



# Charakterystyka procesów transakcyjnych M&A w Polsce

Transakcje w nowej rzeczywistości



# Spis treści

# Wstęp



Niezmiernie miło jest nam zaprezentować Państwu najnowsze badanie KPMG w Polsce, którego celem było scharakteryzowanie krajowego rynku transakcji fuzji i przejęć. To właśnie Polska w latach 2020-2022 w regionie Europy Środkowo-Wschodniej zajmowała pierwsze miejsce zarówno pod względem liczby transakcji, jak również ich wartości. Zapytaliśmy inwestorów jakie są główne czynniki, które biorą pod uwagę przy wyborze celu akwizycji, w jaki sposób przeprowadzają transakcje i jak według nich będzie wyglądać ten rynek w najbliższej przyszłości. Ważnym aspektem poruszonym w badaniu był też wpływ szoków gospodarczych minionych lat na polską gospodarkę oraz warunki przeprowadzania transakcji kapitałowych w kraju.

Wyniki badania wskazują, że polski rynek transakcyjny w nowej, trudnej rzeczywistości gospodarczej – po pandemii Covid-19, w czasie wojny za naszą wschodnią granicą oraz w obliczu wysokich stóp procentowych, rozwija się i wzbudza niestabilne zainteresowanie inwestorów, którzy po chwilowym kryzysie szybko powrócili do wcześniejszego poziomu aktywności. Zidentyfikowaliśmy zbiór głównych wyzwań dla omawianego rynku, który jest podobny do tego, z jakim mieliśmy do czynienia przed pandemią. Bariery dotyczą przede wszystkim jakości danych finansowych, różnic w wycenie przejmowanych spółek, długiego czasu przeprowadzania procesów transakcyjnych oraz problemów z integracją potransakcyjną.

Z pewnością do nowych wyzwań pojawiających się na rynku transakcji fuzji i przejęć należy niepewność co do rozwoju sytuacji ekonomicznej i pozycji

geopolitycznej Polski oraz brak stabilności przepisów na rynkach regulowanych (np. w zakresie energetyki odnawialnej). Jest to coraz częstszy powód rozbieżności pomiędzy oczekiwaniami inwestorów i stron sprzedających w odniesieniu do wyceny przedmiotów rozważanej transakcji, jak i zakresu gwarancji i zapewnień w umowach transakcyjnych. Inwestorzy zwracają uwagę na rozwój nowych technologii w postaci nowoczesnych środków komunikacji, przekazywania i przetwarzania danych, które w coraz większym stopniu usprawniają przeprowadzanie transakcji fuzji i przejęć. Warto jednak podkreślić, że niestabilną rolę odgrywają doradcy transakcyjni oraz konsultanci M&A, wobec których rosną oczekiwania w zakresie zarządzania projektami, jak i wiedzy sektorowej dotyczącej analizaowanych targetów.

Pragniemy serdecznie podziękować wszystkim przedstawicielom firm, którzy wzięli udział w badaniu. Mamy nadzieję, że lektura raportu dostarczy Państwu wielu ciekawych spostrzeżeń, a doświadczenia i przewidywania naszych respondentów będą dla Państwa cennymi wskazówkami.



**Rafał Owczarek**

Partner, Deal Advisory,  
Szef Zespołu Doradztwa  
Transakcyjnego  
KPMG w Polsce



**Tomasz Pasiewicz**

Partner, Deal Advisory,  
Szef Zespołu Fuzji i Przejęć  
KPMG w Polsce

# Kluczowe wnioski

W Polsce w 2022 roku przeprowadzono

**ponad 340 transakcji M&A,**

a ich wartość osiągnęła poziom najwyższy od dekady.



## Głównym motywem inwestycyjnym

dla inwestorów strategicznych jest przejęcie portfolio klientów, kanału dystrybucji, a także portfolio produktów / usług. Dla inwestorów finansowych kluczowymi motywami są zysk na planowanej odsprzedaży oraz konsolidacja branży w ramach posiadanego portfela inwestycyjnego.



## Wewnętrzny proces identyfikacji i selekcji potencjalnych targetów inwestycyjnych

to najczęstszy sposób wyszukiwania celów przejęcia przez inwestorów.



## Głównym powodem odejścia od rozważanej transakcji

są zbyt wysokie oczekiwania sprzedającego – tak twierdzą zarówno inwestorzy strategiczni, jak i finansowi.



W opinii badanych inwestorów w procesach transakcyjnych często ma zastosowanie

## zasada odpowiedzialności sprzedającego z tytułu naruszeń składanych zapewnień i oświadczeń

(innych niż w zakresie tytułu do udziałów / akcji) ograniczona do kwoty poniżej 50% ceny sprzedaży.



Zarówno inwestorzy finansowi, jak i strategiczni uważają, że

## zaplanowane i profesjonalne przeprowadzenie procesu zarządzania zmianą

mogłoby znacząco poprawić wyniki integracji.

Najważniejszym czynnikiem podczas procesu oceny efektów transakcji z punktu widzenia strony kupującej jest

## osiągnięcie zakładanej stopy zwrotu.



# Kluczowe wnioski cd.



Większość inwestorów wskazała, że **pandemia Covid-19** najbardziej negatywny wpływ wywarła na branżę turystyczną, gastronomiczną i hotelarską.



W obliczu kryzysów i wielu zmian w otoczeniu gospodarczym **rośnie istotność jakości kadry kierowniczej** oraz dostępności pracowników z odpowiednim doświadczeniem branżowym na rynku pracy w zakresie dostosowania firmy do nieprzewidywalnych zdarzeń.



Zdaniem badanych inwestorów **wojna w Ukrainie** najbardziej negatywny wpływ miała w minionym roku na branżę paliwową i energetyczną, a **wysokie ceny energii** utrudniły funkcjonowanie przede wszystkim sektorów produkcji i przetwórstwa przemysłowego oraz transportu i logistyki.

Na podstawie zainteresowania wyrażonego przez inwestorów, w najbliższych miesiącach **najwięcej transakcji** możemy spodziewać się w branżach: nowych technologii, e-commerce, IT, ochronie zdrowia i energetyce odnawialnej.

## Nowe technologie



to sektor, który postrzegany jest jako najbardziej atrakcyjny dla inwestycji kapitałowych w opinii inwestorów zarówno strategicznych, jak i finansowych.

## Spółki dojrzałe i w fazie wzrostu

stanowią najatrakcyjniejszy target w odczuciu inwestorów.



## Wprowadzenie nowych technologii

do procesów transakcyjnych znacznie **usprawniło komunikację**



między stronami, zapewniło lepszą dostępność do baz danych oraz poprawiło bezpieczeństwo korzystania z nich.

# Polski rynek transakcyjny w liczbach



Wartość polskiego rynku transakcji kapitałowych w 2022 roku wyniosła **74,9 mld zł (16 mld euro)**<sup>1</sup>.  
*/ w 2019 roku 47 mld zł (11 mld euro)*



Według szacunków w 2022 roku przeprowadzono **341 transakcji**<sup>2</sup>.  
*/ w 2019 roku 179 transakcji*



Urząd Ochrony Konkurencji i Konsumentów zatwierdził w 2022 roku **327 fuzji i przejęć**.  
*/ w 2019 roku 261 fuzji i przejęć*



Szacowana wartość największej transakcji ogłoszonej w 2022 roku w Polsce wyniosła blisko **29 mld zł** (taką kwotę zapłacił PKN Orlen za przejęcie PGNiG).  
*/ w 2019 roku było to 5 mld zł (taką kwotę zapłacił PFR, PSA International oraz IFM Investors za przejęcie DCT Gdańsk)*



Roczna wartość inwestycji private equity w Polsce osiągnęła w 2022 roku **2,1 mld zł (443 mln euro)**<sup>3</sup>.  
Jest to o 30% mniej niż w 2021 roku.  
*/ w 2019 roku było to 2,5 mld zł*



<sup>1</sup> Na podstawie „Emerging Europe M&A Report” 2022/2023 i 2019/2020 (CMS we współpracy z EMIS).

<sup>2</sup> Na podstawie danych Navigator Poland i Fordata.

<sup>3</sup> Na podstawie „Central and Eastern Europe Private Equity Statistics Report” 2020 i 2023 (Invest Europe we współpracy z Guide).



Bezpośrednie inwestycje zagraniczne (BIZ) w Polsce w 2022 roku osiągnęły wartość **118,7 mld zł<sup>4</sup>**.  
*/ w 2019 roku 51,9 mld zł*



W regionie Europy Środkowo-Wschodniej Polska w latach 2020-2022 zajmowała **1. miejsce** zarówno pod względem liczby transakcji M&A, jak również ich wartości<sup>5</sup>.

#### Najważniejsze wskaźniki makroekonomiczne – Polska 2019-2022

	2019	2020	2021	2022
<b>Inflacja CPI</b>	2,3	3,4	5,1	14,4
<b>Stopa bezrobocia rejestrowanego (stan na koniec roku)</b>	5,2	6,8	5,8	5,2
<b>PKB realne (% r/r)</b>	4,5	-2,0	6,9	5,1

Źródło: Główny Urząd Statystyczny.

<sup>4</sup> Na podstawie danych NBP.

<sup>5</sup> Na podstawie danych Mergermarket (transakcje powyżej 5 mln dolarów amerykańskich).

Pomimo zawirowań gospodarczych o zasięgu globalnym wywołanych pandemią Covid-19 oraz wojną w Ukrainie, w latach 2019-2022 polski rynek transakcyjny pozostawał w czołówce na tle krajów regionu Europy Środkowo-Wschodniej pod względem liczby transakcji M&A oraz ich wartości. Dane wskazują, że w analizowanym okresie o 91% wzrosła liczba przeprowadzonych transakcji, a o 59% wartość tego rynku. W 2022 roku Urząd Ochrony Konkurencji i Konsumentów zatwierdził o 66 więcej transakcji niż w roku 2019, a wartość bezpośrednich inwestycji zagranicznych wzrosła w tym czasie ponad dwukrotnie.

# 10 największych transakcji M&A w Polsce\*

(01.2022-06.2023)

	Target	Nabywca (kraj pochodzenia)	Kwota (mld zł)	Opis
1.	<b>PGNiG S.A.</b>	PKN ORLEN S.A. (Polska)	<b>31,0</b>	Połączenie spółek było elementem procesu konsolidacji sektora paliwowo-energetycznego obejmującej Orlen, Lotos oraz PGNiG. Fuzja trzech dużych państwowych spółek energetycznych pozwoliła utworzyć największą firmę w Polsce.
2.	<b>Grupa Lotos</b>	PKN ORLEN S.A. (Polska)	<b>15,1</b>	
3.	<b>UPC Polska Sp. z o.o.</b>	Play Communications S.A. (Polska)	<b>7,0</b>	Operator sieci Play nabył 100% udziałów Liberty Global w UPC Polska. Początkowo przejęcie nie zakładało rebrandingu, który nastąpił po około roku od sfinalizowania transakcji.
4.	<b>CEDC International Sp z o.o.</b>	Grupa Maspex (Polska)	<b>3,9</b>	Grupa Maspex przejmując CEDC International oraz jej spółkę zależną B2B Wine & Spirits dołączyła do swojej oferty wiodące marki z rynku mocnych alkoholi jak Żubrówka, Sopolica, Absolwent i Bols. Maspex stał się również dystrybutorem m.in. win Carlo Rossi i Barefoot oraz kilku marek innych alkoholi kolorowych.
5.	<b>417 stacji paliw należących do Lotos Paliwa Sp. z o.o.</b>	MOL Hungarian Oil & Gas PLC (Węgry)	<b>2,4</b>	PKN Orlen podpisał z MOL Hungarian Oil and Gas umowę sprzedaży na rzecz MOL 100% udziałów w spółce Lotos Paliwa (417 stacji paliw), zarządzającej siecią stacji paliw Lotos. Transakcja została wykonana w ramach finalizacji realizacji środków zaradczych wynikających z warunkowej decyzji Komisji Europejskiej w sprawie przejęcia przez PKN Orlen kontroli nad Grupą Lotos.
6.	<b>Emitel S.A.</b>	Cordiant Digital Infrastructure Ltd. (Wielka Brytania)	<b>1,9</b>	Cordiant Digital Infrastructure i Astatine Investment Partners sfinalizowały transakcję, w ramach której notowany na giełdzie w Londynie fundusz przejął 100% udziałów Emitel, który jest wiodącym operatorem naziemnej sieci nadawczej i jednym z kluczowych podmiotów na rynku infrastruktury telekomunikacyjnej w Polsce.

