



# Kontrola ma swoją cenę

Premie w wezwaniach do sprzedaży  
akcji spółek notowanych na GPW

Edycja 2020

Lipiec 2020

[kpmg.pl](http://kpmg.pl)



# Wstęp

KPMG po raz kolejny przeprowadziło analizy dotyczące wezwań na akcje spółek publicznych.

W niniejszym materiale znajdziecie Państwo szczegółową analizę premii płaconych w latach 2018-2019, przedstawioną w kontekście całego badanego okresu obejmującego lata 2010-2019, czyli ostatniej dekady rynku kapitałowego w Polsce.

Zapraszamy do lektury.



**Tomasz Wiśniewski**  
Partner w KPMG  
w Polsce



**Marcin Łągiewka**  
Dyrektor w KPMG  
w Polsce



**Tomasz Regulski**  
Dyrektor w KPMG  
w Polsce

## Spis treści

str. 3 **Kluczowe wnioski**

str. 5 **Na parkiecie coraz większe pustki**

str. 7 **Cena minimalna?**

str. 8 **Rozwój rynku wezwań = większa stabilizacja**

str. 9 **Finansowy vs. Branżowy – różne interesy, różne premie**

str. 11 **Pierwsza cena to nadal często za mało**

str. 13 **Kontrola i delisting**

str. 14 **Co dalej?**

str. 15 **Usługi KPMG w zakresie wycen przedsiębiorstw**

str. 18 **Wybrane publikacje KPMG w Polsce i na świecie**

# Kluczowe wnioski

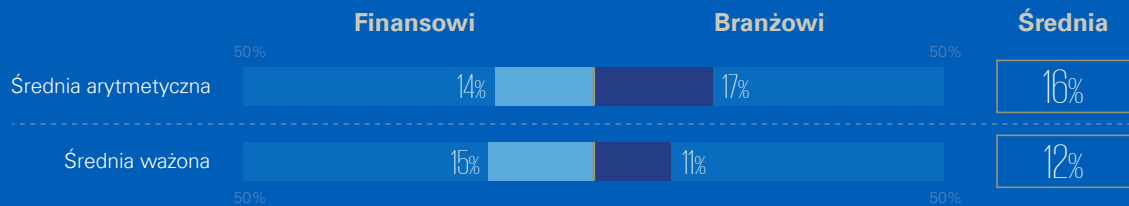
## Obserwacje

	LATA 2018-2019	LATA 2010-2019
 Łączna liczba IPO na GPW w Warszawie	14	220
 Liczba delistingów	47	150
 Liczba ogłoszonych wezwań	53	275
 Średnia wartość udanego wezwania	316 mln PLN	365 mln PLN

