawienia KI kontroli nad znaczącymi składnikami jej majątku, służącymi prowadzeniu podstawowej działalności operacyjnej, uważa KREDYT INKASO S.A. W ocenie zarządu spółki, ujawnienie zamiaru przejęcia zarządzania funduszami było ewidentnym przejawem działania, którego ewentualne skutki (tj. realizacja tego zamiaru) byłyby całkowicie sprzeczne z interesem spółki, powodując istotnie osłabienie efektywności biznesowej spółki.

KREDYT INKASO podkreśla, że samo wyrażenie przez prezesa UOKiK zgody na przejęcie zarządzania funduszami nie przesądzałoby o dokonaniu tego rodzaju operacji, gdyż jakiegokolwiek decyzje w tym zakresie należą do samej spółki, jako jedyne go uczestnika obu funduszy i bez akceptacji spółki (kierowanej obecnie przez dwuosobowy zarząd) organ zarządzający funduszy, tj. Allianz TFI S.A., nie może zawrzeć umowy w sprawie przejęcia zarządzania.

Zarząd KREDYT INKASO S.A zapowiada to przeciwstawianie się wszelkimi przewidzianymi prawem metodami jakimkolwiek wrogim wobec niej działaniom, w tym wszelkim działaniom, których skutkiem mogłoby być w przyszłości niekorzystne rozporządzenie mieniem spółki. KREDYT INKASO wskazywało, że zamierzone przez BEST TFI S.A przejęcie kontroli nad funduszami KREDYT INKASO S.A I Niestandardowy Sekurytyzacyjny Fundusz Inwestycyjny Zamknięty z siedzibą w Warszawie oraz KREDYT INKASO II Niestandardowy Sekurytyzacyjny Fundusz Inwestycyjny Zamknięty z siedzibą w Warszawie ma być konsekwencją wydanej przez prezesa UOKiK decyzji z 19 listopada 2015 r. wyrażającej zgodę na dokonanie koncentracji polegającej na połączeniu BEST S.A oraz KREDYT INKASO S.A.

UOKiK podał że 14 marca 2016 BEST Towarzystwo Funduszy Inwestycyjnych złożyło do Urzędu wnioski w sprawie przejęcia kontroli nad dwoma wymienionymi powyżej funduszami należącymi do KREDYT INKASO S.A

Uzyskanie decyzji prezesa UOKiK z 2015 r. było bowiem konsekwencją wcześniejszych uzgodnień obu spółek co do przeprowadzenia procesu połączenia w drodze przejęcia KREDYT INKASO (KJ) przez BEST S.A., czego wyrazem było w szczególności zawarcie 28 września 2015 r. umowy o współpracy. Przebieg dalszych negocjacji ujawnił jednak istotne rozbieżności, co skłoniło KREDYT INKASO do podjęcia decyzji o zaniechaniu kontynuowania rozmów w sprawie połączenia (zarząd KI nie osiągnął z BESTem konsensusu w zakresie ustalenia szczegółów warunków połączenia, w tym w przedmiocie ustalenia parytetu wymiany akcji spółki na akcje BEST). W efekcie 5 stycznia 2016 KI wypowiedział umowę o współpracy i uległa ona rozwiązaniu.

„Tym samym, aktualnie nie obowiązują żadne uzgodnienia uzasadniające podejmowanie przez którąkolwiek ze stron dalszych czynności zmierzających do realizacji procesu połączenia. Zarząd spółki jednoznacznie wskazuje, że nie jest obecnie zainteresowany połączeniem z BEST S.A i nie toczą się żadne rozmowy na ten temat, a wszelkie inicjatywy w tym zakresie, jakie byłyby lub są podejmowane przez inne podmioty, w tym powiązane z BEST S.A., nie mają poparcia ze strony spółki stwierdza KREDYT INKASO.” Prezes podkreślił też, że KREDYT INKASO S.A nie będzie zwlekać z decyzją o wystąpieniu na drogę sądową w kwestii odszkodowania za utratę umów o współpracy z Trigon TFI i AgioFunds. Nie będziemy zwlekać z decyzją, natomiast pion finansów musi precyzyjnie wyliczyć wartość utraconych korzyści z tytułu utraty umów z TFI, tym bardziej że chodzi o duże kwoty-powiedział prezes KREDYT INKASO. Według zarządu KREDYT INKASO, BEST S.A od kilku miesięcy gra na destabilizację Kredyt Inkasa i wrogie przejęcie. Jeszcze w trakcie negocjacji w sprawie połączenia BEST S.A podjął próbę przejęcia zarządzania funduszami wierzytelności. KREDYT INKASO podał kolejny przykład, to kwestionowanie umowy subpartycypacji, szantaż członków poprzedniej rady nadzorczej w celu zmuszenia ich do złożenia rezygnacji, próba odwołania zarządu przez członków rady nadzorczej wskazanych przez BEST S.A na nieformalnym posiedzeniu oraz rozpowszechnianie w mediach nieprawdziwych informacji na temat kondycji finansowej spółki, sposobu jej zarządzania, ochrony danych osobowych oraz działań zarządu.

KREDYT INKASO dodało, że po rozwiązaniu trzech umów o współpracy z Trigon TFI w maju 2016 spółka zamyka kooperację z AgioFunds TFI. W obu przypadkach powodem był konflikt w akcjonariacie KREDYT INKASO S.A, wywołany próbą przejęcia kontroli nad spółką przez konkurencyjną firmę - BEST S.A i formułowane przez tego akcjonariusza zarzuty o nieprawidłowości w spółce i działalności zarządu na szkodę spółki,

a stronę inicjującą rozwiązanie umów było ponownie TFI. Kwota utraconych korzyści z wypowiedzianych umów z Agio Funds TFI została przez spółkę KREDYT INKASO oszacowana na 30,6 mln zł. Istotnej kwoty można spodziewać się również w przypadku utraconych kontaktów z Trigon TFI. KREDYT INKASO podało wówczas, że analizuje możliwość podjęcia kroków prawnych, aby otrzymać odszkodowanie od osób i podmiotów, które przyczyniły się do powstania szkody wskutek wypowiedzenia umów z Trigon TFI.

Jak wskazywał dyrektor finansowy w Kredyt Indeko S.A koinwestycje przenosiły KREDYT INKASO S.A do wyższej ligi firm windykacyjnych w regionie, dzięki czemu mogła wygrać przetargi na duże, atrakcyjne portfele, jak zakup w Rumunii, sfinalizowany w 2016 r. o wartości nominalnej około 1,5 mld zł i cenie zakupu około 120 mln zł.

Na początku stycznia 2016 KREDYT INKASO S.A zakończyło negocjacje w sprawie połączenia z BEST S.A i Gamex oraz skierowało do BEST S.A pisemne wypowiedzenie umowy o współpracy. BEST S.A posiada bezpośrednio oraz pośrednio poprzez Actinium Inwestycje, Gamex Inwestycje oraz Gamex 4 268 134 sztuk akcji KREDYT INKASO, uprawniających do wykonywania 32,99% ogólnej liczby głosów na walnym zgromadzeniu KREDYT INKASO. BEST jest obecnie największym pojedynczym akcjonariuszem KREDYT INKASO S.A. Nie ma żadnych planów związanych z fuzją lub połączeniem z BEST S.A i nie toczą się żadne rozmowy na ten temat, a wszelkie inicjatywy w tym zakresie, jakie byłyby lub są podejmowane przez inne podmioty, w tym powiązane z BEST S.A., nie mają poparcia ze strony spółki – stwierdza Zarząd Kredyt Inkasa.

Kredyt Inkasa podobnie jak BEST ma niskie notowania możliwości kontynuowania działalności według przedstawionych modeli z-scoringowych. W wyniku przeprowadzenia testowania 12 modeli zagrożenia upadłością ustalono w 6 modelach. Modele oceny zdolności do kontynuowania działalności gospodarczej przedstawiono w tabeli 5.11

Tabela 5.11. Rekapitulacja przeprowadzonej analizy możliwości kontynuowania działalności według modeli Z-scoringowych KREDYT INKASO S.A. w Warszawie

Rekapitulacja przeprowadzonej analizy możliwości kontynuowania działalności wg przedstawionych powyżej modeli Z-scoringowych Kredyt Inkaso			
Nazwa modelu	wynik przeprowadzonego testu za rok 2020	zastosowany wzorec modelu	
Ogólna konstrukcja modelu		$Z_i \text{ INE PAN} = w_0 + w_1 \cdot x_1 + w_2 \cdot x_2 + \dots + w_n \cdot x_n$	
szczegółowe	$Z_i=1$	$Z_i=1 \text{ INE PAN} = 5,577 \cdot \text{Wsk.1} + 1,427 \cdot \text{Wsk.2} + 0,154 \cdot \text{Wsk.3} + 0,310 \cdot \text{Wsk.4} + 1,937 \cdot \text{Wsk.5} + 1,598 \cdot \text{Wsk.6} + 3,203 \cdot \text{Wsk.7} + 0,436 \cdot \text{Wsk.8} + 0,192 \cdot \text{Wsk.9} + 0,140 \cdot \text{Wsk.10} + 0,386 \cdot \text{Wsk.11} + \text{Log10AktYWów} - 9,832$	
szczegółowe	$Z_i=2$	$Z_i=2 \text{ INE PAN} = 5,837 \cdot \text{Wsk.1} + 2,231 \cdot \text{Wsk.2} + 0,222 \cdot \text{Wsk.3} + 0,496 \cdot \text{Wsk.4} + 0,945 \cdot \text{Wsk.5} + 2,028 \cdot \text{Wsk.6} + 3,472 \cdot \text{Wsk.7} + 0,495 \cdot \text{Wsk.8} + 0,166 \cdot \text{Wsk.9} + 0,195 \cdot \text{Wsk.10} + 0,030 \cdot \text{Wsk.11} - 0,392$	
szczegółowe	$Z_i=3$	$Z_i=3 \text{ INE PAN} = 5,896 \cdot \text{Wsk.1} + 2,831 \cdot \text{Wsk.2} + 0,539 \cdot \text{Wsk.5} + 2,538 \cdot \text{Wsk.6} + 3,655 \cdot \text{Wsk.7} + 0,467 \cdot \text{Wsk.8} + 0,179 \cdot \text{Wsk.9} + 0,226 \cdot \text{Wsk.10} + 0,168 \cdot \text{Wsk.11} - 0,678$	
szczegółowe	$Z_i=4$	$Z_i=4 \text{ INE PAN} = 6,028 \cdot \text{Wsk.1} + 6,546 \cdot \text{Wsk.2} + 1,546 \cdot \text{Wsk.5} + 1,463 \cdot \text{Wsk.6} + 3,585 \cdot \text{Wsk.7} + 0,363 \cdot \text{Wsk.9} + 0,172 \cdot \text{Wsk.10} + 0,114 \cdot \text{Wsk.11} - 0,593$	
szczegółowe	$Z_i=5$	$Z_i=5 \text{ INE PAN} = 9,004 \cdot \text{Wsk.2} + 1,177 \cdot \text{Wsk.5} + 1,889 \cdot \text{Wsk.6} + 3,134 \cdot \text{Wsk.7} + 0,500 \cdot \text{Wsk.9} + 0,160 \cdot \text{Wsk.10} + 0,749 \cdot \text{Wsk.11} - 1,962$	
szczegółowe	$Z_i=6$	$Z_i=6 \text{ INE PAN} = 9,478 \cdot \text{Wsk.2} + 3,613 \cdot \text{Wsk.5} + 3,246 \cdot \text{Wsk.7} + 0,455 \cdot \text{Wsk.9} + 0,802 \cdot \text{Wsk.11} - 2,478$	
szczegółowe	$Z_i=7$	$Z_i=7 \text{ INE PAN} = 9,498 \cdot \text{Wsk.2} + 3,566 \cdot \text{Wsk.5} + 2,903 \cdot \text{Wsk.7} + 0,452 \cdot \text{Wsk.9} - 1,498$	
Model B. Prusaka		$ZBP2 = 1,4383 \cdot x_1 + 0,1878 \cdot x_2 + 5,0229 \cdot x_3 - 1,8713$	
Model B. Prusaka		$ZBP1 = 6,5245 \cdot x_1 + 0,1480 \cdot x_2 + 0,4061 \cdot x_3 + 2,1754 \cdot x_4 + 1,5685$	
Model 'poznanski'		$ZHCP = 3,562 \cdot x_1 + 1,588 \cdot x_2 + 4,288 \cdot x_3 + 6,719 \cdot x_n - 2,368$	
Model A. Holdy		$ZHI = 0,605 + 6,81 \cdot 10^{-1} \text{ PWP} - 1,96 \cdot 10^{-2} \text{ SZ} + 9,69 \cdot 10^{-3} \text{ZM} + 6,72 \cdot 10^{-4} \text{WOZO} + 1,57 \cdot 10^{-1} \text{RM}$	
Model J. Gajdki i D. Stosa (I)		$Z = 0,20098985 \cdot x_1 + 0,0013027 \cdot x_2 + 0,7609754 \cdot x_3 + 0,9659628 \cdot x_4 - 0,341096 \cdot x_5$	
Podsumowanie wyników	Wynik testu Strefa pośrednia = Zagrożenie upadłością	W wyniku przeprowadzenia testowania 12 modeli zagrożenia upadłością ustalono w 6 modelach.	

Badanie sprawozdania finansowego za 2021 rok przeprowadziła firma audytorska Grant Thornton dla Zarządu i Rady Nadzorczej Spółki KREDYT INKASO S.A. Biegły Rewident stwierdził, że należy zbadać kluczowe sprawy.

Kluczowe sprawy badania są to sprawy, które według jego zawodowego osądu były najbardziej znaczące podczas badania rocznego sprawozdania finansowego za bieżący okres sprawozdawczy. Obejmują one najbardziej znaczące ocenione rodzaje ryzyka istotnego zniekształcenia, w tym ocenione rodzaje ryzyka istotnego zniekształcenia spowodowanego oszustwem. Do spraw tych odnieśliśmy się – pisze biegły rewident - w kontekście naszego badania rocznego sprawozdania finansowego jako całości oraz uwzględniliśmy je przy formułowaniu naszej opinii o tym sprawozdaniu. Poniżej podsumowaliśmy również naszą reakcję na te rodzaje ryzyka, a w przypadkach, w których uznaliśmy za stosowne, przedstawiliśmy najważniejsze spostrzeżenia związane z tymi rodzajami ryzyka. Nie wyrażamy osobnej opinii na temat tych spraw..

WYCENA PAKIETÓW WIERZYTELNOŚCI

Opis

Spółka wycenia pakiety wierzytelności w zamortyzowanym koszcie z zastosowaniem efektywnej stopy procentowej skorygowanej o ryzyko kredytowe. Z uwagi na specyfikę i charakter nabytych pakietów wierzytelności, zawierających wierzytelności przeterminowane i niejednokrotnie podlegające wcześniejszym procesom windykacyjnym, prognozy dotyczące związanych z nimi przepływów pieniężnych zawierają istotny element osądu i znaczącego szacunku oraz są obarczone znacznym stopniem niepewności. Z tego względu, a także mając na uwadze udział tych inwestycji w aktywach ogółem, obszar ten uznaliśmy za kluczową sprawę badania.

Reakcja biegłego rewidenta

W ramach przeprowadzonego badania udokumentowaliśmy nasze podejście do wyceny pakietów wierzytelności zgodnie z Międzynarodowym Standardem Sprawozdawczości Finansowej nr 9.

Procedury audytowe przeprowadzone w tym obszarze obejmowały między innymi:

- analizę zasad rachunkowości pod kątem wyceny pakietów wierzytelności,
- analizę zmian w obszarze nabytych wierzytelności wynikających z transakcji przeprowadzonych w ciągu roku. Nasza analiza dotyczyła także charakteru ekonomicznego tych transakcji,

- zapoznanie się z procesem nabywania wierzytelności, obrotu wierzytelnościami oraz szacowania prognozowanych odzysków z wierzytelności,
- sprawdzenie racjonalności prognoz poprzez porównanie rzeczywistych wpłat do prognozowanych wpływów oraz uzgodnienie samych wpłat do obrotów odnotowanych na rachunkach bankowych,
- sprawdzenie na próbie konieczności przeszacowania wyceny pakietów wierzytelności, których rzeczywiste realizacje w znaczący sposób różniły się od wcześniej zakładanych wpływów,
- sprawdzenie na próbie prawidłowości wykazywania spłat z pakietów wierzytelności,
- sprawdzenie na próbie kontroli funkcjonujących na poziomie nabywania pakietów wierzytelności,
- sprawdzenie na próbie szacowanych prognozowanych odzysków-będących podstawą wyceny pakietów,
- rekalkulację wartości wyceny pakietów na dzień bilansowy na podstawie danej stopy IRR oraz prognozowanych odzysków.

Aktualnie dwie spółki windykacyjne nie współpracują ze sobą.

5.5 ROBYG przejęty za 2,5 mld zł przez TAG Immobilien

ROBYG – deweloper mieszkaniowy w Warszawie – od ponad 20 lat działa na rynku pierwotnym. Inwestuje w 4 dużych miastach Polski: Warszawie, Gdańsku, Wrocławiu i Poznaniu. Inwestycje deweloperskie ROBYG cieszą się dużym powodzeniem ze względu na wysoki standard mieszkań, kompleksową obsługę klienta – pomoc w procesie kredytowania i możliwość wykończenia mieszkania pod klucz – oraz rzetelnych i solidnych wykonawców. Inwestorem strategicznym jest Goldman Sachs, jeden z największych banków inwestycyjnych na świecie.

Oferta ROBYG skupia się na mieszkaniach w stanie deweloperskim od niewielkich kawalerek dla singli, przez mieszkania 2-pokojowe dla par, po większe metraże powyżej 60 m dla rodzin. Większość oferowanych mieszkań posiada balkon lub loggie. Do mieszkań na parterze przynależą zielone ogródki oraz tarasy. Dla wygody mieszkańców przewidziane są miejsca w halach garażowych i miejsca postojowe na zewnątrz budynków. ROBYG na wybudowanych osiedlach sprzedał 26000 mieszkań. W okresie 2010-2018 był notowany na GPW w Warszawie. ROBYG od lat jest pionierem wprowadzającym nowe standardy na rynku deweloperskim. Jako pierwszy oferował w standardzie, bez dodatkowych opłat,

system SMART HOUSE – dom inteligentny. Takie rozwiązanie pozwala obniżyć koszty eksploatacji mieszkania nawet o 30%. W celu obniżenia kosztów wynikających z użytkowania części wspólnych ROBYG montuje panele fotowoltaiczne i energooszczędne oświetlenie LED.

Dzięki największej na polskim rynku deweloperskim transakcji przejęcia, TAG Immobilien wzmocni pozycję w segmencie PRS, czyli instytucjonalnego najmu mieszkań. Niemiecka spółka, która wcześniej kupiła wrocławskie Vantage, do 2028 r. chce mieć w Polsce portfel na ponad 20 tys. mieszkań. Na koniec września 2021 jej niemiecki zasób liczył prawie 88 tys. lokali.

ROBYG w ciągu trzech kwartałów 2021 sprzedał 3,5 tys. mieszkań, zajmując pierwsze miejsce na rynku. TAG zapowiedział, że około 12 tys. lokali z projektów dewelopera w fazie przygotowania i planowania zasili jego platformę najmu, a 11 tys. trafi na rynek sprzedaży. ROBYG został wyceniony na 3,15 mld zł, ale przed transakcją wypłacił sprzedającemu, Goldman Sachs, około 700 mln zł dywidendy. TAG na zakup akcji wyłożył 2,45 – 2,55 mld zł. Na początku 2018 r. Goldman ściągnął ROBYGa z warszawskiego parkietu kosztem ponad 1 mld zł (Rogulski 2021) – Chęć przejęcia ROBYGa przez TAG i deklaracja wyprowadzenia 12 tys. mieszkań na rynek najmu jest kolejnym bardzo ważnym sygnałem potwierdzającym atrakcyjność polskiego sektora PRS – mówi prezes Fundacji Rynku Najmu oraz partner w think tanku ThinkCo. Podkreśla, że rynek przechodzi dzisiaj przyspieszoną lekcję instytucjonalizacji i tworzenia standardów, które są normą u naszych zachodnich sąsiadów. – Jednocześnie niesie to ze sobą wielką szansę profesjonalizacji rynku najmu, który od lat charakteryzował się niską jakością mieszkań i obsługi- przekonuje. – To dzięki dużym podmiotom udaje się zwiększyć stabilność najmu, czas obowiązywania umów, tempo naprawy usterek czy wdrażać technologie usprawniające najem. Postępujący rozwój sektora PRS w Polsce nie powinien być widziany jako zagrożenie, ale wielka szansa polskiego rynku najmu.

Sprawozdanie niezależnego biegłego rewidenta z badania rocznego sprawozdania finansowego za 2021 rok sporządziła firma audytorska PwC PricewaterhouseCoopers Polska sp. z o.o. sp. k. Kluczowe sprawy badania obejmowały najbardziej znaczące ocenione rodzaje ryzyka istotnego zniekształcenia, w tym ocenione rodzaje ryzyka istotnego zniekształcenia spowodowanego oszustwem. Do spraw tych odnieśliśmy się w kontekście naszego badania sprawozdania finansowego jako całości oraz przy formułowaniu naszej opinii. Nie wyrażamy osobnej opinii na temat tych spraw.

5.6 Zakłady Magnetyzowe Inwest S.A. versus Zakłady Magnetyzowe „Ropczyce” S.A.

Zakłady Magnetyzowe „Ropczyce” (ZMR) tworzą Grupę Kapitałową, w skład której wchodzi: Zakłady Magnezytowe Ropczyce S.A. (spółka dominująca), ZM Service Sp. z o.o. (spółka zależna), Haicheng Ropczyce Refractory Materials Co. Ltd. (spółka zależna) oraz ZM Nieruchomości Sp z o.o. (spółka zależna).

Przedmiot działalności ZMR obejmuje projektowanie, produkcję i sprzedaż zasadowych i niezasadowych wyrobów ogniotrwałych, które są niezbędnym elementem konstrukcji wyłożeń pieców i urządzeń cieplnych pracujących w wysokich temperaturach, głównie w hutnictwie żelaza i stali, hutnictwie metali nieżelaznych i szkła, przemyśle cementowo- wapienniczym, odlewniczym, koksowniczym oraz w innych branżach, gdzie występują procesy wysokotemperaturowe. Wyłożenia ceramiczne w procesie eksploatacji ulegają zużyciu, co powoduje konieczność ich cyklicznej regeneracji lub wymiany. ZMR świadczy także usługi w zakresie nawęglania i ulepszania cieplnego wyrobów oraz prowadzi prace badawczo- rozwojowe w dziedzinie związanej z przedmiotem jej działalności.

Spółki zależne to:

- ZM Service Sp z.o.o

Przedmiotem działalności spółki zależnej ZM Service Sp z o.o jest produkcja maszyn do aplikacji wyrobów ogniotrwałych przez ich użytkowników (torkretnice i tynkownice), a także produkcja maszyn i urządzeń mechanicznych, linii technologicznych oraz części eksploatacyjnych maszyn i urządzeń na potrzeby przemysłu wyrobów ogniotrwałych, hutnictwa i cementowni. Spółka świadczy ponadto usługi w ramach Centrum Serwisowego w zakresie bieżącego utrzymania ruchu w zakładach produkcyjnych Emitenta (a także usługi o podobnym charakterze na rzecz innych podmiotów zewnętrznych) oraz obsługuje oprzyrządowanie niezbędne do utrzymania dyspozycyjności linii produkcyjnych Emitenta.

- Haicheng Ropczyce Refractory Materials Co. Ltd.

Przedmiotem działalności spółki zależnej Haicheng Ropczyce Refractory Materials Co. Ltd. (spółka nadal nie prowadzi działalności i nie jest objęta konsolidacją) jest wsparcie aktywności Grupy Kapitałowej ZMR na rynku chińskim w zakresie kontraktacji wyrobów ogniotrwałych przeznaczonych na eksport, produkowanych pod nadzorem i wg technologii ZMR, zaopatrzenie ZMR w surowce do produkcji wyrobów ogniotrwałych oraz funkcji operatora w zakresie kontaktów z chińskimi partnerami handlowymi oraz administracją handlową w Chinach.

ZM Nieruchomości Sp. z o.o.

Przedmiotem działalności ZM Nieruchomości Sp. z o.o. jest realizacja procesu restrukturyzacji aktywów (nieruchomości) nie związanych bezpośrednio z działalnością produkcyjną w zakresie ceramiki ogniotrwałej.

Biorąc pod uwagę technologię wytwarzania i skład chemiczny oraz przeznaczenie wyrobów produkowanych przez Grupę Kapitałową ZMR oraz jej działalność usługową, można wyróżnić następujące podstawowe grupy produktowe:

- wyroby formowane wypalane
- wyroby formowane niewypalane
- wyroby nieformowane
- wyroby złożone (obejmujące wysoko zaawansowaną technologicznie ceramikę aplikowaną w newralgicznych obszarach pieców i urządzeń cieplnych)
- pozostałe (w tym usługi przemysłowe)

Proces pozyskania i utrzymania klienta coraz częściej związany jest z szerszym zakresem działalności Grupy ZMR, która realizuje procesy doboru, produkcji, dystrybucji oraz aplikacji ceramicznych materiałów ogniotrwałych w ramach zarówno bieżących projektów remontowych pieców i urządzeń cieplnych, jak i jednorazowych projektów inwestycyjnych. Usługi dodatkowe mają coraz częściej charakter kompleksowy i obejmują uzgodnienia z klientem, prace konstrukcyjne, projektowe, wykonawstwo, montaż, rozruch eksploatacyjny i późniejszy serwis.

Po instalacji urządzeń u klienta prowadzony jest ich serwis, a także przeprowadzone są testy i badania, służące udoskonalaniu oferty i dostosowaniu jej do wymagań odbiorcy. Działania te prowadzone są we współpracy z renomowanymi podmiotami inżynieryjnymi, których profil działalności obejmuje kompleksowe usługi doradcze, projektowe, instalacyjne, logistyczne i serwisowe dotyczące procesu inwestycyjnego związanego z ceramiką ogniotrwałą. Zgodnie z zatwierdzonymi jeszcze w I połowie 2017 roku strategicznymi kierunkami rozwoju, z sukcesem realizowana jest wielowymiarowa dywersyfikacja działalności m.in. w obszarze szeroko rozumianego inżynieringu. Dynamiczny rozwój działalności inżynierskiej jest realizowany przy wykorzystaniu własnych zasobów oraz przy współpracy z wieloma krajowymi i zagranicznymi partnerami biznesowymi, a także z renomowanymi firmami światowymi. Kontynuowana jest współpraca z ZM Invest S.A na zasadach konkurencyjności ofert. Zdywersyfikowane grono parterów biznesowych w zakresie obsługi inżynierskiej związanej z branżą wyrobów

ogniotrwałych zapewnia ZMR dużą swobodę i elastyczność oraz umożliwia pełne dostosowanie oferty do wymagań poszczególnych klientów, zarówno w układzie geograficznym jak i branżowym.

Grupa Kapitałowa ZMR intensywnie rozwija realizację kompleksowych projektów inwestycyjnych. Wzrost zainteresowania tym kierunkiem działalności wynika z faktu, iż tego typu projekty pozwalają nie tylko na dostawy pilotażowe, ale w większości przypadków gwarantują kontynuację współpracy na danym kierunku w postaci realizacji dostaw kontynuowanych. Ponadto w ramach tego typu projektów istotną rolę odgrywają prace inżynierskie – obszar działalności mocno rozwijany przez Grupę Kapitałową ze względu na zmiany rynkowe i oczekiwania klientów. W strukturze sprzedaży coraz większą rolę odgrywają kompleksowe projekty inwestycyjno – remontowe, realizowane we wszystkich segmentach rynku. Na rynku wyrobów ogniotrwałych od lat zauważa się tendencję do traktowania budowy i remontów urządzeń cieplnych przez użytkowników jako kompleksowych projektów inwestycyjnych, gdzie zakres dostaw obejmuje doradztwo techniczne, projektowanie, dostawy wyrobów, instalację, serwis eksploatacyjny i poeksploatacyjny z jednoczesnym przejęciem odpowiedzialności dostawcy wyrobów za całość inwestycji. Posiadanie oferty obejmującej wszystkie fazy cyklu inwestycyjnego u użytkowników wyrobów ogniotrwałych jest konieczne dla zachowania konkurencyjnej pozycji na rynku i dla dalszego rozwoju. ZMR oferuje na rynku swój portfel produktowy poszerzony o kompleksowe usługi związane z ceramiką ogniotrwałą przy współpracy z renomowanymi podmiotami inżynierskimi, dedykowanymi dla poszczególnych branż na całym świecie.

Grupa Kapitałowa ZMR posiada szerokie portfolio produktów spełniających standardy światowe (około 500 pozycji katalogowych (gatunkowych) w blisko 10.000 formatów) i rozbudowany park maszynowy (m.in. duża ilość pras i form wyrobów oraz własna linia do topienia surowców) pozwalający na optymalizację procesu produkcyjnego oraz szybką i elastyczną realizację zamówień. Grupa w sposób efektywny zabezpiecza dostęp do kluczowych surowców (wieloletnie umowy z dostawcami, magazyn, skład konsygnacyjny-celny), co pozwala na elastyczne reagowanie na potrzeby odbiorców.

Kompleksowy zakres usług przedstawia rys 5.2.

Rys. 5.2. Kompleksowy zakres usług Grupy Kapitałowej ZMR



Wskaźniki z przeprowadzonej analizy możliwości kontynuowania działalności ustalone na podstawie funkcji O. Jacobsa Zm za lata 2018-2020 oceniają ZMR jako przedsiębiorstwo bardzo dobre. Również rekapitulacja analizy możliwości kontynuowania działalności wskazuje, że w wyniku przeprowadzenia testowania 12 modeli zagrożenia upadłością ustalono w 3 modelach, co przedstawiono w tabeli 5.12.

Tabela 5.12. Rekapitulacja przeprowadzonej analizy możliwości kontynuowania działalności według modeli Z-scoringowych Zakładów Magnezytowych w Robczycach

Rekapitulacja przeprowadzonej analizy możliwości kontynuowania działalności wg przedstawionych powyżej modeli Z-scoringowych ZM Robczyce			
Nazwa modelu	wynik przeprowadzonego testu za rok 2020	zastosowany wzorec modelu	
Ogólna konstrukcja modelu		Zi INE PAN =w0 + w1 *x1+w2*x2+...wn*xn	
szczegółowe Zi=1	brak zagrożenia	Zi=1 INE PAN=5,577*Wsk.1+1,427*Wsk.2+0,154*Wsk.3+ 0,310* Wsk.4+ 1,937*Wsk.5+ 1,598*Wsk.6+ 3,203*Wsk.7+ 0,436*Wsk.8+ 0,192*Wsk.9+ 0,140*Wk.10+0,386*Wsk.11+ Log10Aktywów-9,832	
1			
szczegółowe Zi=2	brak zagrożenia	Zi=2 INE PAN=5,837*Wsk.1+ 2,231*Wsk.2+ 0,222*Wsk.3+ 0,496*Wsk.4+ 0,945*Wsk.5 + 2,028* Wsk.6+ 3,472*Wsk.7+ 0,495*Wsk.8+ 0,166*Wsk.9+ 0,195*Wk.10+0,030*Wsk.11-0,392	
2			
szczegółowe Zi=3	brak zagrożenia	Zi=3 INE PAN=5,896*Wsk.1+2,831*Wsk.2+0,539*Wsk.5+2,538*Wsk.6+ 3,655* Wsk.7+ 0,467*Wsk.8+ 0,179*Wsk.9+ 0,226*Wk.10+0,168*Wsk.11-0,678	
3			
szczegółowe Zi=4	brak zagrożenia	Zi=4 INE PAN=6,028*Wsk.1+ 6,546*Wsk.2+ 1,546*Wsk.5+ 1,463*Wsk.6+ 3,585*Wsk.7+ 0,363*Wsk.9+0,172*Wk.10+0,114*Wsk.11-0,593	
4			
szczegółowe Zi=5	brak zagrożenia	Zi=5 INE PAN =9,004*Wsk.2+1,177*Wsk.5+ 1,889*Wsk.6+3,134*Wsk.7+ 0,500*Wsk.9+0,160*Wk.10+0,749*Wsk.11-1,962	
5			
szczegółowe Zi=6	brak zagrożenia	Zi=6 INE PAN =9,478* Wsk.2+3,613*Wsk.5+ 3,246*Wsk.7+0,455*Wsk.9+ 0,802*Wsk.11-2,478	
6			
szczegółowe Zi=7	brak zagrożenia	Zi=7 INE PAN = 9,498*Wsk.2+3,566*Wsk.5+ 2,903*W sk.7+0,452*Wsk.9-1,498	
7			
Model B. Prusaka	zagrożony upadłością	ZBP2=1,4383*x1+0,1878*x2+5,0229*x3-1,8713	
8			
Model B. Prusaka	uwaga strefa pośrednia	ZBP1=6,5245*x1+0,1480*x2+0,4061*x3+2,1754*x4-1,5685	
9			
Model 'poznajski'	brak zagrożenia	ZHCP =3,562*x1+1,588*x2+4,288*x3+6,719*xn-2,368	
10			
Model A. Holdy	brak zagrożenia	ZHI=0,605+6,81*10-1 PWP-1,96x*10-2 SZ+9,69*10-3ZM -6,72*10-4WOZO+1,57*10-1 RM	
11			
Model J. Gajdki i D. Stosa (I)	zagrożony upadłością	Z=-0,20098985*x1+0,0013027*x2+0,7609754*x3+0,9659628*x4-0,341096*x5	
12			
Podsumowanie wyników	Wynik testu Strefa pośrednia = Zagrożenie upadłością	W wyniku przeprowadzenia testowania 12 modeli zagrożenia upadłością ustalono w 3 modelach.	