\* z wyłączeniem rynku nieruchomości



	Target	Nabywca (kraj pochodzenia)	Kwota (mld zł)	Opis
7.	<b>PKPE Holding Sp. z o.o.</b>	PGE Polska Grupa Energetyczna S.A. (Polska)	1,9	PGE kupił 100% udziałów spółki PKPE Holding, kontrolującej m.in. spółkę PKP Energetyka. Jest to repolonizacja spółki, która od 2015 roku znajdowała się w rękach funduszu CVC Capital Partners.
8.	<b>FiberForce Sp. z o.o.</b>	InfraVia V Invest Sarl (Luksemburg)	1,8	InfraVia V Invest, podmiot z grupy InfraVia Capital Partners, zakupił od P4 połowę udziałów w nowo powstałej spółce infrastrukturalnej FiberForce.
9.	<b>Inelo Group</b>	Eurowage Ltd. (Wielka Brytania)	1,4	Eurowage, wiodąca ogólnoeuropejska zintegrowana platforma płatności i mobilności, przejęła od Innova Capital 100% udziałów w Inelo Group, będącego dostawcą zintegrowanych rozwiązań technologicznych dla transportu ciężkiego w regionie Europy Środkowo-Wschodniej.
10.	<b>Lotos Asphalt Sp. z o.o.</b>	Aramco Overseas Co. B.V. (Arabia Saudyjska)	1,2	Saudyjskie Aramco (Saudi Arabian Oil Company) dokonało dwóch transakcji i kupiło 30% udziałów LOTOS Asphalt oraz 100% udziałów Lotos SPV 1. Transakcja została wykonana w ramach finalizacji realizacji środków zaradczych wynikających z warunkowej decyzji Komisji Europejskiej w sprawie przejęcia przez PKN Orlen kontroli nad Grupą Lotos.
	<b>Lotos SPV 1 Sp. z o.o.</b>		1,0	

\* z wyłączeniem rynku nieruchomości

W regionie Europy Środkowo-Wschodniej Polska po raz kolejny wyróżniała się jako główny rynek fuzji i przejęć. Pomimo wielu wyzwań gospodarczych, okazał się on ostatecznie bardzo silnym i odpornym na zawirowania związane z inflacją czy cenami energii. Wartość transakcji osiągnęła najwyższy od dekady poziom – 74,9 mld zł (16 mld euro), co stanowi wzrost o jedną trzecią w porównaniu z rokiem 2021. Dużą część tej wartości stanowiła fuzja państwowych firm energetycznych PGNiG i PKN Orlen. Pomimo tego, że transakcji klasyfikujących

się do kategorii bardzo dużych pod kątem wartości było nieco mniej niż w 2021 roku, aż osiem z nich przekroczyło wartość 300 mln euro. Mimo spadku liczby transakcji w porównaniu z poprzednim rokiem, Polska i tak okazała się najbardziej aktywnym terytorium w Europie Środkowo-Wschodniej z liczbą fuzji i przejęć oscylującą w okolicach 300<sup>6</sup>.

W 2022 roku w regionie Europy Środkowo-Wschodniej dla inwestorów atrakcyjny okazał się rynek energetyczny. Co ciekawe, pięć z dziewięciu

największych transakcji M&A w sektorze energetycznym i użyteczności publicznej w tym regionie obejmowały transakcje w Polsce. Wśród nich znalazły się dwie zrealizowane przez podmiot z Arabii Saudyjskiej, których celem były aktywa naftowe i gazowe. Atrakcyjny pozostaje jednak nie tylko rynek energii konwencjonalnej. Uwagę zwraca pięć transakcji w polskim sektorze energii odnawialnej dokonanych w 2022 roku przez zagranicznych inwestorów z Izraela, Szwecji, Hiszpani, Francji i Irlandii.

<sup>6</sup> W zależności od źródła i metody kalkulacji podawana jest liczba 235-341 transakcji w 2022 roku w Polsce.

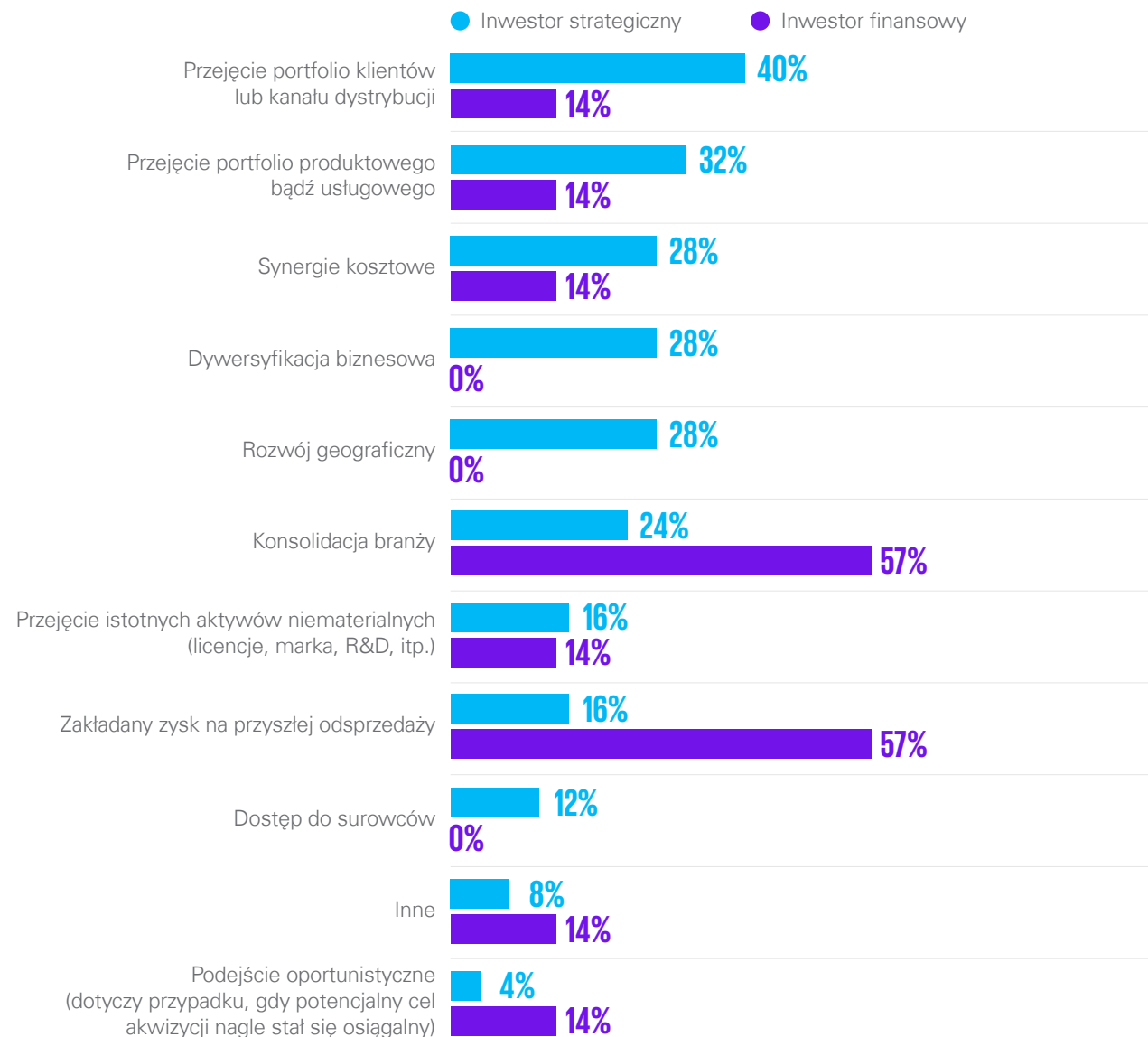
# Główne motywy inwestycyjne

**Inwestor strategiczny** to podmiot rynku kapitałowego, który najczęściej przejmuje większościowy udział w danym przedsiębiorstwie, dążąc do jednoczesnego przejścia kontroli nad jego działalnością operacyjną i inwestycyjną. Inwestorzy strategiczni to z reguły spółki prowadzące działalność w tej samej lub pokrewnej branży, co firma, której udziały nabywają.

**Inwestor finansowy** to inwestor, dla którego za główny cel realizacji transakcji przyjmuje się osiągnięcie odpowiedniej stopy zwrotu w założonym okresie inwestycji. Do inwestorów finansowych zalicza się najczęściej fundusze inwestycyjne, wśród których istotną rolę na rynku transakcji M&A odgrywają fundusze typu private equity.

W zależności od tego, z jakim podmiotem mamy do czynienia (tzn. inwestorem strategicznym lub finansowym), motywacje inwestycyjne mogą się różnić. Porównując wyniki tegorocznego badania przeprowadzonego przez KPMG w Polsce, do badania wykonanego w 2019 roku widać, że zmieniły się one również znacznie na przestrzeni ostatnich czterech lat.

### Główne motywacje brane pod uwagę przy podejmowaniu decyzji o rozpoczęciu procesu inwestycyjnego



Źródło: KPMG w Polsce na podstawie badania ankietowego.



W grupie inwestorów strategicznych 40% respondentów wskazało przejęcie portfolio klientów / kanału dystrybucji jako główny motyw inwestycyjny, co umieściło taką odpowiedź na pierwszym miejscu, podobnie jak w badaniu przeprowadzonym w 2019 roku. Natomiast na drugim miejscu w tegorocznej ankiecie respondenci wskazywali przejęcie portfolio produktów / usług (32% respondentów), które w 2019 roku plasowało się dopiero na piątej pozycji, zaraz za synergią kosztową i konsolidacją branży. Niezmiennie za najrzadziej rozważane determinanty inwestycji w tej grupie podmiotów uważa się dostęp do surowców oraz zakładany zysk z przyszłej odsprzedaży.

Dla inwestora finansowego kluczowymi motywami są zysk na planowanej odsprzedaży oraz konsolidacja branży w ramach posiadanego portfela inwestycyjnego. Ponad połowa, bo 57% ankietowanych wskazało właśnie te dwa motywy inwestycyjne jako główne. Równolegle 14% respondentów wskazało na równi wagę aspektów takich jak podejście oportunistyczne, przejęcie istotnych aktywów niematerialnych, synergie kosztowe czy przejęcie portfolio. Natomiast w całej badanej grupie nikt nie uznał, że dywersyfikacja

biznesowa czy dostęp do surowców wpływają na podejmowanie decyzji o zakupie udziałów innych podmiotów. W tegorocznym badaniu rozwój geograficzny nie został wskazany jako czynnik istotny, podczas gdy w 2019 roku aż ponad dwie trzecie respondentów (71%) uznało go za ważny motyw zakupu. Podobna sytuacja dotyczy podejścia oportunistycznego. Jeszcze w 2019 roku, gdy potencjalny cel akwizycji nagle stawał się osiągalny, dla 82% ankietowanych inwestorów finansowych był to główny motyw do przejęcia / wykupu przedsiębiorstwa. Obecnie tylko 14% inwestorów wskazuje tę odpowiedź, co może wskazywać na tendencję odchodzenia inwestorów od oportunistycznych inwestycji, bądź też na zwiększoną podaż na rynku interesujących możliwości inwestycyjnych.

Ponadto inwestorzy strategiczni zwracali uwagę na motywy takie jak zabezpieczenie własnej produkcji, oczekiwania inwestorów w kierunku zielonej transformacji, synergie przychodowe i synergie skali. Inwestorzy finansowi wskazali natomiast na chęć nabycia nowej spółki portfelowej będącej liderem w swojej branży.

# Specyfika transakcji M&A w Polsce

## Wartość transakcji

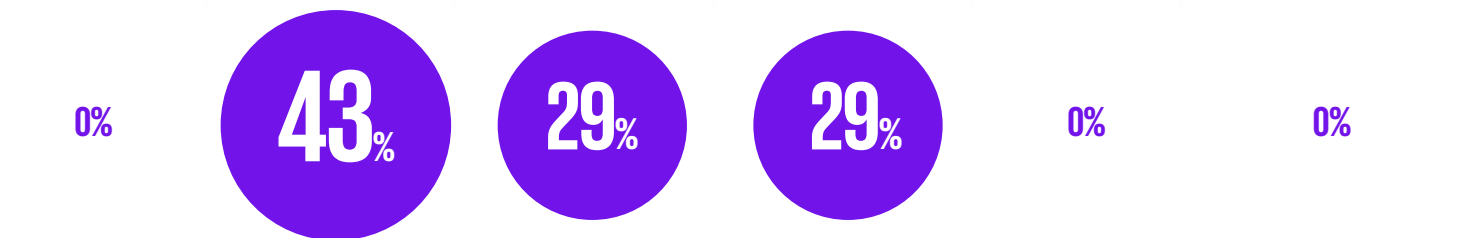
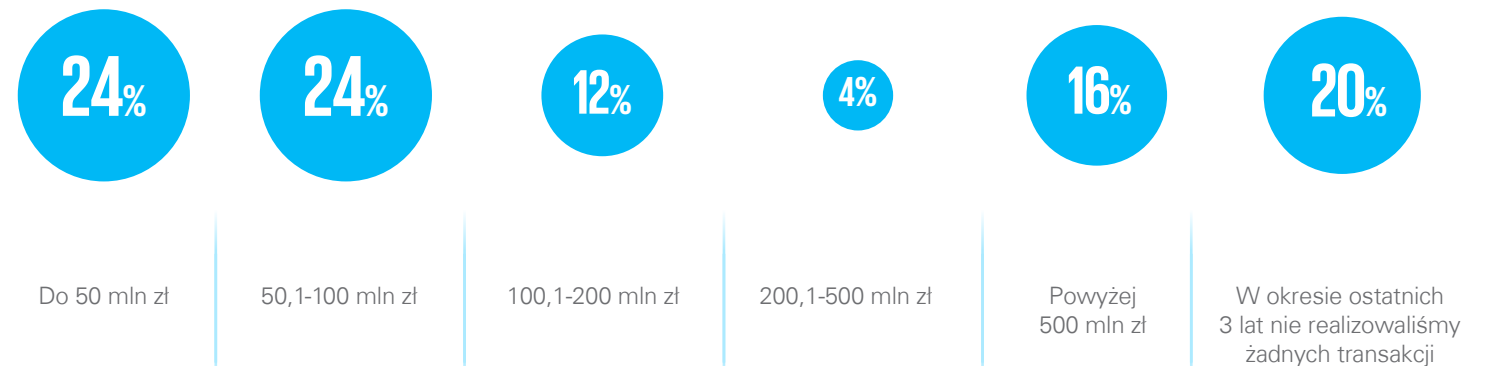
W praktyce istnieje kilka różnych sposobów zawierania i realizacji umów sprzedaży i nabywania akcji / udziałów (SPA).