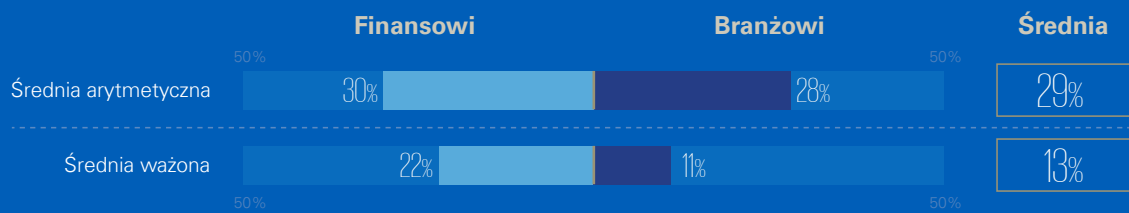
## Premie w wezwaniach

2010 - 2019

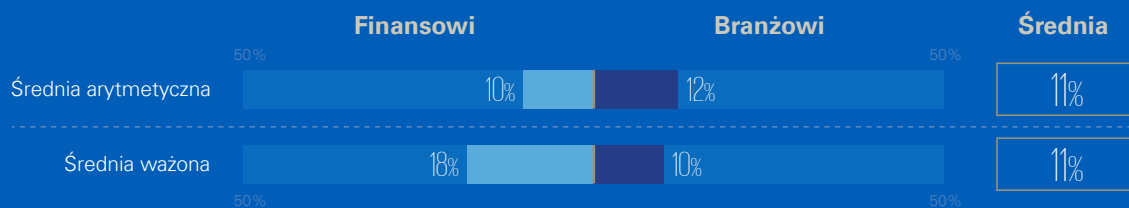
## Wezwania zakończone powodzeniem



## Udane wezwania z zamiarem przejęcia kontroli i delistingu



## Udane wezwania z zamiarem przejęcia kontroli bez delistingu



## 1

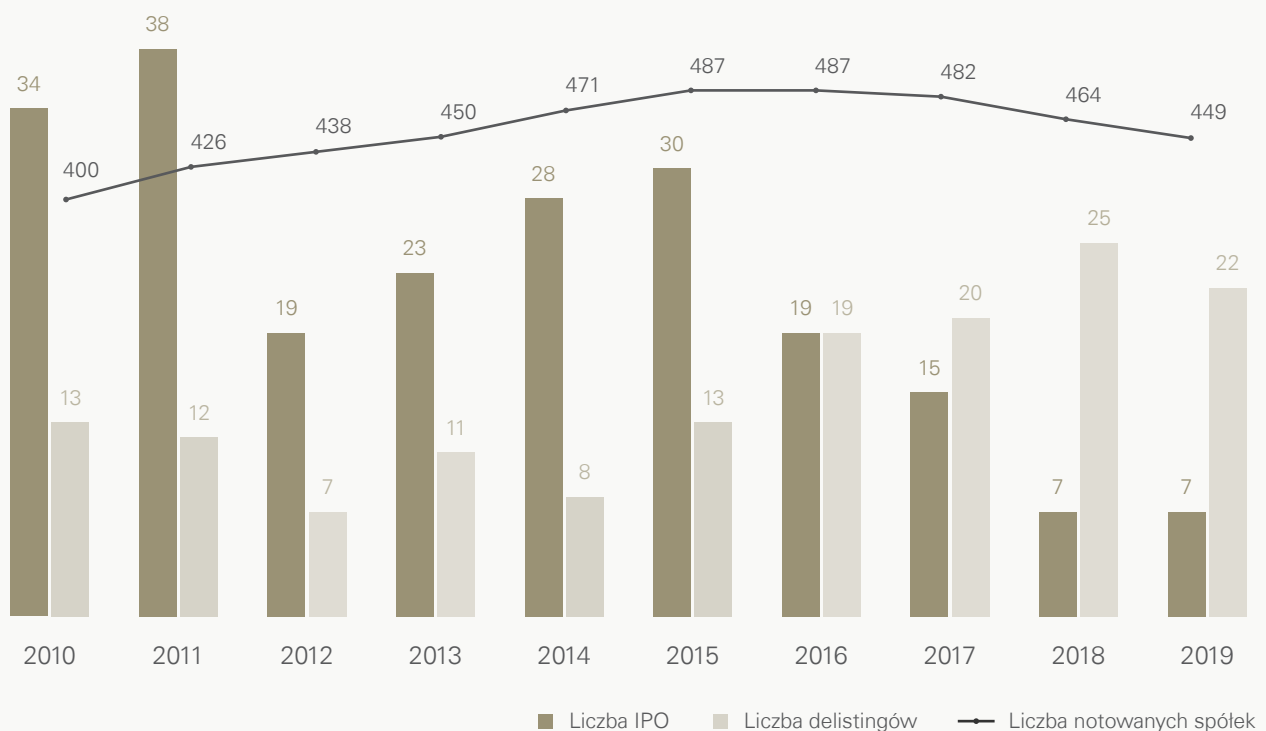
# Na parkiecie coraz większe pustki

Umiarkowana aktywność inwestorów oraz ich znikome zainteresowanie potencjalnymi ofertami publicznymi sprawiło, że zgodnie z pierwotnymi oczekiwaniami lata 2018 - 2019 były kolejnymi, w których zmalała liczba spółek notowanych na GPW.

co spowodowało spadek liczby notowanych spółek aż o 33 podmioty – sytuacja bez precedensu w całym analizowanym okresie. W efekcie, na zakończenie 2019 roku, na głównym parkiecie pozostawało 449 podmiotów, najmniej od siedmiu lat.

We wspomnianym okresie, przy zaledwie 14 debiutach odnotowano 47 delistingów,

## ◆ Liczba spółek notowanych na rynku głównym GPW w latach 2010-2019.



Źródło: Analiza KPMG w Polsce na podstawie publicznie dostępnych danych

Analizując bardziej szczegółowo debiuty z dwóch ostatnich lat, wydaje się, że nie ma szczególnych powodów do optymizmu. W przypadku połowy ze wszystkich 14 IPO, mieliśmy do czynienia z przejściem na rynek główny z rynku New Connect, przy czym tylko dwie spółki oferowały przy tej okazji swoje akcje - o łącznej wartości 12 mln PLN.

Kolejnych sześć spółek przeprowadziło oferty na łączną kwotę ok. 346 mln PLN, co w stosunku do wartości emisji dla spółek przechodzących z New Connect wydaje się niemało, jednak wypada błado w porównaniu do ofert z lat poprzednich – np. roku 2017, w którym nabywców znalazły akcje m.in. Dino Polska czy Play Communications,

za kwotę odpowiednio 1,65 mld PLN oraz 4,38 mld PLN. Tak słabego wyniku nie obserwowaliśmy w żadnym z analizowanych okresów. Średnioroczna wartość ofert publicznych w latach 2000-2017 wyniosła 5,5 mld PLN, z rekordowo niskim wynikiem w roku 2016 (1,1 mld PLN).

Jednocześnie, w latach 2018-2019 z giełdy zniknęło aż 47 spółek o łącznej kapitalizacji około 43 mld PLN. Szczegółowe dane zostały przedstawione w poniższej tabeli.

#### ◆ Delistingi na warszawskim parkiecie w latach 2018-2019.

Powód wykluczenia z obrotu	Liczba wykluczeń		Wartość wykluczonych akcji (mln PLN)	
	2018	2019	2018	2019
Zniesienie dematerializacji akcji	16	11	18 042	6 395
Upadłość likwidacyjna	5	7	33	22
Decyzja NKF dot. bezterminowego wykluczenia	2	2	33	7
Bezpieczeństwo uczestników obrotu	0	1	0	2 000
Przekształcenie Spółki	0	1	0	16 020
Pozostałe	2	0	295	0
<b>Suma</b>	<b>25</b>	<b>22</b>	<b>18 404</b>	<b>24 444</b>

Źródło: Analiza KPMG w Polsce na podstawie publicznie dostępnych danych

Duża liczba wycofań utrzymująca się niezmiennie od 2016 roku (łącznie 86 podmiotów) oraz bardzo niska łączna wartość ofert publicznych w ostatnich latach (zaledwie 45 mln PLN w 2019 roku) są oznaką marazmu panującego na GPW, a kryzys wywołany pandemią koronawirusa SARS-CoV-2 może jeszcze zwiększyć liczbę wezwań. Biorąc jednak pod uwagę, że do pierwszego tygodnia czerwca br. WIG 20 wzrósł o ponad 40% od minimum odnotowanego 12 marca i był tylko 15% poniżej szczytów z lutego 2020 roku, wezwania mogą nie pojawić się masowo.

Warto zwrócić uwagę na fakt, że w latach 2018-2019 niemal co czwartą spółkę debiutującą na parkiecie stanowiły te z sektora produkcji gier. W 2018 roku swój debiut miało dwóch producentów gier mobilnych, czyli Ten Square Games, oraz T-bull. Z kolei w 2019 roku swój debiut zanotował producent gier mobilnych BOOMBIT oraz Ultimate Games, produkujący gry na różne platformy. Dalsza cyfryzacja stylu życia, przyspieszona pandemią koronawirusa, może przyczynić się do dalszego rozwoju tego segmentu spółek na GPW.

