



Spółki kontrolowane przez Skarb Państwa na GPW

budowanie wartości i zarządzanie

Wyniki historyczne oraz porównanie
z rynkiem francuskim

Lipiec 2024 r.

Przedstawiamy publikację przygotowaną przez zespół Baker Tilly TPA oraz Baker Tilly Legal Poland, dotyczącą budowania wartości i zarządzania w gronie spółek kontrolowanych przez Skarb Państwa, notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Naszą analizę rynku polskiego wzbogaciliśmy o porównanie z francuskimi spółkami o podobnej charakterystyce.

Celem przygotowania niniejszej publikacji była analiza atrakcyjności inwestycyjnej spółek kontrolowanych przez Skarb Państwa obecnych na warszawskiej giełdzie papierów wartościowych, a także przyjrzenie się ich długoterminowej zdolności do budowania wartości dla akcjonariuszy. Szukaliśmy również odpowiedzi na pytanie, czy spółki kontrolowane przez Skarb Państwa powinny być na giełdzie?

Dla porównania sytuacji w Polsce wzięliśmy również pod uwagę spółki obecne na parkiecie paryskim, w których skarb państwa ma wpływ na sposób ich funkcjonowania.

Budowanie wartości i zarządzanie w spółkach kontrolowanych przez państwo notowanych na giełdach papierów wartościowych to szerokie zagadnienie, wymagające wielu szczegółowych analiz i różnych perspektyw. Niniejsze opracowanie dostarcza jedynie kierunkowych odpowiedzi na pytania związane z opłacalnością inwestowania w spółki kontrolowane przez Skarb Państwa obecne na polskiej i francuskiej giełdzie papierów wartościowych oraz z zasadnością ich obecności na giełdzie w Warszawie i Paryżu. Dodatkowo szukamy odpowiedzi na pytanie o wpływ zmian na arenie politycznej Polski oraz Francji i ich przełożenia na budowanie wartości oraz funkcji zarządzania w tych spółkach, wynikających z podejścia do ich zarządzania oraz zmian personalnych w ich zarządach. Podkreślić jednak należy, że uwaga autorów skierowana została przede wszystkim na spółki obecne na warszawskim parkiecie.

Zachęcamy do lektury!

Krzysztof Horodko
Partner zarządzający
Baker Tilly TPA

Tomasz Manowiec, CFA, CVA, FCCA
Associate Partner, Corporate Finance
Baker Tilly TPA

Sergiusz Kielian
Partner
Baker Tilly Legal Poland

Spis treści



01	Wstęp	s. 2
02	Kluczowe wnioski z analizy	s. 4
03	Spółki kontrolowane przez Skarb Państwa na GPW	s. 5-10
04	Opis przeprowadzonych analiz	s. 11-12
05	Wyniki inwestycyjne portfeli	s. 13-15
06	Spojrzenie sektorowe – banki	s. 16-17
07	Wnioski z polskiego rynku	s. 18
08	Analiza rynku francuskiego	s. 19-20
09	Wyniki inwestycyjne we Francji	s. 21-22
10	Wnioski z francuskiego rynku	s. 23
11	Spółki państwowe w Polsce i we Francji	s. 24-29
12	Załączniki	s. 30-36
13	Autorzy	s. 37-38
14	O Baker Tilly TPA	s. 39-41

KLUCZOWE WNIOSKI Z ANALIZY

4



Spółki kontrolowane przez Skarb Państwa są istotnym elementem polskiego rynku kapitałowego i GPW. Mimo że ich liczbowy udział jest bardzo niski w całym gronie spółek publicznych (poniżej 5%), to jednak pod względem kapitalizacji w ostatnich 25 latach ważyły na GPW od 20% do 40%.



Od początku 2000 r. na GPW notowane były 24 spółki, w których Skarb Państwa sprawował (lub sprawuje nadal) kontrolę. Od 2013 r. nie nastąpiła żadna częściowa prywatyzacja przez GPW.



Mimo powszechnego postrzegania, że spółki kontrolowane przez Skarb Państwa nie są odpowiednie dla GPW oraz że w długim terminie nie warto ich mieć w portfelu, okazuje się, że w trakcie blisko 25-letniego okresu portfel spółek kontrolowanych przez Skarb Państwa osiągnął niemal identyczną stopę zwrotu jak WIG. W przypadku średniej stopy zwrotu z tych spółek wynik był znacząco wyższy.



Jednak w okresie ostatnich 10 lat, w skali globalnej lub nawet regionalnej, duże polskie spółki kontrolowane przez Skarb Państwa, były jedną z najgorszych inwestycji.



Polityczny charakter działalności oraz wątpliwości odnośnie zdolności do tworzenia wartości przez te spółki sugerują, że nie powinny one mieć statusu publicznego i być oferowane inwestorom prywatnym.



Analiza rynku francuskiego, na którym również występuje grono spółek kontrolowanych przez francuski Skarb Państwa, wskazuje na pewne analogie w wynikach inwestycyjnych.



Francuskie podejście do corporate governance zapewnia większą stabilność i mniejszy wpływ polityków, co może stanowić pewien wzorzec dla polskiego Ministerstwa Aktywów Państwowych.

SPÓŁKI KONTROLOWANE PRZEZ SKARB PAŃSTWA NA GPW

5

W niniejszym opracowaniu będziemy odnosić się do spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie, w których kontrolę sprawuje Skarb Państwa. Celowo nie stosujemy określenia spółki Skarbu Państwa, a jedynie spółki kontrolowane przez Skarb Państwa, ponieważ ich akcjonariat jest zróżnicowany i znaczne pakiety akcji posiadają podmioty inne niż Skarb Państwa, przy czym to właśnie Skarb Państwa posiada pakiet kontrolny lub szczególne uprawnienia, zapewniające decyzyjność na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy oraz możliwość obsadzania stanowisk w radzie nadzorczej i zarządzie.

Znaczenie spółek kontrolowanych przez Skarb Państwa dla polskiej giełdy, jak i dla całej gospodarki jest dość duże. Można je zobrazować na dwa sposoby. W przypadku całej gospodarki za pomocą wskaźnika publikowanego przez OECD – Scope of State-Owned Enterprises. Indeks ten opiera się na analizie, w ilu sektorach rząd krajowy lub regionalny kontroluje co najmniej jedną firmę. Polska jest w czołówce tego rankingu zarówno w Europie jak i na całym świecie (na grafice jaśniejsze kolory oznaczają mniejszą liczbę sektorów gospodarki, w których obecne są przedsiębiorstwa państwowe). Dane te pochodzą z 2013 r., jednak od tego czasu nie obserwowaliśmy prywatyzacji polskich przedsiębiorstw, więc wciąż można uznać je za miarodajne.



Wskaźnik OECD - Scope of State-Owned Enterprises Index

Źródło: *State-Owned Enterprises in the EU: Lessons Learnt and Ways Forward in a Post-Crisis Context*, Institutional Paper 031, July 2016.

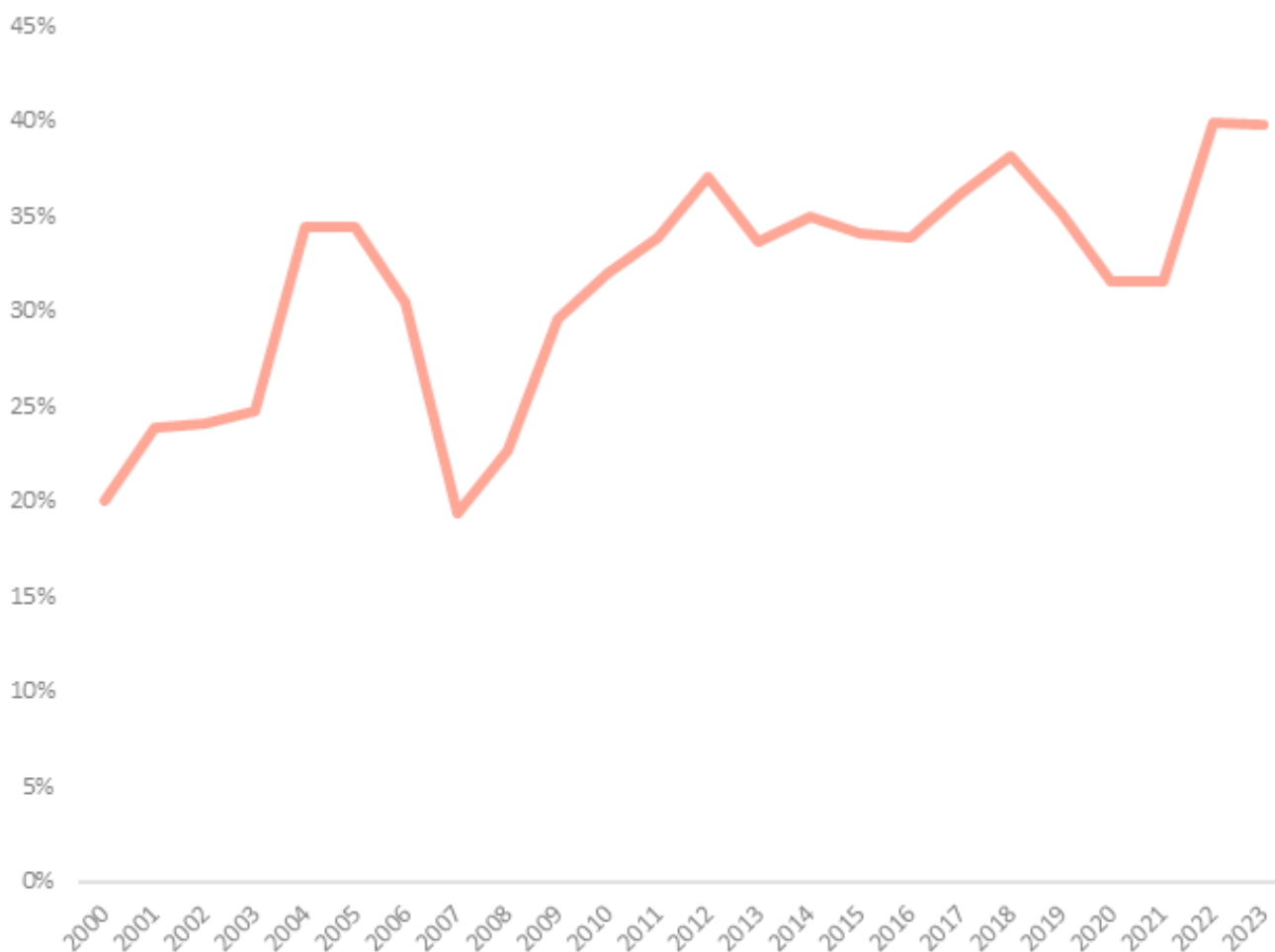
SPÓŁKI KONTROLOWANE PRZEZ SKARB PAŃSTWA NA GPW

