

Rola fuzji i przejęć w rozwoju struktur ponadnarodowych w gospodarce światowej i polskiej na przykładzie 2015 roku

Katarzyna Świetła, Krzysztof Jonas*

Streszczenie: *Cel* – Celem artykułu jest ukazanie tendencji na rynku fuzji i przejęć, a szczególnie ich roli w tworzeniu przedsiębiorstw o charakterze ponadnarodowym.

Metodologia badania – Artykuł powstał w oparciu o analizę bieżącej literatury tematu oraz raportów z internetowych stron specjalistycznych.

Wynik – Efektem niniejszego opracowania jest zwrócenie uwagi na kształtowanie się zmian na rynku fuzji i przejęć na świecie, a w szczególności na rynku polskim, z uwzględnieniem prognoz na następne okresy.

Oryginalność/wartość – Temat ten jest szczególnie popularny w opracowaniach publikowanych na stronach internetowych, rzadko jednak spotykane jest połączenie publikowanych analiz z teorią.

Słowa kluczowe: fuzje, przejęcia, przedsiębiorstwa ponadnarodowe

Wprowadzenie

Pomimo że zjawisko łączenia podmiotów znane jest w gospodarce już od XIX wieku, to nigdy jego rola nie była tak znacząca. Gospodarka XXI wieku osiągnęła niewyobrażalny wcześniej stopień scalenia poprzez globalizację ponadnarodowych działań. Dotyczy to nie tylko przepływu informacji i dóbr, ale zwłaszcza koncentracji kapitałów. Tendencja ta powoduje coraz powszechniejsze tworzenie rozbudowanych struktur w formie grup kapitałowych składających się z licznych podmiotów działających często w odległych geograficznie miejscach. Dzięki specjalizacji poszczególnych komórek tworzących grupy korzystają one z najnowszych rozwiązań technologicznych, know-how, kapitałów oraz redukują koszty poprzez wykorzystanie efektu synergii, a obciążenia podatkowe – lokując oddziały w tzw. rajach podatkowych.

Kwestię tę podnosi również J. Toborek-Mazur wskazując, że rozwój przedsiębiorstwa stawiany jako cel jest niezwykle istotny w dynamicznej, konkurencyjnej gospodarce, a jego przejawem są połączenia jednostek pozwalające im na realizację nowych przedsięwzięć (Toborek-Mazur 2010, s. 173). Podobne zdanie mają M.A. White i B.D. Burton, którzy

* dr hab. Katarzyna Świetła, adiunkt, Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie, Wydział Finansów, Katedra Rachunkowości Finansowej, e-mail: kswietla@uek.krakow.pl; dr Krzysztof Jonas, adiunkt, Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie, Wydział Finansów, Katedra Rachunkowości Finansowej, e-mail: krzysztof.jonas@uek.krakow.pl.

wskazują, że fuzje i przejęcia pozwalają podmiotom gospodarczym na szybsze wejście na rynek, ograniczanie wysokich kosztów stałych oraz ryzyka wejścia na nowe rynki (White, Burton 2010, s. 216).

Coraz powszechniejszy rozwój podmiotów globalnych stoi u podstaw podjęcia przez autorów tematu dotyczącego powstawania wskazanych grup poprzez wykorzystanie fuzji i przejęć w gospodarce światowej i na jej tle – gospodarki polskiej. Celem opracowania było przedstawienie charakterystyki największych fuzji i przejęć, które miały miejsce na rynku światowym i polskim w kontekście ich wpływu na gospodarkę. Podstawą realizacji tematu był przegląd kluczowych cech charakteryzujących oraz różnicujących fuzje i przejęcia przeprowadzony na podstawie obowiązujących rozwiązań, a następnie praktyczna analiza dokumentów źródłowych oraz ocena ich efektywności.

1. Fuzje i przejęcia we współczesnej gospodarce – aspekt teoretyczny

Łączenie się rynków kapitałowych w globalnej gospodarce następuje przeważnie pod wpływem fuzji i przejęć, co prowadzi do konieczności generowania oraz prezentowania informacji użytecznych dla ich odbiorców. Zatem fuzje i przejęcia stanowią strategiczne narzędzie zwiększania potencjału i przekształcania organizacji, a decyzja o ich przeprowadzeniu powinna być wynikiową przyjętej strategii rozwoju (Stankiewicz, Mróz 2013, s. 691).