## 2

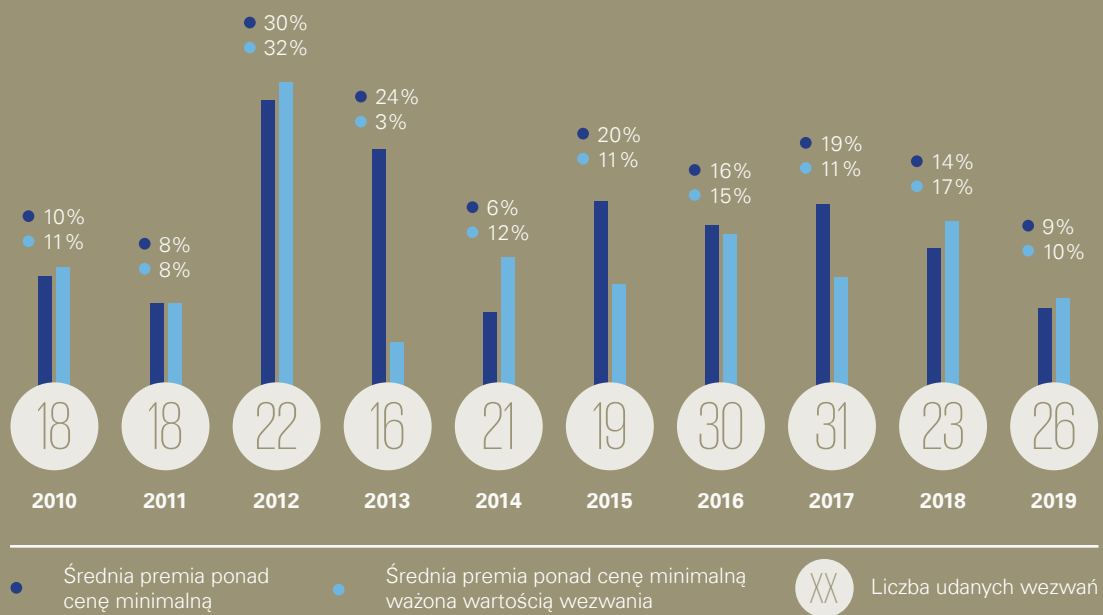
## Cena minimalna?

W związku ze zwiększoną liczbą wezwań, jeszcze bardziej istotne staje się prawidłowe określenie odpowiedniej ceny, która pozwoli na zakończenie wezwania sukcesem. Ustawowe ograniczenia wskazują jedynie cenę minimalną, jaka musi zostać zaoferowana za akcję w wezwaniu, co w żadnym stopniu nie definiuje wartości godziwej akcji, która jest w takim wezwaniu wymagana.

Cena minimalna to przeważnie także zbyt mało, aby skłonić akcjonariuszy do sprzedaży posiadanych przez nich papierów

wartościowych. Licząc na sukces samego wezwania, wzywający niejednokrotnie proponują więc cenę, która jest wyższa od bieżącego kursu, czy też od ceny minimalnej wymaganej przepisami prawa. Jak jednak określić optymalny poziom premii, który pozwoliłby zrealizować cele wzywającego? Z analiz KPMG w Polsce wynika, że premia, stanowiąca zachętę dla inwestorów do sprzedaży akcji zależy od wielu czynników, w tym od wielkości nabywanego pakietu, czy planów wzywającego dotyczących dalszych losów spółki.

◆ Średnia premia płacona ponad cenę minimalną w przypadku udanych wezwań w latach 2010-2019



Źródło: Analiza KPMG w Polsce na podstawie publicznie dostępnych danych

## 3

# Rozwój rynku wezwań = większa stabilizacja

W pierwszych latach analizowanego okresu obserwowaliśmy znaczne wahania wysokości premii płaconej w przypadku udanych wezwań. Wraz z rozwojem rynku wezwań oraz malejącą aktywnością inwestorów, poziom premii w ostatnich latach ustabilizował się na poziomie zaledwie kilkunastu procent, co jest wartością istotnie niższą od tej spotykanej na dojrzałych rynkach kapitałowych, takich jak Wielka Brytania czy Stany Zjednoczone, gdzie premie na poziomie 20-30% nie należą do rzadkości.

W 2018 roku średnia premia ponad cenę minimalną wyniosła 14%, a ponad cenę minimalną ważoną wartością wezwania – 17%. Poza szeregiem wezwań, w których inwestor nie zaoferował żadnej premii, zdarzały się jednak premie istotnie przekraczające średnie poziomy. Szczególnym przypadkiem w tej grupie wezwań była seria wezwań przeprowadzonych na akcje Prime Car Management (PCM). Ostateczna premia w tym wezwaniu, wyniosła ponad 100% w stosunku do ceny minimalnej sprzed pierwszego wezwania i była nie tylko zdecydowanie najwyższą w całym roku, ale również jedną z najwyższych w całym analizowanym okresie. Wezwanie to było również jednym z największych wezwań ogłoszonych w 2018 roku z wartością sięgającą prawie 300 mln PLN.

Innymi istotnymi wartościowo wezwaniem były te ogłoszone na akcje Orbis (wartość wezwania ok. 2,1 mld PLN; premia ok. 12%) oraz Polenergia (wartość wezwania ok. 460 mln PLN, premia ok. 14%).

W 2019 roku średnia premia płacona ponad cenę minimalną w udanych wezwaniach piąty rok z rzędu utrzymała się na poziomie dwucyfrowym i wyniosła 10%, praktycznie zrównując się z premią ważoną wartością wezwania. W 2019 roku przeprowadzono osiem wezwań, w których wartości wezwania przekroczyły 200 mln PLN, z czego dwa przekroczyły wartość 3 mld PLN.

Największą zakończoną transakcją, ogłoszoną w zeszłym roku, o wartości ok. 5,3 mld PLN, było drugie wezwanie do sprzedaży akcji Orbis, gdzie inwestor zaoferował premię w wysokości ok. 5%. Drugą pod względem wielkości transakcją było wezwanie na akcje Energa, przeprowadzone przez PKN ORLEN. Ostateczna premia w tym wezwaniu wyniosła ok. 20% i pozwoliła na nabycie około 80% akcji Energa.