6

W przypadku GPW miarą znaczenia spółek kontrolowanych przez Skarb Państwa jest ich udział w łącznej kapitalizacji. Mimo, że ich liczbowy udział jest bardzo niski w całym gronie spółek publicznych (poniżej 5%), to jednak są to duże podmioty i pod względem kapitalizacji w ostatnich 25 latach ważyły od 20% do 40%.

Na koniec 2023 r. ich waga wyniosła 40%, dzięki zajęciu czterech z pięciu pierwszych miejsc pod względem kapitalizacji, mimo obecności na giełdzie takich dużych spółek jak Dino czy Allegro.

Udział kapitalizacji spółek kontrolowanych przez Skarb Państwa w łącznej kapitalizacji polskich spółek na GPW



Źródło: Baker Tilly TPA na podstawie danych GPW.

SPÓŁKI KONTROLOWANE PRZEZ SKARB PAŃSTWA NA GPW

7

Od początku 2000 r., czyli okresu objętego naszą analizą, na GPW notowane były 24 spółki, w których Skarb Państwa sprawował (lub sprawuje nadal) kontrolę. Z wyjątkiem Alior Banku przejętego już po IPO, wszystkie pozostałe spółki były wprowadzone na giełdę jako spółki państwowe w ramach częściowej prywatyzacji. Część z nich już nie jest notowana, ponieważ zostały zdjęte z giełdy przez inwestora (Ciech) lub zostały wchłonięte przez inny podmiot kontrolowany przez Skarb Państwa (Energia, Lotos, PGNiG). Natomiast dwie (Sanok oraz Orange) obecnie należą do inwestorów prywatnych.

Spółki pojawiały się na giełdzie w ramach kilku fal prywatyzacji, które zależne były od politycznej woli aktualnie funkcjonującego rządu oraz koniunktury na rynkach finansowych.

Najwięcej debiutów nastąpiło w latach 1997-1999, potem 2004-2005 oraz 2009-2011.

Znamienne jest, że od 2013 r. nie nastąpiła żadna częściowa prywatyzacja przez GPW, do których kandydatami były m.in. LOT czy PKP. Natomiast przejęta została kontrola nad dwoma bankami – Alior i Pekao.



SPÓŁKI KONTROLOWANE PRZEZ SKARB PAŃSTWA NA GPW

8

Udział kapitalizacji spółek kontrolowanych przez Skarb Państwa w łącznej kapitalizacji polskich spółek na GPW

Spółka	Rok debiutu na GPW lub przejęcia kontroli	Rok utraty kontroli lub fuzji
KGHM Polska Miedź	1997	
Sanok Rubber Company	1997	2003
Bank Ochrony Środowiska	1997	
Telekomunikacja Polska (Orange Polska)	1998	2000
PKN Orlen	1999	
PKO Bank Polski	2004	
Zakład Chemiczny Police	2005	
Zakłady Azotowe Puławy	2005	
Ciech	2005	2014
Grupa Lotos	2005	2022
PGNiG	2005	2022
Grupa Azoty	2008	
Polska Grupa Energetyczna	2009	
ENEA	2009	
Lubelski Węgiel Bogdanka	2009	

SPÓŁKI KONTROLOWANE PRZEZ SKARB PAŃSTWA NA GPW

9

Udział kapitalizacji spółek kontrolowanych przez Skarb Państwa w łącznej kapitalizacji polskich spółek na GPW

Spółka	Rok debiutu na GPW lub przejęcia kontroli	Rok utraty kontroli lub fuzji
Powszechny Zakład Ubezpieczeń	2010	
Tauron Polska Energia	2010	
Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie	2010	
Jastrzębska Spółka Węglowa	2011	
Polski Holding Nieruchomości	2013	
PKP Cargo	2013	
Energa	2013	
Alior Bank	2015	
Bank Pekao	2017	

Źródło: Baker Tilly TPA na podstawie <https://www.stockwatch.pl/>

SPÓŁKI KONTROLOWANE PRZEZ SKARB PAŃSTWA NA GPW

10

Obecność spółek kontrolowanych przez Skarb Państwa na GPW, przez lata budziła wiele emocji, kontrowersji i zmiennych opinii. Początkowo była to siła napędowa dla giełdy, budująca kapitalizację, zainteresowanie inwestorów zagranicznych oraz aktywność rynku (dzięki włączeniu do notowań dużych podmiotów o płynnych akcjach). Było to też istotne narzędzie w promowaniu inwestowania na giełdzie wśród klientów indywidualnych, a duże emisje przyciągały uwagę nie tylko aktywnych inwestorów, ale również powodowały zakładanie wielu nowych rachunków maklerskich.

Z biegiem czasu ocena pozytywna zaczęła być przyćmiewana przez negatywne aspekty. Postrzeganiu rynku, szczególnie przez inwestorów zagranicznych, ciążyła dominacja podmiotów zarządzanych przez państwo, które oceniane były słabo pod kątem jakości zarządzania i corporate governance. Z biegiem lat inwestorzy mieli coraz więcej wątpliwości, czy inwestowanie w te spółki to dobra strategia.

Inwestorzy instytucjonalni oraz indywidualni zgłaszali liczne zastrzeżenia wobec spółek kontrolowanych przez Skarb Państwa.

Do najczęstszych zarzutów zaliczane były:

- ▶ realizacja celów politycznych zamiast maksymalizacji wartości dla akcjonariuszy,
- ▶ brak konsekwentnej polityki dywidendowej,
- ▶ inwestycje w projekty nie związane z podstawową działalnością,
- ▶ częste zmiany we władzach spółek oraz obsadzanie ich osobami bez wymaganych kompetencji.

W efekcie powstało powszechne postrzeganie, że spółki kontrolowane przez Skarb Państwa nie są odpowiednie dla GPW oraz że w długim terminie nie warto ich mieć w portfelu (lub przeważać wobec benchmarku indeksowego). Podejście takie wzmacniały analizy, które obejmowały stosunkowo krótkie okresy (roczne lub kilkuletnie), przedstawiające stopy zwrotu tych spółek poniżej wyników podmiotów w pełni prywatnych.

OPIS PRZEPROWADZONYCH ANALIZ

11

Postanowiliśmy zweryfikować tezę, że nie warto inwestować w spółki kontrolowane przez Skarb Państwa, ze względu na ich niższą atrakcyjność i gorsze stopy zwrotu w długim terminie.

Pod uwagę wzięliśmy blisko 25-letni okres, obejmujący przedział od stycznia 2000 r. do kwietnia 2024 r., dzięki czemu wyniki nie będą zaburzone czynnikami koniunkturalnymi oraz politycznymi, które w perspektywie kilku kwartałów czy nawet kilku lat, mogą istotnie wpływać na stopy zwrotu.

Zebraliśmy dane dotyczące notowań dla wskazanych wcześniej spółek kontrolowanych przez Skarb Państwa. Uwzględniliśmy również wypłacane dywidendy, ponieważ w przypadku wielu z nich dochód z dywidend stanowił znaczący komponent całkowitego dochodu inwestora.