Na podstawie analizy przeprowadzonego badania ankietowego można scharakteryzować elementy cechujące większość transakcji.

Inwestorzy wskazali przeciętne wartości i czas trwania procedur z nimi związanych, sposoby wyszukiwania atrakcyjnych podmiotów, a także sytuacje, które najczęściej pojawiały się w trakcie przejęć. Taka charakterystyka może stanowić istotny punkt odniesienia dla transakcji dokonywanych w przyszłości.

### Przeciętna wartość transakcji

● Inwestor strategiczny



● Inwestor finansowy

Źródło: KPMG w Polsce na podstawie badania ankietowego.

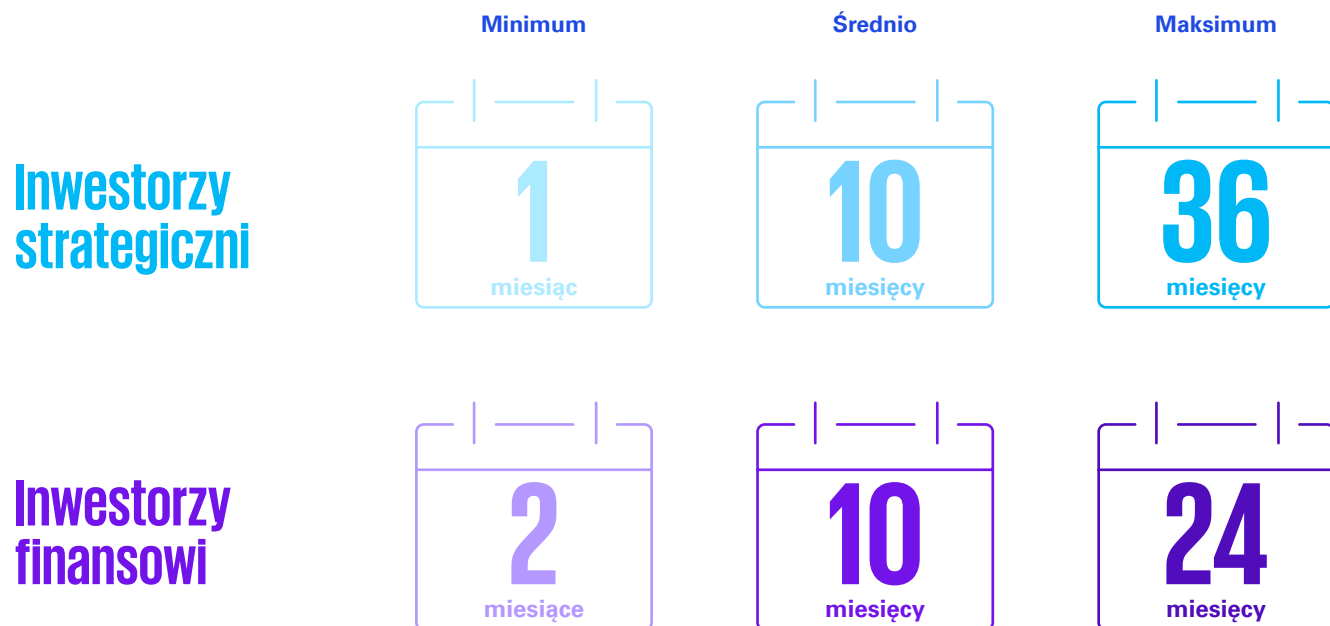
Przeciętna wartość transakcji deklarowana przez ankietowanych różni się w przypadku dwóch typów inwestorów. W grupie inwestorów strategicznych dla prawie połowy przeprowadzonych transakcji jest ona niższa niż 100 mln zł, natomiast 16% z nich przewyższa kwotę 500 mln zł. Aż jedna piąta respondentów odpowiedziała, że w okresie ostatnich trzech lat nie zrealizowała żadnych transakcji. Warto w tym miejscu podkreślić, że pod uwagę był brany okres rozpoczynający się w momencie pierwszych miesięcy pandemii koronawirusa.

Respondenci z grupy inwestorów finansowych nie zadeklarowali przeprowadzenia transakcji o wartości niższej niż 50 mln zł oraz wyższej niż 500 mln zł. Ich firmy najczęściej brały udział w transakcjach o wartościach mieszczących się w przedziale 50-100 mln zł (43%).



## Czas potrzebny na przeprowadzenie transakcji M&A na polskim rynku

Przeciętna liczba miesięcy potrzebnych do przeprowadzenia transakcji M&A na polskim rynku (od daty pierwszego kontaktu do czasu podpisania umowy SPA)



Źródło: KPMG w Polsce na podstawie badania ankietowego.

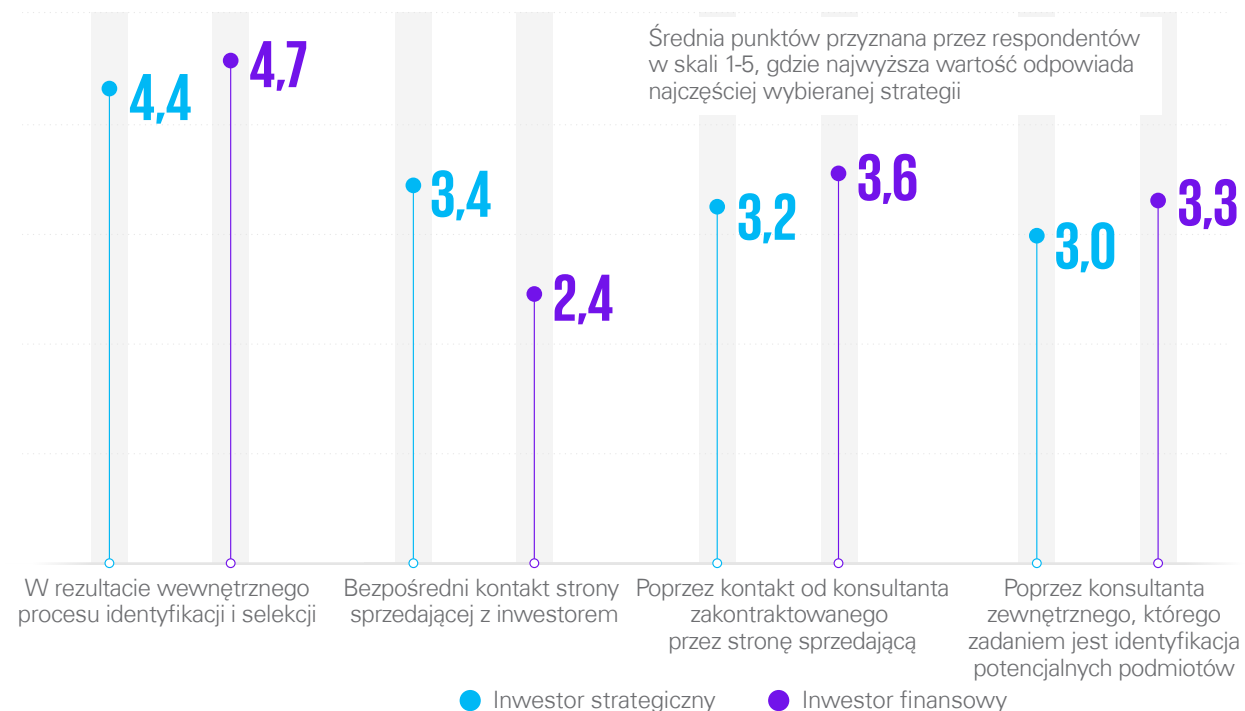
Jak wynika z analizy badania ankietowego liczba miesięcy potrzebnych do przeprowadzenia transakcji M&A na polskim rynku od daty pierwszego kontaktu do czasu podpisania umowy SPA zajmuje przeciętnie 10 miesięcy. Na różnicę w czasie może wpływać szereg czynników takich jak złożoność transakcji czy liczba etapów, które poprzedzają jej sfinalizowanie. Również szereg regulacji prawno-rynkowych oraz długość negocjacji określają czas trwania procesu.

Porównanie przedstawionych wyników badania z tymi z 2019 roku pozwala zauważyć, że wydłużył się maksymalny czas potrzebny do przeprowadzenia transakcji M&A w przypadku zarówno inwestorów strategicznych (z 14 do 36 miesięcy), jak i finansowych (z 11 do 24 miesięcy). Ponadto skrócił się minimalny czas potrzebny do przeprowadzenia transakcji – w przypadku inwestorów strategicznych z 5 do 1 miesiąca, jak i inwestorów finansowych z 3 do 2 miesięcy.



## Sposoby wyszukiwania celów przejęcia

### Najczęstsze sposoby wyszukiwania celów przejęcia przez inwestorów



Źródło: KPMG w Polsce na podstawie badania ankietowego.

W wyniku uszeregowania przez respondentów sposobów identyfikacji potencjalnych celów akwizycji można wskazać te metody, które są najczęściej wybierane przez inwestorów strategicznych i finansowych. Ranking tych metod wskazuje, że wewnętrzny proces identyfikacji i selekcji w wypadku obu grup uzyskał najwyższy wynik. Jako najczęstszy sposób identyfikacji celu przejęcia wskazało

go 60% inwestorów strategicznych oraz ponad 71% finansowych. W porównaniu do wyników ankiety z 2019 roku w opinii inwestorów finansowych zmniejszyła się rola konsultantów, gdyż w poprzednim badaniu właśnie ta metoda identyfikacji potencjalnych celów akwizycji otrzymała w tej grupie najwyższe noty. Wśród innych wymienianych przez respondentów sposobów znalazły się m.in. kontakty branżowe.



Od czasów pandemii Covid-19 transakcje M&A są realizowane w warunkach dużo większej zmienności otoczenia. Każdy kolejny rok przynosi nowe wyzwania i powodzenie transakcji zależy w dużej mierze od determinacji stron do realizacji transakcji (w tym akceptacji poziomów cenowych odbiegających od pierwotnych oczekiwań i poziomów sprzed kilku lat) oraz od szukania instrumentów transakcyjnych (np. mechanizmów earn-out), które ułatwiają osiągnięcie takiego porozumienia. Trudno oczekiwać, aby otoczenie transakcyjne wyraźnie się poprawiło i ustabilizowało w najbliższym czasie, w związku z tym podmioty rozważające sprzedaż czy nabycie spółki powinny realizować swoje plany i nie odkładać ich na przyszłość.



**Tomasz Pasiewicz**

Partner, Deal Advisory,  
SzeF Zespołu Fuzji i Przejęć  
KPMG w Polsce

## Sposoby ustalania ceny transakcji

Na ustalanie ceny w ofercie kupna przedsiębiorstwa wpływa szereg czynników. Dla połowy przedstawicieli grupy inwestorów strategicznych i finansowych głównymi elementami decyzyjnymi są własne projekcje finansowe stworzone na podstawie rozmów z zarządem przejmowanej spółki oraz możliwość osiągnięcia oczekiwanego zwrotu z inwestycji (ROI). Ponad dwie piąte respondentów za każdym razem podczas ustalania ceny przedstawionej w ofercie uwzględnia również potencjał do wzrostu, a w sumie prawie 80% bierze pod uwagę ten czynnik zawsze lub zazwyczaj. Ponad 60% ankietowanych inwestorów wskazało również, że zawsze lub zazwyczaj podczas ustalania ceny kieruje się doświadczeniem i profilem członków zarządu, wynikiem wyceny przy wykorzystaniu metody spółek i transakcji porównywalnych oraz potencjałem na osiągnięcie oszczędności kosztowych, poprawę wydajności czy efekt synergii.

Każdy przedsiębiorca wchodzący w rolę inwestora kieruje się przede wszystkim własnymi przesłankami i doświadczeniem, czemu towarzyszy szereg różnych czynników – odzwierciedlają to wyniki badania i dość rozproszone odpowiedzi na analizowane pytanie.