Z pozostałych sześciu zakończonych wezwań, w trzech z nich inwestorzy nie zaproponowali żadnej premii, z czego w jednym z nich (Vantage Development) doszło do nabycia 100% akcji w rezultacie wcześniej podpisanej umowy inwestycyjnej, a w pozostałych trzech wezwaniach zaproponowali premię w wysokości ok. 6%, 11% i 14%.

Najwyższa procentowo premia (49%) w 2019 roku została zapłacona w wezwaniu na akcje Mostostal Warszawa o wartości ok. 45 mln PLN ogłoszonym przez Acciona Construcción.



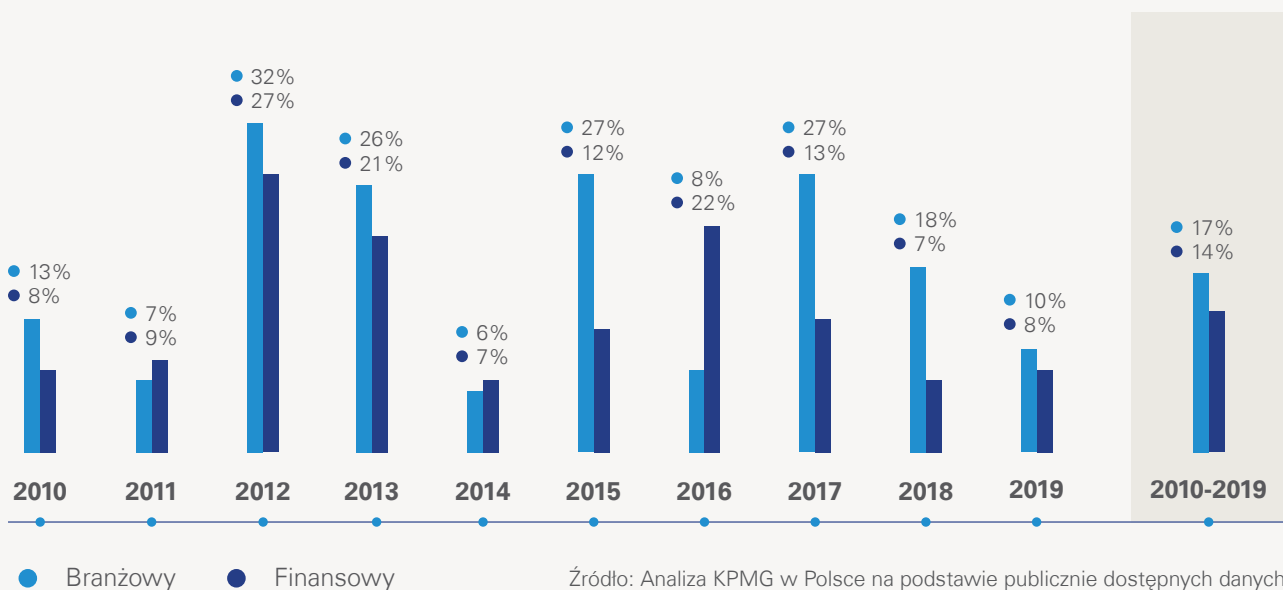
## 4

# Finansowy vs. Branżowy - różne interesy, różne premie

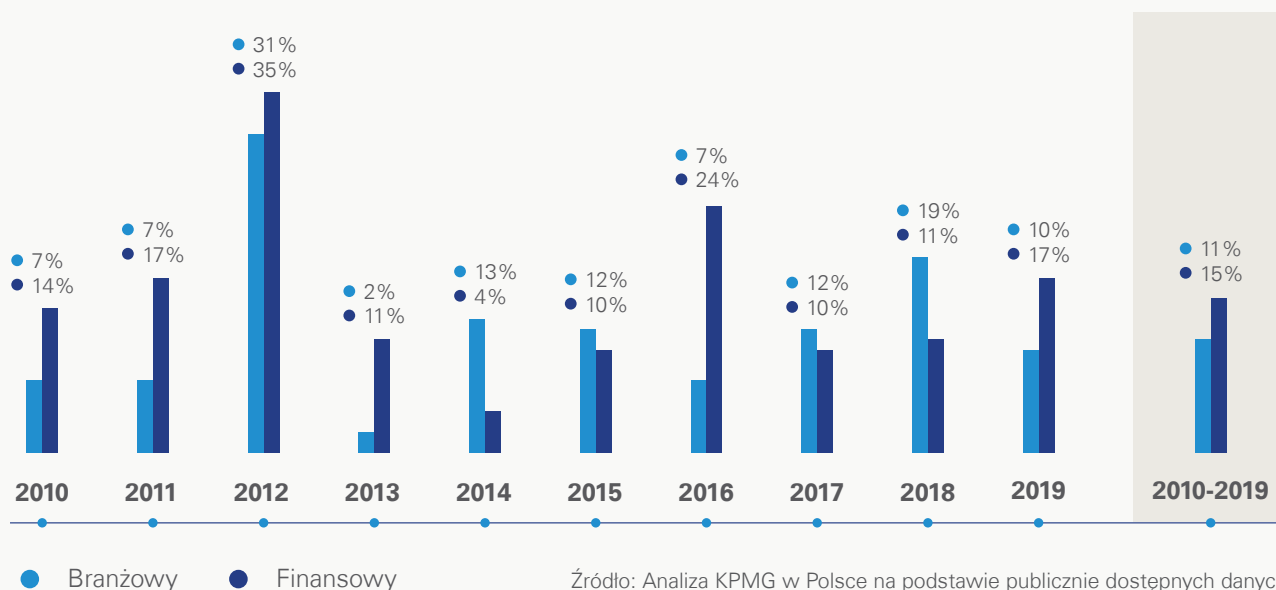
Lata 2018 - 2019 potwierdzają także obserwacje dotyczące różnic w premiach płaconych przez inwestorów branżowych oraz finansowych. W tym czasie inwestorzy branżowi przeprowadzili 33 wezwania, z czego aż 32 zakończyły się sukcesem, a średnia arytmetyczna premia (w udanych wezwaniach)

wyniosła 14%. Inwestorzy finansowi wzywali z kolei na akcje 20 spółek (17 wezwań zakończyło się powodzeniem), a oferowana premia w przypadku udanych wezwań wyniosła 8%.