Spółka Zakłady Magnezytowe Invest została założona 20 grudnia 2002 r. Siedziba Spółki znajduje się w Ropczycach przy ul. Przemysłowej 7, w bezpośrednim sąsiedztwie Zakładów Magnezytowych Ropczyce S.A. Oferuje ona swoim klientom kompleksowe usługi doradcze, projektowe, instalacyjne i serwisowe dotyczące procesu inwestycyjnego związanego z ceramiką ogniotrwałą, dostosowane do indywidualnych oczekiwań klientów, przy zachowaniu wysokiego poziomu jakości tych usług oraz ich kompleksowości.

Spółka ma na swoim koncie znaczące sukcesy związane z kompleksową obsługą ceramiczną przy wykorzystaniu wysokiej jakości materiałów ogniotrwałych, polegające na zwiększeniu eksploatacyjnej wytrzymałości urządzeń cieplnych. Prace zarówno usługowe jak i serwisowe, dopasowywane są do potrzeb i wymagań klienta i realizowane są siłami w wyspecjalizowanych oddziałach zamiejscowych działających w bezpośrednim sąsiedztwie odbiorców ich usług. Invest S.A współpracuje z liderem w produkcji zasadowych materiałów ogniotrwałych na rynku polskim- Zakładami Magnezytowymi „Ropczyce” S.A. oraz z innymi krajowymi i zagranicznymi producentami materiałów ogniotrwałych.

W ciągu 15 lat zbudowano markę jednego z najbardziej znanych przedsiębiorstw na Podkarpaciu, zatrudniającego ponad 200 osób oraz realizującego kontrakty na całym świecie. Firma świadczy swoje usługi u kontrahentów m.in. z takich krajów jak Finlandia, Niemcy, Francja, Austria, Portugalia czy Ukraina, a także uważnie poszukuje dla siebie nowych rynków w dynamicznie rozwijających się Indiach i Rosji- podkreśla spółka.

ZM Ropczyce oraz ZM Invest to jedne z najważniejszych firm na Podkarpaciu. Pierwsza – jeden z największych w Europie producentów ceramicznych materiałów ogniotrwałych. Druga skupia się na pracach projektowych, instalacyjnych i serwisowych w tym zakresie. Mają siedziby na znajdujących się blisko działkach. Pierwsza ze spółek od 1997 roku jest notowana na warszawskiej giełdzie. Druga przed laty została założona przez byłych pracowników ZM Ropczyce. Przez 15 lat obie firmy bardzo ściśle współpracowały. ZM Invest był głównym odbiorcą produktów Zakładów Magnezytowych Ropczyce, a ZM Ropczyce były jednym z najważniejszych dostawców dla ZM Invest.

W 2016 roku pomiędzy ZM Invest S.A. a Zakładami Magnezytowymi „Ropczyce” S.A. powstał konflikt. Wszystko zaczęło się od tego, że władze ZM Ropczyce (ZMR) odebrały prawo decydowania o spółce swojemu największemu akcjonariuszowi, choć nie miały do tego prawa, na co wskazywała m.in. Komisja Nadzoru Finansowego. ZM Invest S.A. posiada 351 333 akcji stanowiących 32,56% kapitału zakładowego ZM „Ropczyce”.

Później spirala konfliktu szybko się nakręciła, aż doszło do sytuacji, w której pojawiły się niejasne transakcje na papierach spółek, blokowanie kont itd. Doszło nawet do sytuacji, że Leon Marciniak (prezes ZM Invest) wraz z innymi pracownikami nie opuszczali siedziby spółki przy ul. Przemysłowej w Ropczycach. Bali się, że gdy tylko ją opuszczą, to do niej nie wrócą. Po kilkumiesięcznych negocjacjach strony doszły jednak do ugody i zawarły porozumienie. W jego ramach zobowiązały się do wzajemnej sprzedaży posiadanych akcji. W konsekwencji ZM Invest i ZM Ropczyce sprzedali posiadane przez siebie akcje. Tym samym zupełnie zrywają powiązania właścicielskie, choć biznesowo mają dalej ściśle współpracować. Zrzekły się też wzajemnych roszczeń, kończąc wielomiesięczny konflikt. W ramach ugody firmy zobowiązały się m.in. do wypełnienia i kontynuacji łączących ich umów współpracy oraz do nieprowadzenia działalności konkurencyjnej poprzez nieskładanie ofert współpracy kluczowym klientom przez okres 5 lat od podpisania porozumienia.

Dodatkowo, strony zobowiązały się zrzec wzajemnych roszczeń oraz wygaszczyć wszystkie toczące się postępowania. U prokuratorów toczyło się łącznie kilkanaście różnych spraw. W trakcie wielomiesięcznego konfliktu do organów państwa obie strony złożyły blisko 20 skarg, wniosków i pozwów.

Charakterystyka i zakres transakcji mających istotne znaczenie dla Z.M „Ropczyce” S.A i jej Transakcje z ZM Invest S.A.:

✓ W dniu 12 grudnia 2017 roku ZMR oraz spółka ZM Invest S.A zawarły porozumienie („Porozumienie”), którego celem było zakończenie trwającego między nimi sporu korporacyjnego oraz doprowadzenie do stanu, w którym ZM Invest S.A. oraz akcjonariusze tej spółki nie będą akcjonariuszami ZMR, a on oraz jego akcjonariusze nie będą akcjonariuszami ZM Invest S.A.

✓ Strony zobowiązały się do realizacji tego celu w dwóch etapach:

1) w ramach pierwszego etapu (Etap I) Strony zobowiązały się do dokonania czynności które miały na celu:

a) zbycie przez ZMR na rzecz ZM Invest S.A 2.139 akcji posiadanych przez ZMR w ZM Invest S.A., stanowiących 48,11 % kapitału zakładowego ZM Invest S.A za cenę (wynagrodzenie) 17.037,44 zł za jedną akcję, tj. łącznie za kwotę 36.443.084,16 zł,

b) zbycie przez ZM Invest S.A. na rzecz ZMR 2.283.528 akcji ZMR, stanowiących 32,56% kapitału zakładowego za cenę (wynagrodzenie) 22,75 zł za jedną akcję tj. łącznie na kwotę 51.950.262,00 zł

2) w ramach drugiego etapu (Etap II) ZMR albo wskazany przez niego podmiot trzeci zobowiązany był nabyć od ZM Invest S.A 351.333 akcji ZMR stanowiących – na dzień zawierania Porozumienia – 5,01% kapitału zakładowego ZMR za cenę (wynagrodzenie) 22,75 zł za jedną akcję, tj. łącznie za kwotę 7.992.825,75 zł. Warunkiem nabycia przez Spółkę lub podmiot przez nią wskazany ww. 351.333 akcji Spółki od ZM Invest S.A było zwolnienie przez ZM Invest S.A zabezpieczenia na akcjach będących przedmiotem sprzedaży i uzyskanie prawomocnego postanowienia w przedmiocie wykreślenia zastawów rejestrowanych obciążających te akcje. Zakończenie Etapu II realizacji Porozumienia miało nastąpić, w przypadku spełnienia się warunków zastrzeżonych w Porozumieniu, do dnia 30 czerwca 2018r.

✓ Jednocześnie Strony zobowiązały się w Porozumieniu, że m.in. w dacie zakończenia Etapu I Strony podejmą wszelkie czynności faktyczne i prawne, jakie okażą się konieczne do zakończenia wszystkich toczących się między stronami postępowań procesowych i nieprocesowych, tak aby zakończyły się one ugodami polegającymi na cofnięciu pozwów wraz ze zrzeczeniem się roszczeń i nie obciążaniem wzajemnie kosztami tych postępowań, umorzeniem postępowań nieprocesowych i rejestrowych w związku z cofnięciem skarg oraz uchyleniem uzyskanych przez strony zabezpieczeń roszczeń (zgodne wnioski o uchylenie zabezpieczeń).

✓ Zgodnie z Porozumieniem ZMR oraz ZM Invest S.A zobowiązały się wzajemnie, pod rygorem zapłaty kary umownej za każde naruszenie, do zaniechania jakichkolwiek działań faktycznych i prawnych skierowanych przeciwko sobie lub organom spółek lub członkom organów.

✓ ZMR oraz ZM Invest S.A zobowiązały się również w porozumieniu nie nabywać wzajemnie ani pośrednio, ani bezpośrednio swoich akcji, pod rygorem kary umownej w kwocie 10.000.000,00 zł za każde naruszenie.

✓ W celu realizacji etapu I Porozumienia, dnia 12 grudnia 2017r. Strony zawarły Przedwstępna Warunkową Umowę Nabycia Akcji ZM Invest S.A celem umorzenia („Przedwstępna Umowa Nabycia Akcji ZMI”) oraz Przedwstępną Warunkową Umowę Nabycia Akcji ZMR celem umorzenia („Przedwstępna Umowa Nabycia Akcji ZMR”). Na podstawie Przedwstępnej Umowy Nabycia Akcji ZMI Spółka ZMR zobowiązała się zbyć, a ZM Invest S.A zobowiązała się nabyć od Spółki celem umorzenia 2.139 akcji imiennych ZM Invest S.A serii A, o wartości nominalnej 500,00 zł każda, o łącznej wartości nominalnej 1.069.500 zł, stanowiących 48,11 % kapitału zakładowego ZM Invest S.A., za

wynagrodzeniem w wysokości 17.037,44 zł za jedną akcję, tj. łącznie 36.443.084,16 zł za wszystkie nabywane akcje. Na podstawie Przedwstępnej Umowy Nabycia Akcji ZMR Invest S.A. zobowiązała się zbyć, a Spółka ZMR obowiązała się nabyć od ZM Invest S.A. celem umorzenia 2.283.528 akcji Spółki na okaziciela o wartości nominalnej 2,50 zł każda, stanowiących 32,56% kapitału zakładowego Spółki, za wynagrodzeniem w wysokości 22,75 zł za jedną akcję, tj. łącznie 51.950.262,00 zł za wszystkie nabywane akcje.

✓ W dniu 3 stycznia 2018 r., po spełnieniu warunków określonych w Porozumieniu oraz w ww. Przedwstępnych Umowach Nabycia Akcji, Spółka ZMR zawarła z ZM Invest S.A. Umowę Zbycia akcji ZM Invest S.A. celem umorzenia („Umowa Zbycia Akcji ZMI”) oraz Umowę Nabycia akcji Spółki celem umorzenia („Umowa Nabycia Akcji ZMR”).

✓ W dniu 4 stycznia 2018 roku nastąpiło rozliczenie zawartych transakcji, tj. zbycia przez Spółkę ZMR akcji ZM Invest S.A. wraz z przekazaniem odcinka zbiorowego akcji ZM Invest S.A. oraz nabycia przez Spółkę akcji ZMR z ich przeniesieniem na rachunek inwestycyjny ZMR. W ramach rozliczenia transakcji strony dokonały w trybie art. 498 i nast. Kodeksu Cywilnego wzajemnego potrącenia należności do wysokości kwoty 36.443.084,16 zł i w tej wysokości uznały wierzytelności wzajemnie za umorzone. Pozostała do zapłaty różnica w kwocie 15.507.177,84 zł po pomniejszeniu o zapłaconą przez Spółkę ZMR na rzecz ZM Invest S.A. w dniu 12 grudnia 2017 r. zaliczkę w kwocie 5.000.000,00 zł. tj. kwota 10.507.177,84 zł została zapłacona przez Spółkę w dniu 4 stycznia 2018 r.

✓ Dnia 20 czerwca 2018 r. Zwyczajne Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy podjęło m.in. uchwałę nr 9, w której upoważniło Zarząd Spółki ZMR do nabycia od ZM Invest S.A. w celu umorzenia 180.439 akcji własnych po cenie 22,75 zł za jedną akcję. Upoważnienie zostało udzielone do dnia 6 lipca 2018 r.

✓ Dnia 29 czerwca 2018 r., po spełnieniu warunków określonych w Porozumieniu, Spółka ZMR zawarła z ZM Invest S.A. umowę nabycia akcji Spółki celem umorzenia („Umowa Nabycia Akcji ZMR”), na podstawie której Spółka nabyła od ZM Invest S.A. 351.333 akcji własnych, stanowiących 5,61% kapitału zakładowego ZMR, za wynagrodzeniem w wysokości 22,75 zł za jedną akcję, tj. łącznie 7.992.825,75 zł za wszystkie nabywane akcje.

✓ Wykonanie ww. Umowy Nabycia Akcji ZMR oznacza, że Porozumienie zostało w całości wykonane, a ZM Invest S.A. utracił z dniem 29 czerwca 2018 r. status akcjonariusza ZMR.

Z satysfakcją przyjmuję zakończenie negocjacji z Zakładami Magnezytowymi Ropczyce. Od początku kierowaliśmy się chęcią prowadzenia dialogu i osiągnięcia kompromisu na jego podstawie. Po wielu miesiącach intensywnych rozmów obydwie strony doszły do zgody i mogą skupić się na dalszym rozwoju – komentuje dla money.pl, prezes ZM Invest. Zarząd Magnezytowych Zakładu „Ropczyce” przeniesiony został do Warszawy.

Sprawozdanie niezależnego biegłego rewidenta z badania rocznego skonsolidowanego sprawozdania finansowego za 2021 sporządziła firma audytorska Grant Thornton. Opinia ta wymienia kluczowe sprawy badania.

Obejmują one najbardziej znaczące ocenione rodzaje ryzyka istotnego zniekształcenia, w tym ocenione rodzaje ryzyka istotnego zniekształcenia spowodowanego oszustwem. Do spraw tych odnieśliśmy się - pisze audytor - w kontekście naszego badania rocznego skonsolidowanego sprawozdania finansowego jako całości oraz uwzględniliśmy je przy formułowaniu naszej opinii o tym sprawozdaniu. Poniżej podsumowaliśmy również naszą reakcję na te rodzaje ryzyka, a w przypadkach, w których uznaliśmy za stosowne, przedstawiliśmy najważniejsze spostrzeżenia związane z tymi rodzajami ryzyka.

PRZYCHODY ZE SPRZEDAŻY

Opis

Spółka Dominująca prowadzi sprzedaż na rynkach zagranicznych, Łączna wartość przychodów ze sprzedaży zagranicznej stanowi ponad 56% ogółu przychodów ze sprzedaży Grupy. W odniesieniu do takiej sprzedaży mogą występować specyficzne warunki dostawy i związany z tym różny moment uzyskania przez kontrahent kontroli nad przedmiotem transakcji. Powoduje to ryzyko niewłaściwego rozpoznania przychodów w odpowiednim okresie sprawozdawczym.

Ujawnienia związane z przychodami ze sprzedaży przedstawiono w notach nr 1-2 do skonsolidowanego sprawozdania finansowego.

Reakcja biegłego rewidenta

W ramach przeprowadzonego badania udokumentowaliśmy nasze zrozumienie procesu rozpoznawania przychodów.

Procedury audytowe przeprowadzone w tym obszarze obejmowały między innymi:

- przegląd polityki rachunkowości w części dotyczącej rozpoznawania przychodów i związanych z nimi szacunków,

- analizę transakcji na przełomie okresów sprawozdawczych,
- niezależne potwierdzenia sald,
- procedury analityczne polegające w szczególności na analizie miesięcznych danych oraz trendów w podziale na poszczególne źródła przychodów.

ZAPASY

Opis

Spółka Dominująca w skonsolidowanym sprawozdaniu finansowym sporządzonym na dzień 31 grudnia 2021 roku prezentuje zapasy, których wartość wynosi 124 096 tysięcy złotych, co stanowi 24% sumy bilansowej. Ryzykiem w tym obszarze jest utrata wartości zapasów spowodowana okresem ich zalegania oraz wycena zapasu powyżej ceny sprzedaży netto możliwej do uzyskania.

Ujawnienia związane z zapasami przedstawiono w nocie 17 do skonsolidowanego sprawozdania finansowego.

Reakcja biegłego rewidenta

W ramach przeprowadzonego badania przeprowadziliśmy następujące procedury:

- analiza polityki rachunkowości pod kątem tworzenia odpisów aktualizujących zapasy,
- analiza struktury wiekowej zapasów oraz kompletności odpisów aktualizujących wartość zapasów,
- analiza sprzedaży po dniu bilansowym pod kątem porównania ceny sprzedaży do ceny zakupu i kosztu wytworzenia,
- obserwacja inwentaryzacji zapasów — weryfikacja prawidłowości przeprowadzanej inwentaryzacji.

Tabela 5.13. Rekapitulacja przeprowadzonej analizy możliwości kontynuowania działalności według modeli Z-scoringowych Zakładów Magnezytowych „Inwest”

Rekapitulacja przeprowadzonej analizy możliwości kontynuowania działalności wg przedstawionych powyżej modeli Z-scoringowych ZM Invest			
Nazwa modelu	wynik przeprowadzonego testu za rok 2020	zastosowany wzorek modelu	
Ogólna konstrukcja modelu		$Z_i = \text{INE PAN} = w_0 + w_1 \cdot x_1 + w_2 \cdot x_2 + \dots + w_n \cdot x_n$	
szczegółowe	$Z_i=1$	$Z_i = 1 \text{ INE PAN} = 5,577 \cdot \text{Wsk.1} + 1,427 \cdot \text{Wsk.2} + 0,154 \cdot \text{Wsk.3} + 0,310 \cdot \text{Wsk.4} + 1,937 \cdot \text{Wsk.5} + 1,598 \cdot \text{Wsk.6} + 3,203 \cdot \text{Wsk.7} + 0,436 \cdot \text{Wsk.8} + 0,192 \cdot \text{Wsk.9} + 0,140 \cdot \text{Wsk.10} + 0,386 \cdot \text{Wsk.11} + \text{Log10 Aktywów} - 9,832$	
szczegółowe	$Z_i=2$	$Z_i = 2 \text{ INE PAN} = 5,837 \cdot \text{Wsk.1} + 2,231 \cdot \text{Wsk.2} + 0,222 \cdot \text{Wsk.3} + 0,496 \cdot \text{Wsk.4} + 0,945 \cdot \text{Wsk.5} + 2,028 \cdot \text{Wsk.6} + 3,472 \cdot \text{Wsk.7} + 0,495 \cdot \text{Wsk.8} + 0,166 \cdot \text{Wsk.9} + 0,195 \cdot \text{Wsk.10} + 0,030 \cdot \text{Wsk.11} - 0,392$	
szczegółowe	$Z_i=3$	$Z_i = 3 \text{ INE PAN} = 5,896 \cdot \text{Wsk.1} + 2,831 \cdot \text{Wsk.2} + 0,539 \cdot \text{Wsk.5} + 2,538 \cdot \text{Wsk.6} + 3,655 \cdot \text{Wsk.7} + 0,467 \cdot \text{Wsk.8} + 0,179 \cdot \text{Wsk.9} + 0,226 \cdot \text{Wsk.10} + 0,168 \cdot \text{Wsk.11} - 0,678$	
szczegółowe	$Z_i=4$	$Z_i = 4 \text{ INE PAN} = 6,028 \cdot \text{Wsk.1} + 6,546 \cdot \text{Wsk.2} + 1,546 \cdot \text{Wsk.5} + 1,463 \cdot \text{Wsk.6} + 3,585 \cdot \text{Wsk.7} + 0,363 \cdot \text{Wsk.9} + 0,172 \cdot \text{Wsk.10} + 0,114 \cdot \text{Wsk.11} - 0,593$	
szczegółowe	$Z_i=5$	$Z_i = 5 \text{ INE PAN} = 9,004 \cdot \text{Wsk.2} + 1,177 \cdot \text{Wsk.5} + 1,889 \cdot \text{Wsk.6} + 3,134 \cdot \text{Wsk.7} + 0,500 \cdot \text{Wsk.9} + 0,160 \cdot \text{Wsk.10} + 0,749 \cdot \text{Wsk.11} - 1,962$	
szczegółowe	$Z_i=6$	$Z_i = 6 \text{ INE PAN} = 9,478 \cdot \text{Wsk.2} + 3,613 \cdot \text{Wsk.5} + 3,246 \cdot \text{Wsk.7} + 0,455 \cdot \text{Wsk.9} + 0,802 \cdot \text{Wsk.11} - 2,478$	
szczegółowe	$Z_i=7$	$Z_i = 7 \text{ INE PAN} = 9,498 \cdot \text{Wsk.2} + 3,566 \cdot \text{Wsk.5} + 2,903 \cdot \text{Wsk.7} + 0,452 \cdot \text{Wsk.9} - 1,498$	
Model B. Prusaka		$ZBP2 = 1,4383 \cdot x_1 + 0,1878 \cdot x_2 + 5,0229 \cdot x_3 - 1,8713$	
Model B. Prusaka		$ZBP1 = 6,5245 \cdot x_1 + 0,1480 \cdot x_2 + 0,4061 \cdot x_3 + 2,1754 \cdot x_4 - 1,5685$	
Model 'poznafski'		$ZHCP = 3,562 \cdot x_1 + 1,588 \cdot x_2 + 4,288 \cdot x_3 + 6,719 \cdot x_4 - 2,368$	
Model A. Holdy		$ZH1 = 0,605 + 6,81 \cdot 10^{-1} \text{ PWP} - 1,96 \cdot 10^{-2} \text{ SZ} - 9,69 \cdot 10^{-3} \text{ ZM} + 6,72 \cdot 10^{-4} \text{ WWOZ} + 1,57 \cdot 10^{-1} \text{ RM}$	
Model J. Gajdki i D. Stosa (I)		$Z = 0,20098985 \cdot x_1 + 0,0013027 \cdot x_2 + 0,7609754 \cdot x_3 + 0,9659628 \cdot x_4 - 0,341096 \cdot x_5$	
Podsumowanie wyników	Wynik testu Strefa pośrednia = Zagrożenie upadłością	W wyniku przeprowadzenia testowania 12 modeli zagrożenia upadłością ustalono w 2 modelach.	

5.7 Inter Cars S.A. broni się przed wrogim przejęciem

Spółka Inter Cars S.A to największy dystrybutor części zamiennych do samochodów osobowych, dostawczych i ciężarowych w Europie Środkowo – Wschodniej założona została w 1999 r. Od maja 2004 r. spółka jest notowana na Giełdzie Papierów Wartościowych. W lipcu 2007 r. spółka podpisała porozumienie o połączeniu z firmą JC Auto – liderem w segmencie części do samochodów japońskich i koreańskich. Dzięki tej fuzji na polskim i europejskim rynku motoryzacyjnym wzmacnia się istotnie jej rola. Inter Cars S.A. posiada obecnie 122 filie w kraju oraz 34 oddziały w Polsce i zagranicą.

Różnorodność sprawia, że w tej chwili jest to najbogatsza oferta w Polsce. „Milion części pod jednym dachem” – to główne hasło trwającej kampanii marketingowej. Obok dystrybucji części, stanowiącej główny przedmiot działalności Inter Cars S.A., firma prowadzi sprzedaż legendarnej marki TRIUMPH / poprzez sieć placówek o nazwie Inter Motors/ oraz części i akcesoriów do innych marek motocykli. Inter Cars S.A. jest właścicielem dwóch spółek zależnych: Lauber Sp. z o.o. / wcześniej pod nazwą Eltek/ (od 2003) zajmującej się regeneracją części samochodowych oraz Feber Sp z o.o. (od 2004) produkującej przyczepy i naczepy. W 2006 roku skonsolidowane przychody Grupy Inter Cars S.A. pierwszy raz w historii przekroczyły miliard złotych. Firma jest także właścicielem ogólnopolskiej sieci warsztatów Q-Service, Q-Service Truck, która obecnie liczy ponad 490 punktów w Polsce oraz posiada licencję na rozwój w Polsce, w Czechach i na Słowacji ogólnoeuropejskiej sieci serwisów AutoCrew, w skład której wchodzi ponad 60 warsztatów samochodowych. W połączeniu z siecią Perfect Service, należącą do JC Auto, ilość warsztatów przekroczy 1000.

W marcu 2017 r zwołane zostało nadzwyczajne walne zgromadzenie akcjonariuszy Inter Carsu. Właściciele środkowoeuropejskiego potentata w dystrybucji części samochodowych głosowali nad uchwałą o ograniczeniu prawa głosu akcjonariuszy dysponujących ponad 33 proc. akcji, do 33proc. ogólnej liczby głosów. Taką propozycję złożyła holenderska spółka OK Automotive Investments, należąca do Krzysztofa Oleksowicza, założyciela, a obecnie członka zarządu Inter Carsu. Jest największym akcjonariuszem, ale dysponuje tylko 26,3 proc. akcji i głosów (w spółce nie ma akcji uprzywilejowanych). Drugim co do wielkości akcjonariuszem była OFE Aviva BZ WBK. która miała 13,6 proc. akcji. Niemal 10 proc. miała także OFE Nationale – Nederlanden. Można szacować, że razem z mniejszymi OFE pakiet funduszy emerytalnych składa się na 39 - 45 proc. akcji spółki. To więcej niż mają łącznie Krzysztof Oleksowicz z Andrzejem

Oliszewskim (inny założyciel Inter Carsu, obecnie dysponuje 9,2 proc. akcji). Analitycy sugerowali, że uchwała to ucieczka przed ryzykiem nacjonalizacji OFE, a tym samym faktycznego upaństwowienia spółki. Tyle że już w lipcu 2016 r. rząd przedstawił plan przekształcenia OFE w TFI, a nie nacjonalizacji funduszy. Ta uchwała to jednak bezpiecznik przed nacjonalizacją i zagrożeniem przejęcia aktywów OFE przez ZUS lub inny podmiot quasi-rządowy.

Proponowana zmiana statutu spółki zawierała zapis o zniesieniu ograniczeń w prawie głosu do 33 proc., jeśli jakiś akcjonariusz nabędzie ponad 50 proc. akcji i wszystkie powyżej 33 proc. progu nabędzie w drodze wezwania na 100 proc. akcji. Można więc również postawić tezę, że uchwała to przygotowanie gruntu pod zmianę głównego akcjonariusza. We wrześniu 2016 r. Krzysztof Oleksowicz sprzedał 5,1 proc. akcji. Z komunikatów spółki wynika, że przynajmniej w części trafiły one do OFE. Z drugiej strony wskazuje to, że główny akcjonariusz jest gotów zredukować swoje zaangażowanie. W grudniu 2016 r. pozostałe Krzysztofowi Oleksowiczowi 26,3 proc. przestało być jego osobistą własnością, a zostało przetransferowane do holenderskiej spółki OK Automotive Investments. Sprzedaż udziałów w spółce mającej akcje spółki giełdowej to znany od lat sposób na zmianę właściciela znacznego pakietu akcji z pominięciem wezwania. W takiej sytuacji uchwała NWZA mogłaby być wstępem do przejęcia kontroli nad Inter Carsem przez nowego inwestora strategicznego. Zwłaszcza jeśli kupiłby akcje nie tylko od Krzysztofa Oleksowicza, ale również Andrzeja Oliszewskiego, co jest ułatwione po zniesieniu przepisu o tzw. Małych wezwaniach. Dzięki zmianie statutu mógłby stosunkowo tanio przejąć kontrolę nad Inter Carsem S.A., wycenianym obecnie na 4,3 mld zł. Do przejęcia kontroli wystarczyłoby mu kupno akcji od dwóch założycieli. Jest bowiem mało prawdopodobne, by inny inwestor strategiczny chciał zablokować taką transakcję, ogłaszając klasyczne wezwanie, na które odpowiadałby np. OFE. Jeśli by nie skupił ponad 50 proc., nic by nie uzyskał, a w spółce zapanowałby pat.- Taka teza też ma sens, ale to gruba spekulacja – podkreśla jeden z analityków. Inny zwraca uwagę, że akcje Krzysztofa Oleksowicza i Andrzeja Oliszewskiego to łącznie 35,5 proc., a więc łącznie podlegałyby minimalnemu ograniczeniu prawa głosu.

Wariant uzgodnionego przejęcia uprawdopodobnia pierwotna treść uchwały. Zakładała ograniczenie prawa głosu do zaledwie 20 proc., z wyłączeniem akcjonariusza, który na walnym wprowadzającym ten zapis do statusu miał zarejestrowane więcej. Takim akcjonariuszem mogła być spółka Krzysztofa Oleksowicza. Ograniczenie znikaloby dopiero

wtedy, gdyby ktoś skupił ponad 66 proc. akcji, a wszystkie powyżej 20 proc. w drodze wezwania na 100 proc. Równocześnie spółka należąca obecnie do Krzysztofa Oleksowicza musiałaby sprzedać akcje stanowiące co najmniej 4% ogółu papierów Inter Carsu. Do tego nie doszło i spółka obroniła się przed wrogim przejęciem.

(Kosiński [https:// www.pb.pl/inter-cars-broni-sie-przed-wrogim-przejeciem-856849](https://www.pb.pl/inter-cars-broni-sie-przed-wrogim-przejeciem-856849))

Rekapitulację przeprowadzonej analizy możliwości kontynuacji działalności na podstawie 12 modeli zagrożenia w Inter Cars przedstawia tabela 5.14.

Niezbędne w procesie zarządzania przedsiębiorstwem jest wykorzystanie narzędzi pozwalających na wczesne zidentyfikowanie zagrożenia upadłością. W badanej spółce funkcja O. Jacobsa Zm zaadaptowana do polskich warunków (E.Mączyńska) ma wskaźniki za lata 2018 -2020 są dość dobre. Rekapitulacja przeprowadzonej analizy możliwości kontynuowania działalności przedstawionych modeli z-scoringowych wskazuje że w wyniku przeprowadzenia testowania 12 modeli zagrożenia upadłością ustalono w 2 modelach firmy Inter Cars.

Sprawozdanie niezależnego biegłego rewidenta z badania rocznego sprawozdania finansowego za 2021 rok sporządziła firma audytorska PwC [PriceWaterHouseCoopersp]. Kluczowe sprawy z badania to:

1) Bonusy handlowe od dostawców (premia, nagroda, rabat)

Spółka otrzymuje bonusy handlowe od dostawców związane z nabywanymi towarami. Rabaty przyznawane są i ujmowane w oparciu o zrealizowany obrót w okresie oraz ustalenia umowne dotyczące obliczenia kwoty należnego rabatu. Polityka rachunkowości w zakresie ujęcia bonusów handlowych od dostawców została opisana w nocie 3.3 i) do jednostkowego sprawozdania finansowego. Ujęcie bonusów prowadzi do obniżenia kosztu sprzedanych towarów w sprawozdaniu z całkowitych dochodów oraz wartości zapasów w sprawozdaniu z sytuacji finansowej.

Część rabatów jest ujmowana i rozliczana w ciągu roku, natomiast pozostała część, należna za dany okres i pozostająca do rozliczenia w okresie przyszłym, jest ujmowana jako pomniejszenie pozycji zobowiązania z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe zobowiązania do wysokości salda i zobowiązania wobec dostawcy na dzień bilansowy, natomiast nadwyżka jest prezentowana w pozycji należności z tytułu dostaw i usług oraz pozostałe należności. Ujęcie rabatów od dostawców, które nie zostały rozliczone na dzień bilansowy było jedną z kluczowych kwestii w naszym badaniu, ponieważ ich wpływ na koszty sprzedanych towarów,

zapasy, należności oraz zobowiązania handlowe Spółki jest istotny, a liczba umów z dostawcami jest znaczna.