### Odsetek transakcji, w których występowały poniższe sposoby ustalania ceny (na bazie doświadczeń inwestorów w ciągu ostatnich 3 lat)

Własne projekcje finansowe stworzone na podstawie rozmów z zarządem przejmowanej spółki



Możliwość osiągnięcia oczekiwanego zwrotu z inwestycji (ROI)



Potencjał do wzrostu



Osiągnięcie oszczędności kosztowych / poprawa wydajności / synergia



Doświadczenie i profil członków zarządu



Wynik wyceny przy wykorzystaniu metody spółek i transakcji porównywalnych



Projekcje finansowe dostarczone przez stronę sprzedającą



Efektywność struktury i kluczowych procesów w firmie



Inne wewnętrzne czynniki związane ze stroną kupującą (np. ogólne wspieranie procesu przejęcia przez zarząd)



Wynik wyceny przy wykorzystaniu metody DCF



● Nigdy / nie dotyczy      ● Rzadko / Zazwyczaj nie      ● Zazwyczaj tak      ● Zawsze

Z uwagi na zastosowane zaokrąglenia sumy mogą nie wynosić 100%.

Źródło: KPMG w Polsce na podstawie badania ankietowego.

# Najczęstsze sytuacje charakterystyczne dla procesów transakcyjnych

Respondenci w ramach badania ankietowego wskazali również częstotliwość występowania charakterystycznych dla procesów transakcyjnych sytuacji, które dotyczyły m.in. mechanizmu ustalania ceny, sposobów nabywania pakietów udziałów / akcji, jak również innych typowych okoliczności.

Według prawie połowy badanej grupy inwestorów, w ciągu ostatnich trzech lat, określanie ostatecznej ceny sprzedaży w oparciu o mechanizm korekty ceny dokonywanej w oparciu o dane finansowe na dzień zamknięcia było sytuacją występującą bardzo często lub zawsze. W tej kategorii na drugim miejscu uplasowało się przeprowadzanie procedur dotyczących bilansu zamknięcia,

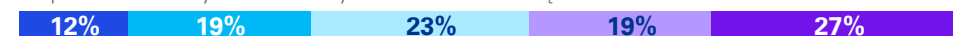
w szczególności dla celów korekty ceny sprzedaży – tę sytuację jako częstą lub występującą zawsze wskazała ponad jedna trzecia respondentów.

Ponad 40% badanych wskazało, że w ciągu ostatnich trzech lat często lub zawsze w trakcie transakcji dochodziło do sytuacji polegającej na nabyciu większościowego pakietu

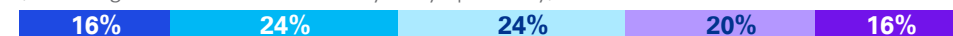
udziałów / akcji z pozostawieniem sprzedającego na pakiecie mniejszościowym. Z drugiej strony aż 32% respondentów nigdy nie miało takiego doświadczenia. Natomiast nigdy lub rzadko obserwowano nabywanie mniejszościowego pakietu udziałów / akcji, czy kupowanie ich wspólnie z innym podmiotem (co-investment).

## Typowe mechanizmy ustalania ceny

Określenie ostatecznej ceny sprzedaży w oparciu o mechanizm korekty ceny dokonywanej na podstawie danych finansowych na dzień zamknięcia



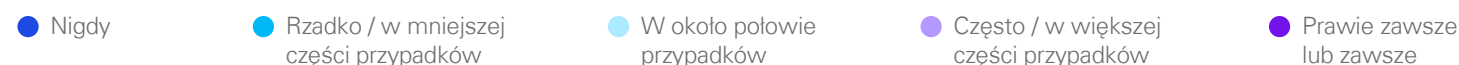
Przeprowadzone były procedury dot. bilansu zamknięcia (w szczególności dla celów korekty ceny sprzedaży)



Częściowe odroczenie płatności za udziały / akcje (np. w formie mechanizmu earn-out)



Użycie mechanizmu Locked Box w celu określenia ceny sprzedaży



Z uwagi na zastosowane zaokrąglenia sumy mogą nie wynosić 100%.

Źródło: KPMG w Polsce na podstawie badania ankietowego.

## Rodzaje przejmowanych pakietów udziałów / akcji

Nabycie większościowego pakietu udziałów / akcji z pozostawieniem sprzedającego na pakiecie mniejszościowym



Nabycie udziałów / akcji wspólnie z innym podmiotem (co-investment)



Nabycie mniejszościowego pakietu udziałów / akcji



## Inne typowe dla transakcji M&A sytuacje

Więcej niż jeden kupujący złożył ofertę poprzez przetarg / aukcję



Transakcja na zasadzie rozmów bilateralnych, bez zorganizowanego procesu transakcyjnego



Przeprowadzanie due diligence przez stronę sprzedającą (VDD)



Przygotowanie dla strony kupującej lub sprzedającej niezależnej opinii o warunkach transakcji (Fairness Opinion)



Celem transakcyjnym była spółka w trudnej sytuacji finansowej (restrukturyzacja / upadłość)



Transakcja nie została zrealizowana (mimo podpisania umowy SPA) z uwagi na brak spełnienia się warunków zawieszających



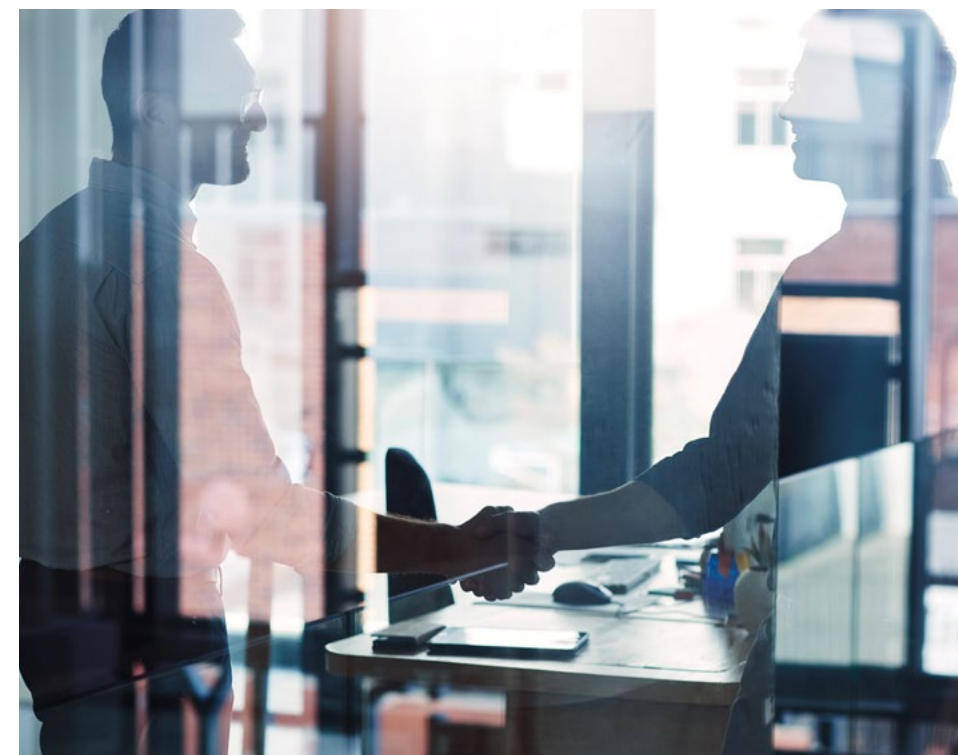
- Nigdy
- Rzadko / w mniejszej części przypadków
- W około połowie przypadków
- Często / w większej części przypadków
- Prawie zawsze lub zawsze

Z uwagi na zastosowane zaokrąglenia sumy mogą nie wynosić 100%.

Źródło: KPMG w Polsce na podstawie badania ankietowego.

W okresie ostatnich trzech lat jedynie 16% ankietowanych spotkało się z niezrealizowaniem transakcji, pomimo podpisania umowy SPA, z uwagi na brak spełnienia warunków zawieszających. Większość respondentów nie inwestowała w żadną spółkę będącą

w restrukturyzacji lub w upadłości (77%). Przygotowanie dla strony kupującej lub sprzedającej niezależnej opinii o warunkach transakcji (Fairness Opinion) również nie wpisało się w doświadczenia większości ankietowanych (68%).





# Przyczyny niepowodzeń transakcji

## Główne powody niepowodzeń realizacji transakcji

Transakcje fuzji i przejęć stanowią ogromne wyzwanie dla inwestorów bez względu na wartość zaangażowania kapitałowego czy wielkość przedsiębiorstwa. Większość badań pokazuje, że statystycznie pomiędzy 70 a 90% przejęć kończy się niepowodzeniem. Jest to ryzyko, które inwestorzy podejmują bez gwarancji sukcesu. Dopiero gdy transakcja dochodzi do skutku i trzeba kontynuować działalność przedsiębiorstwa, rzeczywistość pokazuje w jakim stopniu trafnie została oceniona sytuacja.

### Główne powody niepowodzeń przy realizacji transakcji

● Inwestor strategiczny



● Inwestor finansowy

Źródło: KPMG w Polsce na podstawie badania ankietowego.

Z badania KPMG w Polsce wynika, że główne powody niepowodzeń przy realizacji transakcji mogą być różnie postrzegane przez dwie analizowane grupy inwestorów. Jednak dwie trzecie inwestorów strategicznych jest zdania, że zawsze są to zbyt wysokie oczekiwania cenowe sprzedającego, podobnie myślą wszyscy ankietowani inwestorzy finansowi. W badaniu przeprowadzonym w 2019 roku wysokie oczekiwania cenowe sprzedającego znalazły się według obu grup respondentów na drugim miejscu, a najczęściej wskazywanym

powodem niepowodzenia transakcji były znaczące problemy bądź ryzyka identyfikowane na etapie przeprowadzania badań due diligence. Obecnie w przypadku inwestorów strategicznych, zaraz po kwestii oczekiwań cenowych sprzedającego, istotne jest zmieniające się otoczenie ekonomiczne oraz problemy i ryzyka wynikające z badań due diligence. Inwestorzy finansowi natomiast na kolejnych miejscach po aspekcie oczekiwań cenowych sprzedającego wymienili brak przygotowania po stronie doradcy

(częściej niż po stronie celu przejęcia) oraz podobnie jak inwestorzy strategiczni, wyniki badania due diligence w zakresie ryzyka. Wynika z tego, że dla wszystkich inwestorów, poza oczekiwaniami cenowymi sprzedającego, na które nie mają wpływu, bardzo istotne jest przeprowadzanie badania due diligence, gdyż pomaga ono zidentyfikować istotne ryzyka w spółce będącej przedmiotem potencjalnej transakcji.



*Dla inwestorów doświadczonych w prowadzeniu inwestycji kapitałowych na polskim rynku nie będzie zaskoczeniem fakt, że transakcje kapitałowe często nie spełniają oczekiwań inwestorów. Niepowodzenia dotyczą zarówno tego, gdy pomimo zaangażowania znacznych środków i czasu nie dochodzi do rozważanej transakcji, jak i sytuacji, gdy niespodziewane problemy pojawiają się już po podpisaniu umowy przejęcia targetu inwestycyjnego.*

*Jakkolwiek w efekcie przeprowadzonego badania, nie udało nam się ustalić jakiegoś remedium na wszystkie rozczarowania inwestorów, to jednocześnie nie można tu przecenić nieustająco ważnej roli profesjonalnych doradców transakcyjnych. Rola każdego doradcy transakcyjnego na etapie rozważania transakcji kapitałowej powinna polegać na identyfikacji istotnych ryzyk związanych z rozważaną transakcją, oszacowaniem ich ewentualnego wpływu na wycenę targetu oraz określenie odpowiednich środków zaradczych w celu ograniczenia lub, jeśli to możliwe, eliminacji zidentyfikowanych ryzyk.*

*W momencie realizacji transakcji, profesjonalny doradca zabezpiecza interesy strony, którą reprezentuje tak, aby ostateczna cena targetu nie odbiegała od jego wcześniej ustalonej wartości.*



