

## FUZJE I PRZEJĘCIA W CZASIE PANDEMII COVID-19 W POLSCE

Rafał Tuzimek\*



<https://doi.org/10.18778/2391-6478.S2.2023.09>

### MERGERS AND ACQUISITIONS DURING THE COVID-19 PANDEMIC IN POLAND

#### ABSTRACT

**The purpose of the article.** The purpose of the study is to assess the impact of the COVID-19 pandemic on Polish companies' M&A transaction activity, both occurring on the buy-side and seeking investors.

**Methodology.** The survey was conducted by questionnaire on a sample of 111 companies operating in the industrial sector, and the results were compared with the number of transactions concluded in 2017–2022.

**Results of the research.** The impact of the COVID-19 pandemic was felt by the majority of surveyed entities, but the magnitude of the impact differed significantly between potential buyers and sellers, who declared a greater negative impact of the pandemic on operations. The intention to sell the business was motivated by the impact of the COVID-19 pandemic outbreak in only 22% of cases. Companies with an active acquisition policy in most cases assessed their financial situation as stable, while the company's financial problems were cited as one of the motives for the contemplated sale in about 20% of cases. It is noteworthy that for many companies the outbreak of the pandemic did not cause a change in the previously adopted strategy, which was maintained by 54% of companies planning acquisitions and 35% of companies seeking an investor. The outbreak of the pandemic caused a significant number of those considering buying a company to expect a drop in valuations and the emergence of investment opportunities. This phenomenon was not observed among sellers, which could indicate the periodic occurrence of a difference in price expectations between the parties to the transaction. An analysis of the number of ex-post transactions allows us to conclude that the risks identified in the initial phase of the pandemic did not negatively affect the M&A market in Poland, and after an initial slowdown due to lockdown

\* Dr hab., Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, e-mail: [rtuzim@sgh.waw.pl](mailto:rtuzim@sgh.waw.pl); <https://orcid.org/0000-0001-9775-6768>

and economic uncertainty, the Polish M&A market has returned to the upward trends observed before the outbreak of the COVID-19 pandemic.

**Keywords:** mergers, acquisitions, acquisition motives, strategy, COVID-19, capital markets.

**JEL Class:** F23,G15, G34.

## WSTĘP

Wybuch pandemii COVID-19 istotnie wpłynął na procesy społeczne i gospodarcze. Skala oddziaływania i poziom niepewności towarzyszący rozprzestrzenianiu się pandemii miał także wpływ na postawy związane z realizacją strategii fuzji i przejęć („M&A”).

Niniejsze opracowanie ma na celu ocenę wpływu pandemii COVID-19 na planowaną aktywność polskich przedsiębiorstw na rynku fuzji i przejęć. Autor podjął, między innymi, próbę analizy i oceny różnorodnych motywów podejmowanych działań w zakresie fuzji i przejęć w okresie pandemii. Sformułowano następującą hipotezę badawczą: wpływ COVID-19 na działalność prowadzoną przez przedsiębiorstwa stworzy dodatkowe szanse dla realizacji projektów fuzji i przejęć.

Badanie zostało przeprowadzone na próbie celowej  $n=111$  przedsiębiorstw, które zostały podzielone na grupę podmiotów zamierzających przejmować inne przedsiębiorstwa oraz grupę podmiotów, co do których planowana była sprzedaż/pozyskanie inwestora. Badanie zostało przeprowadzone na przełomie maja i czerwca 2020 roku, a zatem w początkowym okresie pandemii, charakteryzującym się wysoką niepewnością co do oceny średnio- i długoterminowych jej skutków. Wyniki badania zostały zestawione z obserwowaną w latach 2017–2022 liczbą transakcji zawartych z udziałem polskich przedsiębiorstw, zarówno występujących po stronie kupującej, jak i będących celami transakcyjnymi dla przedsiębiorstw zagranicznych.

## 1. PANDEMIA COVID-19

Początek pandemii COVID-19 wywoływanej wirusem SARS-COV-2 miał miejsce w chińskim mieście Wuhan, gdzie w grudniu 2019 roku stwierdzono pierwszy oficjalny przypadek zakażenia wirusem [Platto i in. 2021]. Niedługo potem – w styczniu 2020 roku, odnotowano we Francji pierwsze zgłoszenie COVID-19 w Europie. Łatwość transmisji i szybkie rozprzestrzenianie się wirusa doprowadziło do ogólnoświatowej pandemii. W odpowiedzi na rosnące zagrożenie dla życia i zdrowia ludzi ze strony COVID-19, rządy wielu państw wprowadziły bezprecedensowe ograniczenia mające na celu zmniejszenie liczby kontaktów międzyludzkich i tym samym spowolnienie rozprzestrzeniania się wirusa. Ogra-

niczenia te bezpośrednio i natychmiastowo dotknęły takie gałęzie gospodarki i życia społecznego, jak turystyka i podróże, transport ludności, usługi kulturalne i rozrywkowe, czy szkolnictwo, gdyż ich funkcjonowanie jest silnie zależne od kontaktów i interakcji międzyludzkich [de Vet i in. 2021]. Rosnąca liczba infekcji (często wymagających hospitalizacji) oraz wprowadzone ograniczenia w przemieszczaniu się ludności, postawiły przedsiębiorstwa przed koniecznością zmierzenia się z nową sytuacją społeczno-gospodarczą [Związek Przedsiębiorców i Pracodawców 2021].