Tabela 5.14. Rekapitulacja przeprowadzonej analizy możliwości kontynuowania działalności według modeli Z-scoringowych Inter Cars SA

Rekapitulacja przeprowadzonej analizy możliwości kontynuowania działalności wg przedstawionych powyżej modeli Z-scoringowych Inter Cars			
Nazwa modelu	wynik przeprowadzonego testu za rok 2020	zastosowany wzorec modelu	
Ogólna konstrukcja modelu		$Z_i \text{ INE PAN} = w_0 + w_1 * x_1 + w_2 * x_2 + \dots + w_n * x_n$	
szczegółowe	$Z_i=1$	$Z_i = 1 \text{ INE PAN} = 5,577 * Wsk.1 + 1,427 * Wsk.2 + 0,154 * Wsk.3 + 0,310 * Wsk.4 + 1,937 * Wsk.5 + 1,598 * Wsk.6 + 3,203 * Wsk.7 + 0,436 * Wsk.8 + 0,192 * Wsk.9 + 0,140 * Wsk.10 + 0,386 * Wsk.11 + \text{Log}10(\text{Aktywów} - 9,832)$	
szczegółowe	$Z_i=2$	$Z_i = 2 \text{ INE PAN} = 5,837 * Wsk.1 + 2,231 * Wsk.2 + 0,222 * Wsk.3 + 0,496 * Wsk.4 + 0,945 * Wsk.5 + 2,028 * Wsk.6 + 3,472 * Wsk.7 + 0,495 * Wsk.8 + 0,166 * Wsk.9 + 0,195 * Wsk.10 + 0,030 * Wsk.11 - 0,392$	
szczegółowe	$Z_i=3$	$Z_i = 3 \text{ INE PAN} = 5,896 * Wsk.1 + 2,831 * Wsk.2 + 0,539 * Wsk.5 + 2,538 * Wsk.6 + 3,655 * Wsk.7 + 0,467 * Wsk.8 + 0,179 * Wsk.9 + 0,226 * Wsk.10 + 0,168 * Wsk.11 - 0,678$	
szczegółowe	$Z_i=4$	$Z_i = 4 \text{ INE PAN} = 6,028 * Wsk.1 + 6,546 * Wsk.2 + 1,546 * Wsk.5 + 1,463 * Wsk.6 + 3,585 * Wsk.7 + 0,363 * Wsk.9 + 0,172 * Wsk.10 + 0,114 * Wsk.11 - 0,593$	
szczegółowe	$Z_i=5$	$Z_i = 5 \text{ INE PAN} = 9,004 * Wsk.2 + 1,177 * Wsk.5 + 1,889 * Wsk.6 + 3,134 * Wsk.7 + 0,500 * Wsk.9 + 0,160 * Wsk.10 + 0,749 * Wsk.11 - 1,962$	
szczegółowe	$Z_i=6$	$Z_i = 6 \text{ INE PAN} = 9,478 * Wsk.2 + 3,613 * Wsk.5 + 3,246 * Wsk.7 + 0,455 * Wsk.9 + 0,802 * Wsk.11 - 2,478$	
szczegółowe	$Z_i=7$	$Z_i = 7 \text{ INE PAN} = 9,498 * Wsk.2 + 3,566 * Wsk.5 + 2,903 * Wsk.7 + 0,452 * Wsk.9 - 1,498$	
Model B. Prusaka	zagrożony upadłością	$ZBP2 = 1,4383 * x_1 + 0,1878 * x_2 + 5,0229 * x_3 - 1,8713$	
Model B. Prusaka	brak zagrożenia	$ZBP1 = 6,5245 * x_1 + 0,1480 * x_2 + 0,4061 * x_3 + 2,1754 * x_4 - 1,5685$	
Model 'pozański'	brak zagrożenia	$ZHCP = 3,562 * x_1 + 1,588 * x_2 + 4,288 * x_3 + 6,719 * x_n - 2,368$	
Model A. Holdy	brak zagrożenia	$ZH1 = 0,605 + 6,81 * 10^{-1} \text{ PWP} - 1,96 * 10^{-2} \text{ SZ} + 9,69 * 10^{-3} \text{ZM} + 6,72 * 10^{-4} \text{WOZO} + 1,57 * 10^{-1} \text{RM}$	
Model J. Gajdki i D. Stosa (1)	zagrożony upadłością	$Z = 0,20098985 * x_1 + 0,0013027 * x_2 + 0,7609754 * x_3 + 0,9659628 * x_4 - 0,341096 * x_5$	
Podsumowanie wyników	Wynik testu Strefa pośrednia = Zagrożenie upadłością	W wyniku przeprowadzenia testowania 12 modeli zagrożenia upadłością ustalono w 2 modelach.	

Nasze procedury badania obejmowały w szczególności:

- zrozumienie i ocenę zaprojektowania i odpowiednich działań kontrolnych, które Spółka ustanowiła w związku z rozpoznawaniem bonusów od dostawców,
- zrozumienie i ocenę polityki rachunkowości stosowanej przez Spółkę do rozliczania bonusów od dostawców,
- zapoznanie się z wybranymi umowami z dostawcami i zrozumienie warunków uprawniających Spółkę do bonusów od dostawców,
- przeprowadzenie retrospektywnej analizy należnych premii z lat ubiegłych z późniejszymi rozliczeniami w celu oceny trafności szacunków Spółki w bieżącym roku,
- przeprowadzenie procedur analitycznych dotyczących poprawności i istnienia bonusów rozpoznanych w bieżącym roku na podstawie danych historycznych,
- uzgodnienie bonusów należnych na dzień bilansowy z potwierdzeniami otrzymanymi od dostawców na podstawie wybranej próby lub alternatywnymi procedurami, poprzez uzgodnienie ujętych kwot rabatów do warunków zawartych w umowach i innej stosownej dokumentacji,
- przeprowadzenie procedur analitycznych w celu oceny alokacji bonusów do zapasów pozostających na stanie na dzień bilansowy,
- rozważenie adekwatności ujawnień informacji o bonusach handlowych od dostawców w jednostkowym sprawozdaniu finansowym Spółki.

2) Istnienie i wycena zapasów

Na dzień bilansowy wartość zapasów towarów handlowych w jednostkowym sprawozdaniu finansowym wyniosła 1.762 mln. zł, co stanowi 36% aktywów Spółki. Nota 13 do jednostkowego sprawozdania finansowego zawiera informacje finansowe dotyczące zapasów.

Zapasy rozlokowane są w trzech głównych magazynach (tzw. „hub'ach”),

Nasze procedury badania obejmowały w szczególności:

- zrozumienie zasad księgowania związanych ze standardowymi transakcjami dotyczącymi zapasów,
 - zrozumienie procedur kontroli przeprowadzanych przez Spółkę w ramach procesów związanych z zapasami, dokonanie oceny zaprojektowania tych kontroli i test kontroli w zakresie prawidłowości przeprowadzania inwentaryzacji cyklicznych, kilkuset innych lokalizacjach. W celu potwierdzenia istnienia zapasów Spółka przeprowadza bieżącą inwentaryzację w różnych lokalizacjach w ciągu roku (inwentaryzacja cykliczna).
- Na wartość zapasów mają wpływ także takie czynniki, jak ceny zakupu i utrata wartości.

Na ceny zakupu bardzo istotny wpływ wywierają ustalenia umowne z dostawcami w zakresie rabatów i premii za zakup towarów. Rabaty i premie, są oparte na osiągniętych wolumenach obrotu, które w dużej mierze na moment sporządzania jednostkowego sprawozdania finansowego są ustalane w sposób szacunkowy.

Ocena utraty wartości wymaga dokonania szacunków i osądów przy wycenie zapasów, w szczególności w zakresie określenia ceny sprzedaży netto oraz oszacowania zbywalności danego składnika zapasów.

Polityka rachunkowości w zakresie wyceny zapasów została opisana w nocie 3.3 i) do jednostkowego sprawozdania finansowego. Mając na uwadze nieodłączne ryzyko niepewności związane z istotnymi szacunkami dokonywanymi przez Zarząd oraz istotność kwot zapasów wykazanych na bilansie uznaliśmy, że jest to kluczowe zagadnienie dla naszego badania. Wykonany na wybranej próbie czynności kontrolnych;

- udział w wybranych inwentaryzacjach przeprowadzonych przez Spółkę w celu uzyskania potwierdzenia istnienia i przydatności zapasów oraz przeprowadzenie testów na wybranej próbie arkuszy spisowych do stanu magazynowego i odwrotnie,

- sprawdzenie poprawności ujęcia rozliczenia inwentaryzacji w księgach rachunkowych,

- zrozumienie i ocenę procesu wyceny zapasów dokonanej przez Zarząd, w tym ocenę prawidłowości korekty wyceny zapasów o rabaty i premie przyznane przez dostawców, oraz testy detaliczne na wybranych próbach:

- a) wyceny zapasów według ceny sprzedaży netto (porównanie wartości magazynowej do wartości z faktur zakupu oraz uzyskanych cen sprzedaży netto),

- b) kwot należnych ale nieotrzymanych rabatów (sprawdzenie matematycznej poprawności

- kalkulacji, zgodności z umowami oraz potwierdzenie danych wsadowych),

- c) rabatów w badanym roku (uzgodnienie do faktur korygujących),

- d) otrzymanych skont (uzgodnienie do wyciągów bankowych),

- rozumienie i ocenę procesu szacowania przez Zarząd utraty wartości zapasów, a także ocenę prawidłowości ustalenia kwot odpisów aktualizujących ich wartość dla zapasów, dla których możliwa do uzyskania cena sprzedaży netto (stanowiąca cenę pomniejszoną o opusty, rabaty oraz koszty związane z dokonaniem sprzedaży) jest niższa od ceny nabycia (kosztów wytworzenia) oraz dla zapasów trudno zbywalnych, w tym testy szczegółowe (sprawdzenie matematycznej poprawności kalkulacji oraz porównanie

wartości bilansowej do faktycznych cen na fakturach sprzedaży dokonanej po dniu bilansowym) na wybranej próbie;

- ocenę kompletności i prawidłowości ujawnień na temat zapasów i odpisów aktualizujących wartość zapasów

5.8 Wojna o władze w giełdowej spółce i Albatros Group

Satis Group S.A z siedzibą w Warszawie, tworzy grupę kapitałową spółek działających głównie w branży IT i zarządzania flotą pojazdów. Spółka została powołana w 2000 r. pod nazwą ADV S.A., od 2013 roku funkcjonowała pod nazwą SMT, zaś dnia 5 kwietnia 2016 roku zmieniła nazwę na iAlbatros Group S.A. W październiku 2007 roku akcje spółki zostały wprowadzone na działający w ramach Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. rynek New Connect, a od dnia 13 kwietnia 2011 roku akcje te są notowane na głównym parkiecie tej giełdy. Obecnie głównym aktywem grupy kapitałowej jest Spółka Satis GPS.

Grupa koncentruje się na 3 segmentach:

- systemy IT do kompleksowego zarządzania i optymalizacji procesów w firmach korzystających z floty samochodowej
- technologie w zakresie leczenia niepłodności
- innowacyjne rozwiązania w zakresie pielęgnacji skóry i diagnostyki zmian przednowotworowych skóry.

Głównymi aktywami Satis Group są:

a) Satis GPS, w którym koncentruje się działalność w zakresie tworzenia systemów IT do kompleksowego zarządzania i optymalizacji procesów w firmach posiadających pracowników mobilnych korzystających z firmowej floty samochodowej. SATIS GPS jest producentem rozwiązań informatycznych, które od ponad 10 lat pomagają Klientom polskich i światowych marek w osiągnięciu większej rentowności poprzez wykorzystanie nowoczesnych rozwiązań IT,

b) INVO Bioscience Inc, notowana na NASDAQ, spółka będącą autorem technologii INVOcell® pierwszego systemu do inkubacji wewnątrzpochwowej (IVC) dopuszczonego przez FDA w Stanach Zjednoczonych. Jest to nowatorskie urządzenie i procedura zapewniająca bardziej naturalne, bezpieczne, skuteczne i tańsze leczenie niepłodności. Urządzenie INVOcell oraz Procedura INVO® stanowią alternatywę dla tradycyjnych metod leczenia niepłodności, takich jak inseminacja domaciczna (IUI) i

zapłodnienie in vitro (IVF). Obecnie Satis Group posiada 2,3% w amerykańskiej spółce i zamierza rozpocząć współpracę strategiczną na rynku Europy Środkowo – Wschodniej,

c) Myneviskin, spółka która realizuje projekt badawczo- rozwojowy, którego celem jest opracowanie funkcjonalnej aplikacji połączonej ze skanerem wraz ze zbiorem materiałów edukacyjnych i instruktażowych, która pozwoli na kontakt pacjenta z lekarzem, a także u możliwi wstępną diagnostykę różnych form i odmian złośliwych nowotworów, a także zmian skórnych na podstawie charakterystycznych znamion. Pomysłodawcą skanera oraz założycielem spółki jest Yulianna Yussef, blogerka oraz influencerka znana na całym świecie poprzez dziesiątki artykułów opisujących jej życie ze znamionami na skórze. Yulianna Yussef jest również autorką linii naturalnych kremów z filtrem przeciwsłonecznym, w której 100% udziałowcem ma być docelowo Myneviskin.

2 czerwca 2017 r. Prokuratura Regionalna w Warszawie wszczęła śledztwo w sprawie wyrządzenia szkody majątkowej w wielkich rozmiarach. Winni mieliby być członkowie zarządu spółki, którzy w marcu oraz w maju 2017 r. sprawowali władzę w spółce. W ramach wszczętego śledztwa prokurator badał dwie sprawy. Pierwsza dotyczy tego, co wydarzyło się 28 marca 2017 r. Tego dnia spółka skupiła z rynku ponad 2,4 mln akcji własnych, płacąc za każdą 59,05 zł. Rzecz w tym, że cena była zawyżona, bo w tym czasie na rynku za jedną akcję płacono 16,65 zł. W ten sposób zarząd wydał na skup akcji ponad 145 mln zł - co najmniej o 104 mln za dużo, jak podejrzewa prokuratura.

Druga sprawą są wydarzenia, które miały miejsce pomiędzy 18 a 26 maja 2017. W tych dniach miało dojść do wyrządzenia szkody majątkowej na rzecz spółki w jeszcze większej skali. Tym razem chodzi przynajmniej o 184 mln zł. Według prokuratury w tym okresie spółka i Albatros Group S.A. zbyła ponad 3,8 mln swoich akcji spółce Centrum Innowacyjnych Rozwiązań Biomedycznych. 2,4 mln akcji to te skupione za 145 mln 28 marca po cenie jednostkowej 59,05 zł. Reszta to akcje skupione z rynku jeszcze wcześniej, we wrześniu 2016 roku za prawie 40 mln zł po cenie jednostkowej 28,9 zł. Tymczasem kwota, za jaką i Albatros S.A. sprzedał cały pakiet CIRB, to zaledwie 998 tys. zł, co daje 0,26 zł za jeden walor.

Centrum Innowacyjnych Rozwiązań Biomedycznych (CIRB) odstąpiło do umowy nabycia akcji i Albatros oraz porozumienia dotyczącego wzajemnych roszczeń oraz sprzedaży akcji tej spółki, a także opcji zakupu i opcji sprzedaży oraz umowy opcji sprzedaży o europejskim stylu wykonania, wynika z komunikatu spółki. Wojna o władzę w giełdowej spółce i Albatros Group przeniosła się do banku. Stare władze przełały 3,5 mln zł

z kont spółki. Nowy zarząd zorientował się i zabrał pieniądze z kont spółki zależnej. A kiedy Alior Bank uświadomił sobie, że nie wiadomo, kto ma prawo dysponować kontami, zablokował je.

Satis GPS to spółka zależna iAlbatros S.A. Została ona wydzielona jeszcze w 2014 roku. To właśnie o jej konto bankowe toczy się bój pomiędzy starym a nowym zarządem giełdowej iAlbatros Group S.A. W dniu 19 czerwca 2017 nowo wybrane władze iAlbatros Group S.A. przejęły konta spółki zależnej Satis GPS i przelały ponad 1 mln zł na inny rachunek. Po co? ”Żeby ochronić je przed wyprowadzeniem przez poprzednie władze spółki”. Twierdzą, że kilka dni wcześniej z kont iAlbatros wyprowadzono 3,5 mln zł.” Nowy zarząd spółki Satis GPS (...) otrzymał od banku Alior dostęp do wszystkich rachunków bankowych Spółki Satis GPS. Zarząd Spółki po otrzymaniu kodów dostępu do rachunków spółki Satis zabezpieczył znajdującą się na kontach gotówkę poprzez zawarcie umowy depozytu i przelaniu środków na konto bankowe przechowawcy. Zarząd Satis zdecydował się na taki krok aby uchronić majątek spółki Satis przed ewentualnym wyprowadzeniem go przez poprzednie władze spółki, które mogłyby podjąć próbę ponownego uzyskania dostępu do rachunków ponieważ pomimo skutecznego ich odwołania ciągle występują w dostępnych dokumentach KRS.”- poinformowała spółka United w komunikacie bieżącym. United S.A. to spółka z NewConnect, która posiada znaczny pakiet akcji iAlbatros S.A. To m.in. dzięki akcjom United udało się zebrać nową większość i powołać nowe władze w iAlbatros S.A. Zdaniem United S.A. istniało duże ryzyko, że poprzednie władze spółki Satis wyprowadzą z kont resztę pieniędzy, bo były prezes Satis dokonał niekorzystnego rozporządzenia mieniem spółki iAlbatros Group S.A. Według nowych władz, były prezes nie miał prawa dokonać przelewu środków, bo jego uprawnienie zostało odwołane. Mimo to, 16 czerwca 2017 z konta spółki iAlbatros przelano 3,5 mln zł na rachunki innych podmiotów.

Co na to stare władze iAlbatros? Twierdzą, że te 3,5 mln zł to „zobowiązania umowne Emitenta względem zewnętrznych niezależnych podmiotów”. To właśnie z tego powodu – podejrzeń, że zarząd firmy działa na jej szkodę – grupa nowych akcjonariuszy chciała odwołać dotychczasowe władze spółki i powołać nowe. Nie było to jednak takie proste, bowiem dotychczasowe władze nie chciały ich wpuścić na zaplanowane wcześniej walne zgromadzenie akcjonariuszy. Stąd zamieszanie i przepychanki w siedzibie spółki. W środę 14 czerwca 2017 ostatecznie toczyły się jednocześnie dwa walne zgromadzenia. Nowi akcjonariusze, na czele ze spółką United S.A. która ma pakiet akcji iAlbatros S.A. zebrali

większość, ok 25 proc. głosów i wybrali nową radę nadzorczą oraz prezesa Sławomira Karaszewskiego. Jednak nie mieli odpowiednich dostępów do systemu ESPI, za pośrednictwem, którego spółki mają obowiązek informować rynek o takich zamiarach. Kody dostępu miał bowiem stary zarząd, który nie chciał ich oddać. Co więcej też prawdopodobnie uważał, że to on ma większość. To dlatego że liczył głosy wynikające z akcji posiadanych przez CIRB – 33 proc. akcji. Jednak były one decyzją Sądu nieme.

Nowe władze, uważające się za legalne, opublikowały komunikat ze swojego walnego za pośrednictwem spółki United notowanej na NewConnect. Czy to oznacza, że to one mają prawo kierować spółką? Powstało takie zamieszanie, że w piątek 16 czerwca 2017 notowania iAlbatros S.A. zostały zawieszona uchwałą Zarządu GPW w Warszawie.

- Notowania spółki zostały zawieszone na wniosek nowych władz spółki (Sławomir Karaszewski - Prezes Zarządu). Nie chcemy, aby Spółka była notowana, kiedy kody do systemów raportujących są w rękach ludzi, którzy nie chcą ich oddać i posługując się kłamstwem publikują nieprawdę. Nie ma żadnych wątpliwości, kto sprawuje władzę w Spółce - informuje money.pl Jan Karaszewski przedstawiający się jako Wiceprezes Zarządu spółki iAlbatros Group.

Jednak GPW wcale nie była tego pewna, informując o zawieszeniu notowań tłumaczyła, że powodem tej decyzji są „istotne wątpliwości co do jednoznacznego określenia osób uprawnionych do prowadzenia spraw i reprezentacji Spółki”. Również KNF nie wie, kto teraz rządzi w spółce. – Ocena ważności wybrania nowych władz w spółce pozostaje we właściwości niezależnych sądów – podkreśla rzecznik prasowy KNF. To komunikat, który pojawił się w systemie ESPI, wydany przez stare władze spółki. Tylko one miały hasła dostępów do tego systemu. Pełnomocnik i osoby związane z poprzednim zarządem próbowały zrobić walne, ale posługując się głosami z akcji, z którym na mocy sądu nie mogły wykonywać prawa głosu, spotkały się z odmową zatwierdzenia przez notariuszy protokołu z WZA. W związku z powyższym, akcjonariusze reprezentujący większość, przeprowadzili NWZA i mają zatwierdzony przez notariusza protokół z NWZA i nowe władze. Kwestią niedługiego czasu jest potwierdzenie tych faktów, a przede wszystkim odebranie pełnomocnikowi związanemu ze starym zarządem kodów do systemu ESPI, który rozporządza mieniem na szkodę spółki i przede wszystkim bezprawne.

Problem w tym, że nowa większość, która podjęła tę decyzję, nie posiadała haseł dostępu do ESPI, więc opublikowała tę decyzję za pośrednictwem spółki United notowanej na NewConnect. United jest jednym z akcjonariuszy iAlbatros Group. UNITED to firma

inwestycyjna angażująca się w polskie spółki na wczesnym etapie rozwoju. Wyszukuje perspektywiczne podmioty oferując im wsparcie kapitałowe i merytoryczne. Ponadto inwestuje w akcje spółek notowanych na GPW i NewConnect. Taki sposób publikacji raportu przez inną spółkę jest dość niecodzienny. I wcale nie ma pewności, czy zgodny z prawem. Ocena jego poprawności w pierwszej kolejności należy do Sądu, niemniej faktem jest, że jego treść odnosi się wprost do aktywów emitenta (udziały w iAlbatros). Kwestia ta będzie przedmiotem odrębnych analiz- wyjaśnia rzecznik prasowy KNF.

Najważniejsze jednak, czy nowa rada nadzorcza i prezes wybrany mają prawo kierować iAlbatrosem ? Stare władze spółki twierdza przecież, że spółka obecnie nie ma organów. Urząd KNF na bieżąco monitoruje sytuację w iAlbatros S.A. Nie przesądza jednak, które władze w spółce działają obecnie legalnie. – Ocena ważności wybrania nowych władz w spółce pozostaje we właściwości niezależnych sądów.

Akcjonariuszom iAlbatros S.A zostały przedstawione dwa sprzeczne w zakresie NWZA komunikaty, które w związku z sytuacją w spółce mają dla niej kluczowe znaczenie. W tym kontekście istnieje realne zagrożenie interesu akcjonariuszy poprzez brak jednoznacznych informacji pozwalających na rzetelną wycenę akcji. Jest to sytuacja, w której zawieszenie notowań do chwili wyjaśnienia tych okoliczności jest całkowicie uzasadnione – wyjaśnia KNF.

Akcjonariusze iAlbatros Group zawiązali oficjalne porozumienie. Ich celem było powołanie w spółce kuratora, zwołanie WZA, wyłonienie nowych władz oraz przywrócenie obrotu akcjami iAlbatros na GPW.

- Brak zarządu, rady nadzorczej oraz konflikt pomiędzy jednym z głównych akcjonariuszy a dotychczasowym zarządem spowodował, iż w spółce brakuje nadzoru właścicielskiego, a spółka nie wywiązuje się ze swoich obowiązków wynikających z ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych. Powyższy scenariusz doprowadził do zawieszenia notowań spółki, narażając akcjonariuszy na dotkliwe straty finansowe – czytamy w komunikacie.

Obecnie głównym aktywem grupy kapitałowej iAlbatros Group jest spółka Satis GPS. Rekapitulacja przeprowadzonej analizy możliwości kontynuowania działalności według modeli z-scoringowych wskazuje iż w wyniku przeprowadzenia testowania 12 modeli, zagrożenia upadłością ustalono w 11 modelach, co przedstawiono w tabeli 15.

Powstaje zatem pytanie czy spółka Satis GDP wyprowadzi grupę iAlbatros z zapadłości ekonomicznej i prawnej?

Tabela 5.15. Rekapitulacja przeprowadzonej analizy możliwości kontynuowania działalności według modeli Z-scoringowych Satis Group S.A.

Rekapitulacja przeprowadzonej analizy możliwości kontynuowania działalności wg przedstawionych powyżej modeli Z-scoringowych Satis Group S.A.			
Nazwa modelu	wynik przeprowadzonego testu za rok 2020	zastosowany wzorec modelu	
Ogólna konstrukcja modelu		$Z_i \text{ INE PAN} = w_1^*x_1 + w_2^*x_2 + \dots + w_n^*x_n$ $Z_i = 1 \text{ INE PAN} = 5,577^*Wsk.1 + 1,427^*Wsk.2 + 0,154^*Wsk.3 + 0,310^*Wsk.4 + 1,937^*Wsk.5 + 1,598^*Wsk.6 + 3,203^*Wsk.7 + 0,436^*Wsk.8 + 0,192^*Wsk.9 + 0,140^*Wsk.10 + 0,386^*Wsk.11 + \text{Log}10(Aktywów) - 9,832$ $Z_i = 2 \text{ INE PAN} = 5,837^*Wsk.1 + 2,231^*Wsk.2 + 0,222^*Wsk.3 + 0,496^*Wsk.4 + 0,945^*Wsk.5 + 2,028^*Wsk.6 + 3,472^*Wsk.7 + 0,495^*Wsk.8 + 0,166^*Wsk.9 + 0,195^*Wsk.10 + 0,030^*Wsk.11 - 0,392$ $Z_i = 3 \text{ INE PAN} = 5,896^*Wsk.1 + 2,831^*Wsk.2 + 0,539^*Wsk.5 + 2,538^*Wsk.6 + 3,655^*Wsk.7 + 0,467^*Wsk.8 + 0,179^*Wsk.9 + 0,226^*Wsk.10 + 0,168^*Wsk.11 - 0,678$ $Z_i = 4 \text{ INE PAN} = 6,028^*Wsk.1 + 6,546^*Wsk.2 + 1,546^*Wsk.5 + 1,463^*Wsk.6 + 3,585^*Wsk.7 + 0,363^*Wsk.9 + 0,172^*Wsk.10 + 0,114^*Wsk.11 - 0,593$ $Z_i = 5 \text{ INE PAN} = 9,004^*Wsk.2 + 1,177^*Wsk.5 + 1,889^*Wsk.6 + 3,134^*Wsk.7 + 0,500^*Wsk.9 + 0,160^*Wsk.10 + 0,749^*Wsk.11 - 1,962$ $Z_i = 6 \text{ INE PAN} = 9,478^*Wsk.2 + 3,613^*Wsk.5 + 3,246^*Wsk.7 + 0,455^*Wsk.9 + 0,802^*Wsk.11 - 2,478$ $Z_i = 7 \text{ INE PAN} = 9,498^*Wsk.2 + 3,566^*Wsk.5 + 2,903^*Wsk.7 + 0,452^*Wsk.9 - 1,498$ $ZBP2 = 1,4383^*x_1 + 0,1878^*x_2 + 5,0229^*x_3 - 1,8713$ $ZBP1 = 6,5245^*x_1 + 0,1480^*x_2 + 0,4061^*x_3 + 2,1754^*x_4 + 1,5685$ $ZHCP = 3,562^*x_1 + 1,588^*x_2 + 4,288^*x_3 + 6,719^*x_n - 2,368$ $ZHI = 0,605 - 6,81^*10^{-1} \text{ PWP} - 1,96^*10^{-2} \text{ SZ} - 9,69^*10^{-3} \text{ ZM} + 6,72^*10^{-4} \text{ WOZO} - 1,57^*10^{-1} \text{ RM}$ $Z = 0,20098985^*x_1 + 0,0013027^*x_2 + 0,7609754^*x_3 + 0,9659628^*x_4 + 0,341096^*x_5$	
szczegółowe	zagrożony upadłością		
szczegółowe	zagrożony upadłością		
szczegółowe	zagrożony upadłością		
szczegółowe	zagrożony upadłością		
szczegółowe	zagrożony upadłością		
szczegółowe	zagrożony upadłością		
szczegółowe	zagrożony upadłością		
szczegółowe	zagrożony upadłością		
Model B. Prusaka	zagrożony upadłością		
Model B. Prusaka	brak zagrożenia		
Model 'poznanski'	zagrożony upadłością		
Model A. Hody	prawdopodobieństwo upadłości bardzo duże		
Model J. Gajdki i D. Sosa (1)	zagrożony upadłością		
Podsumowanie wyników	Wynik testu Strefa pośrednia = Zagrożenie upadłością	W wyniku przeprowadzenia testowania 12 modeli zagrożenia upadłością ustalono w 11 modelach.	

Sprawozdanie niezależnego biegłego rewidenta z badania rocznego sprawozdania finansowego za 2021 rok sporządziła firma audytorska KPW Audyty, która uznała że kluczowa sprawa badania to:

Prawomocne postanowienie sądu o zatwierdzeniu wykonania układu

Sąd Rejonowy dla m. st. Warszawy XVIII

Wydział Gospodarczy dla spraw Upadłościowych i Restrukturyzacyjnych w Warszawie postanowieniem z dnia 26 maja 2021 r., postanowił, że układ przyjęty w przyspieszonym postępowaniu układowym spółki SATIS GROUP S.A. w Warszawie zatwierdzony postanowieniem z dnia 10 marca 2020r. (sygn. akt XIX GRp 13/19) został wykonany. Postanowienie to jest prawomocne.

W wyniku układu redukcja długu wynosi 99,99%, umorzono 271 mln zł zobowiązań spółki.

Kwota ta istotnie zmienia wartość kapitałów własnych a jej wpływ na sprawozdanie finansowe jest rozległy.

Jak nasze badanie odniosło się do sprawy

Nasze procedury badania, w odniesieniu do opisanej kluczowej sprawy obejmowały, między innymi:

Analizę i zrozumienie postanowienia sądu, zapoznanie się z dokumentami postępowania restrukturyzacyjnego

- Weryfikację poprawności ujęcia umorzenia zobowiązań w księgach i sprawozdaniu spółki

Ocenę poprawności wyceny i kompletności wykonania układu

5.9 Próba wrogiego przejęcia majątku grupy Hawe S.A. przez Agencję Rozwoju Przemysłu S.A. (ARP)

Grupa kapitałowa Hawe SA świadczy kompleksowe usługi operatorskie na bazie posiadanej infrastruktury światłowodowej oraz usługi projektowe i budowlane dla branży telekomunikacyjnej, elektroenergetycznej i samorządów terytorialnych. Notowana była na warszawskiej giełdzie od 2007 roku do 2018 roku. Firma prowadzi działalność od 1990 roku, jako spółka akcyjna, od lutego 2007 roku. Hawe S.A powstała w wyniku połączenia notowanej wcześniej na rynku GPW CeTO oraz spółki venture capital Ventus SA i Hawe Sp. z o.o. W dniu 30 grudnia 2010 roku Agencja Rozwoju Przemysłu S.A. podpisała z HAWE Telekom Sp. zo.o. umowę pożyczki na cele inwestycyjne w wysokości 100 mln zł. W lipcu 2016 roku Komisja Nadzoru Finansowego (KNF) jednogłośnie nałożyła na spółkę Hawe S.A. karę pieniężną w wysokości 250 tys. zł, wobec naruszenia obowiązków

informacyjnych, a w październiku 2016 roku powstało Porozumienie Akcjonariuszy Hawe S.A.

27 marca 2018 r. Komisja Nadzoru Finansowego wydała decyzję bezterminowo wykluczającą akcje spółki Hawe S.A. z siedzibą w Warszawie S.A. z obrotu na rynku regulowanym prowadzonym przez Giełdę Papierów Wartościowych w Warszawie S.A oraz nakładającą na Hawe S.A karę pieniężną w wysokości 700 tysięcy złotych. Powodem było między innymi kilkukrotne naruszenie przez Hawe S.A ustawy o ofercie publicznej, m.in. poprzez nieprawidłowości w publikacjach raportów bieżących i okresowych.