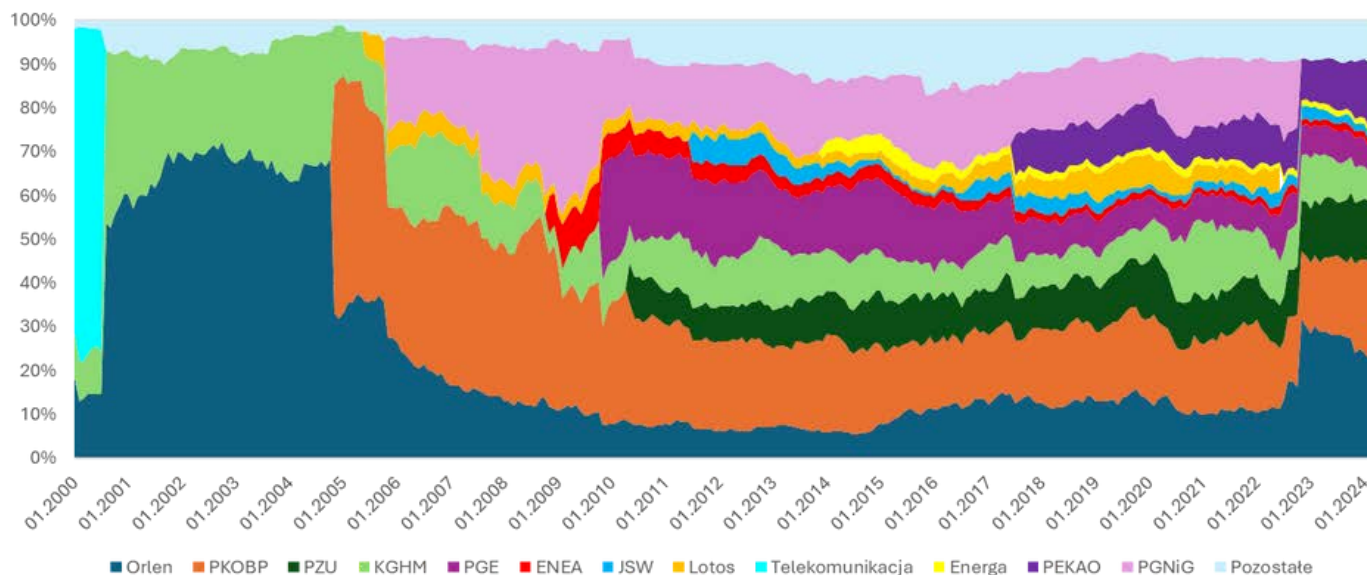
Co więcej, indeks WIG, do którego porównywane są stopy zwrotu, jest indeksem dochodowym. Oznacza to, że uwzględnia on również zyski z dywidend.

Dlatego porównanie z pominięciem tych wypłat w przypadku spółek byłoby niepoprawne.



OPIS PRZEPROWADZONYCH ANALIZ

Portfel spółek kontrolowanych przez Skarb Państwa ważony kapitalizacją



Źródło: Baker Tilly TPA na podstawie danych GPW i stooq.pl.

Stworzyliśmy dwa portfele do analizy stóp zwrotu.

Pierwszy to portfel ważony kapitalizacją, w którym udział poszczególnych spółek zależy od ich wartości rynkowej.

Drugi portfel zakłada równe wagi dla każdej spółki. Z biegiem lat kompozycja tych portfeli zmieniała się wraz z pojawianiem się i znikaniem kolejnych podmiotów. Największe znaczenie dla portfela ważonego miały Orlen, PKO BP, KGHM, PGE, PZU i PGNiG.

Natomiast najmniejsze znaczenie odgrywały akcje spółek Ciech, Sanok, Police, Puławy czy GPW.

WYNIKI INWESTYCYJNE PORTFELI

13

Wyniki inwestycyjne prezentowane są jako zmiana wartości od początkowej wyznaczonej jako 100 dla końca 1999 r. Na wykresie widoczna jest zmiana portfela ważonego i nieważonego na tle indeksu WIG.

Okazuje się, że **w trakcie tego blisko 25-letniego okresu portfel ważony osiągnął niemal identyczną stopę zwrotu jak WIG** – skumulowany zysk wyniósł prawie 374%, podczas gdy zwrot szerokiego rynku mierzony indeksem osiągnął 367%. Zatem strategia wyłączenia z portfela spółek kontrolowanych przez Skarb Państwa i utrzymania tylko pozostałych podmiotów w proporcjonalnie zwiększonych wagach, przyniosłaby taki sam rezultat jak standardowy WIG.

Zmiana wartości portfeli spółek kontrolowanych przez Skarb Państwa na tle WIG



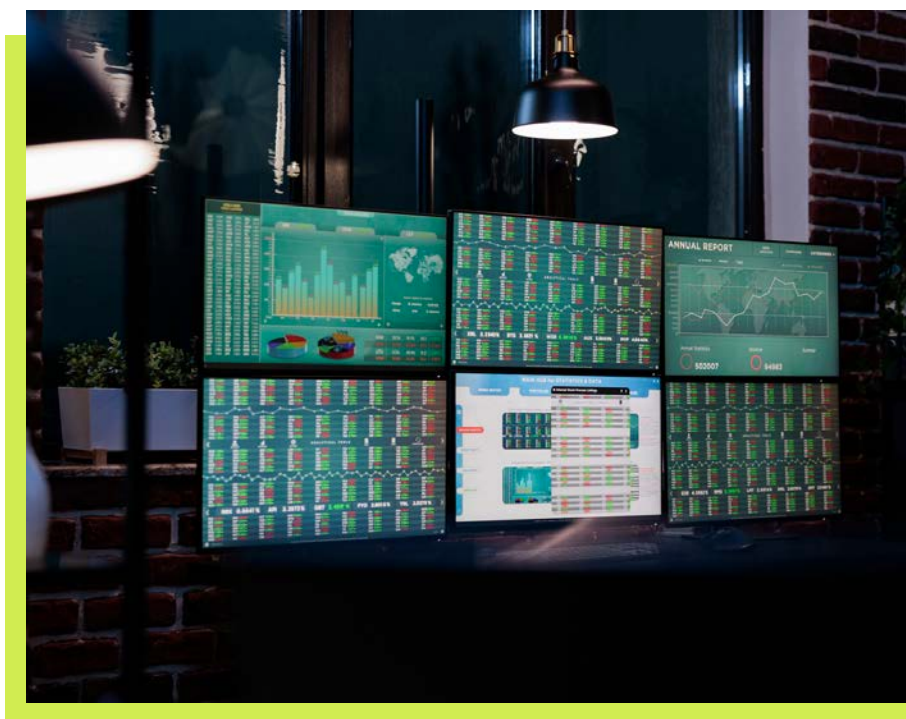
Źródło: Baker Tilly TPA na podstawie danych GPW i stooq.pl.

WYNIKI INWESTYCYJNE PORTFELI

Między spółkami w stworzonym portfelu, zachodziły jednak znaczące różnice w osiągniętych stopach zwrotu. Widać to w zachowaniu portfela nieważonego kapitalizacją.

W przypadku równych wag spółek, portfel miał bardzo wysoką stopę zwrotu – w tym samym okresie zarobił aż 715%.

Jest to efekt wysokich stóp zwrotu Orlenu i KGHM, a także mniejszych podmiotów (które mniej znaczyły w portfelu ważonym), takich jak GPW, ZA Puławy, a jednocześnie słabszych wyników dużych spółek (które ciążyły portfelowi ważonemu), np. spółek energetycznych, czy kopalni węgla. Duży wpływ na ten efekt miały również banki (Alior, PKO, Pekao) i ich silne zachowanie w perspektywie ostatnich dwóch lat. To z kolei pokazuje, że podmioty kontrolowane przez Skarb Państwa również mogą przynosić wysokie stopy zwrotu, przebijające szeroki rynek, a selekcja walorów do portfela ma decydujące znaczenie dla osiągniętych wyników.



WYNIKI INWESTYCYJNE PORTFELI

Innym sposobem spojrzenia na zachowanie spółek kontrolowanych przez Skarb Państwa jest tzw. siła relatywna portfela wobec indeksu. Mierzy ona stosunek wartości dwóch instrumentów (w tym przypadku portfela i indeksu) w określonym przedziale czasowym. Rosnąca wartość oznacza lepsze zachowanie pierwszego instrumentu w danym okresie, natomiast spadająca wskazuje na słabsze zachowanie pierwszego instrumentu wobec drugiego.

Patrząc na wykres siły relatywnej portfela nieważonego, złożonego ze spółek kontrolowanych przez Skarb Państwa, zauważamy, że bardzo dobrym czasem dla nich były lata 2000-2013. W tym czasie rosły one średnio znacząco szybciej niż szeroki rynek. Od 2014 r. nastąpił jednak zwrot i to WIG zachowywał się lepiej, choć lata 2021-2022, głównie dzięki mocnemu zachowaniu spółek surowcowych, znów okazały się lepsze dla spółek kontrolowanych przez Skarb Państwa.

W przypadku portfela ważonego kapitalizacją, po początkowym okresie siły relatywnej, słabość widoczna jest już nieustannie od początku 2009 r.

Od tego czasu systematycznie portfel spółek kontrolowanych przez Skarb Państwa osiąga rezultaty gorsze od szerokiego rynku, choć skala tego odchylenia nie jest drastyczna.

To właśnie dlatego ten segment rynku cieszy się bardzo słabą opinią. Dla inwestorów ważniejsze jest zachowanie największych spółek, ponieważ są one płynne i stanowią istotny komponent benchmarków giełdowych.

Siła relatywna portfeli spółek kontrolowanych przez Skarb Państwa względem WIG



Źródło: Baker Tilly TPA na podstawie danych GPW i stooq.pl.