Podobne twierdzenie wyraża E. Ambucita wskazując, że fuzje i przejęcia są transakcjami stosowanymi przez przedsiębiorstwa celem osiągnięcia określonych zamierzeń strategicznych i finansowych. Zatem, w zależności od przyjętych oczekiwań, cele i zadania stawiane przed przyjętą formą mogą być zróżnicowane i obejmować rozwój podmiotu gospodarczego, uzyskanie przewagi konkurencyjnej na istniejących rynkach, poszerzenie rynku lub asortymentu produktów, obniżenie ryzyka działalności, itd.

Łączenie się firm wywiera wpływ na wiele aspektów działalności przedsiębiorstwa, wśród których należy wskazać zwłaszcza: produkcję, zarządzanie, gospodarowanie czynnikiem ludzkim, kulturę organizacyjną oraz finanse. Na podkreślenie zasługuje fakt, że rezultaty fuzji i przejęć są widoczne w dwóch obszarach, tj. w działalności operacyjnej i wynikach finansowych połączonych podmiotów (Ambucita 2014, s.715).

Podejmując próbę uporządkowania zagadnień rozliczeniowych w obszarze fuzji i przejęć należy na wstępie wskazać, że zgodnie z zapisami ustawy o rachunkowości (Dz.U. z 2013, poz. 330 ze zm., art. 44) łączenie się spółek handlowych, zwanych dalej „spółkami”, rozlicza się i ujmuje na dzień połączenia w księgach rachunkowych spółki, na którą przechodzi majątek łączących się spółek (spółki przejmującej) albo nowej spółki powstałej w wyniku połączenia (spółki nowo zawiązanej) – metodą nabycia. Zastrzega się jednak, że w razie łączenia się spółek, na skutek którego nie następuje utrata kontroli nad nimi przez ich dotychczasowych udziałowców, można zastosować metodę łączenia udziałów. Sytuacja ta dotyczy w szczególności łączenia się spółek zależnych w sposób bezpośredni lub pośredni od tej samej jednostki dominującej, jak również w razie połączenia jednostki dominującej

niższego szczebla z jej jednostką zależną. W przypadku łączenia się spółek przy wykorzystaniu metody łączenia udziałów mówimy o fuzji.

Jak twierdzi J. Penc (1997, s. 135), fuzja to sytuacja, w której dochodzi do połączenia dwóch przedsiębiorstw lub nabycia (przejęcia) 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 (Świetla 2013, s. 13). Inaczej mówiąc, fuzja, poprzez połączenie, prowadzi do współpracy między konkurentami oraz dostawcami, producentami i klientami, którzy zdecydowali się wspólnie prowadzić jakieś przedsięwzięcie. Jest ona możliwa w sytuacji, gdy dwa lub więcej podmioty (początkowo niezależne względem siebie), w wyniku umowy łączą się tworząc nową spółkę. Charakterystyczną cechą fuzji jest jej dobrowolność sprzyjająca zgodnemu działaniu partnerów.

Najczęściej występującymi fuzjami są: poziome, pionowe i konglomeratowe. Pierwszy z rodzajów ma prowadzić do zwiększenia udziału w rynku, zdobycia przewagi konkurencyjnej oraz poszerzenia obszaru działania. W przypadku fuzji pionowych (wertykalnych) kluczem jest współpraca partnerów działających w tej samej gałęzi gospodarki, ale na różnych jej szczeblach, co pozwoli na działania na linii np. producent–sprzedawca, dostawca–producent itp. Fuzje konglomeratowe mają na celu współpracę niezależnych często partnerów w obszarze kapitałowym czy też strategicznym. Przenikanie się działań zróżnicowanych branż pozwala na ich wzajemne wzmocnienie poprzez wykorzystanie wiedzy i doświadczenia partnera (www.finansopedia.forsal.pl). Jak zauważa R. Machała, częstym powodem dokonywania fuzji podmiotów gospodarczych jest chęć tworzenia silniejszych jednostek silniej konkurujących na rynku (Machała 2005, s. 7).