Od 2018 roku akcjonariusze bezskutecznie domagają się wydania odcinków zbiorowych akcji. Na wniosek Akcjonariuszy toczą się w tej sprawie postępowania przed organami ścigania. Spółka nie prowadzi rejestru akcjonariuszy wymaganego prawem. W opinii Akcjonariuszy Zarząd HAWE S.A. od wielu lat uniemożliwia realizację ich praw. Nie są też publikowane sprawozdania Spółki. Na podstawie Rozporządzenia Rady Ministrów z 23 grudnia 2019 roku (Dz.U 27 grudnia 2019r. poz. 2501) Hawe Telekom Sp. z o.o. znalazła się w wykazie podmiotów podlegających ochronie. Hawe była w 2015 roku w fatalnej sytuacji finansowej. Telekom w 2015 roku nie wykupił żadnej z zapadających serii obligacji. Obecnie wartość przeterminowanego długu opiewa na blisko 42 mln zł plus odsetki. Ratunkiem dla spółki miała być gigantyczna emisja akcji bez prawa poboru dla dotychczasowych akcjonariuszy. Jednak na Walnym Zgromadzeniu uchwala dodruku od 956,1 mln do 1,5 mld akcji serii I nie przeszła. Plany pokrzyżowała dramatycznie niska frekwencja (zabrakło kworum). Okazało się, że na WZ stawili się akcjonariusze odpowiadający jedynie za 1,39 proc. kapitału zakładowego. Telekom zgodnie z wcześniejszymi zapowiedziami zawarł wstępne porozumienie (tzw. term sheet) w zakresie uzgodnienia podstawowych warunków umowy restrukturyzacyjnej i spłaty zadłużenia finansowego. Podpisany dokument nie gwarantuje spokoju operatorowi sieci światłowodowej. Hawe, Hawe Telekom, Mediatel oraz Agencja Rozwoju Przemysłu i Alior Bank wciąż negocjują szczegółowe warunki restrukturyzacji i spłaty zadłużenia wobec wierzycieli i obligatariuszy opisanych w umowie standstill. Termin podpisania ostatecznego dokumentu wyznaczono na 20 października 2015r.

Wierzyciele we *term sheet* postawili twarde warunki. Jednym z nich jest rolowanie obligacji. Telekom jeszcze przed podpisaniem umowy restrukturyzacyjnej musi przekonać inwestorów reprezentujących przynajmniej 90 proc. długu do objęcia obligacji wyemitowanych przez Hawe Telekom. W wypadku Agencji Rozwoju Przemysłu, Alior

Banku oraz open Finance FIZAN nowe papiery dłużne będą oprocentowane w wysokości WIBOR 3M plus 2,5 proc. Pozostali obligatariusze otrzymują ofertę obligacji z oprocentowaniem stałym w wysokości 6 proc. w skali roku. Zabezpieczenia nowych obligacji obejmować będą także zabezpieczenia ustanowione w poprzednich emisjach. Termin spłaty wierzytelności i wykupu papierów dłużnych wyznaczono na 30 września 2016r.

Wykonanie umowy restrukturyzacyjnej polegało m.in. na:

A. Emisji obligacji przez Hawe Telekom Sp. zo.o. kierowanej do wierzycieli obligacji Hawe SA oraz obligacji Hawe Telekom sp. z o.o. oraz kierowanej do Open Finance Obligacji Przedsiębiorstw FIZAN (nowe obligacje)

B. Zawarciu ugody w odniesieniu do wierzytelności Agencji Rozwoju Przemysłu SA i wierzytelności Alior Banku SA

C. Zawarciu umowy pomiędzy dłużnikami i wierzycielami, która regulować będzie kolejność zaspokojenia wierzycieli i posiadaczy nowych obligacji, zasady dochodzenia roszczeń, zasady egzekucji zabezpieczeń, zasady zwalniania zabezpieczeń w związku z refinansowaniem wierzytelności i sprzedażą składników majątku przez Hawe Telekom Sp z o.o., dokonywaną zgodnie z umową restrukturyzacyjną

D. Ustanowieniu przez Hawe Telekom Sp z o.o. zabezpieczenia uzupełniającego w postaci zastawu rejestrującego na jednym rurociągu sieci Hawe Telekom Sp z.o.o na odcinku Warszawa Biała-Podlaska i Poznań-Wrocław,

oraz

E. Ustanowieniu dodatkowych zabezpieczeń w postaci:

1. Poręczenia wierzytelności Alior Banku SA, wierzytelności Agencji Rozwoju Przemysłu SA i nowych obligacji udzielone przez Mediatel SA wraz z oświadczeniem złożonym przez Mediatel SA w trybie art. 777§ 1 pkt 4 KPC,

2. Zabezpieczenia poręczenia Mediatel SA, nowych obligacji, wierzytelności Agencji Rozwoju Przemysłu S.A. i wierzytelności Alior Banku SA zastawem rejestrowanym lub mającymi równe pierwszeństwo zastawami rejestrowanymi ustanowionymi na udziałach Hawe Telekom,

3. Zabezpieczenia wierzytelności agencji Rozwoju Przemysłu SA, wierzytelności Alior Banku SA i nowych obligacji zastawem rejestrowym na rzecz agenta (ustanowionego w umowie między dłużnikami i wierzycielami) na rurociągach kablowych (z wyłączeniem kabli i włókien światłowodowych) Hawe Telekom,

4. Podporządkowania pożyczek wewnątrzgrupowych powiązanego z cesją podporządkowanych wierzytelności na zabezpieczenie,

5. Przeniesienia przez Mediatel SA jednego udziału w kapitale zakładowym Hawe Telekom na rzecz agenta (ustanowionego w umowie między dłużnikami i wierzycielami) na zabezpieczenie wierzytelności Agencji Rozwoju Przemysłu SA, wierzytelności Alior Banku SA i nowych obligacji

Czynności wskazane w punktach A oraz D miały nastąpić do 30 października 2015r.⁷⁶

Kolejnym warunkiem było wprowadzenie do władz Hawe Telekom osoby wyznaczonej przez wierzycieli. Rolą nowego członka zarządu będzie czuwanie nad sprawami finansów. Zarząd Hawe Telekom będzie składał się z dwóch osób. Wierzyciele mają otrzymać także gwarancje na wypadek transakcji uszczuplających majątek spółki w grupie Hawe. W przypadku transakcji sprzedaży, dzierżawy lub innej podobnej transakcji dotyczącej części sieci światłowodowej Hawe Telekom Sp z o.o. innej niż związana z działalnością operacyjną, Hawe Telekom zobowiązane będzie do proporcjonalnej spłaty wierzytelności i przedterminowego częściowego wykupu nowych obligacji, przeznaczając na ten cel przychody z ww. transakcji w wysokości i na zasadach ustalonych w umowie restrukturyzacyjnej. – czytamy w komunikacie. Podpisany term sheet ulegnie rozwiązaniu m.in., gdy ktokolwiek z grupy Hawe lub wierzycieli złoży wniosek o ogłoszenie upadłości, wystąpi z oświadczeniem o wszczęciu postępowania naprawczego, lub likwidacji podmiotów wchodzących w skład grupy telekomunikacyjnej.

Dla giełdowego telekomu porozumienie to ważny krok w stronę ustabilizowania sytuacji. Agencja Rozwoju Przemysłu jeszcze niedawno domagała się zwrotu pożyczki 80 mln zł z odsetkami, a Alior Bank spłaty 15 mln zł tytułem poręczeń kredytów osobistych Marka Falenty i Krzysztofa Rybki. Na liście wierzycieli są też obligatariusze. Z dostępnych informacji wiadomo, że w tym gronie oprócz Open Finance Obligacji Przedsiębiorstw FIZAN jest wielu drobnych inwestorów. Według doniesień Pulsu Biznesu, ci ostatni z inicjatywy Vestor DM wystąpili do sądu z wnioskiem o egzekucję z dochodów Hawe Telekom (spółki pośrednio zależnej od Hawe). Obligatariusze liczą na małe, regularne spłaty z zysków generowanych przez operatora sieci światłowodowej. Jeśli sąd przychyli się do tego wniosku, w Hawe Telekom zostanie wprowadzony zarząd przymusowy.

⁷⁶ Źródło: Opracowanie własne na podstawie raportu bieżącego Hawe nr. 79/2015

Sygnatariusze pisma mają łącznie ok. 200 mln złotych wymagalnych wierzytelności wobec spółek Grupy Kapitałowej Hawe – czytamy w komunikacie Agencji Rozwoju Przemysłu (ARP). Zobowiązania grupy kapitałowej Hawe wobec ARP z tytułu udzielonej w 2010 roku pożyczki w wysokości 100 mln zł, wymagalnej od października 2015r., wynoszą obecnie ponad 90 mln zł.

W sierpniu 2017 r. Sąd Rejonowy dla m.st. Warszawy w Warszawie umorzył postępowanie upadłościowe wobec Hawe. Sąd jako podstawę umorzenia uznał, że spółka nie posiada środków na pokrycie bieżących kosztów postępowania upadłościowego z uwagi na to, że wierzyciele nie wpłacili zaliczki. Prezes Hawe zapowiedział wówczas, że spółka nie będzie odwoływać się do postanowienia sądu, a także zamierza prowadzić dalsze działania zmierzające do restrukturyzacji. Prezes wskazywał, że dokładna analiza możliwości generowania biznesu przez Hawe Telekom opracowana przez renomowaną firmę audytorską przybliży spółkę do złożenia i zaakceptowania przez wierzycieli propozycji układowych. Według niego, „przy konstruktywnej współpracy wszystkich zainteresowanych stron” może się to stać jeszcze w 2017 roku. Prezes nie wykluczył także wtedy złożenia w sądzie wniosku o otwarcie ponownego postępowania sanacyjnego Hawe.

W tej sytuacji zarząd spółki MEDIATEL S.A wchodząca w skład Grupy Kapitałowej Hawe zwołał Nadzwyczajne Walne Zgromadzenie, gdzie podjęto decyzję, że plan restrukturyzacji Grupy Kapitałowej HAWA S.A zostanie wdrożony i zrealizowany przez MEDIATEL S.A. Celem tej uchwały była obrona Grupy Kapitałowej HAWE przed próbą wrogiego przejęcia przez ARP. W załączeniu pismo do Komisji Nadzoru Finansowego o treści ogłoszenia.

Nazwa arkusza: Raport bieżący

KOMISJA NADZORU FINANSOWEGO

Raport bieżący nr 7/2017

Data sporządzenia: 2017-04-11

Skrócona nazwa emitenta

MEDIATEL

Temat

Ogłoszenie o zwołaniu Nadzwyczajnego Walnego Zgromadzenia na dzień 05.05.2017r. wraz z projektami uchwał w związku z obroną Grupy Kapitałowej HAWE przed próbą wrogiego przejęcia.

Podstawa prawna

Art. 56 ust. 1 pkt 2 ustawy o ofercie – informacje bieżące i okresowe

Treść raportu:

Zgodnie z 38§ ust 1. Pkt 1-3 Rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 lutego 2009 roku w sprawie informacji bieżących i okresowych [...], Zarząd MEDIATEL S.A. – Spółka informuje o zwołaniu Nadzwyczajnego Walnego Zgromadzenia na dzień 8 maja 2017 roku na godz. 10:00. Walne Zgromadzenie odbędzie się w siedzibie spółki w Warszawie przy ul. Francesca Nulla 2.

W załączeniu treść ogłoszenia oraz projekty uchwał.

Propozycja Zarządu Spółki dotycząca podjęcia przez Walne Zgromadzenie uchwały w sprawie obniżenia kapitału zakładowego z jednoczesnym podwyższeniem kapitału zakładowego Spółki w drodze emisji akcji serii C, a następnie drugiej uchwały w sprawie podwyższenia kapitału zakładowego Spółki w drodze emisji akcji serii D podyktowana jest kilkoma krytycznie ważnymi powodami i celami:

Celem zarządu Spółki jest obrona Grupy Kapitałowej HAWE, w tym w szczególności jej aktywów w postaci przedsiębiorstwa Hawe Telekom sp z o.o. w restrukturyzacji „dalej: ”Hawe Telekom”- przed próbą wrogiego przejęcia, do którego – w ocenie Zarządu Spółki - mogą prowadzić działania realizowane przez Agencji Rozwoju Przemysłu S.A., która jest głównym wierzycielem Hawe Telekom. Zarząd spółki wskazuje, że Agencja Rozwoju Przemysłu S.A od samego początku i konsekwentnie zmierza do sprzedaży przedsiębiorstwa Hawe Telekom i likwidacji samej spółki Hawe Telekom, co w konsekwencji oznaczałoby w praktyce likwidację całej Grupy Kapitałowej HAWE. Już w grudniu 2015r. ARP S.A. złożyła wnioski o upadłość Spółki oraz o zaspokojenie wierzycieli ze sprzedaży całego przedsiębiorstwa Hawe Telekom. ARP S.A. cały czas konsekwentnie dąży do zlikwidowania Spółki i przejęcia jej przedsiębiorstwa, nie biorąc pod uwagę zmieniających się okoliczności, a tym w szczególności pozytywnych działań podjętych przez dotychczasowe Zarządcę i zarząd Spółki, które zmierzają do uzdrowienia Hawe Telekom, utrzymania jej działalności i generowanych przez nią miejsc pracy, jak również spłaty wierzycieli w możliwie najwyższej wysokości. Działania dotychczasowego zarządcy oraz Zarządu Hawe Telekom są pozytywnie oceniane przez wielu wierzycieli i pracowników spółki, jak również akcjonariuszy. Tymczasem, ARP S.A. aktywnie i skutecznie blokuje przeprowadzenie restrukturyzacji Hawe Telekom dążąc do sprzedaży przedsiębiorstwa Hawe Telekom i likwidacji samej spółki Hawe Telekom, a tym samym całej Grupy Kapitałowej HAWE. Mając na uwadze, że główny wierzyciel Hawe Telekom tj. Agencja Rozwoju Przemysłu S.A. aktywnie i skutecznie blokuje

przeprowadzenie restrukturyzacji Hawe Telekom dążąc do sprzedaży przedsiębiorstwa Hawe Telekom z kwotą zaledwie 120 mln złotych i likwidacji samej spółki Hawe Telekom oraz mając na uwadze wysokość zadłużenia Hawe Telekom, to należy przyjąć, że wartość udziałów w Hawe Telekom obecnie jest szacowana na poziomie „zero” złotych i będzie tak szacowana aż do czasu powstania nowych, istotnych i wiarygodnych przesłanek i okoliczności uzasadniających, że jest możliwe i wysoce prawdopodobne przeprowadzenie restrukturyzacji Hawe Telekom i jej rozwój, a nie likwidacja. W tej chwili – z uwagi na skuteczną działalność Agencji Rozwoju Przemysłu S.A. dążącej do likwidacji Hawe Telekom – takich przesłanek nie ma.

Zarząd Spółki zwraca uwagę, że w przypadku sprzedaży przedsiębiorstwa Hawe Telekom za kwotę forsowaną przez ARP S.A., Mediatel S.A. nie uzyska żadnych środków z tytułu sprzedaży w/w aktywa i pozostanie bez jakichkolwiek aktywów i środków, które umożliwiłaby jej dalsze funkcjonowanie. W konsekwencji Mediatel S.A. będzie zmuszona do zakończenia działalności i będzie konieczne przeprowadzenie likwidacji Mediatel S.A., a w dalszej kolejności HAWE S.A.

Ponadto, Zarząd Spółki zwraca uwagę, że działania głównego wierzyciela HAWE S.A. tj. Agencji Rozwoju Przemysłu S.A. oraz zarządcy HAWE S.A. tj. Wojciecha Makuć doprowadziło do celowego paraliżu działalności operacyjnej HAWE S.A. Paraliż HAWE S.A. przejawia się między innymi brakiem sprawozdawczości finansowo księgowej _ brak raportów okresowych za lata 2015 i 2016 rok _, złożonym przez zarządcę wnioskiem o umorzenie sanacji _w czerwcu 2016 roku_, postanowienia sądu o umorzeniu_04.07.2016_, które zostało przez HAWE S.A. zaskarżone i do dnia dzisiejszego nie ma rozstrzygnięcia sądu w tej sprawie. Powyższa sytuacja całkowicie zablokowała możliwość realizacji uchwalonej przez Walne Zgromadzenie HAWE S.A. emisji akcji_160 mln zł sierpień 2015_, której celem było ratowanie i restrukturyzacja całej Grupy Kapitałowej. Powyższa sytuacja ma również wpływ na cenę akcji HAWE S.A, która jest mocno poniżej ceny nominalnej_1zł_, co powoduje, że szanse na realizację emisji uchwalonej w sierpniu 2015r. są bardzo ograniczone. Jednocześnie Zarząd zwraca uwagę, że sytuacja w spółce MEDIATEL S.A. jest inna niż w HAWE S.A i daje większe możliwości na zrealizowanie planu naprawczego dla całej Grupy Kapitałowej HAWE. Dlatego też zarząd Spółki podjął decyzję, że plan restrukturyzacji Grupy Kapitałowej HAWE zostanie wdrożony i zrealizowany przez MEDIATEL S.A.

W aktualnej sytuacji, w ocenie Zarządu Spółki konieczne i nieuniknione jest więc przeprowadzenie restrukturyzacji zadłużenia Grupy Kapitałowej HAWE z wykorzystaniem

instrumentów kapitałowych, takich jak podwyższenie kapitału zakładowego Spółki w drodze emisji akcji, która posłuży do rozliczenia zobowiązań finansowych, jak również będzie mogła służyć jako źródło pozyskania nowych środków finansowych wnoszonych jako wkłady na pokrycie akcji. Założenia do planu restrukturyzacyjnego wymagają dofinansowania Spółki, co z kolei umożliwi ustabilizowanie sytuacji w całej Grupie Kapitałowej HAWE i jej rozwój. Wobec aktualnego braku możliwości pozyskania satysfakcjonujących środków finansowych ze źródeł zewnętrznych, celem spłaty i restrukturyzacji zadłużenia, koniecznym jest przeprowadzenie emisji nowych akcji.

Załączniki

Plik

Agencja Rozwoju Przemysłu S.A (dalej ARP S.A., ARP, Spółka) jest jednoosobową spółką Skarbu Państwa. Powstała 25.01.1991 r. w wyniku przekształcenia Funduszu Zmian Strukturalnych w Przemysle. Zgodnie z obowiązującą od 1.01.2017 r. ustawą o zasadach zarządzania mieniem ARP S.A jest spółką o istotnym znaczeniu dla gospodarki Państwa wykonującą misję publiczną. Spółka jest obecna na rynku od ponad 30 lat. Działa na zasadach spółki prawa handlowego, wykonując jednocześnie zadania instytucji rządowej. Ustrój Spółki, zasady działania Spółki i jej organów regulują przepisy: ustawy z dnia 16 grudnia 2016r. o zasadach zarządzania mieniem państwowym, ustawy z dnia 9 czerwca 2016r. o zasadach kształtowania wynagrodzeń osób kierujących niektórymi spółkami, ustawy z dnia 15 września 2000r. – Kodeks spółek handlowych oraz postanowienia Statutu ARP.

Podstawowym przedmiotem działalności Spółki jest obszar finansowania podmiotów gospodarczych oraz zarządzanie powierzonym majątkiem Skarbu Państwa w postaci akcji i udziałów spółek. Szeroka oferta instrumentów wsparcia obejmuje zarówno produkty finansowe, jak również pozafinansową pomoc w realizacji przedsięwzięć, m.in. poprzez udostępnienie terenów inwestycyjnych i obiektów produkcyjnych w ramach Specjalnych Stref Ekonomicznych (dalej SSE). Spółka kojarzy również partnerów zainteresowanych nawiązaniem współpracy przy realizacji projektów innowacyjnych. Oferta finansowa skierowana jest dla dużych przedsiębiorstw, a od 2019 r. również dla sektora MŚP.

ARP S.A poprzez swoje dwa oddziały (Oddział ARP S.A w Mielcu, Oddział ARP S.A w Tarnobrzegu,) zarządza SSE EURO-PARK MIELEC oraz TSSE EURO-PARK

WISŁOSAN. Od stycznia 2020 r. rozpoczął funkcjonowanie nowy Oddział ARP S.A. we Wrocławiu. W strukturze ARP S.A. znajduje się także Oddział w Katowicach, który monitoruje rynek węgla w Polsce, Europie i na świecie oraz prowadzi m.in. badania na temat sytuacji ekonomiczno – finansowej górnictwa węgla kamiennego. Oddział ten analizuje również sprzedaż węgla przez producentów krajowych, jakość oraz ceny zbytu surowca, a także wpływ importu na krajowy rynek paliwowo- energetyczny.

Spółka w aktywach posiada także dwa Zespoły Zamkowo-Parkowe: w Krasiczynie i Baranowie Sandomierskim, zarządzane przez utworzoną w 2014 r. Fundację PRO ARTE ET HISTORIA.

Ponadto w 2020 r. Spółka stała się operatorem Programu Polityka Nowej Szansy polegającego na udzielaniu pomocy publicznej dla przedsiębiorców znajdujących się w trudnej sytuacji ekonomicznej.

ARP S.A. jest spółką akcyjną w nadzorze Prezesa Rady Ministrów ze 100-procentowym udziałem skarbu Państwa.

Agencja Rozwoju Przemysłu S.A. udziela pożyczki, poręczenia, faktoring oraz leasing skierowane zarówno do prywatnych jak i państwowych przedsiębiorstw. Umożliwia ulokowanie inwestycji na terenie jednej ze swoich Specjalnych Stref Ekonomicznych oraz udziela pomocy w ramach Tarczy Antykryzysowej.

Agencja udzieliła prawie 460 pożyczek od 2015 roku na kwotę 6,2 mld PLN. Średnia wysokość pożyczki wynosiła ponad 23 mln. PLN. Najwyższa udzielona pożyczka to ponad 150 mln PLN. Suma nakładów inwestycyjnych w Specjalnych Strefach Ekonomicznych ARP wyniosła ponad 21 mld PLN.

Ocenę kondycji finansowej badanej spółki publicznej za rok 2020 przedstawia tabela 5.16. Rekapitulacja przeprowadzonej analizy możliwości kontynuowania działalności według przedstawionych modeli z-scoringowych wskazuje iż w wyniku przeprowadzenia testowania 12 modeli zagrożenia upadłością ustalono w 2 modelach.

Tabela 5.16. Rekapitulacja przeprowadzonej analizy możliwości kontynuowania działalności według modeli Z-scoringowych Agencji Rozwoju Przemysłu

Rekapitulacja przeprowadzonej analizy możliwości kontynuowania działalności wg przedstawionych powyżej modeli Z-scoringowych ARP S.A			
Nazwa modelu	wynik przeprowadzonego testu za rok 2020	zastosowany wzorek modelu	
Ogólna konstrukcja modelu		$Z_i \text{ INE PAN} = w_0 + w_1^*x_1 + w_2^*x_2 + \dots + w_n^*x_n$	
szczegółowe	$Z_i=1$	brak zagrożenia	
1		$Z_i=1 \text{ INE PAN} = 5,577^*Wsk.1 + 1,427^*Wsk.2 + 0,154^*Wsk.3 + 0,310^*Wsk.4 + 1,937^*Wsk.5 + 1,598^*Wsk.6 + 3,203^*Wsk.7 + 0,436^*Wsk.8 + 0,192^*Wsk.9 + 0,140^*Wsk.10 + 0,386^*Wsk.11 + \text{Log } 10 \text{ Aktywów} - 9,832$	
2	$Z_i=2$	brak zagrożenia	
3		$Z_i=2 \text{ INE PAN} = 5,837^*Wsk.1 + 2,231^*Wsk.2 + 0,222^*Wsk.3 + 0,496^*Wsk.4 + 0,945^*Wsk.5 + 2,028^*Wsk.6 + 3,472^*Wsk.7 + 0,495^*Wsk.8 + 0,166^*Wsk.9 + 0,195^*Wsk.10 + 0,030^*Wsk.11 - 0,392$	
4	$Z_i=3$	brak zagrożenia	
5		$Z_i=3 \text{ INE PAN} = 5,896^*Wsk.1 + 2,831^*Wsk.2 + 0,539^*Wsk.3 + 2,538^*Wsk.4 + 3,655^*Wsk.5 + 0,467^*Wsk.6 + 0,179^*Wsk.7 + 0,226^*Wsk.8 + 0,168^*Wsk.9 + 0,168^*Wsk.10 + 0,168^*Wsk.11 - 0,678$	
6	$Z_i=4$	brak zagrożenia	
7		$Z_i=4 \text{ INE PAN} = 6,028^*Wsk.1 + 6,546^*Wsk.2 + 1,546^*Wsk.3 + 1,463^*Wsk.4 + 3,585^*Wsk.5 + 0,363^*Wsk.6 + 0,172^*Wsk.7 + 0,104^*Wsk.8 + 0,114^*Wsk.9 + 0,114^*Wsk.10 + 0,114^*Wsk.11 - 0,593$	
8	$Z_i=5$	brak zagrożenia	
9		$Z_i=5 \text{ INE PAN} = 9,004^*Wsk.1 + 1,177^*Wsk.2 + 1,889^*Wsk.3 + 3,134^*Wsk.4 + 0,500^*Wsk.5 + 0,160^*Wsk.6 + 0,749^*Wsk.7 + 1,1962$	
10	$Z_i=6$	brak zagrożenia	
11		$Z_i=6 \text{ INE PAN} = 9,478^*Wsk.1 + 3,613^*Wsk.2 + 3,246^*Wsk.3 + 2,46^*Wsk.4 + 0,802^*Wsk.5 + 2,478$	
12	$Z_i=7$	brak zagrożenia	
		$Z_i=7 \text{ INE PAN} = 9,498^*Wsk.1 + 3,566^*Wsk.2 + 2,903^*Wsk.3 + 2,903^*Wsk.4 + 0,452^*Wsk.5 + 1,498$	
	Model B. Prusaka	uwaga strefa pośrednia	
	Model B. Prusaka	zagrożony upadłością	
	Model 'poznajski'	brak zagrożenia	
	Model A. Holdy	brak zagrożenia	
	Model J. Gajdki i D. Stosa (1)	brak zagrożenia	
	Podsumowanie wyników	Wynik testu	W wyniku przeprowadzenia testowania 12 modeli zagrożenia upadłością ustalono w 2 modelach.

5.10. Grupa Azoty S.A. versus Acron – próba wrogiego przejęcia

Największe zakłady chemiczne w Polsce – Grupa Azoty S.A.

Wielka synteza chemiczna – dział przemysłu chemicznego, który zajmuje się procesami syntezy chemicznej na wielką skalę, wytwarzający minimum kilkaset tysięcy ton produktów rocznie. Dział ten specjalizuje się w wytwarzaniu półproduktów i produktów chemicznych, takich jak kwas siarkowy, formaldehyd, metanol, polietylen czy nawozy.

Sektor ma w Polsce długą tradycję. Jako ciekawostkę można wymienić twórcę sektora naftowego, Ignacego Łukaszewicza. To właśnie w Polsce ropa naftowa została po raz pierwszy wykorzystana na masową skalę. Obecnie dominującymi podsektorami przemysłu chemicznego są petrochemiczny, tworzyw sztucznych i nawozów sztucznych. Nadal udział przemysłu farmaceutycznego i kosmetycznego jest relatywnie niski w porównaniu do pierwszych trzech wymienionych. Przemysł chemiczny pozostaje drugim największym pod względem produkcji po przemyśle spożywczym.

Tabela 5.17 Podsektory polskiego przemysłu chemicznego

Produkcja chemikaliów	Wytwarzanie produktów gumowych i z tworzyw sztucznych
• Podstawowe chemikalia (produkty i półprodukty organiczne i nieorganiczne) • Pestycydy i inne środki chemiczne na potrzeby rolnictwa • Farby i lakiery • Farmaceutyki • Produkty chemii użytkowej • Materiały wybuchowe, kleje, żelatyna i chemia fotograficzna • Włókna sztuczne	• Produkty gumowe • Produkty z tworzyw sztucznych

Źródło: opracowanie własne PAliIZ, 2013.

Funkcjonujące w Polsce przedsiębiorstwa wielkiej syntezy chemicznej na początku XXI wieku przechodziły proces intensywnej restrukturyzacji. Ponieważ większość podmiotów sektora wielkiej syntezy chemicznej należała wówczas do Skarbu Państwa, opracowano Strategię Restrukturyzacji i prywatyzacji sektora wielkiej syntezy chemicznej.

Zidentyfikowano w niej m.in. niskie powiązania pomiędzy poszczególnymi zakładami produkcyjnymi oraz konieczność ich restrukturyzacji.

Efektem tej strategii była między innymi konsolidacja przemysłu chemicznego i nawozowego, m.in. poprzez powołanie Grupy Azoty.

Przedstawiciele wielkiej syntezy chemicznej w Polsce (największe zakłady chemiczne w Polsce) to:

Grupa Azoty:

- Zakłady Azotowe w Tarnowie-Mościcach z siedzibą w Tarnowie.
- Grupa Azoty „Puławy” (dawne Zakłady Azotowe „Puławy” S.A.): w skład grupy wchodzi m.in. zakłady w Puławach, Zakłady Azotowe w Chorzowie, Gdańskie Zakłady Nawozów Fosforowych „Fosfory”,
- Grupa Azoty „Police” w Policach (dawne Zakłady Chemiczne „Police” S.A.),
- Grupa Azoty „Kędzierzyn” w Kędzierzynie-Koźlu (dawne Zakłady Azotowe w Kędzierzynie Koźlu; ZAK S.A.),
- Grupa Azoty Siarkopol z siedzibą w Grzybowie.
- Anwil, wchodzący w skład koncernu PKN Orlen (Zakłady Azotowe we Włocławku),
- Ciech:
- CIECH Pianki (dawne Zakłady Chemiczne „Zachem S.A”), z siedzibą w Bydgoszczy,
- CIECH Sarzyna S.A. (dawne Zakłady Chemiczne Organika-Sarzyna) z siedzibą w Nowej Sarzynie,
- CIECH Soda Polska S.A., wchodzące w jej skład: zakłady sodowe w Janikowie i Inowrocławiu,
- CIECH Vitrosilicon S.A., wchodzące w skład zakłady w Żorach i Iłowej.

Grupa Azoty S.A. – przedsiębiorstwo z branży chemicznej zlokalizowane w Mościcach, dzielnicy Tarnowa, to największy koncern chemiczny w Polsce, założone w 1927 roku.

W 2010 roku Zakłady Azotowe w Tarnowie-Mościcach nabyły większościowy pakiet (52,5%) akcji Zakładów Azotowych Kędzierzyn. Nabycie kolejnych 41% akcji miało miejsce w 2011 i pozwoliło na rozpoczęcie procesu konsolidacji obu przedsiębiorstw. W sierpniu 2011 spółka nabyła także 66% akcji Zakładów Chemicznych Police.

Konsolidacja, zwłaszcza zakładów wielkiej syntezy chemicznej, i przenoszenie produkcji w kierunku tańszych surowców to istotne trendy na światowych rynkach chemicznych. Są one widoczne również w Polsce. W 2012 roku utworzono Grupę Azoty S.A. w skład której weszły Zakłady Azotowe w Tarnowie-Mościcach S.A., Zakłady Azotowe Puławy S.A., Zakłady Chemiczne Police S.A., Zakłady Azotowe Kędzierzyn S.A. oraz spółki-córki tych firm.

Według danych z roku 2016 Grupa Azoty była drugim pod względem wielkości producentem nawozów mineralnych oraz trzecim – nawozów wieloskładnikowych w Unii

Europejskiej. Ma też znaczącą pozycję na rynku tworzyw konstrukcyjnych, alkoholi OXO i plastyfikatorów. Produkcja prowadzona jest w zakładach w Tarnowie, Puławach, Kędzierzynie-Koźlu, Policach, Gdańsku, Grzybowie, Chorzowie i Guben.

Tabela 5.18. Struktura akcjonariatu Grupy Azoty S.A.

Akcjonariusz	Liczba akcji	Udział w kapitale	Liczba głosów	Udział w ogólnej liczbie głosów
Skarb Państwa	32,734,509	33,00%	32,734,509	33,00%
Norica Holding S.A.R.L. (pośrednio 19,82%)	407	0,41%	406,998	0,41%
Opansa Enterprises Limited*	9,430,000	9,51%	9,430,000	9,51%
Rainbee Holdings Limited*	9,820,352	9,90%	9,820,352	9,90%
ING OFE	9,883,323	9,96%	9,883,323	9,96%
TFI PZU S.A.	8,530,189	8,60%	8,530,189	8,60%
Europejski Bank Odbudowy i Rozwoju	2,850,000	2,87%	2,850,000	2,87%
Pozostali	25,540,113	25,75%	25,540,113	25,75%
Razem	99,195,484	100,00%	99,195,484	100,00%

*spółka bezpośrednio zależna od Norica Holding S.A.R.L.