SPOJRZENIE SEKTOROWE

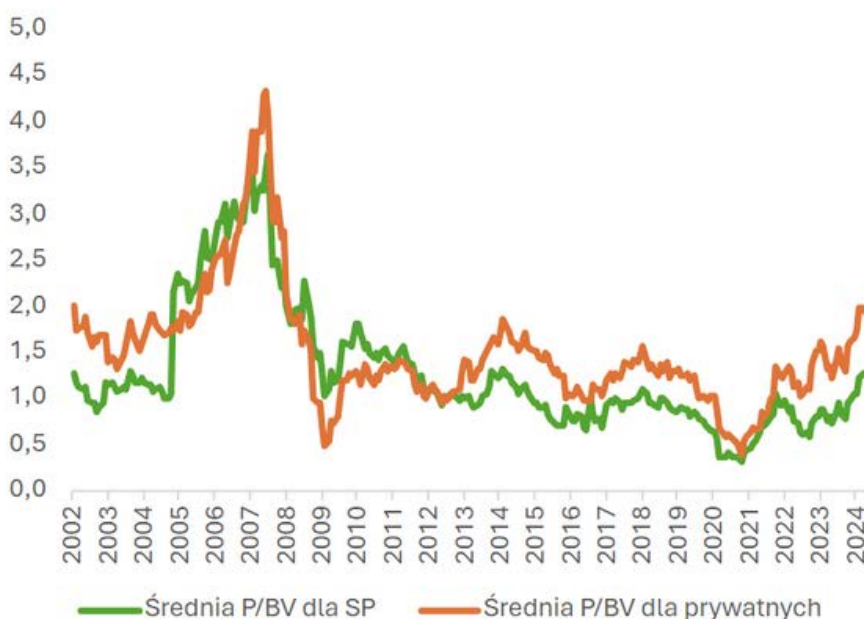
– BANKI

16

Analizę spółek notowanych możemy przeprowadzić nie tylko na podstawie stóp zwrotu, ale również z wykorzystaniem mnożników wyceny. Takie zestawienie będzie bardzo dobrze działało w przypadku banków, ponieważ możemy porównać podmioty prywatne oraz kontrolowane przez Skarb Państwa, działające w tym samym otoczeniu, o podobnej skali działalności i notowane na tym samym rynku. W przypadku innych spółek jest to utrudnione, ponieważ brak jest odpowiedniej bazy porównawczej na polskiej giełdzie, a zestawienie z zagranicznymi podmiotami z podobnych branż nie musi być miarodajne ze względu na inne otoczenie regulacyjne i makroekonomiczne.

Na wykresie przedstawiona jest historia średniej wartości wskaźnika P/BV (cena do wartości księgowej) w podziale na banki kontrolowane przez Skarb Państwa oraz na banki prywatne (wskaźniki dla poszczególnych banków znajdują się w załączniku). Różnice nie są drastyczne, jednak potwierdza się prawidłowość z poprzedniej analizy – po początkowym okresie podobnego notowania obu grup, od około 10 lat zauważalna jest wyraźna przewaga na korzyść banków prywatnych w postaci wyższego wskaźnika P/BV.

Wskaźnik P/BV – średnia dla grupy banków kontrolowanych przez Skarb Państwa i prywatnych



Źródło: Baker Tilly TPA na podstawie danych Refinitiv.

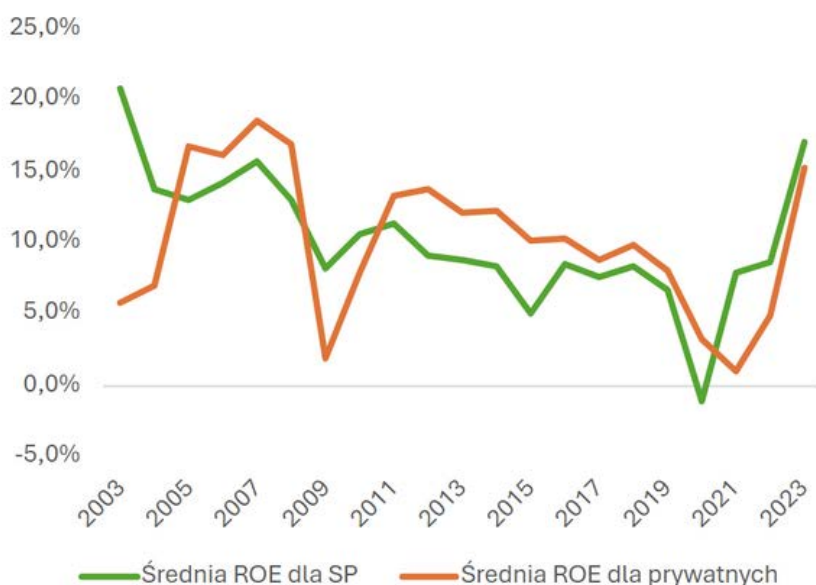
SPOJRZENIE SEKTOROWE – BANKI

Teoretycznie można by uzasadniać tą różnicę przez wyższą wartość wskaźnika ROE (return on equity), która jest główną determinantą dla wartości P/BV. Jednak w ostatnich dwóch latach to banki kontrolowane przez Skarb Państwa charakteryzowały się wyższym średnim zwrotem z kapitału, który powinien prowadzić do premii wobec banków prywatnych.

Tak się nie stało, co oznacza, że inwestorzy przykładają dyskonto do spółek kontrolowanych przez Skarb Państwa.

Obecnie wynosi ono ponad 30%, co jest już znaczącym poziomem i reprezentuje ostrożność odnośnie przyszłości tych instytucji oraz ich bieżącego zarządzania.

Wskaźnik ROE – średnia dla grupy banków kontrolowanych przez Skarb Państwa i prywatnych



Źródło: Baker Tilly TPA na podstawie danych Refinitiv.

Długoterminowe stopy zwrotu z portfela spółek Skarbu Państwa mogą okazać się zaskoczeniem dla wielu uczestników rynku kapitałowego w Polsce. Jednak od ponad 10 lat, zarówno dla portfela ważonego kapitalizacją, jak i nieważonego, wyniki inwestycyjne dla indeksu WIG przebijają zwroty spółek kontrolowanych przez Skarb Państwa.

Przyczyną tego rezultatu mogą być czynniki makroekonomiczne (jak sytuacja na rynku surowcowym, energetycznym, czy stopy procentowej), jednak wydaje się, że jeszcze większą rolę odgrywały czynniki polityczne.

Przede wszystkim brak jest poczucia dbania o wartość tych spółek, kosztem realizacji bieżących celów ważnych z perspektywy dominującego właściciela, tj. społecznych i budżetowych. Jednocześnie aspekt corporate governance, czyli jakości zarządzania, a także częstych rotacji w zarządach nie sprzyja pozytywnej percepcji rynku i inwestorów oraz ciągłości strategii. Wystarczy wspomnieć takie spółki jak PKP Cargo, które miało 8 prezesów w ciągu ostatnich 10 lat, czy ENEA, w której w tym samym okresie funkcję prezesa pełniło 6 osób.

Obraz ten jeszcze bardziej pogarsza fakt, że polska giełda w ogóle była słabym rynkiem ostatniego dziesięciolecia. W całej Europie, od indeksu WIG20 w tym okresie, gorzej wypadły tylko indeks portugalski i rosyjski. Lepiej od nas wypadały kraje regionu, tj. Węgry, Estonia, Skandynawia, czy Niemcy, nie wspominając o akcjach amerykańskich. Oznacza to, że **w skali globalnej lub nawet regionalnej, duże polskie spółki kontrolowane przez Skarb Państwa były jedną z najgorszych inwestycji w okresie ostatnich 10 lat.**

Jednak historia nie musi być najlepszą wskazówką dla przyszłych stóp zwrotu. Spółki kontrolowane przez Skarb Państwa notowane na GPW są bardzo wrażliwe na zmiany w otoczeniu gospodarczym, jak ceny surowców (spółki wydobywcze, energetyka), czy poziom stóp procentowych (banki, ubezpieczenia). Kluczowa jest jednak zmiana postrzegania tych podmiotów, która może się odbyć poprzez jasno określoną strategię, dbanie o interes akcjonariuszy i zwiększenie dystrybucji gotówki do właścicieli, co zapowiadane jest przez nowy rząd. Często bowiem na rynku bywa tak, że najgorsze inwestycje ostatniego okresu, stają się najlepszymi w kolejnym.

ANALIZA RYNKU FRANCUSKIEGO

19

Jednym z nielicznych rynków europejskich, na którym znajdziemy reprezentatywne grono spółek publicznych, będących pod kontrolą lokalnego rządu, jest Francja. Na giełdzie w Paryżu znajduje się 6 spółek, w których kontrolę sprawuje francuskie państwo. Udział procentowy państwa w tych spółkach nie jest dominujący – wynosi od 15% w przypadku Renault do nieco ponad 50% w Aéroports de France. Jednak ze względu na duże rozproszenie pozostałych akcjonariuszy, państwo francuskie posiada faktyczną kontrolę nad tymi spółkami.

W większości są to podmioty infrastrukturalne, energetyczne lub przemysłowe o strategicznym znaczeniu dla państwa. Łączna kapitalizacja tych sześciu spółek wyniosła na koniec 2023 r. prawie 100 mld euro, ale stanowiła zaledwie niecałe 2% kapitalizacji giełdy w Paryżu.