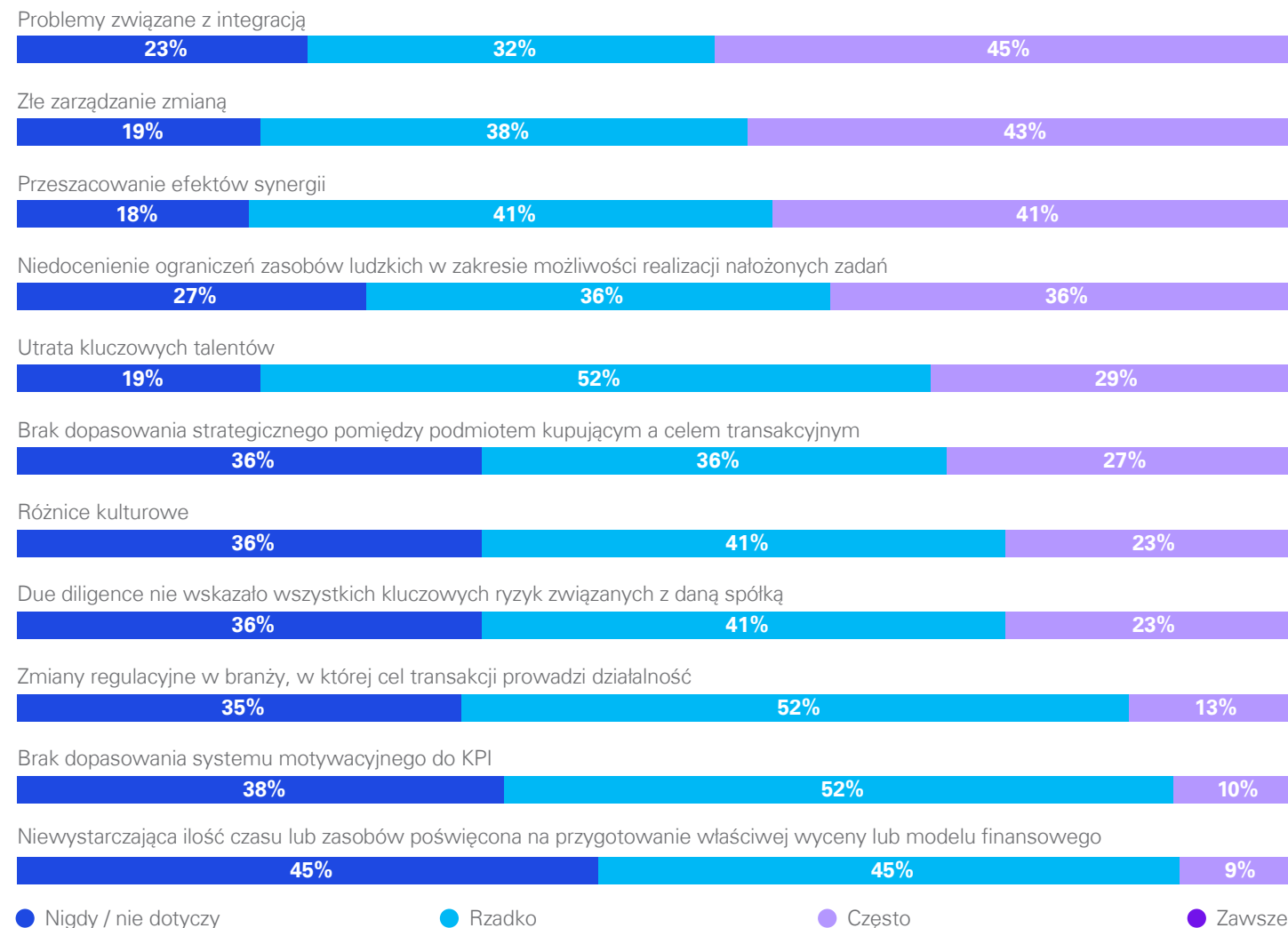
**Rafał Owczarek**

Partner, Deal Advisory, Szef Zespołu Doradztwa Transakcyjnego KPMG w Polsce

## Dlaczego niektóre transakcje nie przynoszą zakładanych korzyści ekonomicznych?

Często zdarza się, że zrealizowana transakcja będąca szansą na rozwój dla przedsiębiorstwa nie generuje początkowo zakładanych korzyści ekonomicznych. Z doświadczenia i obserwacji badanych inwestorów wynika, że najczęstszym powodem, dla którego tak się dzieje, są problemy z integracją po przejęciu, złe zarządzanie zmianą oraz przeszacowanie efektów synergii (ponad 40% odpowiedzi). Niedocenienie ograniczeń zasobów ludzkich w zakresie możliwości realizacji nałożonych zadań odpowiada za ponad jedną trzecią wskazań.

### Powody, przez które transakcje nie przynoszą zakładanych korzyści ekonomicznych

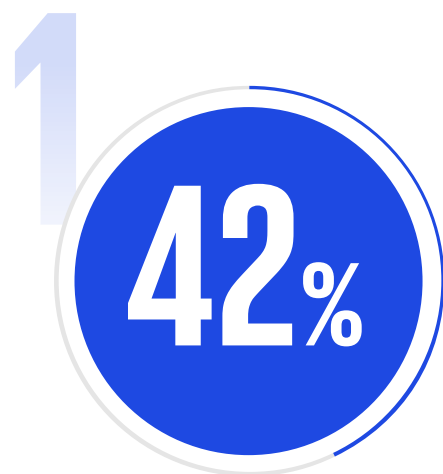


Z uwagi na zastosowane zaokrąglenia sumy mogą nie wynosić 100%.  
 Źródło: KPMG w Polsce na podstawie badania ankietowego.



# Ocena efektów transakcji

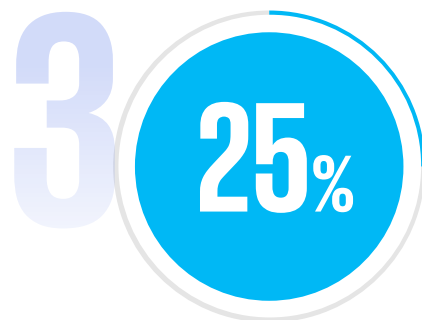
## Najważniejsze czynniki podczas oceny efektów transakcji



Zakładane ROI/IRR zostało osiągnięte



Określone KPI'e (albo poziomy synergii) zostały osiągnięte



Brak problemów po zakończeniu transakcji, innych niż te które zostały zidentyfikowane podczas procesu due diligence

Najważniejszym czynnikiem podczas procesu oceny efektów transakcji z punktu widzenia strony kupującej jest osiągnięcie zakładanej stopy zwrotu (42% odpowiedzi). W badaniu KPMG w Polsce przeprowadzonym w 2019 roku również był to najważniejszy czynnik wskazany przez inwestorów. Dla jednej trzeciej ankietowanych osiągnięcie odpowiednich poziomów KPI lub poziomów synergii jawi się jako czynnik najistotniejszy przy takiej ocenie. Około jedna czwarta respondentów za szczególnie ważne uważa brak problemów po zakończeniu transakcji, innych niż te, które zostały zidentyfikowane podczas procesu due diligence.

Źródło: KPMG w Polsce na podstawie badania ankietowego.

## Identyfikacja aspektów do poprawy

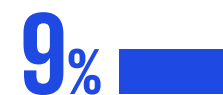
Wszelkie podejmowane działania inwestycyjne warto przeanalizować post factum i wyciągać z nich konstruktywne wnioski w celu zmniejszenia ryzyka niepowodzeń przy kolejnych projektach.

Badani inwestorzy podzielili się swoimi uwagami na temat ewentualnych zmian, które wprowadziliby przy przeprowadzeniu kolejnej transakcji. Można zauważyć, że odpowiedzi pokrywają się z tymi z badania wykonanego w 2019 roku. Najczęściej wymienianymi były ex aequo wykonanie lepszego jakościowo due diligence oraz lepsze rozplanowanie całego procesu transakcyjnego (po 13%). Rzadziej pojawiły się odpowiedzi o usprawnieniu organizacji w zakresie zasobów ludzkich, szybszej implementacji zmian czy zaplanowaniu większej ilości czasu na przeprowadzenie transakcji. Pomimo tego, że respondenci dostrzegają błędy w procesach przeprowadzania transakcji, to aż co piąty ankietowany zadeklarował, że nie zmieniłby niczego podczas zawierania kolejnej umowy (najczęściej wskazywana odpowiedź).

### Aspekty, które inwestorzy chcą poprawić przy przeprowadzaniu kolejnych transakcji



Brak sugestii zmian



Założenie dłuższego czasu na przeprowadzenie transakcji



Lepsze rozplanowanie procesu transakcyjnego



Szybsza implementacja zmian organizacyjnych



Wykonanie lepszego due diligence (pod kątem efektywności lub jakości)



Usprawnienie organizacji w zakresie zasobów ludzkich



Lepsze zrozumienie specyfiki przejmowanej spółki



Wykonanie bardziej szczegółowej wyceny celu transakcyjnego



Poświęcenie większej uwagi możliwym synergiom / dysynergiom



Inne

Źródło: KPMG w Polsce na podstawie badania ankietowego.



*Kolejnym, często niedocenianym etapem inwestycji kapitałowej jest tzw. integracja potransakcyjna. Każda, nawet najlepiej zapowiadająca się akwizycja może zakończyć się niepowodzeniem, jeśli integracja nie zostanie odpowiednio zaplanowana i skutecznie przeprowadzona.*

*Wsparcie inwestorów przy integracji przynosi najlepsze rezultaty, gdy przed rozważaną transakcją targety inwestycyjne zostaną poddane odpowiedniej analizie, nie tylko w zakresie kwestii finansowo-podatkowych, ale również w aspektach kadrowych, komercyjnych, IT i operacyjnych, jak i w zakresie planów rozwoju strategicznego. Opracowanie wspólnej polityki integracyjnej wraz z procesem jej efektywnej implementacji dotyczy wszystkich powyższych aspektów.*

*Warto też dodać, że na tym etapie w pierwszej kolejności tworzony jest zintegrowany zespół konsultantów doświadczonych w procesach integracyjnych oraz ekspertów wewnętrznych doskonale znających specyfikę biznesową podmiotów podlegających integracji. Z naszego doświadczenia wynika, że ścisła i efektywna współpraca takiego zespołu często owocuje realizacją zakładanych celów inwestycyjnych.*

### **Rafał Owczarek**

Partner, Deal Advisory,  
Szef Zespołu Doradztwa Transakcyjnego  
KPMG w Polsce



# 4

## Odpowiedzialność sprzedającego

Przy zawieraniu umowy kupna–sprzedaży (SPA) w transakcjach M&A zazwyczaj strona sprzedająca przedstawia kupującemu listę zapewnień i oświadczeń dotyczących różnych aspektów swojej działalności. Dotyczą one m.in. tytułu prawnego do zbywanych akcji / udziałów lub zbywanego majątku, kwestii podatkowych, spraw pracowniczych czy własności intelektualnej. W badaniu KPMG w Polsce inwestorzy zostali zapytani o uzgadnianie pomiędzy stronami zasady dotyczące odpowiedzialności w powyższym zakresie, z którymi zetknęli się w ostatnich latach, zarówno po stronie kupującego, jak i sprzedającego.

### Częstotliwość stosowania zasad dotyczących odpowiedzialności sprzedającego

Odpowiedzialność sprzedającego z tytułu naruszeń składanych zapewnień i oświadczeń (innych niż w zakresie tytułu do udziałów / akcji) była ograniczona do kwoty poniżej 50% ceny sprzedaży



Odpowiedzialność sprzedającego z tytułu naruszeń składanych zapewnień i oświadczeń (innych niż w zakresie tytułu do udziałów / akcji oraz zobowiązań podatkowych) była ograniczona do okresu 24 miesiące lub krótszego (ale ponad 12 miesięcy)



Odpowiedzialność sprzedającego z tytułu naruszeń składanych zapewnień i oświadczeń (innych niż w zakresie tytułu do udziałów / akcji) była ograniczona do kwoty poniżej 20% ceny sprzedaży



Odpowiedzialność sprzedającego z tytułu naruszeń składanych zapewnień i oświadczeń (innych niż w zakresie tytułu do udziałów / akcji oraz zobowiązań podatkowych) była ograniczona do okresu 12 miesięcy lub krótszego



Kupujący korzystał z ubezpieczenia ryzyk wynikających z potencjalnych naruszeń oświadczeń i zapewnień składanych przez sprzedającego (W&I insurance)



- Nigdy
- Rzadko / w mniejszej części przypadków
- W około połowie przypadków
- Często / w większej części przypadków
- Prawie zawsze lub zawsze

Z uwagi na zastosowane zaokrąglenia sumy mogą nie wynosić 100%.

Źródło: KPMG w Polsce na podstawie badania ankietowego.

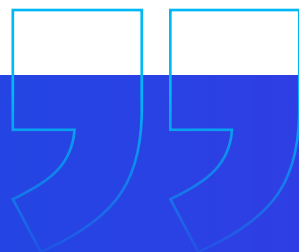
Ponad połowa inwestorów zadeklarowała, iż odpowiedzialność sprzedającego z tytułu naruszeń składanych przez sprzedającego zapewnień i oświadczeń (innych niż w zakresie tytułu do udziałów / akcji oraz zobowiązań podatkowych) była w co najmniej połowie przypadków ograniczana do okresu 24 miesiące lub krótszego. Jedna czwarta inwestorów wskazała, iż okres ten w realizowanych przez nich transakcjach jest często nawet krótszy – 12 miesięcy lub mniej.

Prawie 70% badanych inwestorów zadeklarowało, iż w realizowanych przez nich procesach transakcyjnych w co najmniej połowie przypadków odpowiedzialność sprzedającego z tytułu naruszeń składanych zapewnień i oświadczeń (innych niż w zakresie tytułu do udziałów / akcji) ograniczona była do kwoty stanowiącej poniżej 50% ceny sprzedaży. Sytuacje,

w których wspomniane ograniczenie było sprowadzone do kwoty poniżej 20% ceny sprzedaży występowały rzadko lub nigdy – tak wskazało około trzy czwarte z ankietowanych inwestorów.