W tym:

akcje serii AA i B 39 116 421

akcje serii C 24 999 023

akcje serii D 35 080 040⁷⁷

Grupa Azoty S.A. utworzona na bazie Zakładów Azotowych w Tarnowie-Mościcach tworzy Grupę Kapitałową, w skład której wchodzi między innymi spółki-córki:

- Grupa Azoty Zakłady Azotowe „Puławy” S.A. (skrótowa nazwa: Grupa Azoty PUŁAWY) – polska grupa chemiczna z siedzibą w Puławach, specjalizująca się w wielkotonażowej produkcji nawozów azotowych, jeden z największych na świecie producentów melaminy.

- Grupa Azoty Zakłady Chemiczne „Police” S.A. (skrótowa nazwa: Grupa Azoty POLICE, dawniej: Zakłady Chemiczne „Police”)

⁷⁷ Źródło: <http://tarrow.grupyazoty.com/pl/relacje/spolka/struktura>

- Grupa Azoty Zakłady Azotowe Kędzierzyn S.A. (skrótowa nazwa: Grupa Azoty ZAK S.A., dawniej: ZAK S.A.)
- Grupa Azoty Polyolefins S.A. – spółka powołana w celu wybudowania w Policach kompleksu chemicznego produkującego propylen i polipropylen
- Compo Expert GmbH(niem.) – producent nawozów specjalistycznych
- Grupa Azoty ATT Polymers GmbH – producent poliamidu 6 (PA6).
- Grupa Azoty Kopalnie i Zakłady Chemiczne Siarki „Siarkopol” S.A. (skrótowa nazwa: Grupa Azoty SIARKOPOL, dawniej: KiZCHS Siarkopol S.A. w Grzybowie)
- Grupa Azoty Koltar Sp. z o.o. (skrótowa nazwa: Grupa Azoty KOLTAR) – wykonywanie licencjonowanych przewozów towarów, wynajem taboru kolejowego, remonty i utrzymanie nawierzchni torowej.
- Grupa Azoty Polskie Konsorcjum Chemiczne Sp. z o.o. (skrótowa nazwa: Grupa Azoty PKCh)
- Grupa Azoty Jednostka Ratownictwa Chemicznego Sp. z o.o. (skrótowa nazwa: Grupa Azoty JRCh) – wykonuje usługi w zakresie ratownictwa chemicznego.
- Grupa Azoty Automatyka Sp. z o.o. (skrótowa nazwa: Grupa Azoty AUTOMATYKA) – główna dziedzina działalności to automatyka przemysłowa.
- Grupa Azoty PROReM Sp. z o.o. (skrótowa nazwa: Grupa Azoty PROREM) – instalacje technologiczne dla przemysłu chemicznego energetycznego, spożywczego i innych.

W ostatnich kilku latach Grupa Azoty zrealizowała strategię konsolidacji najważniejszych firm polskiego przemysłu chemicznego. Wśród skonsolidowanych spółek znalazły się polskie firmy Wielkiej Syntezy Chemicznej: Zakłady w Tarnowie, Kędzierzynie-Koźlu, Policach i Puławach (wraz z zakładami w Gdańsku i Chorzowie).

W dążeniu do konsolidacji, grupa opracowała strategię działalności obejmującą m.in.: misję i wizję, kierunki rozwoju, strategię produktową, innowacyjności, działalności operacyjnej i handlowej, zarządzania korporacyjnego, strategię finansów i politykę dywidend.

Strategia produktowa koncentruje się na czterech obszarach: nawozy mineralne, tworzywa, energetyka i chemikalia. Grupa Azoty posiada rozproszony akcjonariat.

Największe spółki w koncernie to:

Azoty Tarnów S.A. to jeden z największych przedsiębiorstw producentów nawozów mineralnych i chemikaliów. Zakłady zadebiutowały na warszawskiej giełdzie w czerwcu

2008 roku, oferta publiczna przyniosła spółce boisko 295 mln zł na inwestycje. 49 proc. akcji ma należąca do Skarbu Państwa Nafta Polska S.A.; blisko 3,5 proc. akcji posiada sam Skarb Państwa. Ponad 10 proc. należy do PGNiG, a 6,54 proc. – do Ciechu.

Zakłady Azotowe „Puławy” S.A. od ponad 40 lat są liderem polskiego przemysłu nawozowo-chemicznego. Sprzedaż chemikaliów stanowi obecnie 40 proc. ogólnej produkcji i sukcesywnie rośnie; Puławy specjalizują się w melaminie. Skarb Państwa posiada 40,73 proc. akcji spółki.

W tabeli 7.17. są podane modele dyskryminacyjne do prognozowania zagrożenia spółki zakładów Chemicznych Police za lata 2018-2020.

Wskazane modele dyskryminacyjne konstruowane są oparciu o dane finansowe. Wykorzystanie danych w trakcie badania analizy dyskryminacyjnej jest pomocnym narzędziem do oceny zasadności kontynuacji działalności. Pozwala to również podnieść wiarygodność obrotu gospodarczego i dużo wcześniej wskazywać jednostki zagrożone upadłością, co pomoże kierownictwo tych jednostek podjęciu stosownych działań zaradczych. W wyniku przeprowadzenia testowania 12 modeli zagrożenia upadłością w Zakładach Chemicznych w Policach ustalono w 3 modelach.

Tabela 5.19. Analiza możliwości kontynuowania działalności gospodarczej zakładów chemicznych Police.

Rekapitulacja przeprowadzonej analizy możliwości kontynuowania działalności wg przedstawionych powyżej modeli Z-scoringowych				
Nazwa modelu	wynik przeprowadzonego testu za rok 2020	zastosowany wzorec modelu		
Ogólna konstrukcja modelu		$Z_i \text{ INE PAN} = w_0 + w_1 * x_1 + w_2 * x_2 + \dots + w_n * x_n$		
szczegółowe	$Z_i=1$	$Z_i=1 \text{ INE PAN} = 5,577 * Wsk.1 + 1,427 * Wsk.2 + 0,154 * Wsk.3 + 0,310 * Wsk.4 + 1,937 * Wsk.5 + 1,598 * Wsk.6 + 3,203 * Wsk.7 + 0,436 * Wsk.8 + 0,192 * Wsk.9 + 0,140 * Wsk.10 + 0,386 * Wsk.11 + \text{Log10 Aktywów} - 9,832$		
szczegółowe	$Z_i=2$	$Z_i=2 \text{ INE PAN} = 5,837 * Wsk.1 + 2,231 * Wsk.2 + 0,222 * Wsk.3 + 0,496 * Wsk.4 + 0,945 * Wsk.5 + 2,028 * Wsk.6 + 3,472 * Wsk.7 + 0,495 * Wsk.8 + 0,166 * Wsk.9 + 0,195 * Wsk.10 + 0,030 * Wsk.11 - 0,392$		
szczegółowe	$Z_i=3$	$Z_i=3 \text{ INE PAN} = 5,896 * Wsk.1 + 2,831 * Wsk.2 + 0,539 * Wsk.5 + 2,538 * Wsk.6 + 3,655 * Wsk.7 + 0,467 * Wsk.8 + 0,179 * Wsk.9 + 0,226 * Wsk.10 + 0,168 * Wsk.11 - 0,678$		
szczegółowe	$Z_i=4$	$Z_i=4 \text{ INE PAN} = 6,028 * Wsk.1 + 6,546 * Wsk.2 + 1,546 * Wsk.5 + 1,463 * Wsk.6 + 3,585 * Wsk.7 + 0,363 * Wsk.9 + 0,172 * Wsk.10 + 0,114 * Wsk.11 - 0,593$		
szczegółowe	$Z_i=5$	$Z_i=5 \text{ INE PAN} = 9,004 * Wsk.2 + 1,177 * Wsk.5 + 1,889 * Wsk.6 + 3,134 * Wsk.7 + 0,500 * Wsk.9 + 0,160 * Wsk.10 + 0,749 * Wsk.11 - 1,962$		
szczegółowe	$Z_i=6$	$Z_i=6 \text{ INE PAN} = 9,478 * Wsk.2 + 3,613 * Wsk.5 + 3,246 * Wsk.7 + 0,455 * Wsk.9 + 0,802 * Wsk.11 - 2,478$		
szczegółowe	$Z_i=7$	$Z_i=7 \text{ INE PAN} = 9,498 * Wsk.2 + 3,566 * Wsk.5 + 2,903 * Wsk.7 + 0,452 * Wsk.9 - 1,498$		
Model B. Prusaka		$ZBP2 = 1,4383 * x_1 + 0,1878 * x_2 + 5,0229 * x_3 - 1,8713$		
Model B. Prusaka		$ZBP1 = 6,5245 * x_1 + 0,1480 * x_2 + 0,4061 * x_3 + 2,1754 * x_4 - 1,5685$		
Model "poznauński"		$ZHCP = 3,562 * x_1 + 1,588 * x_2 + 4,288 * x_3 + 6,719 * x_4 - 2,368$		
Model A. Haldy		$ZHI = 0,605 + 6,81 * 10^{-1} PWP - 1,96 * 10^{-2} SZ + 9,69 * 10^{-3} ZM - 6,72 * 10^{-4} WOZO + 1,57 * 10^{-1} RM$		
Model J. Gajdki i D. Stosa (1)		$Z = 0,20098985 * x_1 + 0,0013027 * x_2 + 0,7609754 * x_3 - 0,9659628 * x_4 + 0,341096 * x_5$		
Podsumowanie wyników	Wynik testu Strefa pośrednia = Zagrożenie upadłością	W wyniku przeprowadzenia testowania 12 modeli zagrożenia upadłością ustalono w 3 modelach.		

Inwestycje koncernu w latach 2014-2020

Na latach 2014-2020 koncern planował inwestycje w zakresie: produkcji amoniaku, granulacji mechanicznej, roztworu saletrzano-mocznikowego, produkcji kwasu fosforowego, poliamidu, oraz plastyfikatorów. Było to 68 projektów inwestycyjnych o wartości 7 mld zł.

- Inwestycje w zakładach w Tarnowie: nowa wytwórnia tworzywa sztucznego poliamid 6, o mocy produkcyjnej 80 tysięcy ton rocznie (w efekcie Grupa Azoty stanie się drugim producentem tego tworzywa w Europie); nowa instalacja granulacji nawozów sztucznych o wartości 140 mln zł; modernizacja instalacji c-nonu z fenolu, rozbudowa instalacji przetwórstwa poliamidów oraz wprowadzenie na rynek nowej generacji katalizatora żelazowo-chromowego.

- Inwestycje w zakładach Grupy Azoty POLICE w Policach: powołana została spółka celowa Grupa Azoty Polyolefins S.A. (wcześniej PDH Polska S.A.) do budowy kompleksu chemicznego produkującego propylen i polipropylen. Koszt inwestycji szacuje się na ok. 1,5 mld euro – będzie to najnowocześniejsza i największa instalacja tego typu w Europie obejmująca m.in. rozbudowę polickiego portu o terminal chemikaliów płynnych, których docelowo ma obsługiwać dostawy LNG.

- Inwestycje w zakładach Grupy Azoty PUŁAWY w Puławach: budowy bloku energetycznego o mocy 440 Mw, nowa instalacja granulacji nawozów, a także modernizacja starej oraz budowa nowej linii kwasu azotowego.

- Inwestycje w zakładach Grupy Azoty ZAK w Kędzierzynie-Koźlu: budowa nowej elektrociepłowni, produkującej 25 MW energii elektrycznej oraz 140 Mg/h megawatów energii termicznej; instalacja do produkcji RSM.

- Podpisanie, 6 września 2018 r., warunkowej umowy nabycia 100% udziałów w niemieckiej spółce Goat TopCo GmbH kontrolującej grupę COMPO EXPERT, za nie więcej niż 235 mln €. Firma działa w obszarze nawozów specjalistycznych.



Rys. 5.3. Inwestycje giełdowych firm chemicznych

Polimery Police to jedna z największych inwestycji w historii polskiego przemysłu chemicznego, warta ponad 5 mld zł. Za tę kwotę do 2022 roku w Policach ma ruszyć produkcja polipropylenu. Problem w tym, że inwestycję właśnie zaczęli torpedować Rosjanie. Na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy Grupy Azoty rosyjska spółka Acron, mająca 20 proc. udziałów w polskim koncernie, sprzeciwiła się podjętej uchwale dotyczącej finansowania projektu Polimery Police. Wszystkie środki z tej emisji w wysokości 1,1 mld zł mają być przeznaczone na kapitał własny spółki celowej, realizującej ten projekt [Michałowski, 2019].

To była próba zablokowania naszej najważniejszej inwestycji. Do tej pory przedstawiciele Acronu, mniejszościowego akcjonariusza, zachowywali się biernie, czyli w głównych głosowaniach wstrzymywali się – mówił prezes Grupy Azoty. Tym razem głosowali przeciw. Postąpili tak po raz pierwszy od czasu brutalnej próby przejęcia Azotów sprzed kilku lat, dokonanej przez Acron.

Wspomniana próba przejęcia polskiej spółki miała miejsce w czerwcu 2012 roku. Acron złożył wtedy wezwanie na zakup 66 proc. Azotów Tarnów. W dwóch kolejnych latach Rosjanie nabyli akcje za ponad 1 mld zł, ale ich ekspansję udało się zatrzymać dzięki połączeniu w 2013 roku Zakładów Azotowych w Tarnowie i w Puławach, co rozводniło udziały Rosjan i w efekcie mają oni obecnie około 20 proc. akcji Grupy Azoty.

Niektórzy niezależni eksperci próbowali przedstawić nieprawdziwe informacje na temat opłacalności Polimerów Police – podkreśla prezes. Twierdzili na przykład, że nie tylko Rosjanie mogą mieć pewne wątpliwości do co tej inwestycji, ponieważ jest ona kosztowna i kapitałochłonna. Ponadto jest sporo czynników ryzyka, które mogą sprawić, że nie będzie tak rentowna, jak oczekiwaliby inwestorzy.

Prezes Grupy Azoty odpierał te zarzuty, ponieważ jego zdaniem Polimery Police to niezwykle istotna inwestycja dla spółki i dla całej polskiej gospodarki. Zwraca przy tym uwagę na zainteresowanie rosyjskich koncernów polipropylenem, wręcz na boom inwestycyjny z tym zakresie. Według niego Rosjanie woleliby, żeby polipropylen był produkowany u nich, a nie w Polsce.

Kolejną ogromną inwestycją petrochemiczną realizuje Grupa Azoty. Chodzi o projekt budowy w Policach fabryki polipropylenu.

Grupa Azoty chcą zbudować przy swoich polickich zakładach chemicznych kompleks produkcyjny, składający się z instalacji do produkcji propylenu i polipropylenu, portu z bazą zbiorników na surowce oraz infrastruktury pomocniczej i logistycznej. Prace

na budowie, które prowadzi Hyundai, już ruszyły. Zgodnie z harmonogramem kompleks ma ruszyć z końcem 2022 r.

Inwestycja ma zwiększyć przychody całej Grupy Azoty do 12,1 mld zł w 2024 r. i poprawić jej marżę. Chemiczna spółka podkreśla, że większość instalacji do produkcji polipropylenu zlokalizowana jest w Europie Zachodniej. Dzięki nowej inwestycji będzie łatwiejsza obsługa klientów z Europy Centralnej. Wskazuje też na globalną nadwyżkę propanu oraz niedobór polipropylenu na polskim i europejskim rynku. Inwestor zwraca też uwagę na przewagę w kosztach produkcji polipropylenu dzięki zastosowaniu najnowszych technologii. Instalacja Azotów ma mieć również przewagę logistyczną nad konkurencyjnymi zakładami w Europie Zachodniej z uwagi na sprzyjającą lokalizację w centrum europejskich rynków o wysokim popycie na polipropylen.

Ostatecznie finalizujemy trwające wiele miesięcy prace związane z zapewnieniem finansowania projektu. To jedna z największych obecnie inwestycji nie tylko w polskim, ale też europejskim przemyśle. Grupie Azoty pozwoli na strategiczną dywersyfikację przychodów, a nasz kraj dzięki niej z importera polipropylenu stanie się jego eksporterem – stwierdził prezes Grupy Azoty.

W projekcie biorą udział Grupa Lotos i dwaj inwestorzy koreańscy – Hyundai Engineering i Korea Overseas Infrastructure & Urban Development Corporation (KIND), których łączny udział w finansowaniu inwestycji wyniesie ok. 1 mld zł. Wkład Lotosu sięgnie 500 mln zł, a łączny wkład Hyundai i KIND ukształtuje się na porównywalnym poziomie 130 mln dolarów.

Dodatkowo nieco ponad 1 mld dolarów kredytu Azoty pozyskały od konsorcjum 11 międzynarodowych i polskich instytucji finansowych [Oksińska, 2020].

Acron (ros. Акрон) – rosyjski koncern składający się z kilku podmiotów, działający w przemyśle chemicznym, mający swą siedzibę w Nowogrodzie Wielkim. Jest to spółka publiczna zatrudniająca ok. 11200 osób.

Przedsiębiorstwo zostało założone w 1961 roku, jest jednym z wiodących producentów nawozów mineralnych na świecie. Przedsiębiorstwo posiada udziały w spółkach branży chemicznej w kilku krajach świata, m.in. w Kanadzie.

Grupa Acron jest światowym producentem nawozów mineralnych. Poza rynkiem rosyjskim spółka zdobyła mocną pozycję w Chinach, Tajlandii, Brazylii oraz Stanach Zjednoczonych. Ze względu na produkcję mineralnych nawozów wieloskładnikowych zawierających azot, fosfor i potas w postaci przyswajalnej przez rośliny (nawozy klasy NPK)

zajmuje pierwsze miejsce w Rosji oraz jedno z pierwszych miejsc na świecie.

Głównymi aktywami Grupy są spółki Acron i Dorogobuż, które były głównymi producentami nawozów mineralnych w Związku Radzieckim. Po upadku radzieckiego systemu obie spółki sprywatyzowano. Na początku tego wieku Grupa rozpoczęła budowę holdingu.⁷⁸ W skład Grupy wchodzi spółki odpowiadające za wydobycie surowców i produkcję nawozów oraz spółki organizujące logistykę i zbyty produkcji.

Wśród firm Grupy Acron są trzy specjalizujące się w produkcji amoniaku, a także nawozów wieloskładnikowych.

Obecnie rosyjskie koncerny Sibur i Gazprom Neft przyjęły pełną kontrolę nad spółką Poliom i jej fabryką w Omsku. Ta wytwarza ponad 200 tys. ton polipropylenu rocznie. Dodatkowo rosyjska spółka chemiczna Titan, która sprzedała te udziały, realizuje dużą inwestycję w produkcję polietylenu w Pskowie.

W Polsce za pośrednictwem zależnego od siebie holdingu Norica Holding koncern jest w posiadaniu około 20 procent udziałów w Grupie Azoty .SA. W 2012 roku grupa Acron oskarżana była o próbę „wrogiego przejęcia” spółki Azoty Tarnów należącej do Grupy Azoty, poprzez przejęcie w niej pakietu kontrolnego akcji.

W 2012 roku, kiedy akcjami w notowanych na giełdzie Azotach Tarnów zainteresował się izraelsko-rosyjski przemysłowiec Władysław Kantor, rozpętała się burza. Kontrolowana przez państwo strategiczna spółka stała się obiektem wrogiego przejęcia, które miało duże szanse powodzenia. Aby ostudzić zapał biznesmena, rząd Polski połączył zakłady chemiczne w Puławach, Policach i Tarnowie, znacząco podnosząc wartość spółki.

Acron zgromadził przez cztery lata 20 proc. akcji Grupy Azoty. Zaczęło się od kupna za 103 mln dolarów 12 proc. akcji Azotów Tarnów w 2012 roku. Do końca tamtego roku zwiększył swój udział do 13,8 proc. i ogłosił wezwanie z planem przejęcia dwóch trzecich akcji. Nie przystał na to Skarb Państwa, właściciel 32 proc. akcji oraz PZU (10 proc.). Wkrótce potem Azoty Tarnów złożyły wezwanie na akcje Zakładów Azotowych Puławy. W tym celu wyemitowano za 1,5 mld zł akcje Tarnowa dla udziałowców Puław i Skarb Państwa zwiększył kontrolę nad całością.

⁷⁸ Holding jest spółką dysponującą pakietem kontrolnym akcji innych firm. Teoretycznie wystarczy posiadanie nieco więcej niż 50% akcji innych spółek, aby je można było kontrolować. Spółki akcyjne, wchodzące w skład holdingu dysponują kapitałem własnym i uzyskanym ze sprzedaży obligacji oraz same kontrolują inne przedsiębiorstwa, dlatego też holding może kontrolować kapitał wielokrotnie przewyższający jego własny kapitał. Przykładami holdingów w Polsce są: Holding spółki węglowe, a w skali międzynarodowej: General Motors czy Imperial Chemical Industries.

Dodatkowo w 2013 r. rząd wprowadził zapis do statutu, który ograniczał możliwość głosowania pakietem większym niż 20 proc. przez wszystkich udziałowców z wyjątkiem Skarbu Państwa. Acron jednak nie rezygnował. W połączonej spółce o zmienionej nazwie Grupa Azoty Rosjanie mieli 15,3 proc. akcji, na rynku dokupili jeszcze później tyle, żeby dysponować pakietem 20 proc. (za 4,1 mld rubli). Najwyraźniej mieli nadzieję, że uda im się w końcu dogadać z właścicielami lub... przejmą kontrolę do spółki z innym akcjonariuszem.

Ujawnienie planów przejęcia zarządzania w OFE przez przyszły państwowy fundusz emerytalny również miało nieoczekiwany dobroczynny wpływ dla Grupy Azoty. Pojawienie się tej informacji mogło zaważyć na decyzji Władysława Kantora o odstąpieniu od próby przejęcia polskiej spółki chemicznej.

Obecny skład akcjonariatu Grupy Azoty obejmuje udziały Skarbu Państwa z 33 proc. proc. akcji, spółki Kantora z 20 proc., ING OFE z prawie 10 proc., TFI PZU z 8,6 proc. i Europejskiego Banku Odbudowy i Rozwoju z 5,75 proc. Gdyby spółki rosyjskie miały przychylną ING OFE i EBOiR-u oraz któregoś z mniejszościowych akcjonariuszy, mogłyby przejąć władzę i zmienić statut na bardziej korzystny dla Rosjan.

22 listopada 2019 r. na nadzwyczajnym walnym zgromadzeniu Grupy Azoty jeden z akcjonariuszy złożył deklarację objęcia 93 mln akcji nowej emisji, z których pieniądze mają sfinansować projekt Polimery Police. Gdyby je rzeczywiście objął, uzyskałby w podwyższonym kapitale spółki z Polic 50 proc. plus jedną akcję i teoretycznie mógłby ją wrogo przejąć.

Wiadomo, że nie byłyby to jego pieniądze, zwłaszcza że – jak ustalono – ów akcjonariusz to radca prawny ze Śląska. Kto w takim razie wyłożyłby miliard? – Z analizy liczby głosów oddanych na walnym zgromadzeniu dwa tygodnie wcześniej wynika, że człowiek ten głosował przeciwko uchwale dotyczącej finansowania Polimerów, a więc tak jak posiadający 20 proc. udziałów w Grupie Azoty rosyjski Acron – twierdzi prezes Polic.

Rosjanie z Acronu już w 2012 r. próbowali wrogo przejąć Azoty Tarnów. Teraz chcieli zablokować jedną z największych inwestycji w polskim przemyśle – projekt Polimery Police i najwyraźniej zamierzali przejąć kontrolę nad spółką z Polic, jednym z największych polskich przedsiębiorstw chemicznych.

Gdyby doszło do sytuacji, że wspomniany akcjonariusz objąłby 93 mln akcji z emisji liczącej 110 mln, to biorąc pod uwagę, że obecnie liczba akcji Polic wynosi 75 mln, w podwyższonym kapitale spółki uzyskałby 50 proc. plus jedną akcję, na podstawie której

złożyłby zapis w ofercie – wyjaśnia prezes Polic.

Jednak zgodnie z art. 338 § 2 K.s.h. pierwszeństwo mają inwestorzy, którzy są założycielami w ramach realizacji prawa poboru i dostaną tyle akcji, na ile się zapisali. Zapisy dodatkowe zostaną zredukowane proporcjonalnie do tego, ile akcji nie zostanie objętych w drodze prawa poboru. Dziwny udziałowiec szanse na objęcie 93 mln akcji ma zerowe – ocenia prezes.

Jeżeli w wyniku wezwania Acron kupiłby akcje dające ponad 33 proc. ogólnej liczby głosów na WZ, to zgodnie z prawem nie musiałby ponawiać wezwania na 66 proc. "Dzięki temu mógłby zwiększać pakiet posiadanych akcji poza trybem tzw. dużego wezwania. To dałoby mu większą swobodę w nabywaniu akcji i prowadzeniu indywidualnych negocjacji z instytucjami finansowymi. W takim scenariuszu Acron poważnie liczyłby się w rozgrywce o przejęcie kontroli nad spółką.

W przesłanym komunikacie spółka podkreśliła, że "Grupa Kapitałowa Azoty Tarnów odniosła duży sukces, Zakłady Azotowe w Tarnowie-Mościcach S.A. obroniły się przed wrogim wezwaniem". Dodano, że nieznane są ZA Tarnów powody, dla których rosyjski Acron przedłużał kilka razy terminy wezwania do zapisywania się na sprzedaż akcji Tarnowa, ani też dlaczego zdecydował się kupić mniejszościowy pakiet akcji Tarnowa. Mimo iż wcześniej deklarował, że wykup akcji nastąpi przy osiągnięciu progu 66 proc. akcji Azotów Tarnów.

Nawet bardzo istotne podwyższenie ceny z wezwania, jak widać, nie pozwoliło Grupie Acron osiągnąć swojego celu" - stwierdził prezes Azotów Tarnów. "Zarząd Spółki z satysfakcją zapoznał się z podsumowaniem rezultatów, jakie osiągnął Wzywający. Wyniki kilkutygodniowych prób przejęcia firmy przez spółkę Norica Holding są na pewno mało satysfakcjonujące dla Wzywającego. Świadczą jednak niezbiecie, że akcjonariusze Zakładów Azotowych w Tarnowie-Mościcach S.A. zdecydowali się zaufać Spółce, która notuje już duże osiągnięcia - dodał prezes.

Całość planu opierać się mogła tylko na przychylności funduszy emerytalnych. Jak tu jednak na nią liczyć, skoro pojawiły się deklaracje ze strony państwa o scaleniu OFE w jeden fundusz, zarządzany przez państwowe instytucje? W ten sposób potencjalny plan Władysława Kantora traci rację bytu.

Acron posiadał 19 670 764 akcji (19.82%) w akcjonariacie Grupy Azoty S.A. poprzez swoją spółkę Norica Holding S.A. R.J. w Polsce. Rekapitulację przeprowadzonej analizy możliwości kontynuowania działalności według przedstawionych modeli

Z- scoringowych Acronu przedstawia tabela 5.18. W wyniku przeprowadzenia testowania 12 modeli zagrożenia upadłością ustalono w 3 modelach.

Tabela 5.18. Rekapitulacja przeprowadzonej analizy możliwości kontynuowania działalności według modeli Z-scoringowych Acron sp. z o.o.

Rekapitulacja przeprowadzonej analizy możliwości kontynuowania działalności wg przedstawionych powyżej modeli Z-scoringowych Acron sp. z o.o.			
Nazwa modelu	wynik przeprowadzonego testu za rok 2020	zastosowany wzorek modelu	
Ogólna konstrukcja modelu		$Z_i \text{ INE } PAN = w_0 + w_1 * x_1 + w_2 * x_2 + \dots + w_n * x_n$	
szczegółowe $Z_i=1$	brak zagrożenia	$Z_i = 1 \text{ INE } PAN = 5,577 * Wsk.1 + 1,427 * Wsk.2 + 0,154 * Wsk.3 + 0,310 * Wsk.4 + 1,937 * Wsk.5 + 1,598 * Wsk.6 + 3,203 * Wsk.7 + 0,436 * Wsk.8 + 0,192 * Wsk.9 + 0,140 * Wsk.10 + 0,386 * Wsk.11 + \text{Log}10(\text{Aktywność}) - 9,832$	
1			
szczegółowe $Z_i=2$	brak zagrożenia	$Z_i = 2 \text{ INE } PAN = 5,837 * Wsk.1 + 2,231 * Wsk.2 + 0,222 * Wsk.3 + 0,496 * Wsk.4 + 0,945 * Wsk.5 + 2,028 * Wsk.6 + 3,472 * Wsk.7 + 0,495 * Wsk.8 + 0,166 * Wsk.9 + 0,195 * Wsk.10 + 0,030 * Wsk.11 - 0,392$	
2			
szczegółowe $Z_i=3$	brak zagrożenia	$Z_i = 3 \text{ INE } PAN = 5,896 * Wsk.1 + 2,831 * Wsk.2 + 0,539 * Wsk.5 + 2,538 * Wsk.6 + 3,655 * Wsk.7 + 0,467 * Wsk.8 + 0,179 * Wsk.9 + 0,226 * Wsk.10 + 0,168 * Wsk.11 - 0,678$	
3			
szczegółowe $Z_i=4$	brak zagrożenia	$Z_i = 4 \text{ INE } PAN = 6,028 * Wsk.1 + 6,546 * Wsk.2 + 1,546 * Wsk.5 + 1,463 * Wsk.6 + 3,585 * Wsk.7 + 0,363 * Wsk.9 + 0,172 * Wsk.10 + 0,114 * Wsk.11 - 0,593$	
4			
szczegółowe $Z_i=5$	brak zagrożenia	$Z_i = 5 \text{ INE } PAN = 9,004 * Wsk.2 + 1,177 * Wsk.5 + 1,880 * Wsk.6 + 3,134 * Wsk.7 + 0,500 * Wsk.9 + 0,160 * Wsk.10 + 0,749 * Wsk.11 - 1,962$	
5			
szczegółowe $Z_i=6$	brak zagrożenia	$Z_i = 6 \text{ INE } PAN = 9,478 * Wsk.2 + 3,613 * Wsk.5 + 3,246 * Wsk.7 + 0,455 * Wsk.9 + 0,802 * Wsk.11 - 2,478$	
6			
szczegółowe $Z_i=7$	brak zagrożenia	$Z_i = 7 \text{ INE } PAN = 9,498 * Wsk.2 + 3,566 * Wsk.5 + 2,903 * Wsk.7 + 0,452 * Wsk.9 - 1,498$	
7			
Model B. Prusaka	uwaga strefa pośrednia	$ZBP2 = 1,4383 * x_1 + 0,1878 * x_2 + 5,0229 * x_3 - 1,8713$	
8			
Model B. Prusaka	uwaga strefa pośrednia	$ZBP1 = 6,5245 * x_1 + 0,1480 * x_2 + 0,4061 * x_3 + 2,1754 * x_4 - 1,5685$	
9			
Model 'poznajski'	brak zagrożenia	$ZHCP = 3,562 * x_1 + 1,588 * x_2 + 4,288 * x_3 + 6,719 * x_4 - 2,368$	
10			
Model A. Holdy	brak zagrożenia	$ZHI = 0,605 + 6,81 * 10^{-1} PWP - 1,966 * 10^{-2} SZ + 9,69 * 10^{-3} ZM + 6,72 * 10^{-4} WOZO + 1,57 * 10^{-1} RM$	
11			
Model J. Gajdki i D. Stosa (1)	zagrożony upadłością	$Z = 0,20098985 * x_1 + 0,0013027 * x_2 + 0,7609754 * x_3 + 0,9659628 * x_4 - 0,341096 * x_5$	
12			
Podsumowanie wyników	Wynik testu	W wyniku przeprowadzenia testowania 12 modeli zagrożenia upadłością ustalono w 3 modelach.	
	Strefa pośrednia = Zagrożenie upadłością		

W połowie 2019 r. spółki Acrona zmniejszyły swój udział w Grupie Azoty o 0,3 punktu procentowego. Taka transakcja nie przeszła jednak bez echa, gdyż giełda ma ograniczoną płynność. Pakiet 0,3 proc. akcji, czyli 300 tysięcy sztuk to tyle samo, ile wynoszą zazwyczaj tygodniowe obroty akcjami Grupy Azoty. Dlatego w maju kurs spadł aż o 22 proc. po 10-procentowym spadku kursu w kwietniu 2019.

Co W. Kantor zrobi z resztą swoich akcji? Na pytanie money.pl Rosjanie odpowiedzieli, że nie komentują sytuacji. "Puls Biznesu" sugeruje, że Acron bada możliwości sprzedaży reszty posiadanego pakietu. Wśród potencjalnych kupców wymieniany jest Skarb Państwa. Kontrolowana przez W. Kantora spółka wzięła pod uwagę wyjście z inwestycji po tym, jak polski rząd wpisał chemiczną firmę na listę spółek o strategicznym znaczeniu, co umożliwia ministrowi skarbu zablokowanie wejścia podmiotów trzecich do akcjonariatu spółki.