Fuzje charakteryzowane są także przez kondycję finansową partnerów, przez co dzieli się je na fuzje powstałe pod wpływem (www.biznesbome.pl):

- inkorporacji (wchłonięcia), co ma miejsce w przypadku, gdy jedno przedsiębiorstwo, w zamian za akcje bądź udziały, przenosi swój majątek w majątek przedsiębiorstwa lub spółki, z którą się łączy,
- konsolidacji (zjednoczenia), w trakcie którego łączące się podmioty przenoszą swoje majątki na majątek nowo powstałej spółki, stanowiącej odrębny podmiot prawny (łączące się przedsiębiorstwa tracą dotychczasową osobowość prawną).

Zupełnie inny charakter łączenia podmiotów gospodarczych ma miejsce, gdy dochodzi do przejęcia. W tym przypadku zostaje nabyte ponad 50% kapitału podmiotu gospodarczego przez podmiot, który staje się w tej transakcji dominującym. Nabywca oczekuje najczęściej wzrostu przewagi rynkowej i technologicznej poprzez zwiększenie udziału w nim, choć zdarza się także nabycie firmy w celu jej likwidacji i ograniczenia dostarczanych zasobów przy jednoczesnym wroście cen. Ponadto celem przejęcia jest zdobycie kluczowej pozycji na rynku. Niekiedy pod pojęciem przejęcia mówi się o transferze kontroli, a więc jej przeniesieniu z jednej grupy inwestorów (lub jednego inwestora) do innej grupy (innego inwestora).

Reasumując warto podkreślić, że podstawową różnicą pomiędzy fuzją a przejęciem jest to, że w sytuacji przejęcia, przejmowany podmiot nie traci swojej podmiotowości prawnej, a jedynie jego działalność jest kontrolowana przez nabywcę (Szczepankowski 2010, s. 56). W przeciwieństwie do fuzji, nabyciu podlegają często dowolne jednostki gospodarcze, natomiast w ramach fuzji łączeniu podlegają podmioty w ramach tego samego sektora.

2. Największe fuzje i przejęcia na świecie i w Polsce w 2015 roku

W ostatnich latach można było zaobserwować spowolnienie na rynku fuzji i przejęć. Tendencja ta zaczęła się odwracać w 2014 roku, w którym odnotowano wzrost o ponad 80% w stosunku do roku wcześniejszego (Allen&Overy 2014). Rok 2015 był kontynuacją tendencji wzrostowej i był rekordowym rokiem na rynku fuzji i przejęć. Dopiero po raz drugi (pierwszy raz miał miejsce w 2007 roku, czyli jeszcze przed kryzysem finansowym) w historii roczna wartość światowych fuzji i przejęć przekroczyła aż 4 biliony dolarów (www.forbes.pl). Jest to, zdaniem analityków BCG, wynik trzech tendencji, jakie można zauważyć na globalnym rynku:

- niezwyklej aktywności na rynku spółek technologicznych (na tym rynku odnotowano największy wzrost pod względem liczby i wartości transakcji),
- poszukiwanie możliwości przejęć przez firmy finansowe w celu zwiększenia zakresu działania,
- polowanie na innowacje.

Zdaniem Borisa Schlossberga, analityka BK Asset Managment (www.forbes.pl), tak rekordowy rok oznacza jednak zdaniem niektórych szczyt możliwości i spowolnienie w latach następnych. W ocenie bankierów inwestycyjnych w 2016 roku należy spodziewać się wzrostu ogólnej liczby transakcji, gdyż firmy, które w ubiegłym roku ogłosiły fuzje i przejęcia, zaczną sprzedawać niepotrzebne im części biznesu (www.forsal.pl). W tabeli 1 zestawiono 10 największych fuzji i przejęć roku 2015.