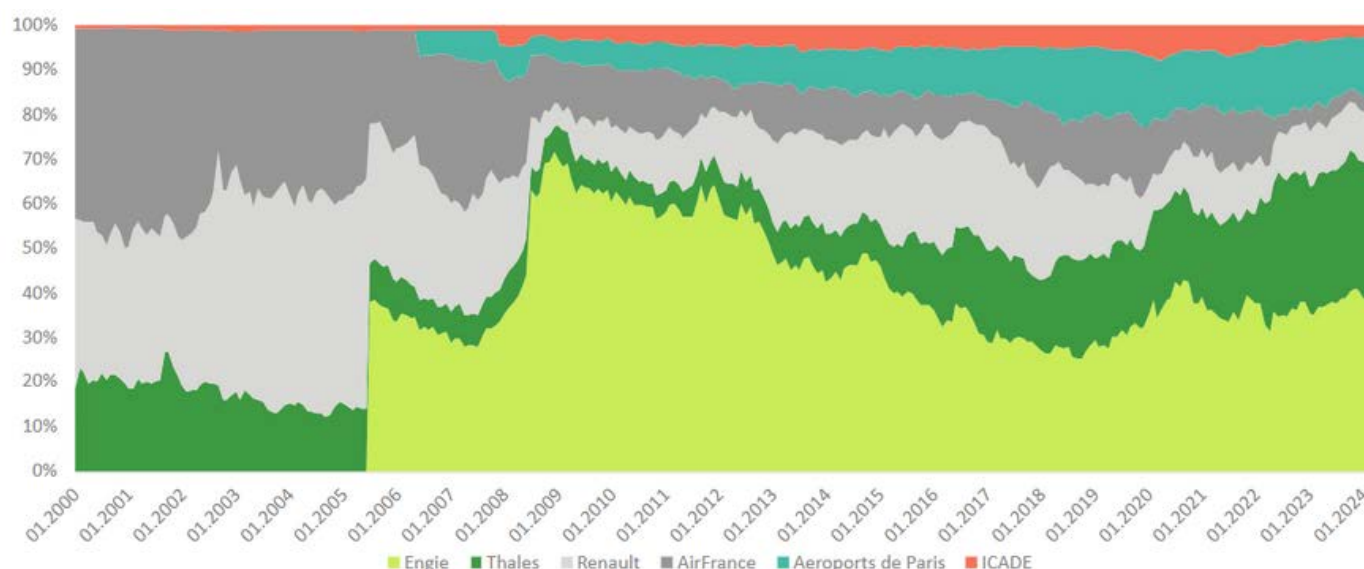
ANALIZA RYNKU FRANCUSKIEGO

Spółki kontrolowane przez Skarb Państwa notowane we Francji

Spółka	Rok debiutu na giełdzie
Renault	1997
Thales	1999
Air France – KLM	1999
Aéroports de France	2006
ICADE	2006
Engie	2008

Źródło: Analiza Baker Tilly TPA.

Portfel francuskich spółek kontrolowanych przez państwo ważony kapitalizacją



Źródło: Analiza Baker Tilly TPA.

WYNIKI INWESTYCYJNE WE FRANCJI

21

Analogicznie do analizy rynku polskiego, stworzyliśmy dwa portfele, które mierzyły zachowanie francuskich spółek kontrolowanych przez państwo.

Jeden portfel przyjmował równe wagi poszczególnych komponentów podczas ich obecności na giełdzie. Drugi natomiast przyjmował wagi zależne od kapitalizacji poszczególnych składowych. W tym przypadku portfel był zdominowany najpierw przez akcje Renault, a następnie przez Engie.

W przypadku portfela ważonego stopa zwrotu w 25-letnim okresie wyniosła -14% (!). Oznacza to, że spółki te przez ten okres nie przyniosły zysku ich posiadaczom.

Wynik ten może nie być aż tak niekorzystny, jeśli porównamy go z zachowaniem najważniejszego francuskiego indeksu, jakim jest CAC40. W tym samym czasie zyskał on bowiem tylko 45%, co jest bardzo słabym wynikiem jak na tak długi okres.

Oznacza on średnioroczną stopę zwrotu na poziomie ok. 1,5%. Częściowo wynika to z bardzo wysokiego poziomu indeksu na koniec 1999 r., po tym jak urósł on 4-krotnie w ciągu pięciu poprzednich lat. Giełda francuska nie była też znaczącym beneficjentem globalnej hossy w latach 2004-2007, ani też po kryzysie europejskim w 2012 r.

Inaczej sytuacja wygląda w przypadku stóp zwrotu portfela nieważonego. W tym samym 25-letnim okresie przyniósł on 132% zysku, co znów potwierdza, że selekcja akcji w portfelu jest kluczowym czynnikiem decydującym o długoterminowych wynikach. Najbardziej przyczyniły się do tego wyniku akcje Thales oraz Aéroports de France.

Najsłabiej natomiast zachowywały się walory Air France – KLM, które straciły blisko 90% swojej wartości.

WYNIKI INWESTYCYJNE WE FRANCJI

Zmiana wartości portfeli francuskich spółek kontrolowanych przez państwo na tle CAC40



Źródło: Baker Tilly TPA na podstawie danych Refinitiv.

Siła relatywna portfeli francuskich spółek kontrolowanych przez państwo względem CAC40



Źródło: Baker Tilly TPA na podstawie danych Refinitiv.

WNIOSKI Z FRANCUSKIEGO RYNKU

23

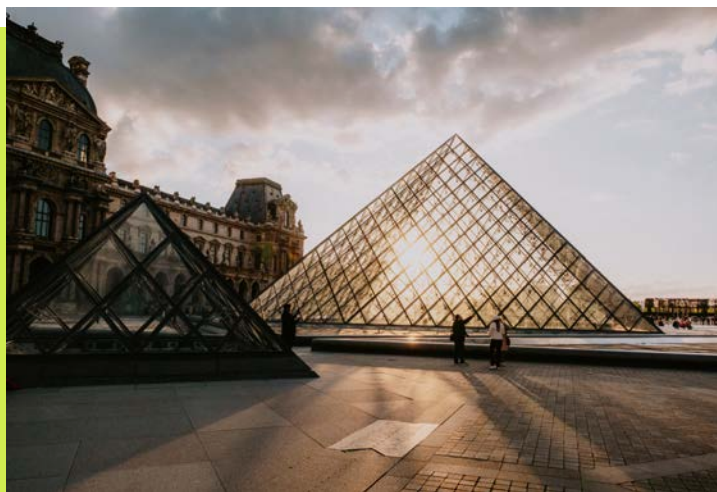
O wynikach wobec wybranego benchmarku najlepiej mówić jednak poprzez odwołanie do wskaźnika siły relatywnej.

W pierwszej dekadzie XXI w. oba francuskie portfele (ważony i nieważony) były nawet lepsze od indeksu CAC40. Ale już od 2007 r. w kolejnych latach indeks ważony regularnie był słabszy, co wyrażone jest opadającą linią wykresu siły relatywnej. Natomiast indeks nieważony swój szczyt osiągnął w 2018 r. i dopiero od tego czasu możemy mówić o słabszym zachowaniu średniej stopy zwrotu dla spółek kontrolowanych przez państwo.

Podsumowując zatem wyniki ostatniego 25-lecia, można stwierdzić, że średnio spółki kontrolowane przez państwo w tym długim okresie wypracowały lepszy wynik od indeksu CAC40, jednak ostatnich kilka lat nie było pod tym względem dla nich korzystne.

Podobnie jak w przypadku Polski mamy też znaczącą nadwyżkę w przypadku portfela nieważonego. Najlepiej zachowywały się zatem podmioty o mniejszej kapitalizacji, co jest typowe dla większości giełd w długim terminie. W kontekście porównania z Polską warto wspomnieć o aspekcie zarządzania spółkami we Francji, co może stanowić ciekawy wzorzec dla wprowadzania ewentualnych zmian w Polsce.

Szczegóły przedstawiamy w dalszej części raportu.



SPÓŁKI PAŃSTWOWE W POLSCE I WE FRANCJI

24

Wstęp

Sposób powoływania członków zarządów i rad nadzorczych spółek z udziałem Skarbu Państwa jest w Polsce regulowany szczególnymi przepisami (przede wszystkim ustawą z dnia 16 grudnia 2016 r. o zasadach zarządzania mieniem państwowym) i zależy od szeregu czynników.

Wśród nich podstawowe znaczenie ma to, jak duży udział w spółce należy do Skarbu Państwa (pozwalający na samodzielny kontrolę czy nie), jak również sektor w jakim operuje spółka. Większościowy udział Skarbu Państwa pozwala na bezpośrednie lub pośrednie powoływanie większości członków rady nadzorczej lub zarządu. Udział mniejszościowy zasadniczo takiej kontroli nie umożliwia.

Szczególne miejsce w systemie zajmują spółki o „istotnym znaczeniu dla gospodarki państwa”, za jakie mogą zostać uznane spółki prowadzące działalność gospodarczą m.in. w sektorze paliwowym, energetycznym, górnictwa i wydobywania, telekomunikacji, finansów i ubezpieczeń oraz informacji i komunikacji.

Wykaz takich spółek został przewidziany rozporządzeniem Prezesa Rady Ministrów z dnia 24 września 2021 r. i znajdują się w nim podmioty szczególnie wrażliwe z punktu widzenia interesów państwa (np. KGHM, Orlen, PZU, Grupa Azoty).