Z punktu widzenia Skarbu Państwa ewentualnej transakcji sprzyja ostatnia obniżka kursu Azotów. W sumie od początku kwietnia 2019 akcje spółki straciły na wartości 20 procent. Dodatkowo Ministerstwo Skarbu mogłoby skorzystać z pieniędzy zgromadzonych w funduszu reprivatyzacji lub poprosić o wsparcie PGNiG, gdyż chemiczna firma jest największym odbiorcą gazu w Polsce. Pochodzący z Rosji udziałowiec może również sprzedać udziały na giełdzie, tak jak zrobił to w połowie maja 2019 roku.

Jeśli Acron chciałby sprzedać posiadany przez siebie pakiet Grupy Azoty, to prawdopodobnie na rynku znalazłyby się podmioty chcące odkupić akcje. Pytanie jest jednak na jak duże dyskonto do ceny rynkowej musiałby się zgodzić Acron. Pamiętać trzeba, że Grupa Azoty posiada praktycznie zerowe zadłużenie netto i dużą zdolność do generowania gotówki. Mimo obszernego programu inwestycyjnego grupa Azoty w przyszłości mogłaby zacząć wypłacać solidne dywidendy, co w większym stopniu przyciągnęłoby giełdowych inwestorów.

Rosjanie mieli zresztą dodatkowy powód, żeby sprzedawać. Co z tego, że dywidenda Grupy Azoty była wysoka, bo 83,3 mln zł (84 gr na akcję), skoro zyski spółki zależnej ZCh Police zostały obciążone gigantyczną kwotą strat na wycenie wartości złóż w Senegalu, które przy inwestycji w 2013 roku miały mieć wartość 300 mln zł. Ostatecznie okazały się bezwartościowe.

Warto mieć również na uwadze fakt, że ze względu na spadające ceny surowców, Acron na początku sierpnia sprzedał udziały w chińskim Hongri-Acron. W konsekwencji liczba zakładów spółki zmniejszyła się z trzech do dwóch.

W Dzienniku Urzędowym Unii Europejskiej opublikowano zaktualizowaną listę osób i podmiotów objętych sankcjami. Jest na niej Rosjanin Wiaczesław Mosze Kantor, posiadający niemal 20 proc. udziałów w Grupie Azoty S.A. W związku z tym polska spółka wydała oświadczenie. - Kantor nie kontroluje i nigdy wcześniej nie kontrolował spółki - przypomina Grupa Azoty. Rosyjski biznesman - poprzez spółki Norica Holding S.d.r.l. z siedzibą w Luksemburgu oraz Opansa Enterprises Limited z siedzibą na Cyprze i Rainbee Holdings Limited z siedzibą na Cyprze - pośrednio posiada 19,82 proc. akcji Grupy Azoty S.A.

Polska spółka zapewnia jednak, że Rosjanin „nie kontroluje i nigdy wcześniej nie jej kontrolował”. Dlaczego? Powody wskazano trzy - Kantor nie posiada odpowiednio dużego pakietu akcji Grupy Azoty S.A., nie przysługuje mu prawo powoływania zarządu, jego członków ani członków innych organów statutowych oraz „nie spełnia żadnych innych przesłanek kontroli nad Spółką”. Jak dodano, nie ma też przesłanek, by Grupa Azoty S.A. została objęta jakimikolwiek sankcjami.

„Grupa Azoty S.A. przestrzega wszystkich przepisów sankcyjnych, potępia agresję Rosji oraz wszelkie działania skierowane przeciwko Ukrainie, nie posiada żadnych relacji z Rządem Federacji Rosyjskiej, w związku z czym nie ma żadnego ryzyka objęcia Spółki sankcjami” - podkreślono.

5.11. Podsumowanie badań

Można stwierdzić, że w tych badanych spółkach publicznych nie doszło do wrogiego przejęcia. Poziom ten należy ocenić jako satysfakcjonujący. Należy mieć w tym względzie na uwadze, że przedmiotem badania był wpływ na poziom aktywności wyłącznie uwarunkowań zewnętrznych, które stanowią punkt wyjścia w zakresie oceny możliwości podejmowania aktywności na rynku M&A, jednak nie wyczerpują przesłanek branych pod uwagę w tym zakresie. Nawet w najbardziej sprzyjających okolicznościach rynkowych do realizacji transakcji generującej wartość dodaną dla właścicieli zaangażowanych w proces przedsiębiorstw niezbędne jest występowanie na rynku zainteresowanych udziałem w konsolidacji, atrakcyjnych pod względem operacyjnym, inwestycyjnym i strategicznym, spółek. Ponadto aktywność na rynku M&A nie może być kształtowana w całości za sprawą czynników zewnętrznych z uwagi na fakt, że w warunkach niedoskonałego rynku finansowego w rzeczywistości część uczestników rynku nie jest w stanie rzetelnie ocenić wpływu tych uwarunkowań na perspektywy inwestycyjne lub działa nieracjonalnie

znajdując się pod wpływem czynnika *hubris*. Dodatkowo należy ponownie wskazać na złożony charakter procesu transakcyjnego, który powoduje, że stosunkowo duża część zainicjowanych transakcji z różnych względów nie dochodzi do skutku co implikuje, że występują sytuacje, w których nie są finalizowane próby nabycia podjęte z uwzględnieniem sprzyjających uwarunkowań zewnętrznych.

Identyfikacja z wykorzystaniem podejść i metod audytu finansowego, wewnętrznych i zewnętrznych czynników ryzyka wrogiego przejęcia spółki publicznej i ustalenie modeluczesnego ostrzegania przed stają ewentualnością okazało się częściowo możliwe do zrealizowania.

Ocena dokonań może uwzględniać obiektywnej wymierne lub/i subiektywne mierniki. Do mierników obiektywnych zalicza się te możliwe do zweryfikowania, takie jak zyski księgowe, czy wartość sprzedanych produktów. I tutaj można wykorzystać metody analizy wskaźnikowe czy też metody analizy dyskryminacyjnej. Mierniki subiektywne koncentrują się na wieloczynnikowych, trudnych do zmierzenia zdarzeniach gospodarczych które występują w naukach prawnych, zarządzania, socjologicznych itp. W praktyce gospodarczej firmy wykorzystują obiektywne mierniki dokonań, uzupełniając je o mierniki subiektywne. Niemniej przy przejęciach mierniki subiektywne mają znaczącą rolę. Ich znaczenie jest znacznie większe niż sądziła doktorantka.

Zakończenie

Transakcje fuzji i przejęć stanowią integralny element gospodarki rynkowej, w której nieustannie zachodzą procesy gospodarcze skutkujące transferem praw własności. Głównym rodzajem tych praw, wymagającym rozpatrzenia w odrębnych kategoriach, są prawa do kontroli spółek.

W 2021 roku firmy przystąpiły do gromadzenia środków finansowych poprzez emisję akcji lub obligacji, duże podmioty wykorzystywały rynki kapitału akcyjnego do używania na nich własnych akcji jako waluty do kupowania udziałów, a potentaci finansowi zasilali spółki giełdowe. Ponadto, solidne wyniki firm i generalnie dobre prognozy gospodarcze upewniły prezesów, by zawierali duże umowy mimo potencjalnych przeciwności w rodzaju nacisków inflacyjnych.

W ciągu ponad 30 lat rozwoju rynku kapitałowego w Polsce, rynek kontroli urósł do rangi regionalnego centrum fuzji i przejęć, a transakcje M&A na stałe do systemu gospodarczego. Na rynku podczas tego okresu zmianom uległy zarówno instytucje otaczające rynek M&A, umożliwiające efektywną realizację jego wzrostu, jak i same transakcje, jakie się na nim dokonywały.

W badaniach przeprowadzonych w świecie niewielką uwagę przywiązuje się do rynków fuzji i przejęć, które znajdują się na wcześniejszym poziomie rozwoju niż rynki cechujące się wieloletnią historią, jak Stany Zjednoczone, Wielka Brytania, Niemcy. Dorobek teoretyczny dotyczący przyczyn realizacji fuzji i przejęć w tym wrogich przejęć oparty jest praktycznie w całości o badania przeprowadzone na tamtych rynkach kontroli.

Specyfika polskiego rynku fuzji i przejęć M&A sprawia, że sytuacjami na rynku krajowym może podlegać innym mechanizmom, oraz być uwarunkowana innymi czynnikami zewnętrznymi niż to ma miejsce na rynkach zachodnich. Zidentyfikowana w tym kontekście luka badawcza leżała u podstaw podjęcia problematyki niniejszej rozprawy i realizacji celu w postaci wskazania na znaczenie prawidłowego funkcjonowania systemu przeciwdziałającemu wrogim przejęciom. Autorka za główny cel rozprawy przyjęła:

- 1) opis istoty wrogich przejęć, instrumenty obronne,

2) identyfikacja, z wykorzystaniem podejść i metod audytu finansowego, wewnętrznych i zewnętrznych czynników ryzyka wrogiego przejęcia spółki publicznej i próby ustalenia modelu wczesnego ostrzegania przed taką ewentualnością,

3) określenie roli i funkcji zewnętrznego audytu finansowego w ocenie ryzyka wrogiego przejęcia spółki publicznej w Polsce. Przez wrogie przejęcie (ang. hostile takeover) rozumie się proces uzyskania kontroli nad spółką poprzez nabycie jej akcji w liczbie wystarczającej do kontroli i zarządzania nią, który to proces nie zyskał akceptacji kierownictwa spółki przejmowanej i spotkał się z opozycją zarządu lub rady nadzorczej na którymkolwiek etapie. W celu nabycia kontroli „najeźdźca” może wykorzystać różnorodne formy nabycia akcji. Należy też uwzględnić fakt, że co do zasady przyjazne przejęcia cechują się znacznie większym powodzeniem niż wrogie przejęcia.

Niemniej jednak, mimo popularności fuzji, często są one związane ze stratą pieniędzy ze strony nabywającego, po uwzględnieniu kosztów tej operacji. W rzeczywistości, nawet jeśli sprawozdanie z przepływu środków pieniężnych takiej operacji wykazuje dodatnie saldo, wiele transakcji powoduje duże ubytki w zasobach ludzkich firmy przejmowanej, co powoduje obniżenie spodziewanego przyrostu wartości rynkowej firmy przejmującej. Dlaczego więc nie rezygnuje się z tych transakcji mimo opisanych wad? Okazuje się bowiem, że przejęcia okazały się jednym z najpewniejszych sposobów połączenia ambitnych planów rozwoju firmy oraz rozsądnych zwrotów z inwestycji.

Patrzenie na wrogie przejęcia przez pryzmat słowa wrogie może powodować, że uznanie zyskają działania mające przeciwdziałać tym przejęciom, tylko dlatego, że są wrogiem wroga. Tymczasem działania podejmowane przez kierownictwo spółek publicznych w obliczu zagrożenia wrogim przejęciem mogą mieć na celu obronę przed niechcianym oferentem wynikającą z różnych pobudek. Obrona ta motywowana może być z jednej strony dbałością o interes akcjonariuszy i innych interesariuszy spółki, z drugiej zaś — chęcią obrony pozycji zagrożonego kierownictwa.

Celem niniejszej pracy jest też ocena sposobów obrony przed wrogim przejęciem w polskich warunkach z punktu widzenia ich skuteczności. Wymaga to spojrzenia na wrogie przejęcia jak na zwykły proces, za pomocą którego jedna ze stron konfliktu stara się realizować własne cele, druga zaś przeciwdziałać próbom podejmowanym przez pierwszą. Wymaga to powstrzymania się od oceny motywów przejmującego i przesłanek obrony podejmowanej przez kierownictwo spółki - celu.

Pozwoli także na bardziej wyważoną ocenę kosztów i korzyści ze stosowania poszczególnych technik obronnych.

Nie można jednak całkowicie przejść do porządku dziennego nad celami obrony, które w sposób oczywisty wpływają na ocenę skuteczności. W założeniach metodycznych pracy przyjęto, że obrona może służyć:

- 1) niedopuszczeniu do przejęcia (fundamentalna skuteczność obrony),
- 2) poprawie oferty przez przejmującego (taktyczna skuteczność obrony).

W zależności od przyjętego celu ocena skuteczności może być przeprowadzona innymi metodami i przynieść różne wyniki nawet w odniesieniu do tego samego procesu. Obrona mająca na celu niedopuszczenie do przejęcia spółki zostanie uznana za skuteczną, jeżeli oferent nie zdoła wymienić kierownictwa przejętej spółki, natomiast obrona mająca na celu poprawę oferty uznana zostanie za skuteczną, jeżeli kurs akcji spółki celu wzrośnie powyżej założonego poziomu.

Drugim ważnym dla oceny skuteczności obrony czynnikiem jest identyfikacja i ocena sposobów obrony. Dzięki kwantyfikacji pojęcia różnorodności obrony oraz jej skuteczności możliwa stała się weryfikacja też różnymi narzędziami.

Hipotezy weryfikowane w ramach celu głównego brzmią następująco:

1. zastosowanie różnorodnych technik obrony zwiększa skuteczność działań obronnych,
2. podatność na wrogie przejęcie spółki publicznej uwarunkowana jest jakością systemu zarządzania spółką i jej sytuacją finansową.

Większość praw decyzyjnych do zasobów przekazanych zarządzającym przez właścicieli spoczywa w rękach zarządu (oprócz prawa do prezesa zarządu i ustalenia jego wynagrodzenia). Zarząd dokonuje podziału praw decyzyjnych w dół organizacji. Powstają w ten sposób struktury hierarchiczne. Istotnym elementem w tym procesie jest powiązanie praw decyzyjnych z wiedzą posiadaną przez podejmujących decyzje o sposobach wykorzystania zasobów.

Mając na uwadze wyniki przeprowadzonego na potrzeby niniejszej rozprawy badania należy uznać, że główny cel pracy został zrealizowany. Dokonany przegląd procedury prawnej pozwolił przyjąć też tezę naukową opierającą się na stwierdzeniu, iż obecnie obowiązujące regulacje prawne oraz realizowane procesy kontrolne nie spełniają wymogów staranności przeciwdziałania wrogim przejęciom w Polsce. Aby przyjąć kontrolę nad spółką niekoniecznie trzeba korzystać z procedury wrogiego przejęcia. Istnieją możliwości, które pozwalają nieuczciwym podmiotom przejąć

kontrolę nad cudzą firmą tzw. „kradzież spółek”, czyli dokonania wpisu w rejestrze przedsiębiorców w Krajowym Rejestrze sądowym zmiany na przykład personaliów prezesa

W drodze analizy nie ustalona została postać modelu prognozującego upadłość lub wrogie przejęcie badanych spółek publicznych. Ponadto potwierdzona została teza, że podatność na wrogie przejęcie spółki publicznej uwarunkowana jest m.in. jakością systemu zarządzania spółką i jej sytuacją finansową.

Rozprawa rozpoczyna się od charakterystyki spółek publicznych oraz ekonomiczno-prawnych aspektów ich funkcjonowania. Następnie dokonano omówienia determinantów sposobu zarządzania ładu korporacyjnego oraz identyfikacji działań występujących w ramach polskiego rynku kontroli. Można przyjąć, że ład korporacyjny jest jednym z głównych elementów nowoczesnej gospodarki rynkowej decydującym o kondycji spółek publicznych.

W dalszej części omówiono fuzje i przejęcia w spółkach publicznych. Pod pojęciem fuzji i przejęć rozumiane jest szerokie spektrum działań zachodzących na rynku kapitałowym. W anglojęzycznym katalogu pojęć opisujących działania ukierunkowane na zewnętrzny wzrost skali działalności spółki lub na zmiany właścicielskie najczęściej pojawiającymi się tematami są: *merger*, odnoszące się do polskiego terminu „fuzja” oraz *acquisition* odnoszące się do polskiego terminu „przejęcie”. Z połączenia tych dwóch anglojęzycznych terminów powstał powszechnie używany w praktyce gospodarczej skrót : M&A (od ang. Merger and Acquisitions). Aby zmniejszyć ryzyko przejęcia spółki, należy wcześniej podjąć odpowiednie działania zabezpieczające przed wrogą interwencją, co przedstawiono w niniejszej pracy.

Dalej dokonano przeglądu motywów występowania w procesach przejęć do których zalicza się m.in. techniczne i operacyjne, rynkowe i marketingowe, finansowe i menedżerskie. Wrogie przejęcia jak i transakcje przyjazne podyktowane są przez kilka przesłanek. Ważnym aspektem wrogich przejęć, choć zapewne nie jedynym, jest dążenie do zmiany istniejącego zarządu w celu podwyższenia rentowności danej spółki, racjonalizacja zamierzeń inwestycyjnych i lepszego wykorzystania aktywów poprzez przeniesienia ich do bardziej zyskownych przedsięwzięć.

W rozdziale drugim omówiono metody obrony przed wrogim przejęciem. Obrona przed wrogim przejęciem może się odbywać przy użyciu różnorodnych metod – zarówno mających charakter ogólnych zabezpieczeń jak i technik obronnych

stosowanych w sytuacji konkretnej próby przejęcia. Wśród narzędzi obronnych można wyróżnić bariery przejęcia (strukturalne i techniczne oraz techniki obronne. Wśród strukturalnych barier można wymienić: rozmiar rynku giełdowego, skupienie własności spółki, skłonność do finansowania długiem, kapitalizacja spółki, prawne regulacje związane z transakcjami przejęć i fuzji. Do strategii obronnych o charakterze defensywnym należą: odpowiedź finansowa i kompania medialna, trujące pigułki (ang. Poison), zapowiedź braindrain (ang. People pills), złote spadochrony (ang. Golden parachutes), poszukiwanie białego rycerza (ang. White knight), zielony szantaż (ang. Green mail), kontroferta (ang. Counter – tender), restrukturyzacja aktywów, zmiana struktury kapitałowej, posunięcia polityczne i prawne. Niemalą rolę w przebiegu procesów przejęć mogą odegrać organizacje reprezentujące interesy pracownicze.

Rozdział trzeci przedstawia problemy w badaniu sprawozdań finansowych związanych z audytem zewnętrznym. Prowadzenie działalności gospodarczej wymaga dysponowania informacją o sytuacji majątkowej i finansowej spółki z drugiej zaś wiąże się z obowiązkiem przekazywania takiej informacji osobom zainteresowanym/połączonym z jednostką gospodarczą. Produktem systemu rachunkowości jest sprawozdanie finansowe. Sprawozdawczość finansową można określić jako system obejmujący ogół sprawozdań sporządzonych na podstawie ewidencji księgowej oraz działania zmierzające do zakomunikowania informacji finansowych w zgodzie z wymogami prawnymi, oczekiwaniami odbiorców i celami kierownictwa firmy. Następnie przedstawiono dylematy polityki bilansowej i problemy wiarygodności sprawozdania finansowego. Poruszono zagadnienie kwestii badania sprawozdań finansowych *key audit matters* – KAM's.

Rozdział czwarty dotyczy audytu finansowego w spółce publicznej.

Audyt ma być gwarancją, że dostarczony produkt rachunkowości w postaci sprawozdania finansowego jest dobry. Na podstawie zweryfikowanych i potwierdzonych informacji ujętych w sprawozdaniu finansowym inwestorzy mogą podejmować decyzje obarczone mniejszym ryzykiem, a więc pewniejszej bardziej efektywnej.

Potrzeba audytu wynika więc z konieczności:

- zapewnienia bezpieczeństwa obrotu gospodarczego,
- zagwarantowania bezpieczeństwa lokat kapitałowych,
- minimalizacji ryzyka działalności jednostek gospodarczych.

Rolą audytora jest ograniczenie ryzyka wynikającego z dostarczenia niewłaściwych lub mających niską jakość informacji wspomagających procesy decyzyjne inwestorów. Audytor finansowy — jako niezależna jednostka — ocenia przedłożone przez zarządzających informacje o projekcie inwestycyjnym w celu upewnienia się, czy informacje te zostały przygotowane zgodnie z zasadami sztuki, czyli przyjętymi standardami rachunkowości.

Ocena dokonań może uwzględniać obiektywne wymierne lub/i subiektywne mierniki. Do mierników obiektywnych zalicza się te możliwe do zweryfikowania, takie jak zyski księgowe, czy wartość sprzedanych produktów. I tutaj można wykorzystać metody analizy wskaźnikowe czy też metody analizy dyskryminacyjnej. Mierniki subiektywne koncentrują się na wieloczynnikowych, trudnych do zmierzenia zdarzeniach gospodarczych, które występują w naukach prawnych, zarządzania, socjologicznych itp. W praktyce gospodarczej firmy wykorzystują obiektywne mierniki dokonań, uzupełniając je o mierniki subiektywne. Niemniej przy przejęciach mierniki subiektywne (niewymiernie) mają znaczącą rolę. Ich znaczenie jest znacznie większe niż sądziła doktorantka.

W opinii autorki zrealizowane badanie można uznać za nowatorskie, zgodne z najnowszymi trendami zainteresowań badawczych w Polsce oraz wzbogacające istniejący dorobek naukowy w dziedzinie fuzji i przejęć, z kilku powodów. Po pierwsze katalog czynników, których wpływ ma ilość wrogich przejęć w Polsce został dowiedziony w zrealizowanych wcześniej badaniach, został rozszerzony o determinanty, które okazały się istotne w kontekście analizowanego zjawiska na rynku polskim. Jest to próba ustalenia modelu prognozującego upadłość lub wrogie przejęcie badanych spółek publicznych. Autorka nie znalazła w literaturze żadnego modelu prognozującego możliwość ataku „najeźdźcy” na określoną spółkę – cel. W tej sytuacji uznała, że można adaptować modele prognozujące upadłość. Ostatecznie wrogie przejęcie stanowi dla spółki zaatakowanej jej upadłość, czyli dalsza kontynuacja ulega likwidacji. Analizowano poszczególne modele prognozujące upadłość tzn. model INEPAN zwany „Mączyńskiej”, Poznański”, Wierzby. Hadasiuk, Gajdka i Stosa oraz model stosowany w Stanach Zjednoczonych Altmanna. W wyniku badań ustalono, że do prognozowania wrogich przejęć najlepszy jest model Gajdka i Stosa oraz Hadasik. Tylko te modele wykazały prawidłowy stan sytuacji finansowej, czyli możliwość wrogiego przejęcia badanej spółki.

Model pozwalający oszacować aktywność na rynku wrogich przejęć, dostosowany do warunków polskich przede wszystkim może być użytecznym narzędziem wspomagającym decyzje kadry menadżerskiej odnośnie kierunków obrony przed wrogim przejęciem. Skuteczne przewidywania trendów na rynku kontroli może dostarczyć podstaw do podejmowania trafnych decyzji w zakresie rozpoczęcia lub kontynuacji strategii wzrostu zewnętrznego, jak i prób obrony zarządzanej spółki publicznej. W procesie przedsiębiorstw niezbędne jest występowanie na rynku zainteresowanych udziałem konsolidacji atrakcyjnych pod względem operacyjnym, inwestycyjnym i strategicznym spółek publicznych.

Poza celem głównym, niniejsza praca miała za zadanie zrealizować zarysowanie we wstępie celów cząstkowych. Pierwszym z nich była szczegółowa systematyzacja obecnego dorobku naukowego w zakresie badań nad czynnikami determinującymi poziom aktywności na rynkach fuzji i przejęć (M&A). Cel ten został zrealizowany w drodze wnikliwej analizy i krytycznego przeglądu światowej i krajowej literatury z gruntu teorii procesów wrogich przejęć. Kolejnym celem była analiza specyfiki instrumentów obrony przed wrogim przejęciem spółek publicznych, przedstawiona w rozdziale drugim.

Doktorantka za jeden z celów niniejszej pracy obrała określenie roli i funkcji zewnętrznego audytu finansowego w ocenie ryzyka wrogiego przejęcia spółki publicznej w Polsce. Celem tym było zweryfikowanie, czy biegli rewidenci w trakcie badań rocznych sprawozdań finansowych spółki mogą ustalać czy występuje ryzyko kontynuacji działania tych firm. Jeżeli takie ryzyko istnieje wówczas biegły rewident musi wydać opinię z zastrzeżeniem lub opinię negatywną. Może też odstąpić od badania sprawozdania finansowego.

Po przeprowadzeniu badań wstępnych, obejmujących przegląd polskiej i światowej literatury poświęconej audytowi finansowemu, zostały sformułowane następujące tezy:

1. audyt finansowy jest instytucją ulegającą przeobrażeniom wraz z rozwojem społeczeństwa i jego potrzeb,
2. zmiany w zakresie audytu finansowego nie nadążają za potrzebami społeczeństwa, co uniemożliwia likwidację luki między postrzeganiem, czym audyt finansowy powinien się zajmować, a tym, czym się w istocie zajmuje,
3. dotychczasowe działania zmierzające do zmniejszenia luki audytu koncentrowały się głównie na rozwoju regulacji, standardów oraz modyfikacji modelu sprawozdawczości audytora finansowego.

4. firma audytorska, jako organizacja oparta na wiedzy, buduje swoją przewagę konkurencyjną, umacniając reputację.

Obowiązująca ustawa o biegłych rewidentach i ustawa o rachunkowości nakłada obowiązek takiego badania w trakcie prowadzenia audytu finansowego. W rozdziale czwartym przedstawiono cele i funkcje rewizji finansowej w spółkach publicznych, a także prawne i instytucjonalne aspekty badania sprawozdań finansowych. Istotnym czynnikiem w pracy biegłego rewidenta jest występowanie ryzyka nie wykrycia istotnych błędów lub nadużyć finansowych. Przykładem tego jest żądanie przez Getin Bank zapłacenia kwoty 700 mln zł za nie wykrycie dużych nieprawidłowości finansowych przez badającą to sprawozdanie firmę audytorską.

Kolejnym celem postawionym przed niniejszą rozprawą było wykonanie studium analityczno-badawcze wrogich przejęć wybranych spółek publicznych, czyli znajdujących się na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie.

W badanych spółkach publicznych (giełdowych) nie stwierdzono wystąpienia wrogiego przejęcia, były tylko próby tego przejęcia. Studium analityczno – badawcze prób przejęcia obejmuje 18 spółek, które obejmują szeroki wachlarz działalności gospodarczej, jak: energetykę, finanse, produkcję wyrobów magnezytowych, budownictwo, handel, informatykę, przemysł chemiczny.

Z przeprowadzonych w rozdziale piątym badań wynika, że nie zawsze czynniki ekonomiczne są decydujące w przejęciach spółek publicznych. W walce pomiędzy Komputronikiem S.A. a Clean & Carbon Energy S.A. decydujące były względy ekonomiczne. Komputronik oszustwem przejął majątek CCE, który natychmiast sprzedał. Po wieloletnich procesach sądowych majątek ten wrócił do CCE. Ale działania pomiędzy Zakładami Magnezytowymi „Inwest” w Ropczycach a Zakładami magnezytowymi Ropczyce miały podłoże ambicjonalne dwóch Zarządów współpracujących ze sobą spółek akcyjnych, a więc nie miały nic wspólnego z ekonomią. W zawartej ugodzie po kilku latach sporów zaznaczono, że obie spółki muszą co najmniej przez 5 lat współpracować ze sobą ze względu na produkcję swoich wyrobów na potrzeby drugiej.

Ciekawy przypadek dotyczy spółki Edison Energia S.A. Spółka ta miała doskonałe wyniki finansowe i produkcyjne. Nastąpił rozwój spółki, ale pomimo to, szukała partnera, który byłby skłonny dokonać przyjaznego przejęcia. Takie przyjazne przejęcia nastąpiło z Polenergią SA.

Odnosząc się do możliwości pogłębienia wniosków płynących z niniejszej pracy wskazać można dwa główne obszary, które warto byłoby przeprowadzenia w drodze kolejnych badań. Pierwszym z nich jest kwestia, na którą wskazano powyżej w kontekście próby opracowania metody pozwalającej na ustalenie wystąpienia możliwości wrogiego przejęcia. Celem przedmiotowego badania byłoby rozpoznanie czynników zewnętrznych wpływających na wystąpienie ryzyka wrogiego przejęcia spółki; w sytuacji gdy znane są czynniki istotne z perspektywy oceny w kraju na przykład inflacji. Drugim obszarem dalszych analiz jest połączenie obszaru tematycznego podjętego w niniejszej pracy z innymi sferami badań nad rynkiem M&A. W tym kontekście wskazać można na przykład interakcję zewnętrznych determinantów przejęć i fuzji z przejęciami wewnętrznymi, to znaczy możliwościami finansowymi i organizacyjnymi badanej firmy. Bardzo ważne są tutaj detereminanty sposobu zarządzania – ładu korporacyjnego. Istotne jest czy fuzje i przejęcia podejmowane w warunkach, które powinny wiązać się z większą aktywnością na rynku kontroli, wytworzą wyższą wartość dla właścicieli spółek zorganizowanych w konsolidację.

Badania wrogich przejęć w polskich warunkach są dziedziną raczkującą. Dotychczas zainteresowanie naukowców wzbudzały jedynie jako część problematyki integracji przedsiębiorstw. Tymczasem samo zagrożenie wrogim przejęciem stanowi interesujący temat pozwalający bliżej przyjrzeć się problemom agencji we współczesnych organizacjach gospodarczych. Wprawdzie spółki publiczne stanowią niewielki odsetek wszystkich firm, jednak stosunki między właścicielami i menedżerami w firmach funkcjonujących według modeli nieprzedsiębiorczych mogą być zbliżone do analogicznych stosunków w spółkach handlowych. Najważniejsza różnica między nimi wiąże się z relatywną łatwością wyceny rynkowej i większą dostępnością informacji dotyczących spółek publicznych. Czyni to z wrogich przejęć na rynku kapitałowym interesującą kwestię nie tylko w odniesieniu do spółek publicznych.

Autorka ma nadzieję, że wyniki przeprowadzonych badań staną się nie tylko wkładem w rozwój teorii w zakresie fuzji i przejęć przedsiębiorstw, lecz także będą pomocne dla kadry menadżerskiej spółek, głównie publicznych. Ich przydatność może mieć dwojaki charakter. Po pierwsze, mogą być przydatne w zrozumieniu logiki, jaką kierują się nabywcy podejmujący decyzje o wrogim przejęciem. Po drugie mogą stanowić punkt odniesienia w dokonaniu oceny zagrożenia spółki wrogim przejęciem i podjęcia kroków mających na celu przeciwdziałanie wrogiemu przejęciu poprzez strategię prewencyjne. Wydaje się także, że nakreślenie profilu celu wrogiej akwizycji

może być pomocne przy budowaniu strategii rozwoju danego przedsiębiorstwa opartej właśnie na przejęciach.

Dokonując oceny zasadności założenia kontynuacji działalności spółki, zarząd powinien sformułować osąd o przyszłych zdarzeniach lub uwarunkowaniach co łączy się z nieuniknioną niepewnością. Egzekwowanie sformułowanej ogólnie zasady kontynuacji sprowadza się do wskazania, że domniemanie kontynuacji jest zgodna ze stanem faktycznym lub prawnym. Potrzebna jest wtedy określona wycena. Stosuje się analizę wskaźnikową, empiryczne metody oceny zagrożenia kontynuacji działalności oraz modele oceny zagrożenia upadłością jako narzędzie diagnozy stanu finansowego spółek publicznych.

Transakcje fuzji i przejęć stanowią integralny element gospodarki rynkowej, w której dominuje własność prywatna i w której nieustannie zachodzą procesy gospodarcze skutkujące transferem praw własności. Szczególnym rodzajem tych praw, wymagającym rozpatrywania w odrębnych kategoriach, są prawa do kontroli przedsiębiorstw. Swoistość ta związana jest z dwoma obszarami: wielopłaszczyznową naturą spółki, jako formy prowadzenia działalności gospodarczej, jak i wysokim stopniem skomplikowania procesu zbycia praw do sprawowania kontroli nad spółką. Znaczenie posiadają uwarunkowania lokalne i cechy krajowych gospodarek, które powodują, że zjawiska realizowane na rynku kontroli mogą mieć inny wymiar w różnych jurysdykcjach.