Transakcja z pierwszego miejsca to największe przejęcie w historii branży farmaceutycznej i dzięki temu firma przejmująca stała się największym koncernem farmaceutycznym na świecie pod względem wartości sprzedaży. Przejęcie przyniesie również efekty podatkowe – dzięki przejęciu firmy mającej siedzibę w Irlandii koncern może uniknąć płacenia podatku w Stanach Zjednoczonych. Podobnie transakcja z miejsca trzeciego spowoduje powstanie międzynarodowego giganta mającego jedną trzecią światowego rynku piwa. Belgijska firma AB InBev przejęła brytyjską firmę SABMiller. Ciekawostką jest, iż w tym koncernie znajduje się również polska Kompania Piwowarska sprzedająca piwo Lech i Tyskie. Na miejscu siódmym odnotowano powstanie koncernu w branży spożywczej poprzez fuzję firmy Kraft z największym na świecie producentem keczupu, koncernem Heinz. Miejsce dziewiąte należy również do branży farmaceutycznej, w wyniku przejęcia izraelska firma Teva Pharmaceuticals przejęła Allergan Generics, wchodząc do grona największych firm farmaceutycznych świata.

Tabela 1

Największe fuzje i przejęcia w 2015 roku

Przejmujący/przejmowany	Rynek	Wartość transakcji (mld USD)
Pfizer/Allergan	farmaceutyczny	160,00
Dow Chemical/Du Pont	chemiczny	130,00 (fuzja niezakończona)
Anheuser-Busch InBev/SABMiller	piwowarski	107,00
Royal Dutch Shell PLC/BG Group	paliwowy	79,30 (fuzja niezakończona)
Charter Communications/Time Warner Cable Inc.	telewizyjny	79,25 (fuzja niezakończona)
Dell/EMC	komputerowy	67,00
Heinz /Kraft Foods	spożywczy	55,40
Anthem/Cigna	ubezpieczenia	50,40
Teva Pharmaceuticals/Allergan Generics	farmaceutyczny	40,50
Bershire Hathaway/Precision Castries	mechaniczny	35,70

Źródło: <http://www.forbes.pl/2015-rok-najwieksze-fuzje-i-przejecia-w-swiatowym-biznesie,artykuly,201442,1,1.html>.

O ile na świecie rok 2015 był rekordowy, o tyle w Europie widać zróżnicowanie. Europa Zachodnia to region notujący wzrosty zarówno co do ilości, jak i wartości transakcji. Natomiast w Europie Środkowo-Wschodniej, jak podaje Emerging Europe M&A Report 2015/2016 (www.cmslegal.com), odnotowano spadek zarówno pod względem liczby transakcji (spadek o 3%), jak i ich wartości (spadek o 15%). Analitycy wskazują, iż region ten przestał być postrzegany przez inwestorów jako jednolity ze względu na zmiany profilu ryzyka w poszczególnych krajach, a jedynie Polska, Węgry, Serbia oraz Bośnia i Hercegowina to rynki, na których odnotowano wzrosty. Ciekawym przypadkiem na tle tego regionu są Czechy, które – jak podaje Raport M&A Index Poland – odnotowały znaczący spadek ilości transakcji (z 60 do 29) przy jednoczesnym prawie dwukrotnym wzroście ich wartości (www.navigatorcapital.com.pl). Przyczyny zmniejszenia liczby i wartości transakcji upatrywane są przede wszystkim w Rosji objętej zachodnim embargiem, jak i w pogrążonej w wojnie Ukrainie (Świderek). W ubiegłym roku najaktywniejszymi inwestorami na rynku Europy Środkowo-Wschodniej byli Amerykanie, Niemcy i Brytyjczycy. Najwięcej transakcji miało miejsce w sektorze produkcyjnym (343 transakcje na łączną kwotę 8,9 mld euro) oraz na rynku nieruchomościowym (263 transakcje na łączną kwotę 8,2 mld euro) (Świderek). Do największych transakcji w tym regionie należy sprzedaż przez rząd Słowacji 49% akcji Slovak Telecom za 900 mln euro na rzecz Deutsche Telecom.

W Polsce – jak podaje serwis Polskiego Stowarzyszenia Inwestorów Kapitałowych – odnotowano wzrost zarówno liczby (z 285 do 346), jak i wartości transakcji (z 4,5 do 6,3 mld euro) (www.psik.org.pl). Jak zauważa serwis egospodarka.pl, w 2015 roku dominowały transakcje o wartości do 100 mln zł i ta tendencja spadkowa (wartości pojedynczej transakcji) jest zauważalna od przynajmniej 2 lat. Do największych transakcji na rynku polskim w 2015 roku należy:

- przejęcie 52,7% udziałów TVN SA przez telewizję Scripps Networks Interactive za 2,416 mld zł,
- przejęcie PKP Energetyka SA przez CVC Capital Partners za 1,41 mld zł oraz
- przejęcie przez Orlen (a właściwie przez spółkę-córkę Orlen Upstream Canada) kanadyjskiej spółki wydobywczo-poszukiwawczej Kicking Horse Energy za 890 mln złotych. Jest to już trzecia inwestycja Orleu w Kanadzie w ostatnich latach.