Ustawa o zarządzaniu mieniem państwowym wprowadza szczególne wymagania kompetencyjne dotyczące kandydatów na członków organów takich spółek.

SPÓŁKI PAŃSTWOWE W POLSCE I WE FRANCJI

25

Kto wykonuje uprawnienia

Tradycyjnie uprawnienia właścicielskie Skarbu Państwa wykonywane były przez ministrów właściwych do spraw obszaru, w jakim dana spółka funkcjonuje, chociaż alokacja tych uprawnień wśród członków Rady Ministrów ma w Polsce długą historię i podlegała po 1989 r. wielokrotnym zmianom. Obecnie uprawnienia właścicielskie wobec spółek z udziałem Skarbu Państwa wykonuje przede wszystkim Minister Aktywów Państwowych.

Zasady powoływania członków zarządu i rady nadzorczej spółek z udziałem Skarbu Państwa są w dużej mierze regulowane przepisami Kodeksu spółek handlowych.

Obok regulacji kodeksowej istnieją również przepisy szczególne, w szczególności Ustawa o zarządzaniu mieniem państwowym, która reguluje zasady wykonywania nadzoru właścicielskiego nad spółkami z udziałem Skarbu Państwa.

Procedura powoływania członków organów spółek z udziałem Skarbu Państwa z reguły ma charakter 2-stopniowy, tzn.:

- MAP lub inny uprawniony minister głosuje na zgromadzeniu wspólników za powołaniem rady nadzorczej składającej się z kandydatów spełniających wymogi ustawowe,
- rada nadzorcza dokonuje wyboru członków zarządu spośród kandydatów wyłonionych w konkursie lub wyselekcjonowanych w oparciu o wcześniej ustalone kryteria.

Statuty poszczególnych spółek mogą przewidywać wyjątki od tej zasady, np. możliwość bezpośredniego powołania członka rady nadzorczej przez przedstawiciela Skarbu Państwa (jak to miało miejsce w odniesieniu do spółki ENEA lub Orlen).

SPÓŁKI PAŃSTWOWE W POLSCE I WE FRANCJI

26

Kwalifikacje

Ustawa o zarządzaniu mieniem państwowym określa, jakie wymagania powinni spełniać kandydaci na stanowiska w organach zarządzających i nadzorczych spółek z udziałem Skarbu Państwa.

Ponadto w 2016 r. powołana została Rada do spraw spółek z udziałem Skarbu Państwa i państwowych osób prawnych. Jednym z jej zadań jest opiniowanie kandydatów do organów spółek z udziałem Skarbu Państwa. Kandydaci na stanowiska w radach nadzorczych i (opcjonalnie) zarządach takich spółek muszą uzyskać pozytywną opinię Rady przed powołaniem na stanowisko.

Niezależnie od powyższego, większość spółek z udziałem Skarbu Państwa przeprowadza konkursy, których celem jest sprawdzenie i ocena kwalifikacji kandydatów oraz wyłonienie najlepszego kandydata na członka zarządu. Szczegółowe zasady konkursu są określane przez radę nadzorczą lub walne zgromadzenie spółki.

Wpływ polityki na obsadę funkcji zarządczych

Omawiane mechanizmy mają służyć usprawnieniu kontroli właścicielskiej i efektywności zarządczej w spółkach z udziałem Skarbu Państwa. Jednocześnie, jak widać, powołane przepisy nie przewidują konieczności automatycznych zmian na stanowiskach kadry menedżerskiej spółek Skarbu Państwa, w związku ze zmianami politycznymi zachodzącymi w wyniku wyborów parlamentarnych.

Zmiany takie są jednak udziałem polskiej sceny politycznej i gospodarczej od lat, bez względu na opcję polityczną, która w danym cyklu wyborczym uzyskała mandat do sprawowania władzy. Równie regularny jest rozmiar zmian, który z reguły obejmuje wszystkie bądź zdecydowaną większość stanowisk zarządczych i nadzorczych, koniecznych do sprawowania kontroli nad spółką. Dopóki zmiany bronią się pod względem kompetencyjnym, dyskusja na temat potrzeby ich ograniczenia wydaje się drugorzędna. W sytuacji jednak, w której efektywność zarządzania i kompetencje kandydatów ustępują miejsca doraźnym interesom politycznym, powstaje pytanie, czy i na ile system prawny jest w stanie zagwarantować stałość i efektywność zarządzania spółkami z udziałem Skarbu Państwa, wbrew intencjom dysponenta uprawnień, tj. przedstawicieli rządu lub bez względu na nie.

SPÓŁKI PAŃSTWOWE W POLSCE I WE FRANCJI

27

Jak to działa we Francji

Prześledziliśmy zasady i praktykę powoływania członków zarządu (fr.: conseil d'administration) i rady nadzorczej (fr.: conseil de surveillance) w spółkach z udziałem Skarbu Państwa we Francji.

Upolitycznienie spółek z udziałem Skarbu Państwa jest zjawiskiem istniejącym również w systemie francuskim, ale jego skala jest mniejsza niż w Polsce. Powstaje więc pytanie, z czego ta różnica wynika.



SPÓŁKI PAŃSTWOWE W POLSCE I WE FRANCJI

28

Procedura

Podstawowe zasady obsady stanowisk w spółkach z udziałem państwa francuskiego wyglądają podobnie jak w Polsce, tzn. przedstawiciele rządu w oparciu o przewidziane prawem procedury, mają decydujący wpływ na powoływanie i odwoływanie osób, sprawujących funkcje zarządcze i nadzorcze.

Zakres takiego wpływu jest wprost uzależniony od ilości akcji (udziałów), jakie Skarb Państwa posiada w danej spółce. W spółkach, w których Skarb Państwa jest udziałowcem wyłącznym lub większościowym, kontrola nad obsadą stanowisk jest w zasadzie w całości (z niewielkimi wyjątkami opisanymi poniżej) po stronie Skarbu Państwa. W spółkach z istotnym udziałem innych udziałowców jest ona odpowiednio mniejsza.

Spółki z udziałem Skarbu Państwa kluczowe z punktu widzenia interesów państwa nadzorowane są przez Agencję ds. Udziałów Państwowych (fr.: Agence des participations de l'État). Agencja odgrywa kluczową rolę w procesie powoływania zarządu i rady nadzorczej tych spółek, jak również kontroli kwalifikacji osób kandydujących na takie stanowiska. W portfelu spółek kontrolowanych przez Agencję znajdują się kluczowe dla przemysłu francuskiego organizacje, jak Airbus, Dassault, Renault, Thales, Air France – KLM, Orange, France Télévisions i inne. Można tu dostrzec analogię do listy spółek „o istotnym znaczeniu dla gospodarki państwa”, których wykaz w Polsce został przewidziany rozporządzeniem Prezesa Rady Ministrów z 24 września 2021 r.

Szczególne uregulowania dotyczą (podobnie jak w Polsce) spółek notowanych na giełdzie, które w większości stosują zasady ładu korporacyjnego, przewidujące obowiązek wskazywania niezależnych członków rad nadzorczych.

W praktyce francuskiej, dużo częściej niż polskiej, w zarządach i radach nadzorczych spółek z udziałem Skarbu Państwa zasiadają przedstawiciele pracowników, wprowadzając tym samym niezależną od bodźców politycznych płaszczyznę wyboru członka zarządu lub rady nadzorczej.

W Polsce ta praktyka jest ograniczona w zasadzie wyłącznie do rad nadzorczych w spółkach powstałych w wyniku komercjalizacji przedsiębiorstw państwowych.

SPÓŁKI PAŃSTWOWE W POLSCE I WE FRANCJI

29

Skąd te różnice

Powyższe różnice nie determinują daleko idących odmienności pomiędzy polskim a francuskim systemem nadzoru właścicielskiego nad spółkami Skarbu Państwa. Mimo to, skala politycznie motywowanych zmian osobowych na najwyższych szczeblach spółek państwowych we Francji, jest znacznie mniejsza niż w Polsce.

Wydaje się, że przyczyny tych różnic należy szukać w mniejszym stopniu na płaszczyźnie czysto formalnej, a w większym w kontekście kontroli społecznej, jak również tradycji stosowania prawa. Oportunistyczne i obiektywnie nieuzasadnione zmiany wśród osób pełniących funkcje zarządcze i nadzorcze są w powszechnym odbiorze negatywnie oceniane społecznie, co jest w większym stopniu niż w Polsce uwzględniane przy decyzjach podejmowanych przez decydentów politycznych.

Istotne znaczenie, już nie tylko w wymiarze społecznym, ale również prawnym, ma sprawność procedur sądowych przy rozpatrywaniu sporów powstałych na tym tle.

Nieuzasadnione obiektywnie zmiany osobowe często prowadzą do roszczeń efektywnie dochodzonych przez osoby nimi dotknięte, co powoduje odpowiedzialność finansową spółek państwowych i również jest negatywnie odbierane przez opinię publiczną.

Nie oznacza to mimo wszystko, że system francuski jest wolny od zmian wyższej kadry zarządzającej powodowanych głównie bądź wyłącznie politycznie. Zmiany takie miały miejsce w niektórych spółkach z udziałem Skarbu Państwa bezpośrednio po wygranych przez Emmanuela Macron wyborach w 2017 r., w których Macron po raz pierwszy został wybrany na prezydenta Francji.