Nawet w najbardziej sprzyjających okolicznościach rynkowych „do realizacji transakcji generującej wartość dodaną dla właścicieli zaangażowanych w proces przedsiębiorstw niezbędne jest występowanie na rynku zainteresowanych udziałem w konsolidacji, atrakcyjnych pod względem operacyjnym, inwestycyjnym i strategicznym spółek. Ponadto aktywność na rynku M&A nie może być kształtowana w całości za sprawą czynników zewnętrznych z uwagi na fakt, że w warunkach niedoskonałego rynku finansowego w rzeczywistości część uczestników rynku nie jest w stanie rzetelnie ocenić wpływu tych uwarunkowań na perspektywy inwestycyjne lub działa nieracjonalnie znajdując się pod wpływem czynnika *hubris*.⁷⁷ Dodatkowo należy ponownie wskazać na złożony charakter procesu transakcyjnego, który powoduje, że stosunkowo duża część zainicjowanych transakcji z różnych względów nie dochodzi do skutku co implikuje, że wstępują sytuacje, w których nie

⁷⁷ Hubris z ang. to nieposkromiona pycha

są finalizowane próby nabycia podjęte z uwzględnieniem sprzyjających uwarunkowań zewnętrznych. Stąd duża ilość prób wrogich przejęć zakończonych niepowodzeniem.

W ograniczeniu efektów wrogich przejęć istotną rolę może odegrać biegły rewident badający sprawozdanie finansowe. Choć nie ma on „statutowego” obowiązku rozpoznania przedsięwzięć z zakresu transakcji na rynku M&A, to weryfikacja zasadności przyjętych rozwiązań alternatywnych, ocena jasności, dokładności, prawidłowości informacji zawartych w sprawozdaniu finansowym oraz legalności dokonanych przedsięwzięć pozwala na poznanie i ocenę skutków zastosowania tej polityki. Rozpoznanie to powinno być przede wszystkim wykorzystane do oceny kondycji finansowej, możliwości kontynuowania działalności i spodziewanego rozwoju badanej jednostki. Ponieważ nie ma prawnego obowiązku tego rozpoznania to strony dokonujące przejęć nie korzystają z usług biegłego rewidenta do oceny tej transakcji, co powinno ulec zmianie.

BIBLIOGRAFIA

POZYCJE ZWARTE

1. Acko H., Russel L. (1993), Zarządzanie w małych dawkach, PWN, Warszawa
2. Allerhand M. (1993), Kodeks handlowy, Wydawnictwo Park, Bielsko - Biała
3. Andrzejewski M. (2012), Korygująca funkcja rewizji finansowej w systemie rachunkowości, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie, Kraków
4. Arrow K. (1979), Eseje z teorii ryzyka. Wydawnictwo PWN Warszawa
5. Backof A.G., Bowlin K., Goodson B. (2016), The impact of proposed changes to the content of the audit report on jurors' assessments of auditor negligence, Working paper, University of Virginia, University of Mississippi, University of Cincinnati
6. Bednarski L., (1996), Analiza ekonomiczna przedsiębiorstw, Wydawnictwo Akademia Ekonomiczna im. Oskara Lange we Wrocławiu, Wrocław,
7. Bek-Gaik B. (2018) Informacje niefinansowe jako obszar współczesnej sprawozdawczości przedsiębiorstw – definicja, źródła i proponowane kierunki badań, Zeszyty Naukowe nr 2 (974) Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie, Kraków
8. Brelag, Bradley, Myers (1999), Podstawy finansów przedsiębiorstw, t. 2, PWN, Warszawa
9. Brugham E. (2015), zarządzanie finansami, PWN, Warszawa
10. Brudlak J. (2005), Zarządzanie wiedza o procesie równowagi produktów, Oficyna Wydawnicza Szkoły Głównej Handlowej, Warszawa
11. Buk H. (2014), Krajowe i Międzynarodowe Standardy Sprawozdawczości Finansowej, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach, Katowice.
12. Cebrowska T. (2010), Sprawozdawczość finansowa [w:] rachunkowość finansowa i podatkowa Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa,
13. Chluska J. (1998), Problemy analizy zagrożenia kontynuacji działalności firmy, Zeszyty Teoretyczne Rady Naukowej SKwP, nr 46, Warszawa
14. Chluska J. (2019), Kapitał własny jako kategoria sprawozdawcza, Wydawnictwo Politechniki Częstochowskiej, Częstochowa
15. Chłopecki A. (2006), Szumański A. (red.), Prawo papierów wartościowych, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa
16. Czajor P., Jurewicz A., Michalak M., Walińska E., Wencel A. (2020), System Rachunkowości Finansowej, Wydawnictwo Wolters Kluwer, Warszawa
17. Czura-Kalinowska D., Zawłocki R. (2006), Odpowiedzialność karna za działanie na szkodę spółki, Wydawnictwo CH Beck, Warszawa
18. Czekał J. Deller Zb. (1995) Zarządzanie finansami przedsiębiorstw, Wydawnictwo PWN, Warszawa

19. Czerniawski R. (2006) Zarząd spółki akcyjnej, Wydawnictwo PWN, Warszawa
20. Damodaran A. (2007), Finanse korporacyjne. Teoria i praktyka, Wydawnictwo Helion, Gliwice
21. Dobija D., Kołodkiewicz I, (2011), Ład korporacyjny, Wydawnictwo Wolter Kluwer Polska, Warszawa
22. Dobija D., (2014), Audyt finansowy we współczesnych systemach społecznych. Funkcje i praktyka, Oficyna a Wolter Kluwer Business, Warszawa
23. Drucker P. (1992), Innowacja i przedsiębiorczość, Wydawnictwo PWE, Warszawa
24. Dziurzyński T.(1999) Kodeks Handlowy, Wydawnictwo Księgarnia Naukowa , Łódź
25. Fedak Z. (1996), Rewizja sprawozdań finansowych cz. I , Stowarzyszenie Księgowych w Polsce, Warszawa
26. Fedak Z. (1998), Metody i technika rewizji sprawozdań finansowych, Stowarzyszenie Księgowych w Polsce, Warszawa
27. Fedak Z. (2021), Roczne sprawozdanie finansowe i sprawozdanie z działalności – postać, zatwierdzenie, udostępnianie [w:] Rachunkowość wydanie specjalne, Zamknięcie roku 2021, Warszawa
28. Fijałkowska J. i inni (2019), Sprawozdawczość niefinansowa. Regulacja i standaryzacja raportowania niefinansowego przedsiębiorstw, Wydawnictwo naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, rozprawy i studia nr 1088, Szczecin
29. Frank H. Knight (1933), Risk Uncertainty and Profit, London School of Economic and Political Science, London
30. Frąckowiak W. (1998) (red.) Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw, Wydawnictwo PWE Warszawa
31. Frąckowiak W. (2009), Fuzje i przejęcia. Podstawowe pojęcia, w: Fuzje i przejęcia, red. W. Frąckowiak, Wydawnictwo PWE, Warszawa
32. Frąckowiak W. (red.) (2001), Z badań nad rynkiem kapitałowym w Polsce, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań
33. Frendzel M., Ignatowski R., Kabalski P. (2012), Najnowsze zmiany w Międzynarodowych Standardach Sprawozdawczości Finansowej, Stowarzyszenie Księgowych w Polsce, Warszawa
34. Gabrusewicz W ., Remlein M. (2007), Sprawozdania finansowe przedsiębiorstwa , Wydawnictwo PWE, Warszawa
35. Gabrusewicz W. (red.) (2010), Audyt sprawozdań finansowych, Wydawnictwo PWE, Warszawa
36. Gabrusewicz W. (red.) (2014), Audyt sprawozdań finansowych. Teoria i praktyka,

Wydawnictwo PWE, Warszawa

37. Gabrusewicz W. (2019), Metody analizy finansowej przedsiębiorstwa, Wydawnictwo PWE, Warszawa
38. Gad I., (2019), Mechanizmy ładu korporacyjnego a system kontroli nad sprawozdawczością finansową, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź
39. Gajdka J., Stos D. (1996), Wykorzystanie analizy dyskryminacyjnej przewidywaniu bankructwa spółki, [w:] Przedsiębiorstwo na rynku kapitałowym, (red) Druaj J., Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź
40. Gajdka J., Stos D. (1996), Wykorzystanie analizy dyskryminacyjnej w ocenie kondycji finansowej przedsiębiorstw, [w:] Restrukturyzacja w procesie przekształceń i rozwoju przedsiębiorstw, (red) Borowiecki R, Wydawnictwo Akademia Ekonomiczna w Krakowie, Kraków
41. Gajdka J., Stos D. (2003), Ocena kondycji finansowej polskich spółek publicznych w okresie 1998-2001 [w:] Czas na pieniądź. Zarządzanie finansami. Mierzenie wyników i wycena przedsiębiorstw t. I. (red) Zarzecki D., Wydawnictwo Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin
42. Garstka M. (2009) Procedury badania sprawozdań finansowych zgodnie z Międzynarodowej Standardami Rewizji Finansowej, Wydawnictwo CeDeWu pl, Warszawa
43. Gierusz J., (2005), Koszty i przychody w świetle nadrzędnych zasad rachunkowości, Wydawnictwo ODDK, Gdańsk
44. Glicz M., (2018), Spółka publiczna a spółka akcyjna. Analiza typologiczna, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa
45. Głębocka M., Pfaff J. (2022), Rewizja finansowa w procesie atestacji determinant użyteczności sprawozdań finansowych, Wydawnictwo Uniwersytetu Ekonomicznego w Katowicach, Katowice
46. Górniok O. (2003), Prawo karne gospodarcze, Wydawnictwo CH Beck, Warszawa
47. Gut P. (2006), Kreatywna księgowość a sprawozdania finansowe, Wydawnictwo CH Beck, Warszawa
48. Hamrol M., Czajka B., Piechocki M. (2004), Prognozowanie upadłości przedsiębiorstwa — model analizy dyskryminacyjnej, Zeszyty Teoretyczne Rady Naukowej Stowarzyszenia Księgowych w Polsce, nr 76, Warszawa
49. Hadasik D. (1998) Upadłość przedsiębiorstw w Polsce i metody jej prognozowania, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej w Poznaniu, Poznań
50. Hazel J. (2000), Fuzje i przejęcia arzędzia podejmowania decyzji strategicznych. Wydawnictwo K.E. Liber, Warszawa

51. Helin A, Zorde K. (1998), Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw, Wydawnictwo Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa, `
52. Helin A., Zorde K., Bermaziuk A., Kowalski R. (2012) Fuzje i przejęcia spółek kapitałowych. Zagadnienia rachunkowe i podatkowe, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa
53. Helin A. (2000), Sprawozdanie finansowe według Międzynarodowych Standardów Rachunkowości Wydawnictwo Fundacja Rozwoju Rachunkowości w Polsce, Warszawa
54. Helin A., (2014), Ustawa o rachunkowości wraz z komentarzem, Wydawnictwo C.H. Beck Warszawa
55. Hendriksen E.A., van Breda M.F, (2002), Teoria rachunkowości, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa
56. Herdan A., Antolak L. (2005), Połączenia przedsiębiorstw. Teoria i praktyka, Wydawnictwo Uniwersytetu Jagiellońskiego, Kraków
57. Herdan A., (2008), Charakterystyka procesów łączenia się przedsiębiorstw, (w:) Fuzje, przejęcia... Wybrane aspekty integracji, red. A. Herdan, Wydawnictwo Uniwersytetu Jagiellońskiego, Kraków,
58. Hoc S.(1999) Kodeks karny z komentarzem, Wydawnictwo Arche, Sopot
59. Hołda A, Pociecha., J. (2004), Rewizja finansowa Wydawnictwo Akademia Ekonomiczna w Krakowie, Kraków
60. Hołda, A. (2006), Zasada kontynuacji działalności i prognozowanie upadłości w polskich realiach gospodarczych, Wydawnictwo Akademia Ekonomiczna w Krakowie, Kraków
61. Hołda A., Micherda B. (2007), Kontynuacja działalności jednostki i modele ostrzegające przed upadłością, Wydawnictwo KIBR Warszawa
62. Hulicka M. (2008), Oszukańcza sprawozdawczość finansowa, Wydawnictwo Uniwersytetu Jagiellońskiego, Kraków
63. Iwanowicz B, (2019), Kluczowe sprawy audytu w sprawozdaniach z badania wybranych spółek giełdowych, Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości, Tom 105, Warszawa
64. Jackson C.W. (2008), Bajki w świecie biznesu Mroczna prawda o fałszowaniu sprawozdań finansowych, Wydawnictwo PWN, Warszawa
65. Jajuga K., Jajuga T. (1998), Inwestycje – instrumenty finansowe, ryzyko finansowe, inżynieria finansowa, Wydawnictwo PWN, Warszawa
66. Jajuga K. (red.) (2009), Zarządzanie ryzykiem, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa
67. Janczewski S. (1947), Prawo handlowe, wekslowe i czekowe, Wydawnictwo Trzaska Ewerd i Michalski, Warszawa

68. Janicka M. (2018), Międzynarodowe przepływy kapitałów – wprowadzenie [w:] Bilski J., Janicka M., Wdowiński P., Maciejczyk-Bujnowicz, Import kapitału a sfera realna polskiej gospodarki, Wydawnictwo PWE, Warszawa
69. Jaruga A.. (2002) (red.), Międzynarodowe regulacje rachunkowości Wpływ na rozwiązanie krajowe, Wydawnictwo C.H. Beck,, Warszawa
70. Jarugowa A., Frendzel M., Ignatowski R., Kabalski P.(2006), Standardy Sprawozdawczości Finansowej. Kluczowe zagadnienia i rozwiązania praktyczne, Wydawnictwo SKwP, Warszawa
71. Jeager M. (2012), Personalmanagement bei Mergers & Acquisitions, Luchterhand, Neuwied 2001, s. 20-21 za: B. Rozwadowska, Fuzje i przejęcia. Dlaczego kończą się (nie) powodzeniem, Wydawnictwo Studio ERR Warszawa
72. Jeffrey C. Hooke (1998), Fuzje i przejęcia. Jak skutecznie przeprowadzić transakcje, Wydawnictwo K.E. Liber, Warszawa
73. Jenkinson T., Mayer F. (1998), Wrogie przejęcia na rynku kapitałowym, Obrona, atak i rynek kontroli nad przedsiębiorstwem, Wydawnictwo K.E. Liber, Warszawa
74. Jerzemowska M. (2002), Nadzór korporacyjny, Wydawnictwo PWE, Warszawa
75. Jerzemowska M. (2004) (red.) Analiza ekonomiczna w przedsiębiorstwie, Wydawnictwo PWE, Warszawa
76. Jerzemowska M., Nogalski B. (2000), Corporate Governance in Polish Holdings. In Search of Effective Corporatge Governance. Management Studia Center , Warszawa
77. Jeżak J. (2010), Ład korporacyjny. Doświadczenia światowe oraz kierunki rozwoju, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa
78. Jędrzejewski S. (2016), Przedsiębiorstwo w upadłości, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź
79. Kaczmarek T. (2010), Zarządzanie ryzykiem. Ujęcie interdyscyplinarne, Wydawnictwo Difin, Warszawa
80. Kamela-Sowińska A.(2006), Wycena przedsiębiorstw i ich mienia, Wyższa Szkoła Handlu i Rachunkowości, Poznań
81. Kamiński R. (2001), Polityka bilansowa w kształtowaniu wartości księgowej przedsiębiorstwa. Wydawnictwo Naukowe UAM, Poznań
82. Kamiński R. (2002), Zrównoważony rozwój przedsiębiorstw jako przedmiot raportowania niefinansowego, Wydawnictwo PWE, Warszawa
83. Karmańska A. (2008), Ryzyko w rachunkowości, Wydawnictwo Difin, Warszawa
84. Kidyba A. (2007), Kodeks spółek handlowych, wyd. Wolter Kluwer, Warszawa
85. Kidyba A. (2018), Prawo handlowe, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa

86. Klimczak B.(2007) Etyka i ekonomia, Wydawnictwo PTE, Warszawa
87. Knurowska J. (2000), Ochrona przed wrogim przejęciem spółki akcyjnej, Kraków
88. Korpus J. (2013), Czynniki podatności spółek na wrogie przejęcia, Oficyna Wydawnicza Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa
89. Konopacki A.J. (2008), Ryzyko badania w rewizji sprawozdań finansowych. Procedury szacowania i dokumentowania. Wydawnictwo KIBR, Warszawa
90. Kopczyński P. (2020), Modele oceny zagrożenia przedsiębiorstwa upadłością jako narzędzie diagnozy stanu finansowego spółek rynku kapitałowego, Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości nr110, Warszawa
91. Kutera M. (2019), Kluczowe kwestie badania – nowy element w raportowaniu biegłych rewidentów, Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości, tom. 101 (157), Warszawa
92. Kutera M. (2008), Rola audytu finansowego w wykrywaniu przestępstw gospodarczych, Wydawnictwo Difin, Warszawa
93. Kutera M, Surdykowska S.T., Hołda A. (2016), Oszustwa księgowe – teoria i praktyka, Wydawnictwo Difin, Warszawa
94. Kutera M, Surdykowska S.T., (2009), Kryzysy gospodarcze a wiarygodność sprawozdań finansowych, Wydawnictwo Difin, Warszawa
95. Kutera M, Surdykowska S.T., (2010), Mechanizmy kreowania wyniku finansowego przedsiębiorstw, Zeszyty Naukowe Uniwersytet Szczeciński nr 587, Szczecin
96. Krzywda D (2012) (red.), Rewizja sprawozdań finansowych, Wydawnictwo SKwP, Warszawa
97. Lachowski W. (2019), Sztuka wyboru. Wydawnictwo PIBR, Warszawa
98. Lewandowski M. (1998), Fuzje i przejęcia jako metody wzrostu przedsiębiorstw, Akademia Ekonomiczna w Poznaniu, Poznań
99. Lewandowski M.(2001), „Fuzje i przejęcia na tle tendencji światowych Wydawnictwo WIG-PRESS, Warszawa
100. Lewandowski M. (2009), Motywy nabywcy i sprzedawcy, w: Fuzje i przejęcia, red. W . Frąckowiak , Wydawnictwo PWE Warszawa
101. Machała R. (2007), Przejęcia i fuzje. Wpływ na wartość firm, Wydawnictwo UNIMEX Wrocław
102. Marcinkowska M. (2004), Raport roczny, Oficyna Ekonomiczna, Kraków
103. Marcinkowska M (2007), Ocena działalności instytucji finansowych, Wydawnictwo Difin, Warszawa
104. Marcinkowska M (2009), Standardy kapitałowe banków. Bazylejska Nowa Umowa Kapitałowa w polskich regulacjach nadzorczych, Wydawnictwo Regan Press, Gdańsk

105. Marcinkowska M (2010), Sprawozdania finansowe jako źródło informacji do rzetelnej wyceny przedsiębiorstwa – kluczowe problemy, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 586, Szczecin
106. Meigs W. (1989), Accounting. The Basis for Business, Eight Edition
107. Michalak J (2018), Metody pomiaru i determinanty jakości informacji w raportach spółek giełdowych, Wydawnictwo Uniwersytetu Łódzkiego, Łódź
108. Michalski M. (2017), Spółki publiczne [w:] Szczególne 'formy spółek (red. A. Kidyba), Wydawnictwo Wolters Kluwer Polska, Warszawa
- Michaluk K. (2003), Efektywność modeli prognozujących upadłość przedsiębiorstw w polskich warunkach gospodarczych Pawłowicz L., Wierzba R. (red.) Wydawnictwo Gdańskiej Akademii Bankowej, Gdańsk
109. Micherda B. (2006), Problemy wiarygodności sprawozdania finansowego, Wydawnictwo DIFIN, Warszawa
110. Micherda B., Górka Ł, Szulc M. (2010), Zarządcza interpretacja sprawozdania finansowego Wydawnictwo DIFIN Warszawa
111. Micherda B. i inni (2012), Sprawozdania finansowe i ich analiza. Analiza finansowa, Wydawnictwo SKwP, Warszawa
112. Mioduchowska-Jaroszewicz E., Bednarz T., Ziółkowska E. (2015), Diagnoza pozycji finansowej spółek giełdowych metodą quick testu, Studia Prace Wydziału Nauk ekonomicznych i Zarządzania nr 40, t.1, Uniwersytet Szczeciński, Szczecin
113. Myddelton, D. (1996), Rachunkowość i decyzje finansowe, Wydawnictwo PWE, Warszawa
114. Nowak E. (2008), Analiza sprawozdań finansowych, Wydawnictwo PWE, Warszawa
115. Nowak J., Zarzecki D. (2012), Perspektywa finansowa restrukturyzacji z elementami prognozowania upadłości przedsiębiorstw, Wydawnictwo Difin, Warszawa
116. Nowak W.A. (2010), Teoria Sprawozdawczości finansowej: perspektywy standardów rachunkowości, Oficyna Wolters,,Kluwer business. Warszawa
117. Nowak W.A., (2012) Międzynarodowy Standard Sprawozdawczości Finansowej dla Małych i Średnich jednostek, Oficyna Wolters Kluwer Polska, Warszawa
118. Nowak W.A.(2018), Financial reporting in the light of the systems approach and social sciences methodology. The conceptual frameworks perspective, Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości, Tom 99(155), Warszawa
119. Oplustil K., 2010, Instrumenty nadzoru korporacyjnego (corporate governance) w spółce akcyjnej, Wydawnictwo C.H. Beck. Warszawa
120. Patterson (2008), Kompendium terminów z zakresu rachunkowości w języku polskim i

- angielskim, Wydawnictwo Polska Akademia Rachunkowości, Warszawa
121. Pawlicki, Sliwa (2015), Ryzyko wrogiego przejęcia, Wydawnictwo Difin, Warszawa
122. Perepeczo A. (2009), Fuzje i przejęcia — efektywność finansowa. Wyniki badań zagranicznych i krajowych. Uniwersytet Szczeciński. Rozprawy i Studia t. 746 Szczecin.
123. Pfaff J. (2007), Wpływ rewizji finansowej na wiarygodność sprawozdania finansowego, Wydawnictwo Akademia Ekonomiczna, Katowice
124. Pfaff J. (2020).(red.) Rachunkowość finansowa z uwzględnieniem MSSF. Wydawnictwo PWN, Warszawa
125. Pfaff J. (2020), Rewizja finansowa, Wydawnictwa Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego, Katowice
- 126.
127. Pieloch A. (2011), Wykupy akcji własnych jako sposób obrony przed wrogim przejęciem na przykładzie spółek notowanych na GPW w Warszawie, Acta Universitatis Lodziensis, Folia Oeconomica
128. Piorunowska-Kokoszko J. (2003), Motywy decyzji strategicznej dotyczące fuzji lub przejęcia przedsiębiorstwa —teoria a praktyka, [w:] Rozwój teorii i praktyki zarządzania strategicznego. Doświadczenia krajowe i międzynarodowe, t. 1. (red.) J. Jeżak, Polsko-Amerykańskie Centrum Zarządzania Łódź
129. Pociecha J.(2007) Problemy prognozowania bankructwa metodą analizy dyskryminacyjnej, Acta Universitatis Lodzianis Folia Oecomonica nr 205, Łódź
130. Podsiadlik C. (2003), Wrogie przejęcie spółki, Wydawnictwo Prawnicze Lexis Nexis, Warszawa
131. Prusak B. (2005), Nowoczesne metody prognozowania zagrożenia finansowego przedsiębiorstw, Wydawnictwo Difin, Warszawa
132. Rozwadowska B. (2012), Fuzje i przejęcia. Dlaczego kończą się (nie) powodzeniem. Wydawnictwo studio ERR Warszawa
133. Rudolf S. (red.) (1999), Nadzór właścicielski w spółkach prawa handlowego, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa
134. Rudolf S. (red.) (2002), Efektywny nadzór korporacyjny. Teoria i praktyka, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa
135. Sawicki K. (2007), Rola rachunkowości i audytu finansowego w zarządzaniu przedsiębiorstwem prowadzącym działalność w warunkach ryzyka [w:] E. Nowak red. Rachunkowość zarządcza a ryzyko działalności gospodarczej, Wydawnictwo Akademii Ekonomicznej we Wrocławiu, Wrocław

136. Sawicz W (2011), 1998, Wokół problematyki definicji tzw. „wrogiego przejęcia” spółki akcyjnej, Wydawnictwo PWSZ IpiA, Studia Lubuskie, t.7, Sulechów, www.bibliotekcyfrowa.pl/content/38444
137. Siemińska E. (2002), Metody pomiaru i oceny kondycji finansowej przedsiębiorstwa, Wydawnictwo UMK, Toruń
138. Skoczek-Spychała M. (2010), Prawne i instytucjonalne aspekty audytu sprawozdań finansowych [w:] W. Gabrusewicz (red.), Audyt sprawozdań finansowych, Wydawnictwo PWE, Warszawa
139. Schneider K. (2005), Sprawozdawczość finansowa, [w:] Podstawy rachunkowości (red. K. Sawicki) PWE, Warszawa
140. Schneider K. (2007) Błędy i oszustwa w dokumentach finansowo-księgowych, Wydawnictwo PWE, Warszawa
141. Schneider K (2016) Patologie i oszustwa gospodarcze po transformacji ustrojowej, Wydawnictwo PTE, Szczecin
142. Słownik współczesnego języka polskiego (1998), tom I-II, red. B. Dunoy, Wydawnictwo Reader's Digest Warszawa
143. Smithson (2000), Zarządzanie ryzykiem finansowym. Instrumenty pochodne inżyniera finansowego, Oficyna Ekonomiczna, Kraków
144. Sobańska J., Walińska E. (2018), Przyczynek do postrzegania struktury współczesnego systemu rachunkowości, Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości tom. 96 (152) Warszawa
145. Sobolewski (2018) (red), Prawo rynku kapitałowego. Komentarz Tom 1, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa
146. Sołtysiński S. (2013) Kodeks spółek handlowych, Wydawnictwo CH Beck, Warszawa
147. Sołtysiński S., Szajkowski A., Szwaja J. (1998) Kodeks handlowy, Komentarz t. II Wydawnictwo Prawnicze, Warszawa
148. Sołtysiński S., Szajkowski A., Szumański A., Szwaja J. (1998) Kodeks spółek handlowych, t. I, Wydanie 3 z 2021 r. Wydawnictwo CH Beck, Warszawa
149. Stankiewicz I. (2002), Sprawozdawczość finansowa, [w:] Podstawy rachunkowości, Red. S. Sojak, J. Stankiewicz, Wydawnictwo Dom Organizatora TNOiK, Toruń
150. Sasiak R. (2000), Fuzje i przejęcia spółek publicznych, Wydawnictwo Zakamycze, Kraków
151. Stańczyk M.J. (2014), Statut spółki akcyjnej jako środek obrony przed wrogim przejęciem, Wydawnictwo Difin, Warszawa
152. Stępień K. (2008), rachunkowość a wypłacalność przedsiębiorstw, Wydawnictwo Difin, Warszawa

153. Stępień K. (2012), Kluczowe mierniki wyników działalności przedsiębiorstwa, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 51, Szczecin
154. Strojek – Filus M. (2012), Sprawozdawczość finansowa [w:] Rachunkowość finansowa z uwzględnieniem MSSF (Red. J. Pfaff, Zb. Messner), Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa
155. Surdykowska S.(1999), Rachunkowość międzynarodowa, Wydawnictwo Wolter Kluwer, Warszawa
156. Sudarsanam S, (1998), Fuzje i przejęcia, Wydawnictwo WIG PRESS, Warszawa
157. Szczepankowski P. (2000), Fuzje i przejęcia, Techniki oceny opłacalności i sposoby finansowania, Wyd. Naukowe PWN, Warszawa
158. Szopa A. (2002), Podstawy inżynierii finansowej, Wydawnictwo Wolters Kluwer, Warszawa
159. Szychta A. (2003), Cele rachunkowości jednostek gospodarczych a główne tendencje rozwoju praktyki i teorii rachunkowości. Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości 17(77), Warszawa
160. Szychta A. (2010), Współczesne kierunki zainteresowania teorii rachunkowości finansowej w świetle zarysu jej rozwoju, Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości, tom. 56 (112), Warszawa
161. Tadeusiewicz R. (1998), Elementarne wprowadzenie do techniki sieci neuronowych z przykładowymi programami, Warszawa
162. Tarczyński W.; Mojsiewicz M. (2001), Zarządzanie ryzykiem ,Podstawowe zagadnienia, Wydawnictwo PWE, Warszawa
163. Targalski J., Francik. A. (2009), Przedsiębiorczość i zarządzanie firmą, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa
164. Turyna J. (2006), Standardy sprawozdawczości finansowej, Wydawnictwo Difin, Warszawa
165. Turyna J., Pułaska-Turyna B. (2008), Cechy jakościowe oraz użytkownicy sprawozdań finansowych w świetle standardów międzynarodowych [w:] Informacyjna funkcja rachunkowości gospodarce współczesnej (Praca zbiorowa) Uniwersytet w Białymstoku, Białystok
166. Walińska E., (2010) (red.) Rachunkowość finansowa – ujęcie sprawozdawcze i ewidencyjne, Wydawnictwo Wolters Kluwer Polska, Warszawa
167. Walińska E. (2011) (red.) Sprawozdanie finansowe według MSSF – zasady prezentacji i ujawniania informacji, Wydawnictwo Wolters Kluwer Polska, Warszawa

168. Walińska E. (2010), Bilans – propozycje nowej formuły sprawozdawczej, Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości, tom. 56(112), Warszawa
169. Walińska E., Bek-Gaik B., Gad. J. (2018), Informacje finansowe i niefinansowe w raporcie zintegrowanym – praktyka spółek naturalnych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, Zeszyty Teoretyczne Rachunkowości, tom 100, Warszawa
170. Wajda D. (2009), Obowiązek lojalności w spółkach kapitałowych, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa
171. Waśniewski T., Skoczylas W (2002), Teoria i praktyka analizy finansowej przedsiębiorstwa, Wydawnictwo Fundacja Rozwoju Rachunkowości, Warszawa
172. Wąsowski W. (2003), Fałszowanie sprawozdań finansowych, Biblioteka Menadżera i Bankowca, Warszawa
173. Wiśniewski A.W. (1993) (Prawo o spółkach. Podręcznik praktyczny, t.3 spółka akcyjna, Wydawnictwo Prawnicze, Warszawa
174. Wiedemann H.(1980), Gesellschaftsrecht, , t. 1, Grudlager, München
175. Wojnar J.(2014), Ocena skuteczności modeli analizy dyskryminacyjnej od prognozowania zagrożenia finansowego spółek, Zeszyty Naukowe MWSE w Tarnowie t. 24 nr 1, Tarnów
176. Wróbel P. (2004), Wrogie przejęcia, Studium przypadków na polskim rynku przejęć, Wydawnictwo naukowe Uniwersytetu Gdańskiego, Gdańsk
177. Zawila-Niedźwiecki J. (2006), Zarządzanie ryzykiem operacyjnym, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa
178. Zarządzanie ryzykiem operacyjnym (2008) (red. naukowa) J. Staniec, J. Zawila-Niedźwiecki, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa
179. Zarzecki D. (1997) Wykorzystanie wskaźników finansowych w ocenie przedsiębiorstwa. Podstawowe zagadnienia, Wydawnictwo Interbook, Szczecin
180. Zawłocki R. (2022) Kodeks spółek handlowych, Wydawnictwo C.H. Beck, Warszawa
181. Ziolo M. (2020), Finanse zrównoważone, Wydawnictwo PWE, Warszawa

CZASOPISMA

182. Altman E. (1968) Financial ratios, Discriminant analysis, and the prediction of corporate bankruptcies, „The Journal of Finance” 091968 vst 4
183. Aluchna M. (2006), Przejrzystość jako element nadzoru korporacyjnego Wydawnictwo "E-monitor"
184. Braguinsky S., Mityakov S., Liscovich A., (2014), „Direct estimation of hidden