Zaistniała sytuacja szybko uwidoczniła się także na rynkach kapitałowych, dobitnie wskazując na rosnące obawy inwestorów. Analiza notowań akcji 2 tys. największych przedsiębiorstw przeprowadzona przez firmę doradczą Accenture dla okresu od 21 lutego do 16 marca 2020 roku wykazała, że kapitalizacja w segmencie spółek świadczących usługi turystyczne i hotelowe spadła aż o 49% [Accenture 2020]. Dla spółek z segmentu bankowego i rynków kapitałowych spadek wyniósł 31%, dla segmentu energetycznego 24% oraz 19% dla przedsiębiorstw z segmentu handlu detalicznego i 16% dla z segmentu dóbr konsumpcyjnych. W tym samym okresie wartość indeksu WIG notowanego na Gieldzie Papierów Wartościowych w Warszawie spadła o ponad 34%. Pogarszające się wskaźniki na rynkach kapitałowych po części odzwierciedlały szerszej rozumiane nastroje i obawy inwestorów, w tym w zakresie prowadzonych lub planowanych transakcji M&A [Lyocsa i in. 2020]. Stąd ważnym stało się pytanie, na ile pandemia COVID-19 wpłynęła na postawy właścicieli i kadry zarządzającej przedsiębiorstw prowadzących lub planujących aktywności w tym zakresie. Było to pytanie istotne i ciekawe, gdyż w okresie poprzedzającym pandemię wartość światowych transakcji M&A wrosła z 2,9 biliona dolarów w 2017 roku do 3,4 biliona dolarów w 2019 roku [Bain & Company 2020]. W Polsce wartość ogłoszonych transakcji M&A w 2019 roku osiągnęła 1093 mld EUR, co stanowiło wzrost o 4,44 mld EUR w stosunku do roku poprzedniego [CMS 2022]. Jednocześnie sytuacja rynkowa sprzed pandemii (dostęp do finansowania przy niskich stopach procentowych) sprzyjała potencjalnemu wzrostowi rynku M&A [Adra i in. 2020].

Według badań opublikowanych w Harvard Business Review [Stone Herman 2021] 72% respondentów (spośród blisko 500 dyrektorów wykonawczych, z którzy wzięli udział w badaniu) spodziewało się wzrostu zainteresowania transakcjami M&A w porównaniu do okresu sprzed pandemii, a 70% z nich oczekiwało konsolidacji rynku w wyniku zmiany otoczenia makroekonomicznego przedsiębiorstw. Także w raporcie firmy doradczej EY [EY 2021] wskazano, że 80% respondentów (z ponad 2400 dyrektorów wykonawczych z całego świata ankietowanych w okresie od listopada 2020 roku do stycznia 2021 roku) spodziewało się w kolejnych 12 miesiącach większej aktywności w zakresie akwizycji aktywów (głównie ze strony funduszy typu *private equity*).

## 2. WYBRANE MOTYWY KONSOLIDACJI PRZEDSIĘBIORSTW

Zgodnie z dominującym obecnie podejściem głównym celem działalności przedsiębiorstwa jest maksymalizacja wartości dla jego właścicieli. Według A. Rappaporta wartość przedsiębiorstwa zależy od szeregu czynników o charakterze finansowym, marketingowym oraz czynników związanych ze składnikami niematerialnymi przedsiębiorstwa [Rappaport 1998].

M&A odgrywają bardzo ważną rolę z punktu widzenia kreowania wartości dla właścicieli. Skuteczna realizacja synergii w ramach transakcji M&A najczęściej prowadzi do znacznie szybszego wzrostu wartości, niż miałyby to miejsce w przypadku wzrostu organicznego prowadzonej działalności gospodarczej.

Uzyskanie synergii i ich realizacja jest podstawowym elementem kreowania wartości w transakcjach M&A [Korpus 2014]. Potencjalnych korzyści poszukuje się po stronie przychodowej, jak i kosztowej, ale także w zakresie dostępu do kapitału i obniżenia jego kosztu. Szczegółowe motywy transakcji oraz generatory wartości, które będą interesowały jej strony mogą być wielorakie, różniąc się najczęściej po stronie nabywców i stronie sprzedających. Dla nabywców fuzje i przejęcia mogą stanowić strategię rozwoju przedsiębiorstwa, podczas, gdy gotowość sprzedaży może wynikać z czynników takich, jak chęć realizacji przyszłych zysków i pozyskanie środków pieniężnych na inne cele właścicieli, czy chociażby przekazanie przez właściciela przedsiębiorstwa niezależnemu inwestorowi w przypadku braku sukcesora.

W literaturze odnaleźć można wiele przykładów i klasyfikacji motywów podejmowania transakcji M&A wraz z ich dokładnym omówieniem. Jedną z możliwych klasyfikacji motywów nabywcy przewiduje ich podział na cztery podstawowe grupy: techniczne i operacyjne, rynkowe i marketingowe, finansowe oraz menadżerskie. Natomiast motywy sprzedawcy można podzielić na: finansowe, strategiczne, administracyjne oraz menadżerskie [Frąckowiak 2009].

Inny podział transakcji M&A, w szczególności w kontekście zmian wywołanych pandemią COVID-19, przedstawiła firma Deloitte [Deloitte 2020], dzieląc transakcje M&A na ofensywne i defensywne. Transakcje ofensywne mają na celu dostosowanie prowadzonego biznesu do nowych warunków i zapewnienie bezpieczeństwa w przyszłości. Do tej grupy zaliczono także transakcje mające na celu zdobycie wiodącej pozycji na rynku. Natomiast celem realizacji transakcji defensywnych jest głównie odzyskanie wartości (w przypadku przedsiębiorstw, które ucierpiały w wyniku pandemii i muszą zoptymalizować swoje aktywa) oraz ochrona rynków w celu utrzymania dotychczasowej pozycji. Wyniki badania przeprowadzonego przez Deloitte [Deloitte 2021] w okresie wrzesień–październik 2020 roku (grupa 1578 dyrektorów finansowych z 18 krajów europejskich) wskazały, że blisko 59% dyrektorów skłaniało się do wyboru strategii ofensywnych, podczas, gdy 41% deklarowało wybór strategii defensywnych. Jednak

wybór danej strategii musi zostać poprzedzony odpowiednią analizą szans i zagrożeń, jakie stoją przed danym przedsiębiorstwem, co powinno pozwolić na wybór rozwiązań, które najlepiej spełniają oczekiwania interesariuszy, a jednocześnie pozwolą na wzmocnienie pozycji rynkowej przedsiębiorstwa [Toborek-Mazur i in. 2022].

Wybór odpowiedniej strategii może także zależeć od gałęzi gospodarki, w której dane przedsiębiorstwo działa. Ze względu na restrykcje mające na celu ograniczenie transmisji wirusa, pandemia COVID-19 w swojej początkowej fazie dotknęła głównie te segmenty, których funkcjonowanie w znacznej mierze opiera się na mobilności ludności czy interakcjach międzyludzkich, jak transport, turystyka, hotelarstwo, gastronomia, szkolnictwo. Z drugiej strony ograniczona mobilność przyczyniła się do szybszej adopcji narzędzi teleinformatycznych wspomagających pracę i naukę zdalną, czy też do większego wykorzystania narzędzi oferujących cyfrową rozrywkę, np. wykorzystujących *streaming* [Toborek-Mazur 2023], co w oczach inwestorów zwiększyło atrakcyjność podmiotów dostarczających takie rozwiązania oraz treści cyfrowe.