## ◆ Średnia arytmetyczna premia płacona w przypadku udanych wezwań w latach 2010-2019 przez inwestorów finansowych i branżowych



◆ Średnia ważona premia płacona w przypadku udanych wezwań w latach 2010-2019 przez inwestorów finansowych i branżowych



W ostatnich dwóch latach różnica w premii ważonej wartością wezwania, pomiędzy inwestorem finansowym i branżowym, utrzymywała się w granicach 7-8 p.p. W 2018 roku różnica ta była na korzyść inwestorów branżowych, a w 2019 na korzyść inwestorów finansowych. Wynikało to przede wszystkim ze specyfiki poszczególnych wezwań:

- na akcje Orbis, które miały miejsce dwa razy. W 2018 roku Accor S.A. w wezwaniu na ok. 47% akcji zaoferował 12% premii, co nie przekonało jednego z funduszy do sprzedaży posiadanego pakietu akcji, niezbędnego do osiągnięcia progu pozwalającego na przeprowadzenie przymusowego wykupu. W 2019 roku, w związku z podpisaniem umowy sprzedaży wszystkich akcji Orbis w posiadaniu Accor S.A. na rzecz AccorInvest, koniecznym stało się ogłoszenie wezwania na 100% akcji.

AccorInvest przy znacznie wyższej cenie minimalnej zaproponował 5% premię, która okazała się już wystarczająca. Wezwania te były największymi wezwaniem w poszczególnych latach oraz jednymi z największych wezwań w ostatniej dekadzie - ich wartość osiągnęła odpowiednio 2,1 mld PLN oraz 5,3 mld PLN (co stanowiło około połowy wartości wszystkich wezwań w każdym roku),

- na akcje PCM, które było trzecim największym udanym wezwaniem w 2018 roku (prawie 300 mln PLN), przy premii ponad 100% oraz
- na akcje Energa, które było drugim największym wezwaniem w 2019 roku (ok. 3,5 mld PLN) przy premii około 20%.

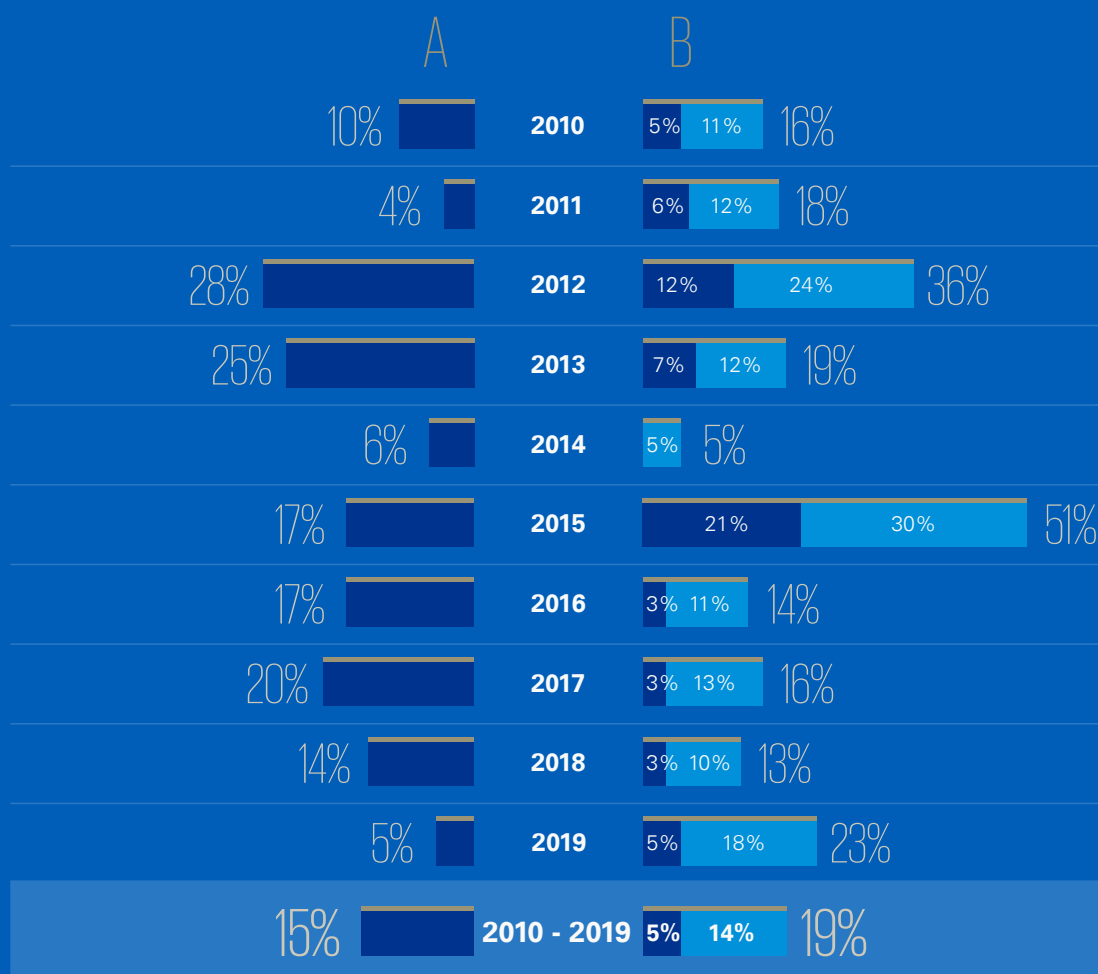
## 5

# Pierwsza cena to nadal często za mało

W okresie od 2010 do 2017 roku z 222 wezwań w ponad 77% przypadków pierwsza zaproponowana cena była ceną ostateczną (z tych wezwań niemal 80% zakończyło się powodzeniem). W pozostałych przypadkach inwestorzy zdecydowali o podniesieniu ceny w trakcie wezwania, z czego w niemal 75% przypadków umożliwiło to powodzenie wezwania.