Niewiele ponad połowa respondentów zadeklarowała, iż nigdy lub rzadko realizowała procesy transakcyjne,

w których kupujący korzystał z ubezpieczenia ryzyk wynikających z potencjalnych naruszeń oświadczeń i zapewnień składanych przez sprzedającego (W&I insurance). Jedynie nieco ponad 10% respondentów zadeklarowało, iż w ich transakcjach takie ubezpieczenie używane było zawsze lub często.



*Rynek transakcyjny w Polsce wykazuje znaczący wzrost, ale jednocześnie stawia przed inwestorami wyzwania i wymaga profesjonalnego podejścia, zwłaszcza ze względu na aspekty prawne. Wysokie oczekiwania sprzedających stanowią często barierę, co podkreśla potrzebę starannego opracowania umów, z uwzględnieniem klauzul ograniczających odpowiedzialność sprzedających.*

*Proces identyfikacji celów inwestycyjnych, chociaż często wewnętrzny, wymaga także zaawansowanej analizy prawnej. Przed dokonaniem przejęcia, inwestorzy powinni skrupulatnie zbadać zgodność celu z obowiązującymi przepisami prawa, w tym regulacjami branżowymi. Warto także zwrócić uwagę na prawne aspekty procesu zarządzania zmianą, które mają kluczowe znaczenie dla efektywnej integracji po transakcji.*

*W obliczu zmieniającego się otoczenia gospodarczego, ekspertyza kadry kierowniczej staje się kluczowym czynnikiem sukcesu. Odpowiednie przygotowanie umów oraz wnikliwa analiza prawna pomagają unikać potencjalnych sporów po transakcji. Wprowadzenie nowych technologii do procesów transakcyjnych usprawnia komunikację, ale wymaga także zabezpieczenia danych, aby unikać ryzyka naruszeń przepisów dotyczących ochrony prywatności.*

*Najbliższe miesiące przyniosą prawdopodobnie zwiększoną aktywność na rynku e-commerce, IT, ochrony zdrowia i energetyki odnawialnej. Wartość prawna tych transakcji będzie kluczowa dla ich powodzenia. Wprowadzenie profesjonalnych procedur prawnych i skrupulatna analiza każdego etapu transakcji są nieodzowne dla osiągnięcia sukcesu na rozwijającym się polskim rynku transakcyjnym.*



**Anna Szczodra**

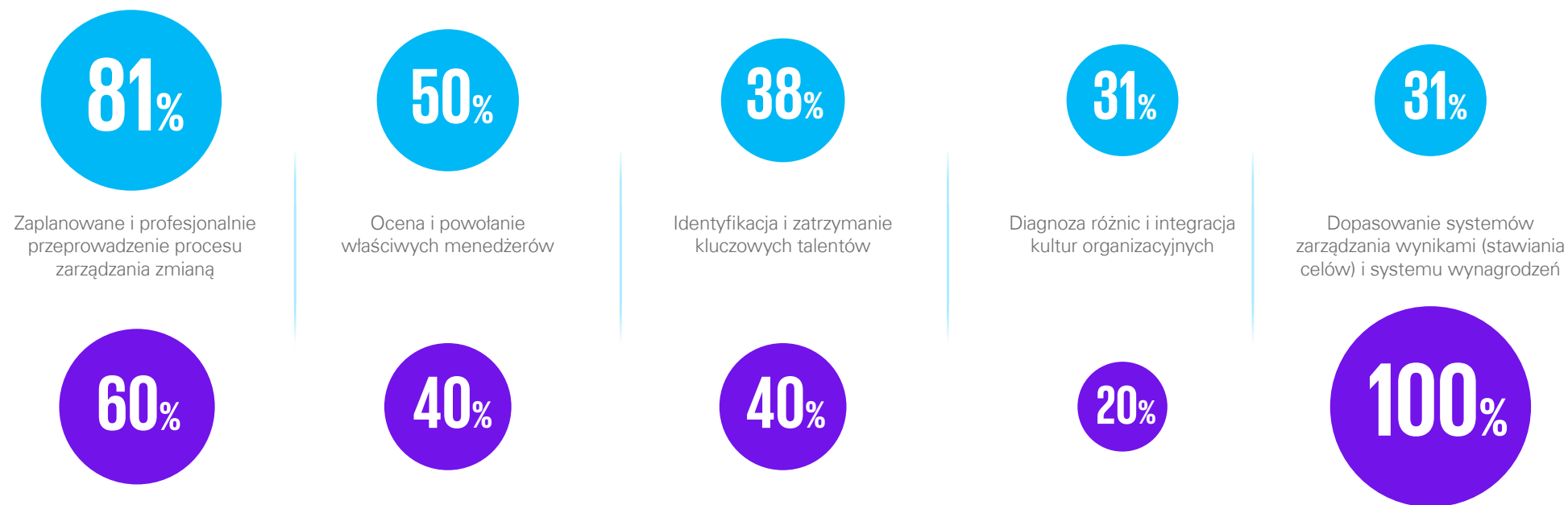
Radca prawny, Partner,  
Liderka doradców dla branży  
energetycznej  
KPMG Law

# Kapitał ludzki a wyniki integracji

Post merger integration (PMI) czyli integracja następująca po połączeniu spółek, jest niezwykle ważnym etapem każdej procedury transakcyjnej. Działanie to ma na celu zwiększenie harmonii pomiędzy podmiotami, które stanowią teraz całość. Niedocenienie kapitału, jakim są ludzie w organizacji i niezaangażowanie ich w proces synergii może być powodem niepowodzeń transakcji.

### Wpływ działań dotyczących kapitału ludzkiego na poprawę wyników integracji

● Inwestor strategiczny



● Inwestor finansowy

Źródło: KPMG w Polsce na podstawie badania ankietowego.



W pytaniu o działania dotyczące kapitału ludzkiego w procesach transakcyjnych respondenci mogli wybrać więcej niż jedną odpowiedź. Zarówno inwestorzy finansowi, jak i strategiczni byli jednomyślni co do tego, że zaplanowane

i profesjonalnie przeprowadzenie procesu zarządzania zmianą mogłoby znacząco poprawić wyniki integracji (ponad 76% odpowiedzi). Prawie połowa respondentów przyznała, że zarówno ocena i powołanie właściwych menedżerów, jak i dopasowanie

systemów zarządzania wynikami i wynagrodzeń również usprawniłoby ten proces. To ostatnie wydaje się szczególnie istotne dla inwestorów finansowych (100% wskazań). Zaskakującym jest uznanie aspektu diagnozy różnic i integracji kultur

organizacyjnych spółek po przejęciu za stosunkowo mało istotny (jedynie 29% respondentów uznało go za ważny czynnik powodzenia). Być może wynika to z faktu, iż jego wpływ na proces integracji jest trudniej mierzalny.



*Cieszę się, że potrzebę jakościowego zarządzania zmianą dostrzegają decydenci inwestycyjni, a nie jedynie dział HR. Panuje coraz większe zrozumienie, że nie chodzi wyłącznie o komunikację, lecz przeprowadzenie pracowników przez proces adaptacji do nowych oczekiwań. Może wiązać się to z czasowymi inwestycjami w kwalifikacje czy narzędzia pracy, jednak pozwala uniknąć ryzyka takich jak utrata know-how wraz z odejściami pracowników czy ograniczenie w dostępie do kluczowych informacji, którymi pracownicy nie chcą się dzielić, aż po typowy opór przed zmianą objawiający się niskim zaangażowaniem w pracę.*

*W Polsce mówiąc o różnicach w kulturze organizacyjnej często jeszcze myślimy, że sytuacja ta dotyczy wyłącznie integracji pomiędzy podmiotami z różnych obszarów geograficznych. Tymczasem kultura organizacyjna to w praktyce m.in. poziom ambicji do realizacji celów, tempo podejmowania decyzji czy gotowość do wymiany informacji i zasobów, których wymierny wpływ na integrację można łatwo zidentyfikować. Nie należy dążyć jednak do pełnej unifikacji, by nie wyeliminować tych aspektów obu kultur, które przyczyniały się do tej pory do sukcesu biznesowego. Integrowanie kultur warto ograniczyć do 2-3 priorytetowych obszarów, które w ocenie inwestora w największy sposób przełożą się na dalszy rozwój biznesu.*



**Iwona Sprycha**

Partner, Deal Advisory, Szef Zespołu HR Advisory & Change Management, Szef Zespołu Forensic KPMG w Polsce



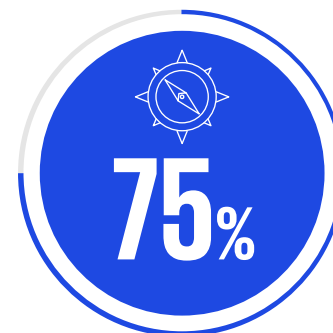
# Wpływ globalnej sytuacji gospodarczej na aktywność inwestorów w Polsce

## Pandemia Covid-19

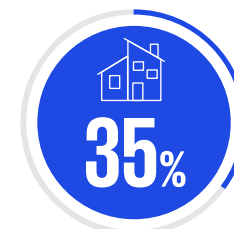
Procesy transakcyjne M&A w europejskich gospodarkach wschodzących pozostawały w roku 2022 w zaskakująco dynamicznym trendzie wzrostowym pomimo skumulowanych przeszkód i presji związanych z wojną w Ukrainie, następstwami pandemii Covid-19 i coraz trudniejszymi warunkami gospodarczymi skutkującymi wysoką inflacją. Po zakończeniu 2021 roku dobrymi wynikami na rynku M&A pod względem liczby transakcji zakończonych sukcesem prognozowano, że 2022 rok będzie stanowił jego kontynuację. Chociaż specjaliści branżowi byli ostrożni w swoich przewidywaniach, to sptywające z biegiem czasu dane na temat zawartych transakcji w 2022 roku konsekwentnie potwierdzały niestabnącą aktywność inwestorów, a wyniki za rok 2022 napawają optymizmem w zakresie rozwoju sytuacji w roku 2023 i latach kolejnych.

### Wpływ pandemii Covid-19 na sektory gospodarki

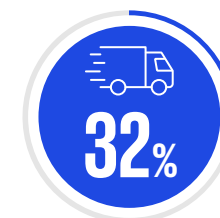
Duży lub bardzo duży wpływ



Turystyka, gastronomia  
hotelarstwo



Rynek nieruchomości  
i budownictwo

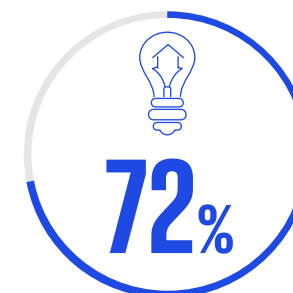


Transport i logistyka

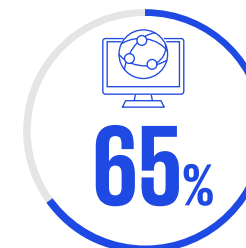
Brak wpływu lub mały wpływ



Sektor spożywczy



Wytwarzanie energii  
konwencjonalnej  
i odnawialnej



Sektor komunikacyjny  
i IT

Źródło: KPMG w Polsce na podstawie badania ankietowego.

W latach 2020-2022 pandemia Covid-19 nie tylko wpłynęła na obniżenie wartości przedsiębiorstw, ale jej gospodarcze konsekwencje często przyczyniały się do zaniechania rozważanych transakcji fuzji i przejęć. W badaniu przeprowadzonym przez KPMG w Polsce zapytano inwestorów strategicznych i finansowych o siłę wpływu pandemii Covid-19 na sytuację gospodarczą w poszczególnych sektorach gospodarki.

Dwie trzecie inwestorów jest zdania, że pandemia najbardziej negatywny wpływ wywarła na branżę turystyczną, gastronomiczną i hotelarską. Kolejne trzy sektory gospodarki, które w opinii respondentów najdotkliwiej ucierpiały wskutek

pandemii to rynek nieruchomości i budownictwo, transport i logistyka oraz opieka zdrowotna, chociaż należy podkreślić, że ostatni z tych sektorów został określony jako odporny na konsekwencje pandemii przez ponad 40% ankietowanych, co uplasowało ten sektor na drugim miejscu wśród odpornych branż.

Sektory, które zdaniem respondentów w dużym stopniu nie uległy zaburzeniom związanym z pandemią Covid-19 to sektor komunikacyjny i IT (ponad połowa odpowiedzi), sektor energetyczny (zarówno energetyka konwencjonalna, jak i odnawialna), a także wcześniej wspomniana opieka zdrowotna. Ponad 70% respondentów przypisało tym branżom mały wpływ pandemii lub całkowity jego brak.