### 3. WYNIKI PRZEPROWADZONEGO BADANIA

#### 3.1. Zakres i założenia badania

Badanie zostało przeprowadzone w okresie maja i czerwca 2020 roku na celowej próbie 111 podmiotów działających w branży przemysłowej, których kierownictwo lub właściciele zadeklarowali zainteresowanie transakcją zakupu bądź sprzedaży przedsiębiorstwa. 78% (n=86) wśród badanych podmiotów to przedsiębiorstwa osiągające powyżej 100 mln zł przychodów rocznie. Badaniem objęto spółki z przemysłu budowlanego (n=14), motoryzacyjnego (n=13), spożywczego (n=12), elektrycznego, elektronicznego i elektromaszynowego (n=12), chemicznego (n=11), technologicznego (n=11), ciężkiego (n=7), energetycznego (n=7), meblarskiego i drzewnego (n=6), odzieżowego (n=6), farmaceutycznego i biotechnologicznego (n=3) oraz spółki z pozostałych segmentów (n=9).

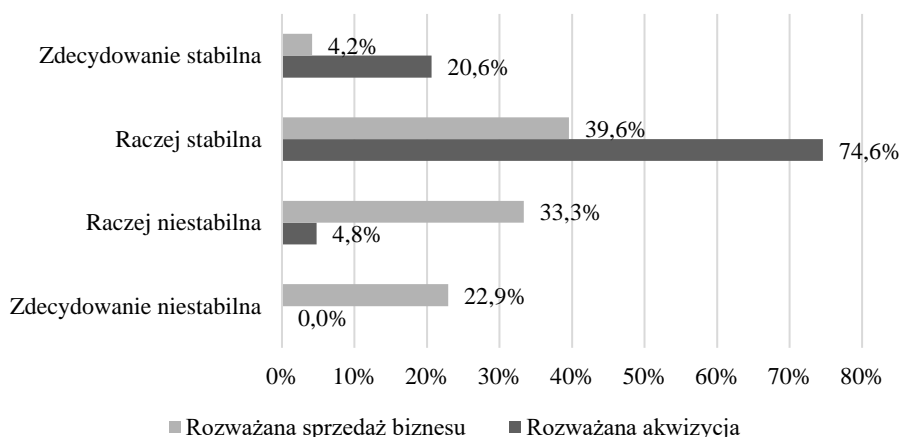
W badanej próbie przedsiębiorstw 57% (n=63) z nich zadeklarowało planowaną akwizycję innego podmiotu lub marki, natomiast w pozostałych 43% (n=48) przypadków deklaracja dotyczyła potencjalnej sprzedaży całości lub części biznesu. Badanie przeprowadzono w formie wywiadów online (CAWI) oraz wywiadów telefonicznych (CATI). W gronie respondentów znaleźli się właściciele, członkowie zarządów oraz dyrektorzy spółek. Sformułowano następującą hipotezę badawczą: wpływ COVID-19 na działalność prowadzoną przez przedsiębiorstwa stworzy dodatkowe szanse dla realizacji projektów fuzji i przejęć. W celu zweryfikowania hipotezy postawiono następujące pytania badawcze:

- Czy pandemia COVID-19 wpłynęła na działalność i osiągnięte wyniki przedsiębiorstw?
- Czy pandemia COVID-19 zwiększyła presję na sprzedaż przedsiębiorstwa ze względu na występujące trudności finansowe?
- Czy pandemia COVID-19 to dobry moment na przejęcie innego przedsiębiorstwa?

Dodatkowo, w ramach badania zapytano respondentów o wybrane motywy związane z planowanymi akwizycjami.

### 3.2. Sytuacja finansowa przedsiębiorstw

Według respondentów badania w 73% (n=81) przypadków kryzys spowodowany pandemią nie zdestabilizował finansów badanych przedsiębiorstw. Z perspektywy czasu wynik taki może wydawać się zaskakująco pozytywny, należy jednak pamiętać, że badanie zostało przeprowadzone niedługo po wybuchu pandemii COVID-19, kiedy jej skutki mogły nie być jeszcze w pełni odczuwalne, a przyszłe konsekwencje były trudne do oszacowania.



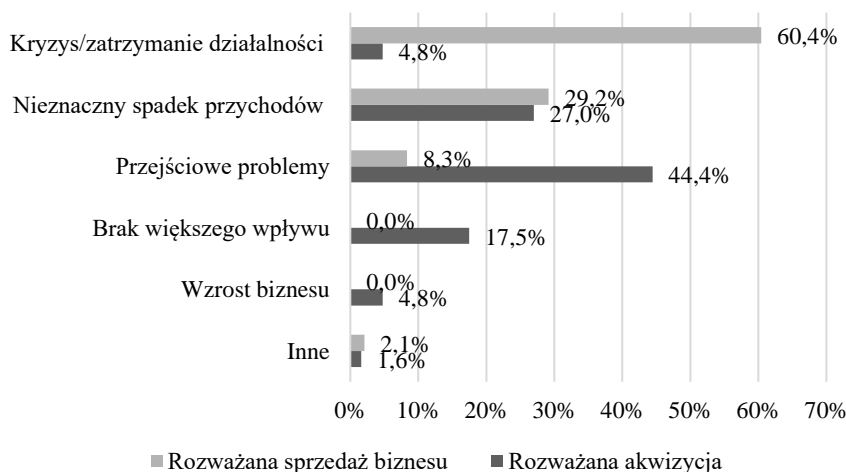
Wykres 1. Jak oceniliby Państwo sytuację finansową spółki?

Źródło: opracowanie własne na podstawie przeprowadzonego badania (n=111).

W przypadku respondentów deklarujących sprzedaż spółki (n=48) ponad 56% z nich określiła sytuację finansową spółki jako niestabilną lub raczej niestabilną (wykres 1). Jedyne w przypadku 4,2% spółek z tej grupy zadeklarowano, że ich sytuacja finansowa jest zdecydowanie stabilna. W grupie spółek rozważających transakcję akwizycji (n=63), aż w 74,6% (n=47) zadeklarowano, że spółka jest raczej stabilna finansowo, a w 20,6% (n=13), że jest zdecydowanie stabilna.