Z 53 przeprowadzonych wezwań w latach 2018 – 2019, w dwóch na trzy przypadki pierwsza zaproponowana cena była również ostateczną, co w ponad 90% przypadków okazało się wystarczające, aby nabyć akcje. W pozostałych wezwaniach po podniesieniu ceny znów ponad 90% zakończyło się sukcesem.

◆ Średnia arytmetyczna premia płacona w przypadku udanych wezwań z podniesieniem i bez podniesienia ceny w latach 2010-2019



A Wezwanie zakończone sukcesem bez podniesienia ceny

B Wezwanie zakończone sukcesem z podniesieniem ceny



Premia początkowa



Premia wynikająca z podniesienia ceny



Premia ostateczna

Źródło: Analiza KPMG w Polsce na podstawie publicznie dostępnych danych

W ujęciu historycznym, podnoszenie ceny w wezwaniu często okazywało się bardziej kosztowne, niż zaproponowanie odpowiednio wysokiej premii już na samym początku. W całym okresie od 2010 do 2017 roku premia płacona ponad cenę minimalną w przypadku udanych wezwań bez podniesienia ceny była wyższa od pierwszej propozycji w wezwaniach z podniesieniem ceny, jednak zdecydowanie niższa od ostatecznej premii proponowanej przez inwestorów w takich wezwaniach. Podobny trend utrzymał się po rozszerzeniu

analizy o lata 2018-2019. W całym okresie, w przypadku wezwań gdzie pierwsza zaproponowana cena była jednocześnie ostateczną, aby przekonać akcjonariuszy do sprzedaży swoich akcji wystarczyła premia w wysokości ok. 15%. W przypadku wezwań z podniesieniem ceny, pierwsza zaproponowana premia wynosiła średnio ok. 5%, ostatecznie jednak, aby osiągnąć sukces, inwestor musiał zapłacić prawie 19% premii, co oznaczało podniesienie o ok. 14%.

## 6

## Kontrola i delisting

Zgodnie z oczekiwaniami, plany przejęcia kontroli oraz wycofania spółki z giełdy wymagają zwykle od wzywającego zaoferowania wyższej premii.

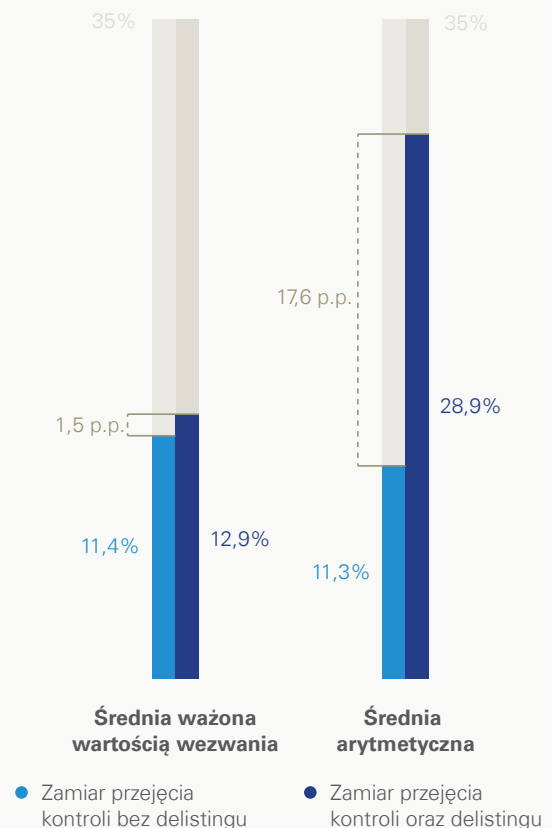
Co ciekawe, w 2018 roku na GPW przeprowadzono jedynie dwa wezwania, w których intencją wzywającego było przejęcie kontroli i wycofanie spółki z obrotu giełdowego. Pierwsze, na akcje Polenergii, zakończyło się niepowodzeniem, a drugie, zakończone sukcesem wezwanie na akcje PCM, okazało się rekordowe pod względem wysokości premii.

W 2019 roku takich wezwań było już sześć, przy czym wszystkie zakończyły się sukcesem. Średni pakiet akcji objęty wezwaniem wyniósł ok. 92%, a średni pakiet objęty w wyniku wezwania ok. 86%. Za sukces wystarczyło zapłacić średnio 12% premii, najmniej od 2010 roku kiedy powodzenie w podobnych wezwaniach kosztowało tylko 8% premii.

Pomimo niskich premii za kontrolę i delisting w 2019 roku prawidłowość dotycząca wyższej premii w przypadku wezwań z zamiarem przejęcia kontroli oraz zamiarem delistingu jest widoczna w całym analizowanym okresie tj. w latach 2010 - 2019. Inwestor chcąc wycofać spółkę z giełdy musi zapłacić więcej. Taka prawidłowość występuje również w przypadku średniej ważonej minimalną wartością wezwania, jednak różnica w tym przypadku jest znacznie niższa (ok 2 p.p.). Oznacza to, że znacznie wyższe premie płacone

w przypadku planów wycofania spółki z giełdy są istotne w mniejszych wezwaniach – jak przedstawiono na poniższym wykresie.