”

*Pandemia miała krótkotrwały efekt „mrożący” rynek transakcji M&A, szczególnie w sektorach takich jak turystyka, gastronomia i hotelarstwo. Jednak rynek szybko stał się ponownie aktywny. Czasami wyzwaniem stawały się nadzwyczaj dobre wyniki operacyjne i finansowe, które były efektem pandemii. Pojawiała się konieczność normalizacji takich wyników i ustalania między stronami transakcji normalnych poziomów wolumenów biznesowych i wyników finansowych. Przy woli stron do realizacji transakcji były to kwestie możliwe do uzgodnienia i pozwalające sfinalizować proces.*



**Tomasz Pasiewicz**

Partner, Deal Advisory,  
Szef Zespołu Fuzji i Przejęć  
KPMG w Polsce

# Wojna w Ukrainie

## Siła wpływu wojny w Ukrainie na branże gospodarki

Branża energetyczna



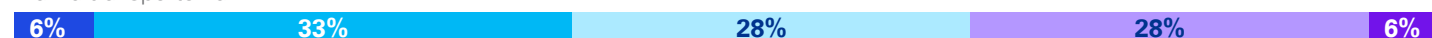
Branża paliwowa



Branża rolnicza



Branża transportowa



Branża budowlana



Branża handlowa



Przemysł przetwórczy



Branża farmaceutyczna



● Brak wpływu    ● Mały wpływ    ● Średni wpływ    ● Duży wpływ    ● Największy wpływ

Z uwagi na zastosowane zaokrąglenia sumy mogą nie wynosić 100%.

Źródło: KPMG w Polsce na podstawie badania ankietowego.

Konflikt za naszą wschodnią granicą początkowo wywołał niepewność i większą ostrożność wśród inwestorów na całym świecie, jednak dane za rok 2022 pokazują i potwierdzają, że gospodarka światowa szybko dostosowała się do zmieniających się okoliczności gospodarczych i nowej rzeczywistości geopolitycznej. Należy jednak podkreślić, że zmiany wywołane konfliktem zbrojnym w Ukrainie nie pozostały bez echa i pociągnęły za sobą widoczne do teraz konsekwencje gospodarcze.

W opinii respondentów wojna w Ukrainie najbardziej negatywny wpływ miała na branżę paliwową i energetyczną, skutkując wysokimi cenami energii i paliw. Znacząco ucierpiały również branże rolnicza i transportowa. Najbardziej odporną, zdaniem badanych inwestorów, okazały się branże farmaceutyczna, a w dalszej kolejności przetwórcza i handel.

## Konsekwencje wysokiej inflacji w Polsce

W 2022 roku inflacja i wysokie stopy procentowe wstrząsnęły rynkami na całym świecie. Banki centralne w gospodarkach rozwiniętych i wschodzących rozpoczęły zsynchronizowany cykl polityki pieniężnej i systematycznie podnosiły stopy procentowe, aby złagodzić najgorszą od dziesięcioleci presję cenową. Jak pokazuje badanie KPMG

w Polsce, najbardziej negatywny wpływ inflacja w naszym kraju wywarła na rynek budownictwa i nieruchomości (55% odpowiedzi). Na drugim i trzecim miejscu uplasowały się handel detaliczny i hurtowy (53%) oraz turystyka, gastronomia i hotelarstwo (52%). Nieznaczny negatywny wpływ zdaniem dwóch na trzech respondentów inflacja miała na sektor

przetwórstwa i produkcji przemysłowej. Branżą, dla której najwięcej ankietowanych (32%) przypisało brak wpływu inflacji na jej kondycję okazał się sektor energii odnawialnej. Oznacza to, że wszystkie branże zostały uznane przez przynajmniej 68% ankietowanych za dotknięte wysoką inflacją w większym, lub mniejszym stopniu.

Ekonomiści spodziewają się spadku inflacji w drugiej połowie 2023 roku w Polsce, jednak prognozy najważniejszych ośrodków ekonomicznych w kraju wskazują, że pozostanie ona znacznie powyżej ustalonych celów inflacyjnych.

### Siła wpływu wysokiej inflacji na gałęzie gospodarki

Rynek nieruchomości i budownictwo



Handel detaliczny i hurtowy



Turystyka, gastronomia i hotelarstwo



Produkcja przemysłowa



Sektor spożywczy



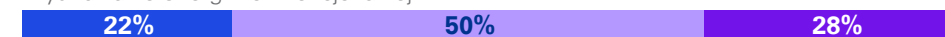
Transport i logistyka



Sektor finansowy



Wytwarzanie energii konwencjonalnej



Przetwórstwo przemysłowe



Opieka zdrowotna



Komunikacja i IT



Inne branże



Wytwarzanie energii odnawialnej



● Brak wpływu    ● Nieznaczny negatywny    ● Znaczący negatywny

Z uwagi na zastosowane zaokrąglenia sumy mogą nie wynosić 100%.

Źródło: KPMG w Polsce na podstawie badania ankietowego.

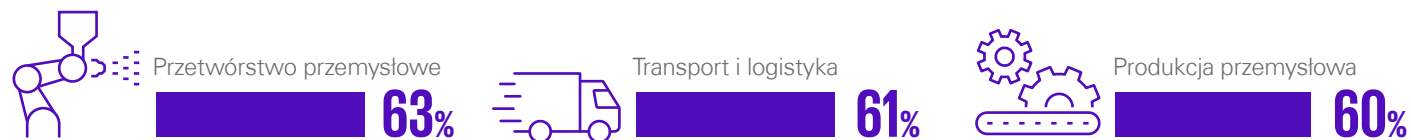
## Wysokie ceny energii

Koszty energii spowodowane presją wysokich cen gazu i węgla, a także kosztami zakupu uprawnień do emisji CO<sub>2</sub> również wpłynęły negatywnie na różne gałęzie gospodarki. Prawie dwie trzecie respondentów jest zdania, że najbardziej znaczący i negatywny wpływ wywarły na sektor produkcji i przetwórstwa przemysłowego oraz sektor transportu i logistyki. Wszyscy inwestorzy biorący udział w badaniu odpowiedzieli, że sektor spożywczy oraz turystyka, gastronomia i hotelarstwo odczuły negatywny wpływ nośników cen energii.

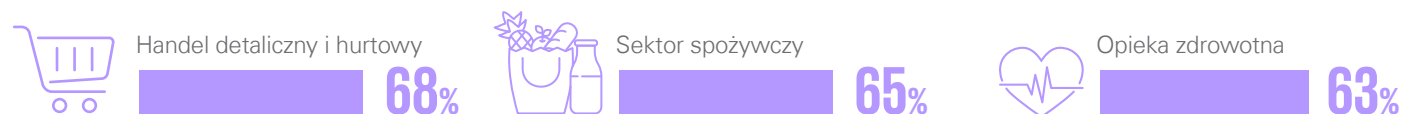
Spośród wszystkich analizowanych gałęzi gospodarki, wysokie ceny energii wywarły pozytywny wpływ jedynie na sektor energetyczny (wytwarzanie energii konwencjonalnej i odnawialnej), a nie miały żadnego wpływu na sektor finansowy według prawie połowy ankietowanych, oraz sektor komunikacyjny i IT wg 39% z nich.

### Wpływ wysokich cen energii na gałęzie gospodarki

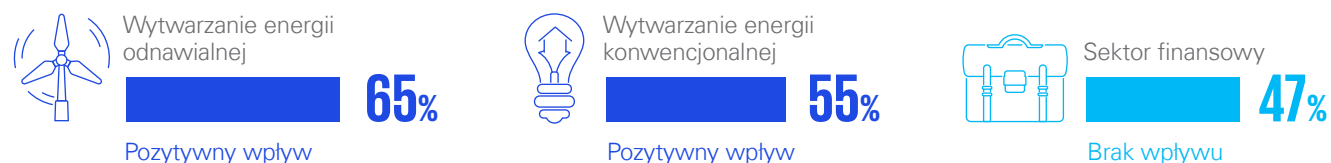
Znaczący negatywny wpływ wysokich cen energii na gałęzie gospodarki



Nieznaczący negatywny wpływ wysokich cen energii na gałęzie gospodarki



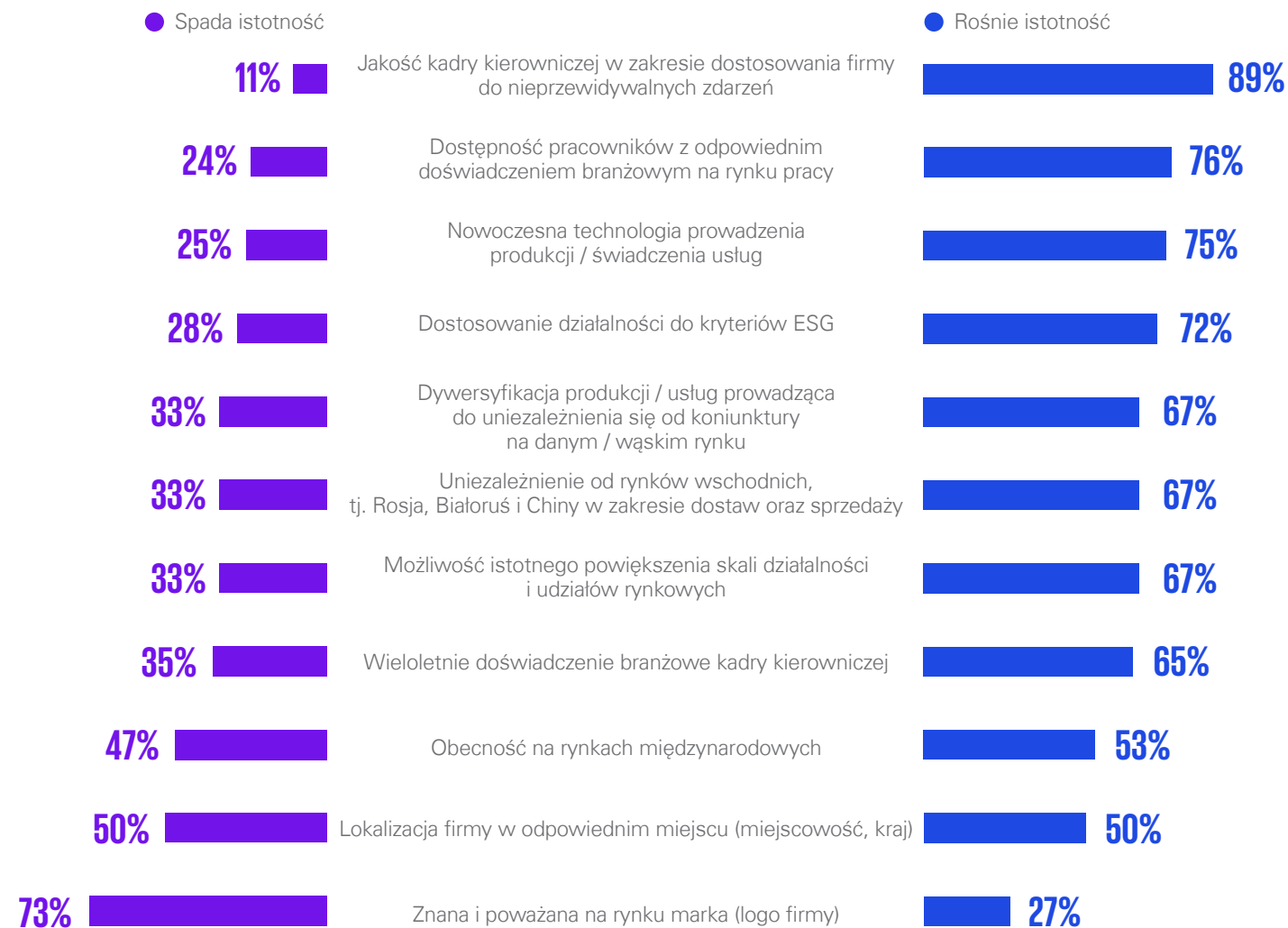
Pozytywny wpływ i brak wpływu wysokich cen energii na gałęzie gospodarki



Źródło: KPMG w Polsce na podstawie badania ankietowego.

# Wpływ globalnych zmian gospodarczych na procesy transakcyjne w Polsce

## Istotność zmian gospodarczych o znaczeniu globalnym dla rynku M&A w Polsce



Otoczenie makroekonomiczne i możliwość recesji w nadchodzących miesiącach prawdopodobnie negatywnie wpłyną na rynek fuzji i przejęć, jednak w perspektywie średnioterminowej prognozy są bardziej optymistyczne. Dalszy rozwój rynku transakcji M&A będzie uzależniony od dostępności surowców, cen energii, inflacji oraz wciąż toczącej się wojny w Ukrainie. Wiele aspektów procesów transakcyjnych pod wpływem globalnych wydarzeń uległo przewartościowaniu w ostatnich latach i można zaobserwować, że prawie wszystkie aspekty analizowane w badaniu nabrały na znaczeniu.

Źródło: KPMG w Polsce na podstawie badania ankietowego.



Według respondentów w obliczu zmian w największym stopniu rośnie istotność jakości kadry kierowniczej w zakresie dostosowania firmy do nieprzewidywalnych zdarzeń (aż 89% odpowiedzi) oraz dostępności pracowników z odpowiednim doświadczeniem branżowym na rynku pracy (76% ankietowanych). Dla trzech czwartych inwestorów zarówno strategicznych, jak i finansowych wyjściem z trudnej sytuacji okazały się nowoczesna technologia prowadzenia produkcji / świadczenia usług lub dostosowanie działalności do kryteriów ESG.