Można zatem stwierdzić, iż spółki rozważające akwizycję charakteryzowały się znacznie lepszą oceną stabilności finansowej z perspektywy zarządzających lub ich właścicieli. Stabilność finansowa może być jednym z czynników warunkujących planowanie przyszłych transakcji M&A. Jednocześnie brak takiej stabilności może być przyczyną istniejących lub spodziewanych problemów prowadzących do decyzji o sprzedaży spółki.

Nieco inaczej przedstawia się ocena szeroko rozumianego wpływu pandemii COVID-19 na działalność badanych przedsiębiorstw (wykres 2). Blisko 86% (n=95) z wszystkich badanych przedsiębiorstw odnotowało negatywny wpływ pandemii na biznes, przy czym, aż w ponad 60% (n=29) spółek, dla których rozważana była sprzedaż biznesu wpływ ten był krytyczny i/lub prowadził do zatrzymania działalności gospodarczej. W skali całej próby krytyczny wpływ na biznes zadeklarowano dla 28,8% spółek (n=32). W przypadku grupy spółek rozważających przeprowadzenie w najbliższej przyszłości potencjalnej akwizycji w odniesieniu do 44% z nich (n=28), problemy wynikające z pandemii COVID-19 określono jako przejściowe. Według opinii respondentów, spośród badanych spółek w znaczącym stopniu kryzys odczuły: branża budowlana, technologiczna oraz elektromaszynowa. Przejściowe problemy i nieznaczny spadek przychodów w największej mierze dotyczył spółek z branży motoryzacyjnej, chemicznej i spożywczej.



Wykres 2. Jak pandemia COVID-19 wpłynęła na działalność Państwa spółki i osiągnięte wyniki?

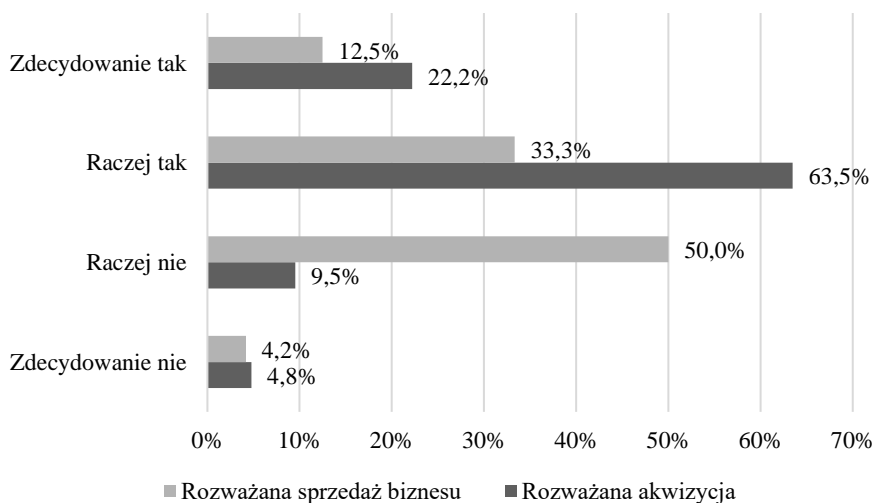
Źródło: opracowanie własne na podstawie przeprowadzonego badania (n=111).

Wyniki badania wskazują, że ocena sytuacji finansowej spółek, jak i negatywnego wpływu COVID-19 na prowadzoną działalność biznesową była dużo bardziej negatywna w odniesieniu do spółek, które potencjalnie miały być



przedmiotem sprzedaży. Należy jednak zaznaczyć, że jedynie w 10 przypadkach na 48 spółek w tej grupie wskazano pandemię COVID-19 jako bezpośrednią przyczynę rozważanej sprzedaży, natomiast pozostałe podmioty rozważały sprzedaż już przed pandemią.

Respondentów zapytano również, czy czas pandemii jest okazją do relatywnie tanich przejęć innych podmiotów na rynku polskim (wykres 3). Pośród badanych przeważał pogląd, że okres pandemii może stworzyć atrakcyjne okazje cenowe dla podmiotów planujących przejęcia, przy czym zachodziły wyraźne różnice w ocenie pomiędzy badanymi grupami spółek. Potencjalni kupujący w większym stopniu (niż sprzedający) spodziewali się wystąpienia takich okazji inwestycyjnych. Szczególnie dotyczyło to rynku polskiego, dla którego odpowiedzi „zdecydowanie tak” i „raczej tak” wskazało 85,7% (n=54) respondentów w tej grupie. W odniesieniu do podobnego pytania, ale dotyczącego potencjalnych okazji na rynkach zagranicznych oceny były nieco bardziej sceptyczne – analogiczne odpowiedzi wskazało 74,6% (n=47) respondentów. Jednocześnie aż 50,0% (n=24) respondentów z grupy spółek przeznaczonych do potencjalnej sprzedaży raczej nie spodziewało się pojawienia się okazji do tanich przejęć na rynku polskim i aż 58,3% (n=28) na rynkach zagranicznych.



Wykres 3. Czy czas pandemii jest Państwa zdaniem okazją do relatywnie tanich przejęć innych podmiotów na rynku polskim?

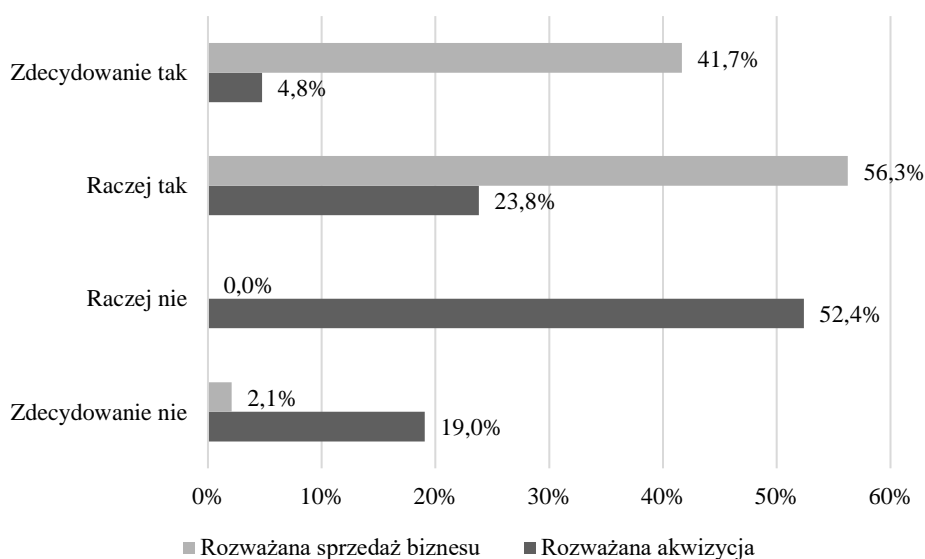
Źródło: opracowanie własne na podstawie przeprowadzonego badania (n=111).