Podobnie wcześniej, po wygranych przez Nicolas Sarkozy wyborach w 2007 r., istotne zmiany dotknęły część ze spółek państwowych, w szczególności telewizję publiczną, co do której Sarkozy zapowiadał istotne zmiany jeszcze w czasie kampanii wyborczej poprzedzającej wygrane wybory.

Wykresy siły relatywnej

Prezentujemy wykresy siły relatywnej wobec indeksu WIG dla 10 największych spółek kontrolowanych przez Skarb Państwa.

Orlen



PKO BP



Źródło: Baker Tilly TPA na podstawie danych GPW i stooq.pl.

ZAŁĄCZNIKI

Wykresy siły relatywnej

PZU



KGHM



Źródło: Baker Tilly TPA na podstawie danych GPW i stooq.pl.

ZAŁĄCZNIKI

Wykresy siły relatywnej

PGE



ENEA



Źródło: Baker Tilly TPA na podstawie danych GPW i stooq.pl.

ZAŁĄCZNIKI

Wykresy siły relatywnej

JSW



Lotos



Źródło: Baker Tilly TPA na podstawie danych GPW i stooq.pl.

ZAŁĄCZNIKI

Wykresy siły relatywnej

Pekao



PGNiG



Źródło: Baker Tilly TPA na podstawie danych GPW i stooq.pl.

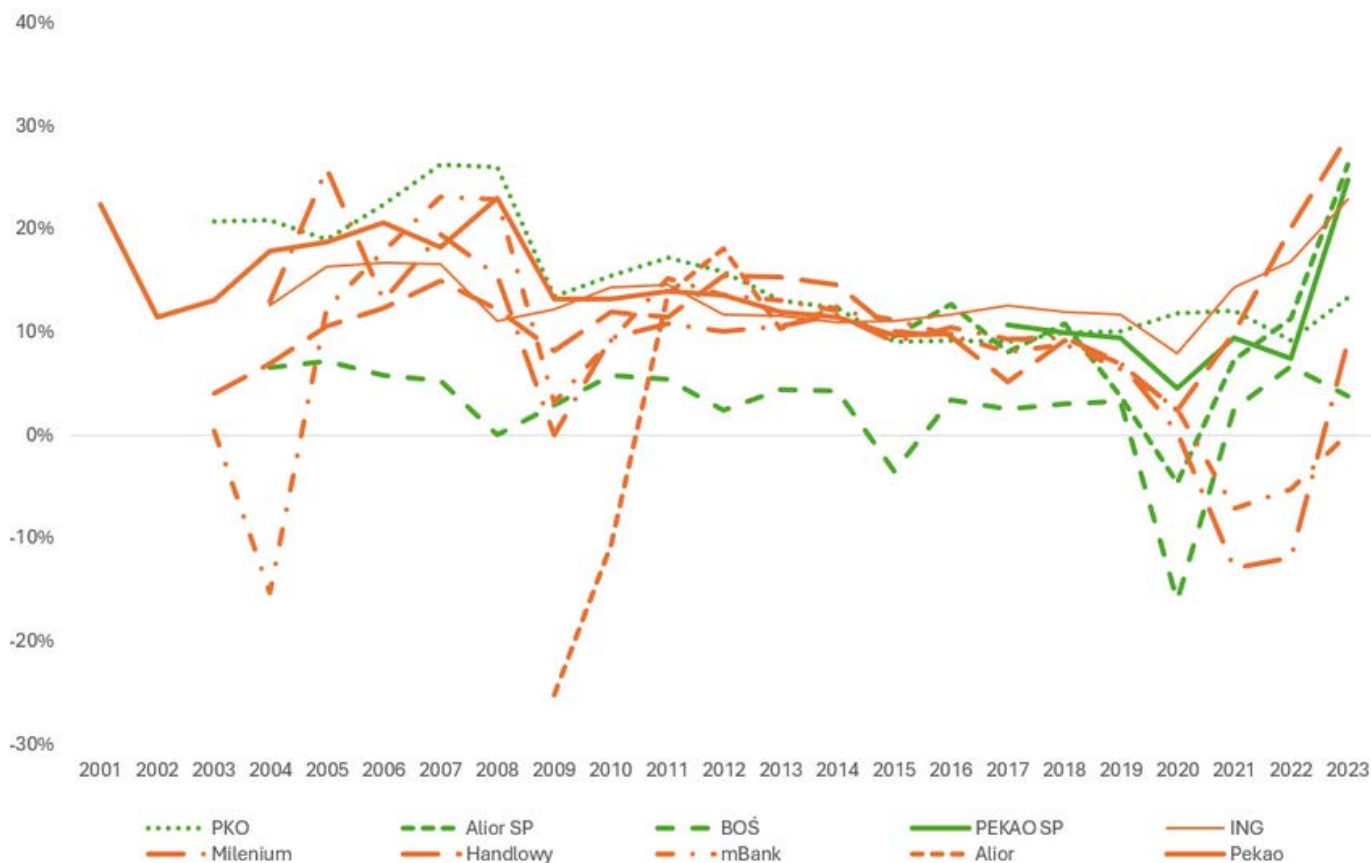
ZAŁĄCZNIKI

Wskaźnik P/BV dla polskich banków – zielonym kolorem oznaczono banki kontrolowane przez Skarb Państwa



Źródło: Baker Tilly TPA na podstawie danych Refinitiv.

Wskaźnik ROE dla polskich banków – zielonym kolorem oznaczono banki kontrolowane przez Skarb Państwa



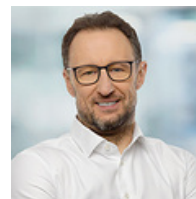
Źródło: Baker Tilly TPA na podstawie danych Refinitiv.

AUTORZY

Jest ekspertem w zakresie doradztwa transakcyjnego. Brał udział w licznych projektach dotyczących sprzedaży i nabycia przedsiębiorstw, przeglądach due diligence oraz w projektach restrukturyzacyjnych. W trakcie swojej wieloletniej praktyki był również zaangażowany w przygotowanie wielu wycen. Pracował m.in. dla przemysłu naftowego, energetycznego oraz przedsiębiorstw działających w branży telekomunikacyjnej, cukierniczej i budowlanej. Realizował również wielokrotnie projekty dla firm rodzinnych. Posiada uprawnienia biegłego rewidenta. Jest wykładowcą i szkoleniowcem z zakresu wycen, kontroli wewnętrznej i zarządzania ryzykiem, MSR/MSSF oraz autorem wielu profesjonalnych publikacji w mediach branżowych. Posługuje się biegle językami niemieckim, angielskim oraz francuskim.

Tomasz jest ekspertem w zakresie wycen, analiz finansowych i inwestycyjnych oraz modelowania finansowego. Posiada tytuł CFA (Chartered Financial Analyst), CVA (Certified Valuation Analyst), FCCA (Fellow Chartered and Certified Accountant), FMVA (Financial Modeling and Valuation Analyst), a także licencję doradcy inwestycyjnego oraz maklera papierów wartościowych. Jest również członkiem EACVA (European Association of Certified Valuators and Analysts). Swoje kilkunastoletnie doświadczenie zdobywał jako analityk oraz zarządzający funduszami inwestycyjnymi, a następnie świadcząc usługi doradcze w ramach realizacji kilkuset projektów w zakresie wycen, due diligence, sporządzania modeli finansowych i biznesplanów. Jest wykładowcą oraz autorem wielu profesjonalnych publikacji w obszarze finansów przedsiębiorstw, inwestycji, analizy finansowej oraz rynku kapitałowego.

Bartosz rozpoczął karierę zawodową w bankowości inwestycyjnej w dziale operacyjnym, zdobywając kilkuletnie doświadczenie. Obecnie rozwija się w obszarze Corporate Finance i poszerza swoje kompetencje w zakresie wycen i modelowania finansowego, uzyskując certyfikat FMVA (Financial Modeling and Valuation Analyst). Jest absolwentem Szkoły Głównej Handlowej na kierunku Finanse i Rachunkowość oraz studiów pierwszego stopnia na Uniwersytecie Warszawskim na kierunku Stosunki Międzynarodowe. Jest w trakcie pozyskiwania tytułu CFA.

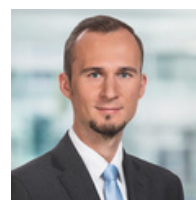


Krzysztof Horodko

Partner zarządzający

+48 603 935 516

krzysztof.horodko@bakertilly-tpa.pl



Tomasz Manowiec

CFA, CVA, FCCA

Associate Partner

+48 795 554 311

tomasz.manowiec@bakertilly-tpa.pl



Bartosz Budny

Junior Analyst

+48 22 647 97 00

bartosz.budny@bakertilly-tpa.pl

AUTORZY

Specjalizuje się w transakcjach fuzji i przejęć oraz prawie korporacyjnym, ze szczególnym uwzględnieniem obszarów M&A, PE i VC. Dysponuje szerokim doświadczeniem w procesach transakcyjnych na rynku prywatnym i publicznym, inwestycjach joint-venture oraz operacjach na rynkach kapitałowych. Wspiera klientów z różnych sektorów gospodarki, w tym z branży FMCG, energetyki odnawialnej, nieruchomości i logistycznej. Przed przystąpieniem do Baker Tilly Legal Poland przez wiele lat współpracował z międzynarodowymi i krajowymi kancelariami prawnymi, aktywnie wspierając inwestorów polskich i zagranicznych. Absolwent Uniwersytetu Jagiellońskiego. Ukończył również studia podyplomowe z zakresu Prawa Finansowego i Gospodarczego przy Uniwersytecie Łódzkim. Uczestnik European Young Lawyers Scheme prowadzonego przez College of Law w Londynie. Rekomendowany jako wiodący ekspert w dziedzinie Commercial/Corpo/M&A przez Legal500. Biegle posługuje się językiem angielskim i francuskim.