◆ **Różnica płaconych premii w przypadku wezwania z zamiarem przejęcia kontroli w zależności od planów wycofania spółki z giełdy w latach 2010-2019**



Źródło: Analiza KPMG w Polsce na podstawie publicznie dostępnych danych

## 7

## Co dalej?

Ostatnie dwa lata nie były czasem optymizmu na warszawskim parkiecie. Duża liczba wezwań oraz niskie premie płacone w wezwaniach, mała liczba debiutów przy znikomej wartości ofert publicznych, a w efekcie malejąca liczba spółek na głównym parkiecie nie nastraja optymistycznie. Biorąc pod uwagę trwającą pandemię koronawirusa SARS-CoV-2 oraz spodziewaną w 2020 roku recesję, prawdopodobnym staje się scenariusz,

że na poprawę sytuacji na GPW przyjdzie nam jeszcze poczekać. Z drugiej strony obecna sytuacja może sprzyjać kolejnym wezwaniom. W ciągu pierwszych sześciu miesięcy 2020 roku inwestorzy przeprowadzili 11 wezwań (w porównaniu do 9 przeprowadzonych w analogicznym okresie 2019 roku), wobec czego bieżący rok z pewnością dostarczy ciekawego materiału do dalszych analiz.

## 8

# Usługi KPMG w zakresie wycen przedsiębiorstw

Zespół Deal Advisory wspiera swoich klientów w kluczowych momentach, gdy decydują się przejąć inne spółki, rozwiązać spór z akcjonariuszami lub zmniejszyć różnicę między wartością rynkową a fundamentalną przedsiębiorstwa. Doradcy KPMG specjalizują się także w wydawaniu fairness opinions przy wezwaniach na akcje spółek publicznych, opracowują wyceny na potrzeby podatkowe lub defence file. Ponadto uczestniczą w postępowaniach sądowych lub arbitrażowych, określają cenę na potrzeby przymusowego wykupu oraz opiniują plany połączenia i podziału. W przypadku gdy wezwanie ma charakter wrogiego przejęcia, jesteśmy gotowi – wraz z doświadczoną kancelarią prawną oraz specjalistą od relacji inwestorskich – zaproponować strategię i świadczyć kompleksowe usługi mające na celu obronę spółki przed takim wrogim przejęciem.

1

## Analiza opcji strategicznych

Sporządzamy analizy opcji strategicznych opartych na maksymalizacji wartości dla akcjonariuszy w związku z rozważanymi transakcjami, tworzeniem spółek joint-venture, nowymi inwestycjami wspierającymi rozwój organiczny czy też decyzjami o sprzedaży aktywów. Analizy te mogą być uzupełnione opiniami o finansowych warunkach transakcji.

2

## Strategie obrony przed wrogim przejęciem

W przypadku gdy wezwanie ma charakter wrogiego przejęcia, jesteśmy gotowi – wraz z doświadczoną kancelarią prawną oraz specjalistą od relacji inwestorskich – zaproponować strategię i świadczyć kompleksowe usługi mające na celu obronę spółki przed takim wrogim przejęciem.

3

## Fairness Opinions

Nasz zespół sporządza niezależne opinie dla zarządów, rad nadzorczych i akcjonariuszy dotyczące finansowych warunków transakcji (ang. Fairness Opinions). Fairness Opinions stanowią swojego rodzaju potwierdzenie dla zamawiającego, że warunki transakcji są racjonalne i godziwe z finansowego punktu widzenia. W Polsce takie opinie są wskazane w przypadku publicznego wezwania do sprzedaży akcji, zgodnie z art. 80 ustawy o ofercie publicznej oraz w innych sytuacjach, gdzie kluczowe jest zachowanie najwyższych standardów ładu korporacyjnego.

#### 4 Wyceny na potrzeby nabycia lub sprzedaży przedsiębiorstw

Pomagamy naszym klientom w procesie analizowania potencjalnych transakcji przejęć lub sprzedaży spółek, często z uwzględnieniem spodziewanych synergii, które mogą zostać osiągnięte po przeprowadzeniu transakcji. Głównym celem naszych wycen na potrzeby transakcyjne jest dostarczenie menedżerom niezależnej, obiektywnej opinii dotyczącej właściwej ceny, jaką można zaoferować lub zaakceptować za dane przedsiębiorstwo.

#### 5 Wyceny na potrzeby podatkowe

KPMG posiada duże doświadczenie w sporządzaniu wycen i analiz wartości akcji i aktywów na potrzeby krajowego i międzynarodowego planowania podatkowego. Nasze wyceny stanowią uzupełnienie dokumentacji podatkowej oraz dodatkowej dokumentacji (tzw. defence file) oraz stanowią wsparcie dla kierownictwa w przypadku ewentualnego zakwestionowania transakcji przez organy podatkowe, jak również w przypadku wystąpienia potencjalnego sporu.

#### 6 Wyceny na potrzeby sprawozdawczości finansowej

Rewolucyjne zmiany w zasadach rachunkowości, które miały miejsce w ostatniej dekadzie, spowodowały konieczność dokonywania wycen na potrzeby sprawozdawczości finansowej dla celów oszacowania wartości godziwej (MSSF 13), alokacji ceny nabycia (MSSF 3) oraz testowania aktywów pod kątem utraty wartości (MSR 36, MSR 38). Nasz zespół pomaga klientom w określaniu wartości godziwej przedsiębiorstw, ośrodków generujących wpływy pieniężne

(wg MSR) czy też pojedynczych aktywów, w tym aktywów niematerialnych takich jak: marki/znaki towarowe, technologie, relacje z klientami, kontrakty, bazy danych czy know-how.

#### 7 Wyceny na potrzeby kodeksowe

Posiadamy duże doświadczenie w sporządzaniu we współpracy z biegłym rewidentem (jeżeli przepisy nakładają takie wymogi) niezależnych wycen na potrzeby kodeksowe w przypadku transakcji: przymusowego wykupu akcjonariuszy mniejszościowych (ang. squeeze-out), planów połączeń i podziału spółek kapitałowych oraz wkładów niepieniężnych (zgodnie z art. 418, 498, 491 i 534 Kodeksu Spółek Handlowych).

#### 8 Wyceny na potrzeby rozwiązywania sporów

Pomagamy naszym klientom w rozwiązywaniu różnego rodzaju sporów (m.in.: nieporozumień między akcjonariuszami, sporów transakcyjnych, roszczeń wynikających z niedotrzymania umów, naruszeń praw autorskich oraz postępowań antymonopolowych) poprzez świadczenie usług ekspertów finansowych do spraw wycen. Wspieramy także naszych klientów w analizie opinii eksperckich sporządzonych przez biegłego drugiej strony sporu lub biegłego sądowego oraz przygotowywaniu na nie odpowiedzi. Możemy także pełnić rolę „biegłego ds. wyceny” na zlecenie sądów powszechnych, trybunałów arbitrażowych lub innych organów wymiaru sprawiedliwości.