Różnica opinii co do potencjalnych okazji inwestycyjnych może wynikać z rodzaju realizowanych strategii M&A – większy optymizm deklarowali respondenci rozważający akwizycje. Chociaż nie można takiego wniosku wyciągnąć



wprost, to jednak, takie zrozumienie sytuacji rynkowej mogło prowadzić do rozbieżności w oczekiwaniach cenowych pomiędzy stronami potencjalnych transakcji M&A. Sprzedający przy takiej ocenie sytuacji rynkowej mogli oczekiwać wyższych wycen transakcyjnych, niż wyceny dokonywane przez sprzedających, a uwzględniające dyskonta z tytułu trudnej sytuacji rynkowej i zwiększonego poziomu ryzyka.

W odniesieniu do presji na sprzedaż biznesu wynikającej z pandemii (wykres 4) blisko 98% (n=47) respondentów z grupy spółek rozważanych do sprzedaży stwierdziło, że taka presja ma lub będzie miała miejsce w okresie pandemii. W grupie spółek planujących akwizycje ponad 71% (n=45) takiej presji nie dostrzegano, co wydaje się nie wspierać deklarowanego oczekiwania i optymizmu co do potencjalnych okazji do relatywnie tanich przejęć. Zatem przedsiębiorstwa rozważające akwizycje upatrywały przyczyn pojawienia się okazji do tanich przejęć w czynnikach innych, niż ewentualne problemy finansowe po stronie ich potencjalnych celów inwestycyjnych.



Wykres 4. Czy Państwa zdaniem czas pandemii determinuje większą presję na sprzedaż biznesu ze względu na problemy finansowe?

Źródło: opracowanie własne na podstawie przeprowadzonego badania (n=111).

Jak wspomniano wcześniej jedynie w przypadku 22,0% (n=10) przedsiębiorstw deklarowana przyczyna rozważanej sprzedaży była bezpośrednio związana z COVID-19. Bardziej szczegółowe motywy rozważanej sprzedaży przedstawiono na wykresie 5.



Wykres 5. Jaki jest powód sprzedaży przedsiębiorstwa?

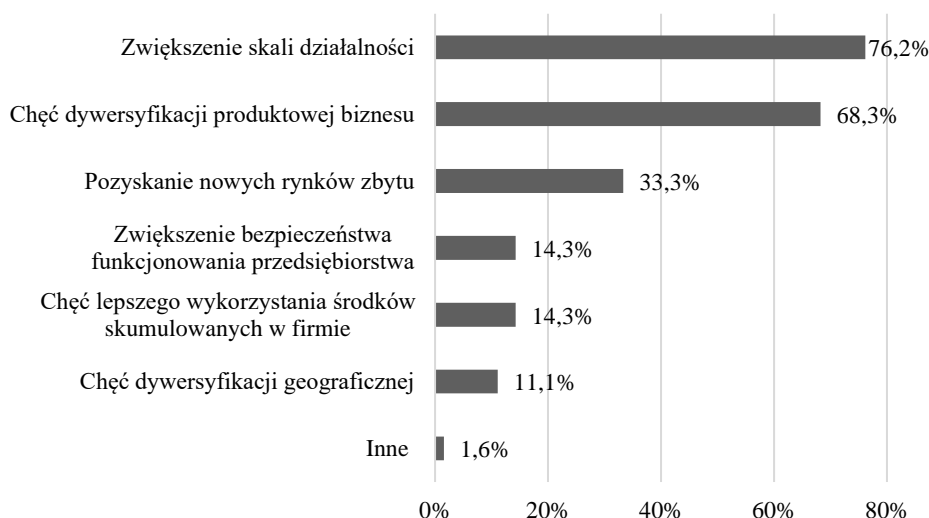
Źródło: opracowanie własne na podstawie przeprowadzonego badania (n=48, możliwość wielokrotnego wyboru).

Jak wynika z uzyskanych odpowiedzi planowana sprzedaż spółki uzasadniona była głównie chęcią pozyskania kapitału na realizację nowych pomysłów (41,7%; n=20) lub wynikała z wcześniej podjętych decyzji o sprzedaży (35,4%; n=17). W przypadku spółek planujących przejęcia w 54% (n=34) przypadków zadeklarowano, że plany akwizycyjne wynikały z wcześniej przyjętej strategii (przed wybuchem pandemii). 18% (n=20) respondentów stwierdziło natomiast, że pandemia ujawniła ryzyka, którymi planowano zarządzać poprzez realizację akwizycji (np. zerwane łańcuchy dostaw).

Należy jednak zauważyć, że w przypadku rozważanych akwizycji, jak i potencjalnych sprzedaży spółek, plany deklarowane przez respondentów w momencie przeprowadzania badania po części wynikały z realizacji strategii przyjętej przez spółki jeszcze przed wystąpieniem pandemii COVID-19. W przypadku spółek planujących akwizycje było to 54% (n=34), a w przypadku spółek, których sprzedaż rozważano, było to 35% (n=17).

### 3.3. Modele akwizycji

Interesującym aspektem, szczególnie w okresie trwającej pandemii COVID-19, są motywy podejmowania akwizycji. W celu określenia przesłanek akwizycji zapytano respondentów o główne przyczyny planowanych akwizycji (wykres 6) oraz o kierunek produktowy/technologiczny planowanych akwizycji (wykres 7).



Wykres 6. Jaka jest główna przyczyna planowanej akwizycji?

Źródło: opracowanie własne na podstawie przeprowadzonego badania (n=63, możliwość wielokrotnego wyboru).



Wykres 7. Jaki jest kierunek produktowy/technologiczny planowanej akwizycji?

Źródło: opracowanie własne na podstawie przeprowadzonego badania (n=63, możliwość wielokrotnego wyboru).