Charakterystyczne dla 2015 roku jest to, iż po stronie podmiotów kupujących mało aktywni byli polscy przedsiębiorcy, podczas gdy po stronie podmiotów sprzedających wprost przeciwnie. Największą transakcją po stronie kupujących był podział firmy Agros, gdzie część przedsiębiorstwa zajmująca się produkcją keczupu, dżemu i przetworów trafiła do Maspexu, a część zajmująca się produkcją soków – do firmy Polmlek. Po stronie sprzedających największą transakcją była sprzedaż udziałów SABMiller o wartości 11,6 mld zł przez Dominikę i Sebastiana Kulczyków. Sprzedane zostały również duże pakiety akcji TVN (przez rodzinę Weichertów i Walterów), Echo Investment (Michał Solowow) czy Stary Browar (Grażyna Kulczyk) (*Przejmowanie firm? To nie w Polsce*, www.forbes.pl).

Na polskim rynku można również zauważyć niepojęce zjawiska związane ze zmianami politycznymi. Większość transakcji na rynku fuzji i przejęć miała miejsce do sierpnia 2015 roku, podczas gdy w latach poprzednich to koniec roku był okresem, gdy zawierano najwięcej transakcji. Jak zauważa Jacek Chwedoruk – prezes banku inwestycyjnego Rothschild Polska – dotyczy to nie tylko rynku fuzji i przejęć, ale również giełdy, kursu złotego i obligacji Skarbu Państwa (*Przejmowanie firm...*). Problemy dotknęły najbardziej banki, na sprzedaż zostały wystawione trzy – Allior, Raiffeisen i BPH, z których udało się sprzedać jedynie 25% akcji tego pierwszego. Zasadniczy wpływ na to miał umacniający się kurs franka i jednocześnie nierozwiązana sprawa oddłużania osób zaciągających kredyty we frankach i uczestnictwa banków w tym procesie, upadek SKOK-ów i SK Banku (*Przejmowanie firm?...*). Kłopoty odnotowały również branża energetyczna i handel. Ta pierwsza boryka się z problemem przerzucania kosztów nierentownych kopalń na koncerny energetyczne, co zostało „wymyślone” przez poprzedni rząd, a przejęty przez obecny. Natomiast branża handlowa oczekuje na wprowadzenie podatku od sklepów wielkopowierzchniowych oraz ewentualne opodatkowanie e-commerce. Wszystko to wywołuje rezerwę u inwestorów powstrzymującą ich przed inwestycjami na rynku polskim. Początek 2016 roku zdaje się potwierdzać tę tendencję.

Uwagi końcowe

Jak zauważają inwestorzy, fuzje i przejęcia są jednym z podstawowych narzędzi w ramach strategii zwiększania potencjału gospodarczego na globalnych rynkach. Tym samym integracja transakcji jest wypadkową postrzegania wartości inwestycji przez sprzedających i kupujących. Równocześnie istnieje duży potencjał i przychylność do wprowadzania zmian, również przez pracowników łączących się lub przejmowanych firm, którzy oczekują

ewentualnych korzyści z konsolidacji. Tak było właśnie w roku poprzednim, co zaowocowało nie tylko liczbą, ale także wartością dokonanych transakcji.

Z drugiej jednak strony w gospodarce zauważa się pewne trendy związane ze zmiennością w czasie. Bardzo aktywny rok 2015 na rynku fuzji i przejęć na świecie rodzi pewne obawy co do możliwości utrzymania tej tendencji w roku następnym. Zdaniem ekspertów rok 2016 będzie okresem stabilizacji w Polsce i umacniania swych pozycji poprzez konsolidację rynku. Branże, które ich zdaniem mogą utrzymać aktywność, to rynek nieruchomości, telekomunikacja, IT, ochrona zdrowia, jak również branża finansowa (www.egospodarka.pl). Wszyscy są zgodni, iż rynkowi nie grozi zastój i nuda, a jedyne co może mu zagrażać, to zmienna sytuacja polityczna.