Sergiusz Kielian

Partner | Radca prawny

+48 608 422 458

sergiusz.kielian@bakertilly.pl

Student piątego roku na Wydziale Prawa i Administracji Uniwersytetu Warszawskiego. Wspiera prawników w zakresie praktyki prawa spółek handlowych i prawa korporacyjnego. Zakres wsparcia obejmuje uczestnictwo w obsłudze prawnej przedsiębiorców i spółek związanej z ich wewnętrzną organizacją, funkcjonowaniem i prowadzeniem działalności gospodarczej, w tym między innymi w postępowaniach rejestrowych, procesach przekształceń, połączeń lub podziału spółek oraz badaniach due dilligence. Biegle posługuje się językiem angielskim.

Bartłomiej Ciećwierz

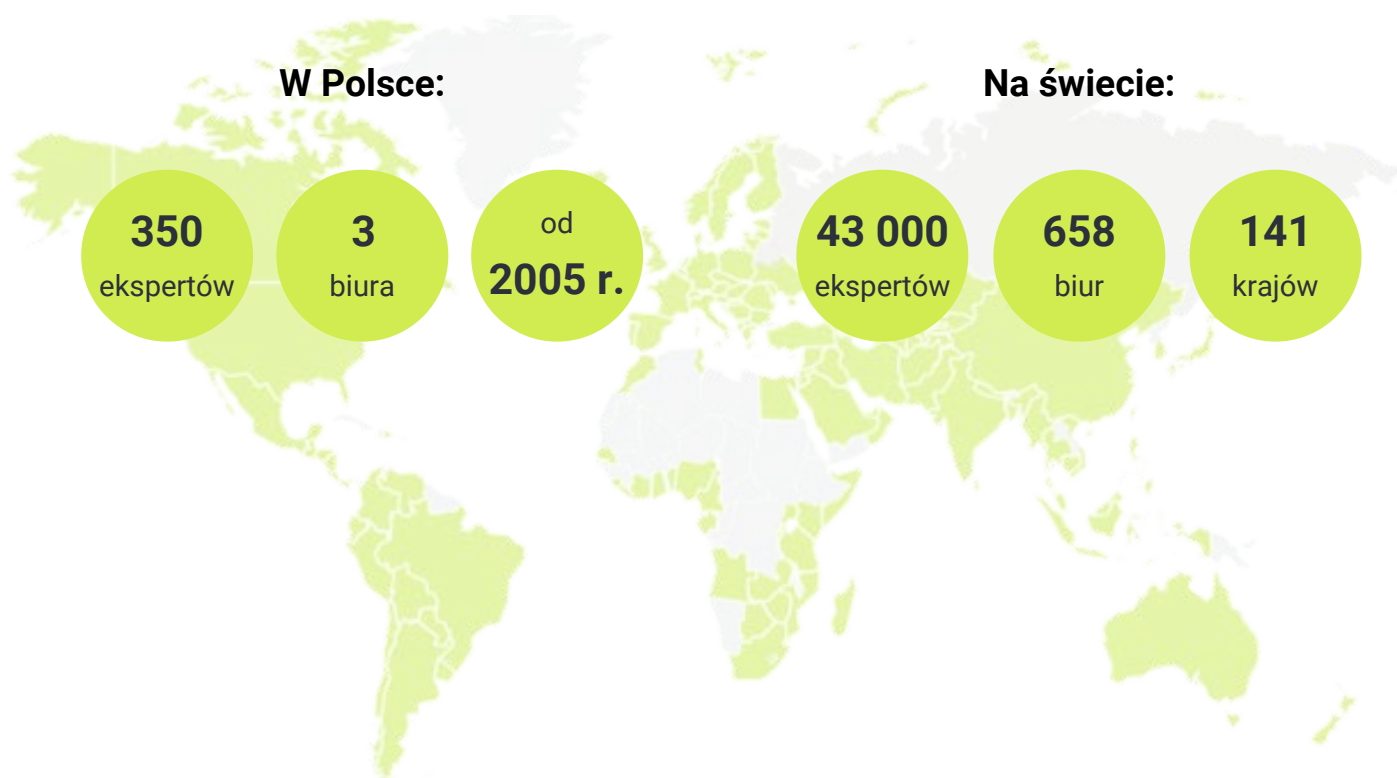
Trainee

+48 22 647 97 00

bartlomiej.ciecwierz@bakertilly.pl

Baker Tilly TPA świadczy kompleksowe usługi audytorskie i doradztwa biznesowego.

- Łączymy rozwiązania najwyższej jakości z międzynarodowym doświadczeniem oraz najlepszymi regionalnymi praktykami rynkowymi.
- Jesteśmy członkiem międzynarodowej globalnej sieci **Baker Tilly International**, co pozwala nam na działania o zasięgu globalnym, ale przede wszystkim gwarantuje najwyższe, ujednolicone standardy pracy.



- Naszą ofertę uzupełniają usługi strategicznego doradztwa podatkowego, outsourcingu księgowości i płac oraz doradztwa dla sektora nieruchomości, świadczone pod marką TPA Poland. Zapewniamy także obsługę prawną poprzez naszą kancelarię Baker Tilly Legal Poland.
- Baker Tilly TPA, TPA Poland oraz kancelaria Baker Tilly Legal są wyłącznymi reprezentantami sieci Baker Tilly International w Polsce.

O BAKER TILLY TPA

Doradztwo transakcyjne



Baker Tilly TPA oferuje rozwiązania z zakresu corporate finance, które ułatwiają podejmowanie kluczowych decyzji biznesowych



Zapewniamy szeroki dostęp do specjalistycznej, interdyscyplinarnej wiedzy i doświadczenia naszych ekspertów z różnych działów, a także know-how i kompetencji dostarczanych przez globalną sieć Baker Tilly International



Oferta Baker Tilly TPA opiera się na klasycznych narzędziach analitycznych i decyzyjnych, wzbogaconych o konkretne instrumenty doradcze i fachową wiedzę naszych zespołów



Tak skonstruowana oferta pozwala na zaspokojenie potrzeb i oczekiwań naszych Klientów oraz zapewnienie skutecznych i efektywnych rozwiązań biznesowych

Usługi corporate finance świadczone przez nasz zespół:

- Wycena przedsiębiorstw
- Modelowanie finansowe
- Audyt modeli finansowych
- Wycena wartości niematerialnych i prawnych
- Weryfikacja i tworzenie biznesplanów
- Prognozowanie i planowanie
- Wycena instrumentów finansowych i pochodnych
- Opinia odnośnie do wartości godziwej (fairness opinion)
- Alokacja ceny nabycia (PPA)
- Badanie pod kątem utraty wartości
- Analiza ekonomiczno-finansowa przedsiębiorstwa
- Analiza scenariuszy
- Analizy rynkowe

O BAKER TILLY TPA

Nasze kluczowe usługi w obszarze corporate finance:



Wycena przedsiębiorstw

- Cykliczna (roczna/kwartalna) wycena spółek portfelowych
- Wyceny związane z transakcjami
- Wycena na potrzeby opinii odnośnie do wartości godziwej (fairness opinion)
- Wyceny na potrzeby testów na utratę wartości



Wycena instrumentów finansowych i pochodnych

- Wycena wszystkich rodzajów obligacji
- Wycena udzielonych pożyczek
- Obliczanie rynkowej marży dla pożyczek lub obligacji
- Wycena opcji



Modelowanie finansowe

- Tworzenie modelu finansowego
- Audyt modeli finansowych – strukturalna i techniczna poprawność, zgodność, kompletność, spójność

Współpracujemy z klientami z sektora:

- Bankowości i ubezpieczeń
- Funduszy inwestycyjnych
- Real estate & construction
- Energetycznego
- Przemysłowego
- IT & Tech
- Motoryzacyjnego
- i wielu innych.

Nasi eksperci przygotowali*:

ponad

600

wycen

ponad

50

analiz
finansowych

ponad

220

finansowych
due diligence

ponad

90

podatkowych
due diligence

* Dane za okres od 2015 do 2023 r.

Baker Tilly TPA, TPA Poland oraz Baker Tilly Legal Poland są nazwami handlowymi odpowiednio Baker Tilly TPA Sp. z o.o., TPA Sp. z o.o. Sp.k., Baker Tilly Gajda Legal Sp.k., Baker Tilly Hatylak Kielian Legal Sp.k.

Wszystkie firmy są członkami globalnej sieci Baker Tilly International Ltd, w ramach której każda firma członkowska ma odrębną i niezależną osobowość prawną.



Kontakt

Warszawa

ul. Przyokopowa 33
01-208 Warszawa
Tel.: +48 22 647 97 00

Poznań

ul. Młyńska 12
61-730 Poznań
Tel.: +48 61 630 05 00

Katowice

Al. W. Korfanteo 138A
40-156 Katowice
Tel.: +48 32 732 00 00