Głównym czynnikiem motywującym do podejmowania działalności akwizycyjnej okazało się dążenie do zwiększania skali działalności (76,2%; n=48). Podejście takie prowadzi do umocnienia pozycji rynkowej oraz zwiększenia potencjalnych korzyści skali. Kryzys pokazał także, że istotne znaczenie we wszystkich branżach ma dywersyfikacja produktowa (68,3%; n=43), ale także geograficzna (11,1%; n=7).

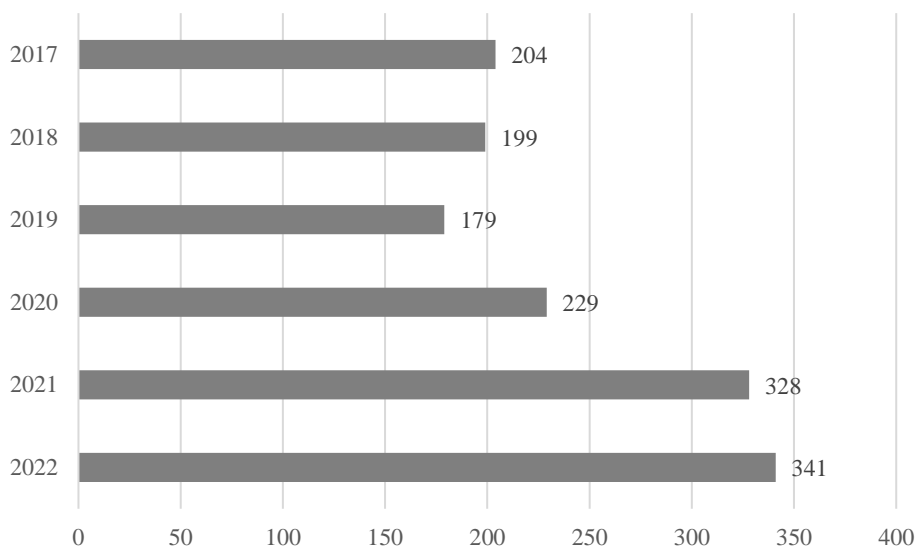
W kontekście kierunków produktowych i technologicznych planowanych akwizycji, 33,3% (n=21) spółek rozważało przejęcie innego podmiotu w ramach konsolidacji pionowej (uzupełnienie łańcucha wartości), natomiast 30,2% (n=19) w ramach konsolidacji poziomej (przejęcie konkurenta). Konsolidacja pionowa może zapewnić bezpieczeństwo łańcucha dostaw i ułatwić podnoszenie jakości produktów w sposób kompleksowy i zintegrowany, natomiast konsolidacja pozioma umożliwia zwiększenie skali działalności i otwarcie się na nowe rynki zbytu, a także dywersyfikowanie portfela klientów i dostawców. Przejęcie technologii, która pozwala na zwiększenie zaawansowania produkcji i maksymalizację wartości dodanej produktów przy ograniczeniu ryzyka personelu, jako kierunek akwizycji wskazało 27% (n=17) respondentów.

#### **4. WYNIKI BADANIA NASTROJU PRZEDSIĘBIORCÓW A LICZBA ZREALIZOWANYCH TRANSAKCJI**

Badanie, którego dotyczy niniejsze opracowanie, przygotowano w początkowym okresie występowania ognisk COVID-19 na terytorium Polski. Jak wykazano przez Autora, część przedsiębiorców odczuwała w pewnym stopniu niekorzystne skutki postępującego lockdownu, mającego minimalizować interakcje społeczne, natomiast wydaje się, iż skłonność do akceptacji niższej ceny za zbywane przedsiębiorstwo była ograniczona.

Należy wskazać, iż obawy przedsiębiorców przed pogorszeniem sytuacji gospodarczej na skutek pandemii mogły zostać odzwierciedlone w ich planach w zakresie realizacji transakcji M&A z pewnym opóźnieniem, względem momentu wybuchu pandemii, jednocześnie w przypadku transakcji ogłoszonych w pierwszych miesiącach pandemii warunki przejęcia najprawdopodobniej ustalone zostały przez strony we wcześniejszym okresie, dlatego istotnym aspektem jest analiza ex-post trendów na polskim rynku M&A.

Jak wynika z raportów kwartalnych M&A Index Poland dotyczących transakcji fuzji i przejęć na polskim rynku, przygotowywanych cyklicznie przez Navigator Capital pod kierownictwem R. Tuzimka, liczba obserwowanych w latach 2020–2022 transakcji wykazywała tendencję wzrostową i była wyższa niż w latach 2017–2019 (wykres 8).



Wykres 8. Liczba ogłoszonych transakcji M&A w okresie od rozpoczęcia pandemii Covid-19 na rynku polskim

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów M&A Index Poland – edycje 2017–2022.

Oznacza to najprawdopodobniej, iż materializacja ryzyk i pojawiające się okazje wskazane przez respondentów przyczyniły się do wzrostu aktywności podmiotów na polskim rynku M&A. Możliwym jest także, iż zidentyfikowane poprzez badanie różnice w oczekiwaniach finansowych kupujących i sprzedających zostały w pewnym stopniu zniwelowane poprzez łagodzenie polityki monetarnej, zapewniające atrakcyjne warunki finansowania potencjalnych transakcji, jednakże obszar ten wymaga dalszej analizy [Kosman i in. 2021].

Należy zauważyć, że w okresie 2020–2022 wystąpiły inne, poza pandemią COVID-19, czynniki mające istotny wpływ na sytuację przedsiębiorstw. W 2022 roku wybuchła wojna w Ukrainie (luty), istotnie wzrosły ceny energii oraz ceny towarów i usług konsumpcyjnych, co wpłynęło na podejście przedsiębiorstw w zakresie podejmowanych decyzji długoterminowych, w tym także dotyczących transakcji M&A. Jak wskazano w [Toborek-Mazur 2022] rosnąca niepewność otoczenia gospodarczego w wyniku oddziaływania pandemii COVID-19 oraz wybuchu wojny w Ukrainie mogła spowodować ostrożniejsze podejście inwestorów do transakcji realizowanych na rynku polskim powodując, że preferowane były transakcje o mniejszej wartości jednostkowej niosące ze sobą mniejsze ryzyko finansowe.