Zdaniem trzech na czterech badanych pod wpływem wszystkich kryzysów gospodarczych najbardziej spada istotność marki (logo) firmy.

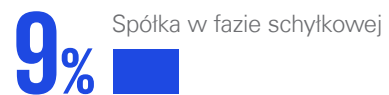
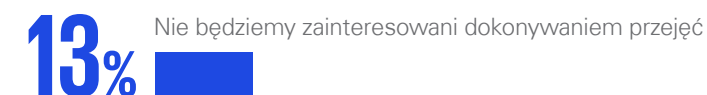
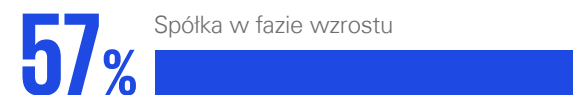
Respondenci mieli podzielone zdanie w odniesieniu do istotności lokalizacji firmy w danym miejscu oraz obecności na rynkach międzynarodowych – w tych dwóch wypadkach odpowiedzi badanych inwestorów wskazują, że dla połowy z nich spada, a dla drugiej połowy rośnie istotność tych aspektów. Tak duża rozbieżność w opinii inwestorów najprawdopodobniej ma związek ze specyfiką ich branży, pominiętą w tej części badania.



# Obecne trendy obserwowane na rynku transakcji M&A w Polsce

## Interesujące inwestorów typy biznesów

Typy biznesów, jakimi zainteresowani będą inwestorzy w ciągu kolejnych 12 miesięcy



Źródło: KPMG w Polsce na podstawie badania ankietowego.



Inwestorzy zostali zapytani o preferencje w kwestii typów biznesów, jakimi będą zainteresowani w kontekście fuzji i przejęć w najbliższym czasie. Zdecydowanie i jednogłośnie na prowadzenie wysuwają się spółki dojrzałe (78%) i w fazie wzrostu (57%). Zainteresowanie przedsiębiorstwami na innych etapach jest dużo mniejsze

wśród inwestorów finansowych, a inwestorzy strategiczni w małym stopniu (jeden na dziesięć) rozważyliby takie spółki (w fazach seed, start-up, schyłkowej oraz w restrukturyzacji). Dodatkowo 13% respondentów odpowiedziało, że we wskazanym czasie nie będą w ogóle zainteresowani dokonywaniem przejęć innych podmiotów rynkowych.

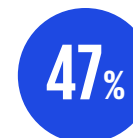
## Atrakcyjność branż dla transakcji M&A

Prawie połowa respondentów (47%) zapytana o atrakcyjność poszczególnych sektorów gospodarczych w kontekście inwestycji kapitałowych w perspektywie najbliższych 18 miesięcy na pierwszym miejscu wymieniła nowe technologie. Jest to sektor, który w tegorocznej edycji badania KPMG w Polsce pojawił się jako opcja do wyboru po raz pierwszy, a szczególne zainteresowanie nim wyrazili inwestorzy finansowi. Nieco słabiej (jedna na trzy odpowiedzi) oceniono e-commerce, IT, ochronę zdrowia i energetykę odnawialną. Warto dodać, że w poprzedniej edycji badania ochrona zdrowia i sektor IT zajmowały dwa pierwsze miejsca pod kątem atrakcyjności. Analizując odpowiedzi badanych inwestorów warto zwrócić uwagę na te sektory, które wysuwają się na prowadzenie w rankingu atrakcyjności po podsumowaniu odpowiedzi potwierdzających największą atrakcyjność oraz atrakcyjność powyżej przeciętnej. Oprócz już wymienionych interesująca okazała się logistyka i transport.

Obie grupy inwestorów za najmniej atrakcyjny sektor uznały energetykę konwencjonalną. Najbardziej nieatrakcyjne i z atrakcyjnością poniżej przeciętnej okazały się ponadto branże gastronomiczna z hotelarstwem, paliwowa i budownictwo, jak również branża rozrywkowa oraz handel detaliczny i hurtowy. Ponadto dużo mniej atrakcyjna dla inwestorów finansowych, w porównaniu z inwestorami strategicznymi, okazała się branża chemiczna.

### Najbardziej atrakcyjne branże

1



Nowe technologie

2



Ochrona zdrowia

3



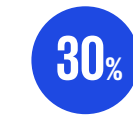
E-commerce

4



IT

5

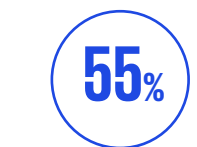


Energetyka odnawialna

### Najmniej atrakcyjne branże



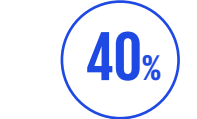
Energetyka konwencjonalna



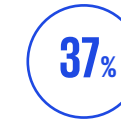
Gastronomia i hotelarstwo



Sektor paliwowy



Budownictwo



Rozrywka



Handel detaliczny i hurtowy

Źródło: KPMG w Polsce na podstawie badania ankietowego.

# Nowe technologie w procesach transakcyjnych

## Wpływ rozwoju nowych technologii na aspekty i przebieg procesów transakcyjnych

Komunikacja pomiędzy stronami transakcji



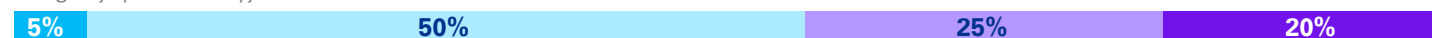
Dostępność informacji w bazach danych



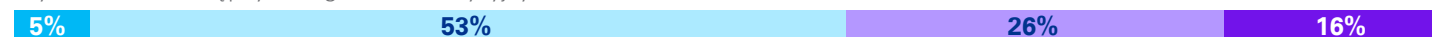
Proces due diligence



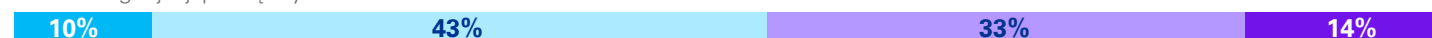
Integracja potransakcyjna



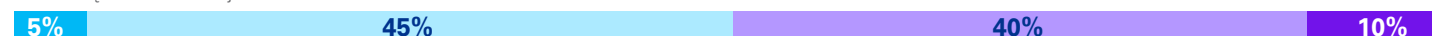
Wyszukiwanie dostępnych targetów inwestycyjnych



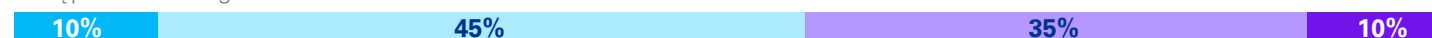
Proces negocjacji pomiędzy stronami



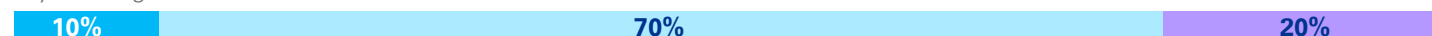
Zamknięcie transakcji



Wstępna analiza targetów



Wycena targetów



● Znaczący negatywny   ● Nieznaczny negatywny   ● Bez zmian   ● Nieznaczny pozytywny   ● Znaczący pozytywny

Z uwagi na zastosowane zaokrąglenia sumy mogą nie wynosić 100%.

Źródło: KPMG w Polsce na podstawie badania ankietowego.

Zdaniem jednej trzeciej pytaných rozwój nowych technologii ma znaczący i jednocześnie pozytywny wpływ na aspekt komunikacji pomiędzy stronami transakcji oraz dostępność informacji w bazach danych. Aspekty procesów transakcyjnych, na które również w pozytywny sposób wpłynęły nowe technologie to dostępność informacji w bazach danych (80% odpowiedzi) procesy due diligence (w sumie 67% wskazań) oraz zamknięcia transakcji (50% odpowiedzi).

Nowe technologie na żaden z wymienionych aspektów procesów transakcyjnych nie wpłynęły w sposób negatywny. Brak wpływu nowych technologii lub nieznaczny negatywny ich wpływ przypisano przede wszystkim do wyceny targetów, integracji potransakcyjnej, procesu zamknięcia transakcji czy też procesu negocjacji pomiędzy stronami.

Doceniany przez respondentów dostęp do informacji w bazach danych należy rozumieć zarówno w kontekście szerszego dostępu

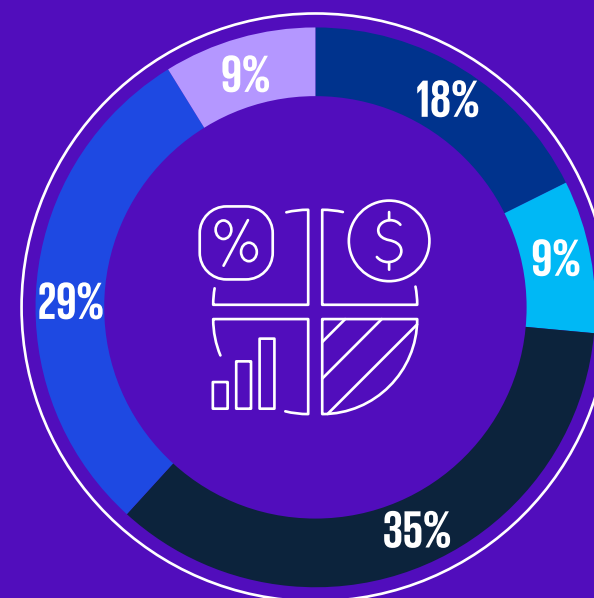
do publicznych danych, możliwości korzystania z płatnych baz danych, jak i zwiększonego bezpieczeństwa przy korzystaniu z nich, zwłaszcza w przypadkach pracy nad danymi poufnymi (tzw. virtual data rooms).

Co interesujące, wygląda na to, że lepszy dostęp do danych oraz wprowadzenie nowoczesnych narzędzi i usług służących do zdalnej współpracy zespołowej wcale nie ułatwiły kwestii dochodzenia stron do porozumienia w zakresie warunków rozważanych transakcji.

# Metryczka

Badanie dotyczące rynku transakcji kapitałowych w Polsce zostało przeprowadzone metodą wywiadu internetowego CAWI (ang. Computer Assisted Web Interview) na grupie wybranych klientów KPMG. Ankietowanymi byli przedstawiciele firm scharakteryzowanych jako inwestorzy strategiczni lub inwestorzy finansowi. Badanie zostało przeprowadzone w okresie od maja do czerwca 2023 roku przez KPMG w Polsce.

Profil inwestorów biorących udział w badaniu



- Inwestor finansowy – fundusz private equity
- Inwestor finansowy – pozostałe podmioty
- Inwestor strategiczny – kapitał prywatny polski
- Inwestor strategiczny – kapitał prywatny zagraniczny
- Inwestor strategiczny – spółka z pakietem kontrolnym Skarbu Państwa

# Kontakt

## KPMG w Polsce

ul. Inflancka 4A  
00-189 Warszawa

**T:** +48 22 528 11 00

**E:** kpmg@kpmg.pl

## Alina Wołoszyn

Partner, Szef Działu  
Deal Advisory

**E:** awoloszyn@kpmg.pl

## Rafał Owczarek

Partner, Deal Advisory,  
Szef Zespołu Doradztwa  
Transakcyjnego

**E:** rowczarek@kpmg.pl

## Tomasz Pasiewicz

Partner, Deal Advisory,  
Szef Zespołu Fuzji i Przejęć

**E:** tpasiewicz@kpmg.pl

## Iwona Sprycha

Partner, Deal Advisory,  
Szef Zespołu HR Advisory  
& Change Management,  
Szef Zespołu Forensic

**E:** isprycha@kpmg.pl

## Anna Szczodra

Radca prawny, Partner,  
Liderka doradców  
dla branży energetycznej,  
KPMG Law

**E:** aszczodra@kpmg.pl

## Jacek Kulpiński

Dyrektor, Deal Advisory

**E:** jkulpinski@kpmg.pl

## Joanna Reichel-Kluczko

Associate Director, Deal Advisory

**E:** jreichel-kluczko@kpmg.pl



[kpmg.pl](https://www.kpmg.pl)

© 2023 KPMG Advisory Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością sp.k., polska spółka komandytowa i członek globalnej organizacji KPMG składającej się z niezależnych spółek członkowskich stowarzyszonych z KPMG International Limited, prywatną spółką angielską z odpowiedzialnością ograniczoną do wysokości gwarancji. Wszelkie prawa zastrzeżone.

Nazwa i logo KPMG są znakami towarowymi używanymi na podstawie licencji przez niezależne firmy członkowskie globalnej organizacji KPMG.

Informacje zawarte w niniejszej publikacji mają charakter ogólny i nie odnoszą się do sytuacji konkretnej osoby lub firmy. Pomimo, iż staramy się dostarczać dokładne i aktualne informacje, nie możemy zagwarantować, że takie informacje będą aktualne na dzień ich otrzymania lub że będą nadal aktualne w przyszłości. Nikt nie powinien podejmować decyzji na podstawie takich informacji bez odpowiedniego profesjonalnego doradztwa po dokładnym zbadaniu konkretnej sytuacji.

Document Classification: KPMG Public