Literatura

- Allen&Overy (2014). M&A Index. Pobrano z: www.allenoverly.com (1.03.2016).
- Ambucita E. (2014). Fuzje i przejęcia jako strategia rozwoju przedsiębiorstwa – aspekty teoretyczne. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego*, 804. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 67.
- Fuzje i przejęcia w Polsce w 2015r.* Artykuł opublikowany na stronie www.egospodarka.pl (18.04.2016).
- Emerging Europe M&A Report 2015/2016. Pobrano z: www.cmslegal.com (5.04.2016).
- Machala R. (2005). *Przejęcia i fuzje, wpływ na wartość firm*. Wrocław: Wydawnictwo Unimex.
- Penc J. (1997). *Leksykon biznesu*. Warszawa: Agencja Wydawnicza Placet.
- Przejmowanie firm? To nie w Polsce*. Artykuł opublikowany na stronie www.forbes.pl (10.04.2016).
- Raport M&A Index Poland. Pobrano z: www.navigatorcapital.pl (5.04.2016).
- Rośnie wartość fuzji i przejęć w Polsce, podczas gdy w Europie Środkowo-Wschodniej maleje. Fundusze private equity coraz bardziej aktywne w naszym regionie*. Artykuł opublikowany na stronie www.psk.org.pl (5.04.2016).
- Stankiewicz-Mróż A. (2013). Tempo działań integracyjnych po fuzjach i przejęciach. *Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego*, 760. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 59.
- Szczepankowski P.J. (2010). *Fuzje i przejęcia. Techniki i oceny opłacalności i sposoby finansowania*. Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.
- Świderek T. *W Polsce coraz więcej fuzji i przejęć, u sąsiadów mniej*. Artykuł opublikowany na stronie www.obserwatorfinansowy.pl (11.04.2016).
- Świetla K. (2013). Miejsce Polski na mapie fuzji i przejęć we współczesnej gospodarce. *Zeszyty Naukowe Wyższej Szkoły Finansów i Prawa w Bielsku-Białej*, 4.
- Toberek-Mazur J. (2010). *Holding jako podmiot rachunkowości*. Warszawa: Oficyna a Wolters Kluwer business.
- Ustawa z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości. Tekst jednolity Dz.U. z 2013, poz. 1330 ze zm.
- White M.A., Burton B.D. (2010). *The Management of Technology and Innovation, A strategic Approach*. Cengage Learning.
- <http://forsal.pl/artykuly/917995,rekord-fuzji-i-przejec-zapowiedzia-gieldowego-krachu.html>
- www.biznesborne.pl
- www.finansopedia.forsal.pl
- www.forbes.pl
- www.forbes.pl/2015-rok-najwieksze-fuzje-i-przejecia-w-swiatowym-biznesie,artykuly,201442,1,1.html
- www.psk.org.pl

THE ROLE OF M&A IN THE DEVELOPMENT OF TRANSNATIONAL STRUCTURES IN THE WORLD AND POLISH ECONOMY ON THE EXAMPLE OF 2015

Abstract: Purpose – The purpose of this paper is to draw attention on M&A market and especially their role in the creation of the enterprises of a transnational character.

Design/methodology/approach – The article is based on an analysis of the current literature and reports of

specialist websites.

Findings – The result of this development is to draw attention to the evolution of market developments in the area of mergers and acquisitions in the world and in particular on the Polish market, including forecasts for subsequent periods.

Originality/value – This theme is especially popular in studies published on websites, however, rarely seen is a combination of published analyses and the theory.

Keywords: mergers, acquisitions, transnational structures

Cytowanie

Świetła K., Jonas K. (2016). Rola fuzji i przejęć w rozwoju struktur ponadnarodowych w gospodarce światowej i polskiej na przykładzie 2015 roku. *Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia*, 4 (82/2), 549–556. DOI: 10.18276/frfu.2016.4.82/2-48.