## PODSUMOWANIE I WNIOSKI

Kluczowe wnioski z przeprowadzonego badania można ująć w następujących punktach:

- W początkowym okresie COVID-19 większość badanych spółek odczuła w większym lub mniejszym stopniu negatywny wpływ pandemii na prowadzony biznes, przy czym skala jego oddziaływania była zróżnicowana między dwoma badanymi grupami respondentów (potencjalni nabywcy i sprzedawcy w procesach M&A). Znacznie większy negatywny wpływ zadeklarowano w przypadku spółek przeznaczonych do sprzedaży (włączając w to sytuacje kryzysowe i konieczność zatrzymania działalności). Jednocześnie sama sprzedaż tylko w 22% przypadków była motywowana bezpośrednim pojawieniem się i skutkami pandemii COVID-19. Należy jednak zauważyć, że badanie zostało zrealizowane w początkowym okresie pandemii, w związku z czym pełny wpływ negatywnego oddziaływania pandemii na kondycję przedsiębiorstw mógł jeszcze nie być uwidoczniiony w deklaracjach respondentów.
- Sytuacja finansowa w przypadku spółek prowadzących aktywną politykę akwizycyjną została scharakteryzowana jako stabilna, co pozwalało tym podmiotom planować potencjalne aktywności w zakresie fuzji i przejęć.
- W przypadku spółek, które poszukiwały inwestorów w większości przypadków ich sytuacja finansowa została określona jako „zdecydowanie” lub „raczej” niestabilna, przy czym problemy finansowe zostały wskazane w 20,8% przypadków jako jeden z motywów rozważanej sprzedaży spółki. Jednakże, w ponad 60% przypadków respondenci reprezentujący tę grupę spółek wskazali, że COVID-19 doprowadził do kryzysu w działalności prowadzonej przez spółki, włączając w to sytuacje ograniczenia lub zatrzymania działalności. To kolejna przesłanka wskazująca na to, że w momencie przeprowadzenia badania negatywny wpływ COVID-19 na kondycję przedsiębiorstw, w tym wypadku finansową, mógł nie być w tym okresie w pełni odzwierciedlony w odpowiedziach respondentów. Tym samym deklaracje odnośnie do planowanych aktywności w zakresie fuzji i przejęć mogły być jeszcze obciążone „niedoszacowaniem” negatywnego wpływu COVID-19 na przyszłą sytuację przedsiębiorstw.
- Przedstawiciele badanych spółek, które rozważały akwizycje spodziewali się, że w wyniku pandemii COVID-19 na rynku pojawią się atrakcyjne cenowo okazje inwestycyjne. W przypadku spółek przeznaczonych do sprzedaży nie spodziewano się pojawienia takich okazji.

Wyniki przeprowadzonego badania wskazują, że badani respondenci odczuli problemy wynikające z negatywnego oddziaływania pandemii COVID-19 na prowadzoną działalność, a także dostrzegli możliwość pojawienia się atrakcyjnych

cenowo okazji do przeprowadzenia transakcji M&A. Wskazali także, że COVID-19 jest źródłem presji na sprzedaż spółki w wyniku pogorszenia się sytuacji finansowej. Obserwacje te są zgodne z wynikami badań rynku uzyskanymi przez EY [EY 2020] wskazującymi na oczekiwany wzrost aktywności na rynku M&A, jak i wynikami badań rynkowych Deloitte [Deloitte 2021] wskazujących na zróżnicowanie podejścia do realizowanych strategii M&A (ofensywne, defensywne) w zależności od bieżącej sytuacji finansowej i rynkowej danego przedsiębiorstwa.

Analiza liczby transakcji M&A *ex post* wskazuje, iż w okresie pandemii COVID-19 liczba transakcji M&A wzrosła i w latach 2020–2022 przekraczała liczbę transakcji zrealizowanych w latach 2017–2019. Uzyskane rezultaty badania oraz obserwacje *ex post* liczby zrealizowanych transakcji nie dają jednoznacznej odpowiedzi, ile z tych transakcji miało swoje bezpośrednie przyczyny w sytuacji spowodowanej oddziaływaniem COVID-19, a w jakim zakresie było wynikiem oddziaływania innych czynników, które pojawiły się w 2022 roku (wojna w Ukrainie, wzrost cen energii, wzrost cen towarów i usług konsumpcyjnych), co jest podnoszone także w [Toborek-Mazur 2022] – jest to zagadnienie, które zdaniem Autora mogłoby stanowić przedmiot dalszego, pogłębianego badania.

## BIBLIOGRAFIA

- Adra, S., Barbopoulos, L. and Saunders, A. (2020). The impact of monetary policy on M&A outcomes. *Journal of Corporate Finance*, vol. 62, <https://doi.org/10.1016/j.jcorpfin.2019.101529>
- De Vet, J.M., Nigohosyan, D. and Núñez Ferrer, J. (2021). *Impacts of the COVID-19 pandemic on EU industries*, Publication for the committee on Industry, Research and Energy, Policy Department for Economic, Scientific and Quality of Life Policies, European Parliament, Luxembourg.
- Frąckowiak, W. (2009). *Fuzje i przejęcia*, Warszawa: PWE.
- Korpus, J., red. (2020). *Fuzje i przejęcia. Kluczowe czynniki sukcesu i przyczyny niepowodzeń transakcji*, Warszawa: Wydawnictwo Naukowe PWN.
- Kosman, J. i Kosman, M.M. (2021). Polityka Narodowego Banku Polskiego w zakresie stóp procentowych wobec pierwszej fali pandemii COVID-19. *Świat Idei i Polityki*, t. 20, nr 2, s. 163–185, <https://doi.org/10.34767/SIIP.2021.02.08>
- Lyocsa, S., Baumöhl, E., Výrost, T. and Molnár, P. (2020). Fear of the coronavirus and the stock markets. *Finance Research Letters*, vol. 36, <https://doi.org/10.1016/j.frl.2020.101735>
- Platto, S., Wang, Y., Zhou, J. and Carafoli, E. (2021). *History of the COVID-19 pandemic: Origin, explosion, worldwide spreading*. *Biochem Biophys Res Commun*, vol. 538, pp. 14–23, <https://doi.org/10.1016/j.bbrc.2020.10.087>
- Rappaport, A. (1998). *Creating shareholder Value (revised and updated)*. New York: The Free Press.
- Stone Herman, J. (2021). *A New Vision For How Organizations Can Use M&A to Adapt to a Post-Pandemic Economy*, Harvard Business Review.
- Toborek-Mazur, J. (2022). Mergers and acquisitions in the context of the COVID-19 pandemic and Russian-Ukrainian war. *ASEJ – Scientific Journal Bielsko-Biala School of Finance and Law*, vol. 26, no. 2, pp. 37–43, <https://doi.org/10.19192/wsfp.sj2.2022.6>