- earnings: Evidence from Russian administrative data", *Journal of Law and Economics*, 57 (2)
185. Brol J, Safjan M. (1996), Wypowiedzenie umowy spółki sp. z o.o., PPH
186. Czerwonka L. (2010a), Długookresowy wpływ połączeń przedsiębiorstw na w przejmujących, „Przegląd Organizacji”, 10:
187. Czerwonka L., (2010b), Wpływ fuzji przedsiębiorstw na ich wartość, „Ekonomika i Organizacja przedsiębiorstw” 4(23)
188. Czeszejko-Sochacki W., Jak obronić spółkę przed wrogim przejęciem, „Rzeczpospolita” z dnia 16 czerwca 2021.
189. Dreas MJ., (2014), "(Dis)Aggregating alliance, joint venture, and merger and acquisition performance :, A meta-analysis", *Advances in Mergers and Acquisitions*, 13:
190. Dobrowolski A. (1996) Bogaty jak Kronenberg – „Puls Biznesu” nr 92(4855) z 16.05.2017
191. Fama E.F. (1981), Stock Returns. Real Activity. Inflation and Money. „*American Economic Review*” Vol 71 np. 4 PP 345-565
192. Franks J. Mayer C., Hostile takeover and correction of managerial failure, „*Journal of Financial Economics*” nr 40,
193. Ganghan P.A. Mergers (1996), Acquisitions and Corporate Restructurings, Scientific Research New York
194. Gimbar Ch., Hansen B. & Ozlanski M.E. (2016), The effects of critical audit matter paragraphs and accounting standard percision on auditor liability, „*Accounting Review*”, 91(6)
195. Köchler A. quick R.& Willekens M (2006), The new European audit regulation aren: discussion of new rules and ideas for future research, „*International Journal of Auditing*”, 20(3)
196. Kokociński J (2020)., Ochrona przed wrogimi przejęciami, „Rzeczpospolita” z dnia 18 czerwca
197. Kowalczyk G. (2020), Polska jednym z liderów fuzji i przejęć, „Dziennik Gazeta Prawna” nr 18
198. Kucharczyk K. (2021), Zaskakująco duży ruch wokół fuzji i przejęć „Gazeta Wyborcza” z dnia 9 kwietnia.
199. Maher M.L. (1997) Implementing case retrieval and case adaptation, M.L. Maher and P. Pu Lawrence, Erlbaum
200. Malmendier, U., Opp, M. M., & Sadi F., (2016), Target revaluation after Wed takeover

- attempts: Cash versus stock „Jorunal of Financial Econornics”, 119(1)
201. Modigliani F. (1958), M.H. Miller, The Cost of Corporate Finance and the Theory of Investment, „American Economic Review” 48
 202. Orlik P, W sprawie dopuszczalności wypowiedzenia umowy sp. z o.o., PPH 4/1998
 203. Oplustil K. (2006), Obrona przed wrogim przejęciem publicznej spółki akcyjnej w prawie europejskim i polskim, „Prawo Spółek”, nr 5
 204. Pabis R. (2005), Zmiana kodeksu spółek handlowych, „Przegląd Prawa Handlowego” nr 11
 205. Perepeczo A., Zarzecki D., (2007), „Wyniki badań dodatkowych stóp zwrotu spółek przejmowanych na polskim rynku kapitałowym w latach 1998-2004”, „Przegląd Organizacji”
 206. Płusa M. (2020), Spółki chronione przed wrogimi przejęciami, „Dziennik Gazeta Prawna” nr 135
 207. Rahman R.A., Limmack R.J.(2004), Corporate acquisitions and the operating performance of Malaysian companies. „Journal of Business Finance & Accounting” 31.3-4.
 208. Rogalski A. (2021), Niemiecki fundusz TAG przejmuje ROBIG za 2,5 mld zł, „Rzeczpospolita” nr 299 z dnia 24-26.12.2021
 209. Romanowski M. , Absolutorium w spółce kapitałowej „Rejent”, 2001/9
 210. Rosenzweig D.A (1988), Poison pili rights: toward a two-step analysis of directors' fidelity to their fiduciary duties. "George Washington Law Revierw", vol. 56, no. 2
 211. Sudarsanam S. ,Mahate A.A. (2006), Are Friendly Acquisitions Too Bad from Shareholders and Managers? :Long -Term Value Creation and Top Management Turnover in Hostile and Firendy Acquirers, British Journal of Management 17.1:7:30
 212. Słowik P. (2020), Wrogie przejęcia Niemile widziane, Dziennik Gazeta Prawna” nr 142
 213. Ślęzak M.(2000), Zdolność jednostki do kontynuowania działalności a proces badania – odpowiedzialność, wymogi, realizacja i dokumentowanie z wykorzystaniem narzędzi dostępnych na rynku krajowym, Pro Audyting, Warszawa
 214. Szynański A. (1996), Regulacja prawa kollingu w polskim i europejskim prawie spółek, „Przegląd Prawa Handlowego” nr 8
 215. Szymczyk A.(2012), Przyczyny przejęć kapitałowych i prawne sposoby ich zapobiegania, eFinanse – finansowy kwartalnik internetowy
 216. Wrzesiński M. (2000), Wykup lewarowy (CBO) i menedżerski (MBO). Uwarunkowanie rozwoju w Polsce., Wyd. KE Liber Warszawa

217. Wyrobek J.(2012), Ograniczenie analizy wskaźnikowej, Rachunkowość 8/2012
218. Zaremba A.,& Płotnicki M, (2016), Mergers and acquisitions: Evidence on post-announcement performance form CCE stocka mrksets, Journal of Business Economisc and Management , 17(2)

AKTA PRAWNE

1. Ustawa z dnia 6 marca 2018 Prawo przedsiębiorców (Dz.U. z 2019, poz. 1186)
2. Ustawa z dnia 22 marca 1928 – prawo o spółkach akcyjnych (Dz.U. R.]. 1928 poz. 383)
3. Rozporządzenie Prezydenta Rzeczypospolitej z dnia 22 marca 1928 r. – Prawo o spółkach akcyjnych (Dz.U. RP 1928, poz. 383)
4. Zarządzenie Ministra Przemysłu i Handlu z 14 grudnia 1928 r. o układaniu i przedstawianiu przez izby przemysłowo-handlowe sadom (sędziom) rejestrowym list zawierających spis biegłych rewidentów (M.P. 1928, poz. 720)
5. Rozporządzenie Rady Ministrów z 26 października 1954 r. o organach kontroli finansowej, (Dz. U. nr 50, poz. 255)
6. Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 roku kodeks cywilny (DZ.U. z 2017r., poz. 459 ze zm).
7. Ustawa z dnia 29 września 1994 roku o rachunkowości (DZ.U. z 2019 r., poz. 351 ze zm).
8. Konstytucja Rzeczypospolitej Polskiej z dnia 2 kwietnia 1997 r. |(Dz.U. nr 78, poz. 483)
9. Ustawa z dnia 6 czerwca 1997 r. Kodeks karny (Dz.U. nr 88 poz. 553 ze zm.)
10. Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. Prawo bankowe (Dz.U. z 2002 r. nr72 poz. 605ze zm.)
11. Ustawa z dnia 21 sierpnia 1997 Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi (Dz.U. 2002 nr 49 poz. 447 ze zm.)
12. Ustawa z dnia 15 września 2000 roku kodeks spółek handlowych (DZ.U. z 2017 r., poz. 1577).
13. Ustawa z dnia 22 maja 2003 r. O działalności ubezpieczeń (Dz.U. nr 124 poz. 1151 ze zm.)
14. Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzenia instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz.U. z 2019, poz. 623)

15. Ustawa z dnia 29 lipca 2005 o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. z 2005 nr 183, poz. 1538)
16. Ustawa z dnia 16 lutego 2007 r. o ochronie konkurencji i konsumentów (Dz.U. z 2007 r. Nr 51, poz. 331, ze zm.)
17. Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 19 lutego 2009 r. w sprawie informacji bieżących i okresowych przekazywanych przez emitentów papierów wartościowych oraz warunków uznawania za równoważne informacji wymaganych przepisami prawa niebędących państwem członkowskim (Dz.U. Nr 33, poz. 259 ze zm.)
18. Ustawa z dnia 24 lipca 2015 o kontroli niektórych inwestycji (Dz.U. z 2020, poz. 117)
19. Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 14 stycznia 2016 r. w sprawie szczegółowych warunków , jakie musi spełniać rynek regulowany oraz z platformą aukcyjną (Dz.U. z 2016 r. poz. 139)
20. Ustawa z dnia 11 maja 2017 roku o biegłych rewidentach, firmach audytorskich oraz nadzorze publicznym Ustawa z 5.07. 2017 r., poz. 1089).
21. OECD 2004 Zasady nadzoru korporacyjnego OECP

INNE

1. Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2018/815 z dnia 17 grudnia 2018 r. uzupełniające dyrektywę 2004/109/WE Parlamentu Europejskiego i /rady w odniesieniu do regulacyjnych standardów dotyczących specyfikacji jednolitego elektronicznego formatu sprawozdawczego.
2. [https” www.pibr.org.pl/pl/aktualności/1532](https://www.pibr.org.pl/pl/aktualności/1532), ESEF – aktualny stan na dzień 31.05.2021 r.
3. Rozporządzenie Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) nr 537/2014 z dnia 16 kwietnia 2014 r. sprawie szczegółowych wymogów dotyczących ustawowych badań sprawozdań finansowych jednostek interesu publicznego, uchylające decyzję Komisji 2005/909/WE (Dz.U. UE. 2014.158.77).
4. Regulamin Giełdy Papierów Wartościowych w związku z Uchwałą nr 1013/2007 Zarządu Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. z dnia 11 grudnia 2007 r. w sprawie określenia zakresu i struktury raportu dotyczącego stosowania zasad ładu korporacyjnego przez spółki giełdowe.
5. Krajowe Standardy Badania – Uchwała nr 3430/52a/2019 Krajowej Rady Biegłych Rewidentów z dnia 21 marca 2019 r. w sprawie krajowych standardów badania oraz innych dokumentów.
6. Komisja Nadzoru Finansowego, Zasady Ładu Korporacyjnego dla instytucji

- nadzorowanych, Dokument przyjęty uchwałą KNF z dnia 22 lipca 2014
7. „Dobre Praktyki Spółek Notowanych na GPW 2016” wprowadzonych uchwałą Rady GPW w Warszawie z dnia 15 października 2015, Tekst zbiór zasad dostępny na stronie internetowej GPW pod adresem <https://www.gpw.pl/lad> korporacyjny na GPW
 8. Komisja Nadzoru Finansowego, Zasady Ładu Korporacyjnego dla instytucji nadzorowanych, Dokument przyjęty uchwałą KNF z dnia 22 lipca 2014
 9. Kodeks Nadzoru Korporacyjnego, który opracowano w ramach Polskiego Forum Corporate Governance, działającego pod auspicjami Instytutu Badań nad Gospodarką Rynkową. Tak np., zgodnie z postanowieniami rozdziału V tegoż kodeksu „Spółka nie powinna stosować narzędzi uniemożliwiających dokonanie przejęcia wbrew interesom akcjonariuszy. Zmiany kapitału zakładowego nie powinny naruszać interesów dotychczasowych akcjonariuszy”, Kodeks Nadzoru Korporacyjnego, MoP 11/2002, s. 524.
 10. Szymańczyk A. 2012, Przyczyny przejęć kapitałowych i prawne sposoby ich zapobiegania, eFinanse finansowy kwartalnik internetowy, s. 1-2, www.e-finanse.com
 11. Kowalczyk M., Kosch O., Mucha D, (2017), Model biznesu w Teorii Zarządzania, Security, Economy & Law Nr 2 (XV), (61-78)
 12. IASB Framework for the Preparation and Presentation of Financial Statements,[w:] International Reporting Standards (IFRSs) 2007, including International Accounting Standards (IASs) and Interpretations as at 1 January 2007, IASCF- London 2007
 13. Rozporządzenie delegowane Komisji (UE) 2018/815 z dnia 17 grudnia 2018 r. uzupełniające dyrektywę 2004/109/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w odniesieniu do regulacyjnych standardów dotyczących specyfikacji jednolitego elektronicznego formatu sprawozdawczego.
 14. <https://www.pibr.org.pl/pl/aktualnosci/i532>, ESEF — aktualny stan na dzień 31.05.2021 r.
 15. Uchwała nr 2041/37a/2018 Krajowej Rady Biegłych Rewidentów z dnia 5 marca 2018 roku w sprawie krajowych standardów wykonywania zawodu przedstawiająca wzory sprawozdań audytorów, Z kolei aktualizacja zasad raportowania powiązana m.in. z ujawnianiem kluczowych kwestii badania została ujęta w uchwale nr 20239/37a/2018 Rady Biegłych Rewidentów z dnia 19 lutego 2018 r. w sprawie krajowych standardów badania 700(z), 701, 705(z), 706(z), 720(z), 260(z), 570(z).
 16. IASB Framework for the Preparation and Presentation of Financial Statements,[w:] International Reporting Standards (IFRSs) 2007, including International Accounting Standards (IASs) and Interpretations as at January 2007, IASCF- London 2007.

Spis tabel

1.1. Typologia ładu korporacyjnego	21
1.2. Cechy alternatywnych modeli zarządzania spółką	27
1.3. Przegląd definicji terminu „fuzja”	34
1.4. Przegląd definicji terminu „przejęcie” / „nabycie”	35
1.5. Klasyfikacja motywów nabywców w procesie fuzji i przejęć przedsiębiorstw	45
1.6. Motywy nabywcy w procesach fuzji i przejęć	53
1.7. Motywy sprzedawcy w procesach przejęć	54
1.8. Oznaki pogarszającej się kondycji finansowej	61
1.9. Wybrane definicje wrogich przejęć	69
1.10. Cechy predysponujące podmioty do wrogich przejęć oraz mierniki i wskaźniki je opisujące	79
2.1. Strategie obrony przed wrogimi przejęciami w okresie przed ogłoszeniem oferty	84
2.2. Podstawowe rodzaje oręża stosowanego w obronie przed przejęciem	85
2.3. Metody obrony przed wrogim przejęciem	90
3.1. Główne obszary ryzyka wyceny w aktywach bilansu	153
3.2. Obszary ryzyka rachunku zysków i strat związane z wyceną	156
3.3. Przykłady operacji gospodarczych, zasad wyceny, działań lub zaniechania, które mogą mieć wpływ na nieprawidłowe stosowanie nadrzędnych zasad rachunkowości	158
3.4. Procedury weryfikacji kluczowych kwestii badania opisane w sprawozdaniach biegłych rewidentów	166
4.1. Funkcje badania audytu	200
4.2. Cechy ryzyka według różnych nurtów badawczych	213
4.3. Ryzyko bankowe – przyczyny regulacji nadzorczych	214
4.4. Uproszczony sposób określenia ryzyka badania dowolnej pozycji bilansu	224
4.5. Skala oceny wskaźnika	234
4.6. Liczba punktów wraz z oceną kondycji finansowej	234
4.7. Wybrane krajowe modele oceny zagrożenia upadłością	240
4.8. Przedziały graniczne kwalifikacji wyników w modelu E.Mączyńskiej	243
5.1. Lista postępowań zawieszonych w wyniku ugody	259
5.2. Lista postępowań w toku po zawarciu ugody	260
5.3. Rekapitulacja przeprowadzonej analizy możliwości kontynuowania działalności według modeli Z-scoringowych CCE S.A. w Warszawie	262
5.4. Zagraniczne modele oceny zdolności do kontynuowania działalności gospodarczej CCE S.A. w Warszawie za lata 2018-2020	263
5.5. Skład grupy kapitałowej Komputronik	265
5.6. Rekapitulacja przeprowadzonej analizy możliwości kontynuowania działalności według modeli Z-scoringowych Komputronik S.A. w Poznaniu	267
5.7. Rekapitulacja przeprowadzonej analizy możliwości kontynuowania działalności według modeli Z-scoringowych PGE w Warszawie	272
5.8. Rekapitulacja przeprowadzonej analizy możliwości kontynuowania działalności według modeli Z-scoringowych Polenergia S.A.	276
5.9. Rekapitulacja przeprowadzonej analizy możliwości kontynuowania działalności według modeli Z-scoringowych Edison energia w Warszawie	280

5.10. Rekapitulacja przeprowadzonej analizy możliwości kontynuowania działalności według modeli Z-scoringowych BEST SA w Warszawie	282
5.11. Rekapitulacja przeprowadzonej analizy możliwości kontynuowania działalności według modeli Z-scoringowych Kredyt Inkaso S.A. w Warszawie	287
5.12. Rekapitulacja przeprowadzonej analizy możliwości kontynuowania działalności według modeli Z-scoringowych Zakładów Magnezytowych w Robczycach	295
5.13. Rekapitulacja przeprowadzonej analizy możliwości kontynuowania działalności według modeli Z-scoringowych Zakładów Magnezytowych „Inwest”	302
5.14. Rekapitulacja przeprowadzonej analizy możliwości kontynuowania działalności według modeli Z-scoringowych Inter Cars S.A.	306
5.15. Rekapitulacja przeprowadzonej analizy możliwości kontynuowania działalności według modeli Z-scoringowych Satis Group S.A.	314
5.16. Rekapitulacja przeprowadzonej analizy możliwości kontynuowania działalności według modeli Z-scoringowych Agencji Rozwoju Przemysłu	324
5.17. Podsektory polskiego przemysłu chemicznego w Polsce	325
5.18. Struktura akcjonariatu Grupy Azoty S.A.	327
5.19. Analiza możliwości kontynuowania działalności według modeli i Z-scoringowych Zakłady Chemiczne Police	330
5.20. Rekapitulacja przeprowadzonej analizy możliwości kontynuowania działalności według modeli Z-scoringowych Acron sp. z o.o.	337

Spis rysunków

1.1. Klasyfikacja wykupów i przejęć	39
1.2. Liczba przejęć w Polsce w latach 2019-2021	47
1.3. Przyczyny upadłości lub wrogiego przejęcia spółek	64
2.1. Sposoby podwyższania kapitału zakładowego w spółce akcyjnej	118
2.2. Tryby podwyższenia kapitału zakładowego w spółce akcyjnej	118
3.1. Cechy jakościowe informacji finansowych	148
3.2. Sporządzenie sprawozdania z badania	182
4.1. Rewizja sprawozdań finansowych	197
4.2. Klasyfikacja ryzyka według W. Tarczyńskiego i M. Mojsiewicza	211
4.3. Klasyfikacja ryzyka według K. Sawickiego	212
4.4. Przebieg ustalania ryzyka badania	216
4.5. Związki zachodzące między składnikami ryzyka badania	222
4.6. Pomiar ryzyka przeoczenia	223
4.7. Schemat neuronu	249
5.1. Moc elektrowni fotowoltaicznych w Polsce w latach 2015-2021	279
5.2. Kompleksowy zakres usług Grupy Kapitałowej ZMR	294
5.3. Inwestycje giełdowych firm chemicznych	331

Spis wykresów

1.1. Rozkład nieprawidłowości w aktach badania sprawozdań IZP stan na 30 czerwca 2022	201
---	-----

Załącznik 1

Sprawozdanie biegłego rewidenta na temat sprawozdania finansowego jednostki notowanej na giełdzie sporządzonego zgodnie z ramowymi założeniami rzetelnej prezentacji

Przykład 1 – Sprawozdanie biegłego rewidenta na temat sprawozdania finansowego jednostki notowanej na giełdzie sporządzonego zgodnie z ramowymi założeniami rzetelnej prezentacji

Dla celów niniejszego przykładu sprawozdania biegłego rewidenta założono następujące okoliczności:

- Badanie pełnego sprawozdania finansowego jednostki notowanej na giełdzie stosującej ramowe założenia rzetelnej prezentacji. Badanie nie jest badaniem skonsolidowanego sprawozdania finansowego (tj. MSB 600 nie ma zastosowania).
- Sprawozdanie finansowe zostało sporządzone przez kierownika jednostki zgodnie z MSSF (ramowe założenia ogólnego przeznaczenia).
- Warunki zlecenia badania odzwierciedlają opis odpowiedzialności kierownika jednostki za sprawozdania finansowe z MSB 210.
- Biegły rewident na podstawie uzyskanych dowodów badania wyciągnął wniosek, że niezmodyfikowana (tj. „czysta”) opinia jest odpowiednia.
- Stosowne wymogi etyczne, które mają zastosowanie do badania, obejmują *“Kodeks etyki zawodowych księgowych”* Międzynarodowej Rady Standardów Etyki dla Księgowych oraz wymogi etyczne odnoszące się do badania w danym systemie prawnym, a biegły rewident odnosi się do obu.
- Na podstawie uzyskanych dowodów badania biegły rewident wyciągnął wniosek, że nie istnieje istotna niepewność związana ze zdarzeniami lub warunkami, która może poddać w znaczącą wątpliwość zdolność jednostki do kontynuacji działalności zgodnie z MSB 570 (zmienionym).
- Kluczowe sprawy badania zostały przedstawione zgodnie z MSB 701.
- Biegły rewident uzyskał wszystkie inne informacje przed datą sprawozdania biegłego rewidenta i nie zidentyfikował istotnego zniekształcenia innych informacji.
- Osoby odpowiedzialne za nadzór nad sprawozdaniem finansowym różnią się od tych odpowiedzialnych za sporządzenie sprawozdania finansowego.
- Dodatkowo do badania sprawozdania finansowego biegły rewident ma inną odpowiedzialność sprawozdawczą wymaganą przez przepisy prawa krajowego.

SPRAWOZDANIE NIEZALEŻNEGO BIEGŁEGO REWIDENTA

Dla udziałowców/akcjonariuszy spółki ABC [lub inny odpowiedni adresat]

Sprawozdanie z badania sprawozdania finansowego¹

Opinia

Przeprowadziliśmy badanie sprawozdania finansowego spółki ABC (“Spółka”), które zawiera sprawozdanie z sytuacji finansowej na dzień 31 grudnia 20X1 roku oraz sprawozdanie z całkowitych dochodów, sprawozdanie ze zmian w kapitale własnym i sprawozdanie z przepływów pieniężnych za rok zakończony w tym dniu oraz noty do sprawozdania finansowego, w tym podsumowanie znaczących zasad (polityk) rachunkowości.

¹ Podtytuł “Sprawozdanie z badania sprawozdania finansowego” jest niepotrzebny w okolicznościach, gdy drugi podtytuł “Sprawozdanie na temat innych wymogów prawnych i regulacyjnych” nie ma zastosowania.

Naszym zdaniem, załączone sprawozdanie finansowe przedstawia rzetelnie, we wszystkich istotnych aspektach, (lub *przedstawia rzetelny i jasny obraz*) sytuację finansową Spółki na dzień 31 grudnia 20X1 roku oraz jej wynik finansowy i przepływy pieniężne za rok zakończony w tym dniu zgodnie z Międzynarodowymi Standardami Sprawozdawczości Finansowej (MSSF).

Podstawa opinii

Nasze badanie przeprowadziliśmy zgodnie z Międzynarodowymi Standardami Badania (MSB). Nasza odpowiedzialność zgodnie z tymi standardami została dalej opisana w sekcji naszego sprawozdania *“Odpowiedzialność biegłego rewidenta za badanie sprawozdania finansowego”*. Jesteśmy niezależni od Spółki zgodnie z *“Kodeksem etyki zawodowych księgowych”* wydanym przez Radę Międzynarodowych Standardów Etycznych dla Księgowych (*„Kodeks IESBA”*) oraz z wymogami etycznymi, które mają zastosowanie do naszego badania sprawozdania finansowego w [system prawny], a także wypełniliśmy nasze inne obowiązki etyczne zgodnie z tymi wymogami oraz z Kodeksem IESBA. Uważamy, że dowody badania, które uzyskaliśmy, są wystarczające i odpowiednie, aby stanowić podstawę dla naszej opinii.

Kluczowe sprawy badania

Kluczowe sprawy badania są to sprawy, które według naszego zawodowego osądu były najbardziej znaczące podczas badania sprawozdania finansowego za bieżący okres sprawozdawczy. Do spraw tych odnieśliśmy się w kontekście naszego badania sprawozdania finansowego jako całości oraz przy formułowaniu naszej opinii na jego temat i nie wyrażamy osobnej opinii na temat tych spraw.

[Opis każdej kluczowej sprawy badania zgodnie z MSB 701.]

Inne informacje [lub inny tytuł, jeżeli to odpowiednie, taki jak “Informacje inne niż sprawozdanie finansowe oraz sprawozdanie biegłego rewidenta na jego temat”]

[Sprawozdawczość zgodnie z wymogami sprawozdawczości opisanymi w MSB 720 (zmienionym) – zobacz przykład 1 w załączniku 2 do MSB 720 (zmienionego).]

Odpowiedzialność kierownika jednostki oraz osób sprawujących nadzór za sprawozdanie finansowe²

Kierownik jednostki jest odpowiedzialny za sporządzenie i rzetelną prezentację sprawozdania finansowego zgodnie z MSSF,³ oraz za kontrolę wewnętrzną, którą kierownik jednostki uważa za niezbędną, aby umożliwić sporządzenie sprawozdania finansowego niezawierających istotnego zniekształcenia spowodowanego oszustwem lub błędem.

Sporządzając sprawozdanie finansowe kierownik jednostki jest odpowiedzialny za ocenę zdolności Spółki do kontynuacji działalności, ujawnienie, jeżeli ma to zastosowanie, spraw związanych z kontynuacją działalności oraz za przyjęcie zasady kontynuacji działalności jako podstawy rachunkowości, z wyjątkiem sytuacji gdy kierownik jednostki albo zamierza dokonać likwidacji Spółki,

² Wszędzie w tych przykładowych sprawozdaniach biegłego rewidenta pojęcia kierownik jednostki i osoby sprawujące nadzór mogą wymagać zastąpienia innym pojęciem, które jest odpowiednie w kontekście ramowych założeń prawnych w określonym systemie prawnym.

³ Tam, gdzie odpowiedzialnością kierownika jednostki jest sporządzenie sprawozdania finansowego, które przedstawia rzetelny i jasny obraz, może to brzmieć: „Kierownik jednostki jest odpowiedzialny za sporządzenie sprawozdania finansowego, które przedstawia rzetelny i jasny obraz zgodnie z Międzynarodowymi Standardami Sprawozdawczości Finansowej, oraz za taką...”

albo zaniechać prowadzenia działalności, albo nie ma żadnej realnej alternatywy dla likwidacji lub zaniechania działalności.

Osoby sprawujące nadzór są odpowiedzialne za nadzorowanie procesu sprawozdawczości finansowej Spółki.

Odpowiedzialność biegłego rewidenta za badanie sprawozdania finansowego

Naszymi celami są uzyskanie racjonalnej pewności czy sprawozdanie finansowe jako całość nie zawiera istotnego zniekształcenia spowodowanego oszustwem lub błędem oraz wydanie sprawozdania biegłego rewidenta zawierającego naszą opinię. Racjonalna pewność jest wysokim poziomem pewności, ale nie gwarantuje, że badanie przeprowadzone zgodnie ze MSB zawsze wykryje istniejące istotne zniekształcenie. Zniekształcenia mogą powstawać na skutek oszustwa lub błędu i są uważane za istotne, jeżeli można racjonalnie oczekiwać, że pojedynczo lub łącznie mogłyby wpłynąć na decyzje gospodarcze użytkowników podjęte na podstawie tego sprawozdania finansowego.

Paragraf 41(b) niniejszego standardu MSB wyjaśnia, że zacieniony materiał poniżej może być zamieszczony w załączniku do sprawozdania biegłego rewidenta. Paragraf 41(c) wyjaśnia, że gdy przepisy prawa, regulacje lub krajowe standardy badania wprost zezwalają, można odwołać się do strony internetowej odpowiedniej instytucji, która zawiera opis odpowiedzialności biegłego rewidenta, a nie zamieszczać tego opisu w sprawozdaniu biegłego rewidenta, pod warunkiem, że opis na stronie internetowej odnosi się do opisu odpowiedzialności biegłego rewidenta opisanego poniżej i nie jest z nim niespójny.

Podczas badania zgodnego z MSB stosujemy zawodowy osąd i zachowujemy zawodowy sceptycyzm a także:

- identyfikujemy i oceniamy ryzyko istotnego zniekształcenia sprawozdania finansowego, spowodowanego oszustwem lub błędem, projektujemy i przeprowadzamy procedury badania odpowiadające tym ryzykom i uzyskujemy dowody badania, które są wystarczające i odpowiednie, aby stanowić podstawę dla naszej opinii; ryzyko niewykrycia istotnego zniekształcenia wynikającego z oszustwa jest większe niż tego wynikającego z błędu, ponieważ oszustwo może dotyczyć zmywu, fałszerstwa, celowych pominięć, wprowadzenia w błąd lub obejścia kontroli wewnętrznej,
- uzyskujemy zrozumienie kontroli wewnętrznej stosownej dla badania w celu zaprojektowania procedur badania, które są odpowiednie w danych okolicznościach, ale nie w celu wyrażenia opinii na temat skuteczności kontroli wewnętrznej Spółki,⁴
- oceniamy odpowiedniość zastosowanych zasad (polityk) rachunkowości oraz zasadność szacunków księgowych oraz powiązanych ujawnień dokonanych przez kierownika jednostki,
- wyciągamy wniosek na temat odpowiedniości zastosowania przez kierownika jednostki zasady kontynuacji działalności jako podstawy rachunkowości oraz, na podstawie uzyskanych dowodów badania, czy istnieje istotna niepewność związana ze zdarzeniami lub warunkami, która może poddać w znaczącą wątpliwość zdolność Spółki do kontynuacji działalności; jeżeli dochodzimy do wniosku, że istnieje istotna niepewność, wymagane jest od nas zwrócenie uwagi w naszym sprawozdaniu biegłego rewidenta na powiązane ujawnienia w sprawozdaniu finansowym lub, jeżeli takie ujawnienia są nieadekwatne, modyfikujemy naszą opinię; nasze wnioski są oparte na dowodach badania uzyskanych do dnia naszego sprawozdania biegłego rewidenta, jednakże

⁴ To zdanie zostałoby zmodyfikowane, odpowiednio, w okolicznościach, gdy biegły rewident ponosi także odpowiedzialność za wydanie opinii na temat skuteczności kontroli wewnętrznej w połączeniu z badaniem sprawozdania finansowego.

przyszłe zdarzenia lub warunki mogą spowodować, że Spółka zaprzestanie kontynuacji działalności,

- oceniamy ogólną prezentację, strukturę i zawartość sprawozdania finansowego, w tym ujawnienia, oraz czy sprawozdanie finansowe przedstawia będące ich podstawą transakcje i zdarzenia w sposób zapewniający rzetelną prezentację.

Przekazujemy osobom sprawującym nadzór informacje o między innymi, planowanym zakresie i czasie przeprowadzenia badania oraz znaczących ustaleniach badania, w tym wszelkich znaczących słabościach kontroli wewnętrznej, które zidentyfikujemy podczas badania.

Składamy także osobom sprawującym nadzór oświadczenie, że przestrzegaliśmy stosownych wymogów etycznych dotyczących niezależności oraz, że będziemy informować ich o wszystkich powiązaniach i innych sprawach, które mogłyby być racjonalnie uznane za stanowiące zagrożenie dla naszej niezależności, a gdzie ma to zastosowanie, informujemy o zastosowanych zabezpieczeniach.

Spśród spraw przekazywanych osobom sprawującym nadzór ustaliliśmy te sprawy, które były najbardziej znaczące podczas badania sprawozdania finansowego za bieżący okres sprawozdawczy i dlatego uznaliśmy je za kluczowe sprawy badania. Opisujemy te sprawy w naszym sprawozdaniu biegłego rewidenta, chyba że przepisy prawa lub regulacje zabraniają publicznego ich ujawnienia lub gdy, w wyjątkowych okolicznościach, ustalimy, że sprawa nie powinna być przedstawiona w naszym sprawozdaniu, ponieważ można byłoby racjonalnie oczekiwać, że negatywne konsekwencje przeważąłyby korzyści takiej informacji dla interesu publicznego.

Sprawozdanie na temat innych wymogów prawnych i regulacyjnych

[Forma i zawartość tej sekcji sprawozdania biegłego rewidenta różni się w zależności od rodzaju innej odpowiedzialności sprawozdawczej biegłego rewidenta określonej przez przepisy prawa krajowego, regulacje lub krajowe standardy badania. Sprawy, do których odnoszą się inne przepisy prawa, regulacje lub krajowe standardy badania (określone jako "inna odpowiedzialność sprawozdawcza") są poruszane w tej sekcji, chyba że inna odpowiedzialność sprawozdawcza odnosi się do tych samych zagadnień, co te przedstawiane zgodnie z odpowiedzialnością sprawozdawczą wymaganą przez MSB jako część sekcji „Sprawozdanie na temat badania sprawozdania finansowego”. Sprawozdawczość dotycząca innej odpowiedzialności sprawozdawczej, która odnosi się do tych samych zagadnień, co te wymagane przez MSB może być połączona (tj. włączona do sekcji “Sprawozdanie na temat badania sprawozdania finansowego” pod odpowiednim podtytułem) pod warunkiem, że sformułowania w sprawozdaniu biegłego rewidenta jasno odróżniają inną odpowiedzialność sprawozdawczą od sprawozdawczości, która jest wymagana przez MSB, gdy istnieje taka różnica.

Kluczowym biegłym rewidentem odpowiedzialnym za badanie, którego rezultatem jest niniejsze sprawozdanie niezależnego biegłego rewidenta, jest [imię i nazwisko].

[Podpis w imieniu firmy audytorskiej, imię i nazwisko biegłego rewidenta lub oba, odpowiednio dla określonego systemu prawnego]

[Adres biegłego rewidenta]

[Data]