9

**Budowa i przegląd modeli finansowych**

Modele finansowe pozwalają na lepsze zrozumienie potrzeb kapitałowych, czynników budujących wartość oraz opłacalności inwestycji. Dostosowując poziom szczegółowości modelu finansowego do potrzeb zamawiającego, KPMG wspiera klientów, przygotowując narzędzie umożliwiające znalezienie odpowiedzi na wątpliwości związane z powyższymi kwestiami i ułatwiające podejmowanie decyzji przez zarząd. W przypadku gdy model sporządzony jest wewnętrznie przez spółkę lub jej doradców, wspieramy klienta w przeprowadzeniu niezależnego przeglądu, zwracając uwagę nie tylko na techniczne aspekty modelu, ale także na kwestie rachunkowe, podatkowe czy prawne, angażując w takim przypadku specjalistów z innych zespołów KPMG w Polsce.

11

**Test prywatnego inwestora**

KPMG sporządza analizy umożliwiające ocenę wsparcia udzielanego ze środków publicznych w celu stwierdzenia, czy wsparcie to stanowi pomoc publiczną, czy też jest dokonywane na warunkach akceptowalnych również dla inwestora prywatnego, w tym w szczególności oceniając, czy oczekiwany zwrot z zaangażowanego kapitału odpowiada profilowi ryzyka takiej inwestycji.

10

**Oszacowanie zdolności dywidendowej**

Akcjonariusze dojrzałych spółek akcyjnych nierzadko oczekują regularnych wypłat dywidend, podczas gdy sytuacja spółek nie zawsze to umożliwia. KPMG wspiera zarządy spółek lub akcjonariuszy w określeniu optymalnej wysokości dywidendy możliwej do wypłaty przez spółkę, biorąc pod uwagę jej obecne oraz przyszłe potrzeby kapitałowe związane m.in. z planowanymi inwestycjami, wzrostem organicznym, a także uwzględniając dostępność finansowania zewnętrznego. Współpracujemy także ze specjalistami z zakresu prawa oraz rachunkowości, w przypadku gdy konieczne jest sporządzenie kompleksowej analizy uwzględniającej także te obszary.

## 9

# Wybrane publikacje KPMG w Polsce i na Świecie



**Kontrola ma swoją cenę.**  
Premie w wezwaniach do sprzedaży  
akcji spółek notowanych na GPW



**Sprzedaż biznesu.**  
Poradnik dla właścicieli firm



**Charakterystyka procesów  
transakcyjnych w Polsce.**  
Oczekiwania a rzeczywistość



**Punkt Zwrotny**



**Sprzedaż, sukcesja, akwizycja.**  
Jak firmy planują swoją przyszłość?



**Inside the minds of investors**

# Kontakt

## **KPMG Sp. z o.o.**

ul. Inflancka 4A  
00-189 Warszawa  
**T:** +48 22 528 11 00  
**F:** +48 22 528 10 09  
**E:** kpmg@kpmg.pl

## **Tomasz Wiśniewski** **Deal Advisory**

Partner  
**E:** twisniewski@kpmg.pl

## **Marcin Łągiewka** **Deal Advisory**

Dyrektor  
**E:** mlagiewka@kpmg.pl

## **Tomasz Regulski** **Deal Advisory**

Dyrektor  
**E:** tregulski@kpmg.pl

## **dr Magdalena Maruszczak** **Marketing i Komunikacja**

Dyrektor  
**E:** mmaruszczak@kpmg.pl

---

## **Biura KPMG w Polsce**

### **Warszawa**

ul. Inflancka 4A  
00-189 Warszawa  
**T:** +48 22 528 11 00  
**F:** +48 22 528 10 09  
**E:** kpmg@kpmg.pl

### **Kraków**

ul. Opolska 114  
31-323 Kraków  
**T:** +48 12 424 94 00  
**F:** +48 12 424 94 01  
**E:** krakow@kpmg.pl

### **Poznań**

ul. Roosevelta 22  
60-829 Poznań  
**T:** +48 61 845 46 00  
**F:** +48 61 845 46 01  
**E:** poznan@kpmg.pl

### **Wrocław**

ul. Szczytnicka 11  
50-382 Wrocław  
**T:** +48 71 370 49 00  
**F:** +48 71 370 49 01  
**E:** wroclaw@kpmg.pl

### **Gdańsk**

al. Zwycięstwa 13a  
80-219 Gdańsk  
**T:** +48 58 772 95 00  
**F:** +48 58 772 95 01  
**E:** gdansk@kpmg.pl

### **Katowice**

ul. Francuska 36  
40-028 Katowice  
**T:** +48 32 778 88 00  
**F:** +48 32 778 88 10  
**E:** katowice@kpmg.pl

### **Łódź**

ul. Składowa 35  
90-127 Łódź  
**T:** +48 42 232 77 00  
**F:** +48 42 232 77 01  
**E:** lodz@kpmg.pl

---

Informacje zawarte w niniejszej publikacji mają charakter ogólny i nie odnoszą się do sytuacji konkretnej firmy. Ze względu na szybkość zmian zachodzących w polskim prawodawstwie prosimy o upewnienie się w dniu zapoznania się z niniejszą publikacją, czy informacje w niej zawarte są wciąż aktualne. Przed podjęciem konkretnych decyzji proponujemy skonsultowanie ich z naszymi doradcami.

© 2020 KPMG Sp. z o.o. jest polską spółką z ograniczoną odpowiedzialnością i członkiem sieci KPMG składającej się z niezależnych spółek członkowskich stowarzyszonych z KPMG International Cooperative ("KPMG International"), podmiotem prawa szwajcarskiego. Wszelkie prawa zastrzeżone



**KPMG Poland**

**kpmg.pl**