- Toborek-Mazur, J. (2023). Mergers and acquisitions in 2020–2022 in the context of WIG-20 index. *ASEJ – Scientific Journal Bielsko-Biala School of Finance and Law*, vol. 27, no. 2, pp. 32–39, <https://doi.org/10.19192/wsfp.sj2.2023.5>
- Toborek-Mazur, J. and Partacz K. (2022). Impact of the COVID-19 on creating business strategies in mergers and acquisitions. *ASEJ – Scientific Journal Bielsko-Biala School of Finance and Law*, vol. 26, no. 1, pp. 25–32, <https://doi.org/10.19192/wsfp.sj1.2022.4>

### Źródła internetowe

- Accenture (2020). *COVID-19: Rebalance for resilience with M&A*, <https://www.accenture.com/acnmedia/PDF-122/Accenture-COVID-19-Rebalance-for-Resilience-Mergers-and-Acquisitions.pdf> (dostęp 9.01.2023).
- Bain & Company (2020). *Corporate M&A Report 2020: Disrupt or be disrupted? More companies choose to play offense with scope M&A*, <https://www.bain.com/> (dostęp 9.01.2023).
- CMS (2022). *Emerging Europe M&A Report 2020/2021*, <https://cms.law/en/pol/publication/emerging-europe-m-a-report-2020-2021> (dostęp 9.01.2023).
- Deloitte (2020). *M&A and COVID-19: Charting New Horizons*, <https://www2.deloitte.com/pl/pl/pages/finance/articles/rynek-fuzji-przejec-a-covid-19-raport.html> (dostęp 12.01.2023).
- Deloitte (2021). *Wpływ COVID-19 na plany CFO w zakresie inwestycji oraz fuzji i przejęć (webinar)*, [https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/pl/Documents/Prezentacje-webinar/pl\\_webinar\\_19\\_01\\_2021\\_Agenda-CFO-2-Wp%C5%82yw-COVID-19-na-plan-y-CFO-w-zakresie-inwestycji-oraz-fuzji-i-przeji%C4%99%C4%87.pdf](https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/pl/Documents/Prezentacje-webinar/pl_webinar_19_01_2021_Agenda-CFO-2-Wp%C5%82yw-COVID-19-na-plan-y-CFO-w-zakresie-inwestycji-oraz-fuzji-i-przeji%C4%99%C4%87.pdf) (dostęp 19.02.2024).
- EY (2021). *Will COVID-19 turbo-charge M&A and transformation?*, [https://assets.ey.com/content/dam/ey-sites/ey-com/en\\_gl/topics/ey-capital-confidence-barometer/ccb23/pdfs/ey-ccb23-mergers-acquisitions-strategy-study.pdf](https://assets.ey.com/content/dam/ey-sites/ey-com/en_gl/topics/ey-capital-confidence-barometer/ccb23/pdfs/ey-ccb23-mergers-acquisitions-strategy-study.pdf) (dostęp 19.02.2024).
- Navigator Capital (2017–2022). *M&A Index Poland*, <https://navigatorcapital.pl/publikacje/?o=ma#0> (dostęp 9.01.2023).
- Związek Przedsiębiorców i Pracodawców (2021). *Podsumowanie Lockdown-u w Polsce*, <https://zpp.net.pl/wp-content/uploads/2021/01/25.01.2021-Business-Paper-Podsumowanie-lockdownu-w-Polsce.pdf> (dostęp 9.01.2023).

## FUZJE I PRZEJĘCIA W CZASIE PANDEMII COVID-19 W POLSCE

### STRESZCZENIE

**Cel artykułu.** Celem opracowania jest ocena wpływu pandemii COVID-19 na aktywność polskich przedsiębiorstw w zakresie dokonywania transakcji fuzji i przejęć, zarówno występujących po stronie kupującej, jak i poszukujących inwestora.

**Metodyka.** Badanie zostało przeprowadzone w formie ankietowej na próbie 111 przedsiębiorstw działających w sektorze przemysłowym, a jego wyniki zestawiono z liczbą transakcji zawartych w okresie 2017–2022.

**Wyniki/Rezultaty badania.** Wpływ pandemii COVID-19 był odczuwalny dla większości ankietowanych podmiotów, jednak skala oddziaływania była istotnie różna pomiędzy potencjalnymi nabywcami, a podmiotami sprzedawanymi, które to podmioty deklarowały większy negatywny wpływ pandemii na działalność. Intencja do sprzedaży przedsiębiorstwa była motywowana skutkami wybuchu pandemii COVID-19 tylko w 22% przypadków. Spółki prowadzące aktywną politykę

akwizycyjną w większości przypadków oceniały swoją sytuację finansową jako stabilną, podczas, gdy problemy finansowe przedsiębiorstwa były wymieniane jako jeden z motywów rozważanej sprzedaży w około 20% przypadków. Warto zwrócić uwagę, iż w przypadku wielu przedsiębiorstw wybuch pandemii nie spowodował zmiany we wcześniej przyjętej strategii, którą utrzymało 54% spółek planujących akwizycje i 35% spółek poszukujących inwestora. Wybuch pandemii spowodował, iż znaczna część podmiotów rozważających zakup przedsiębiorstwa oczekiwała spadku wycen oraz pojawienia się okazji inwestycyjnych. Zjawisko to nie było obserwowane wśród sprzedających, co mogło świadczyć o okresowym wystąpieniu różnicy w oczekiwaniach cenowych między stronami transakcji. Analiza liczby transakcji *ex post* pozwala wysnuć wniosek, iż ryzyka identyfikowane w początkowej fazie pandemii nie wpłynęły negatywnie na rynek fuzji i przejęć w Polsce, a po początkowym spowolnieniu spowodowanym lockdownem oraz niepewnością gospodarczą, polski rynek M&A powrócił do trendów wzrostowych obserwowanych przed wybuchem pandemii COVID-19.

**Słowa kluczowe:** fuzje, przejęcia, motywy akwizycji, strategie, COVID-19, rynki kapitałowe.

**JEL Class:** F23,G15, G34.