

ZAINWESTOWANI

Greenfield czy M&A: która strategia jest bardziej atrakcyjna dla przedsiębiorstwa



Karolina Kuczbajska



Adam Drópiński



Jakub Grajek



Michał Lach



Krzysztof Piasecki



Łukasz Znałęźniak



Opiekun merytoryczny:
Barbara Wywiał



Mentor:
Kacper Żytkowicz



Executive Summary

Wybór pomiędzy strategią greenfield a M&A to jedna z kluczowych decyzji w procesie rozwoju przedsiębiorstwa. Nie jest to wyłącznie kwestia finansowa – w praktyce wybór determinuje tempo wzrostu, poziom kontroli, strukturę ryzyka i sposób budowania przewagi konkurencyjnej. Greenfield pozwala budować działalność od podstaw i zachować większą kontrolę, ale wymaga czasu, kapitału i cierpliwości. M&A pozwala kupić gotowy biznes, klientów, zespół lub technologię, lecz przenosi ryzyko na wycenę, due diligence i integrację.

Aby wyjść poza teorię, przeprowadziliśmy dwanaście (12) pogłębionych wywiadów z praktykami z biznesu oraz zespołami odpowiedzialnymi za M&A i corporate development w polskich firmach z różnych sektorów. **Z rozmów płynie jeden wspólny wniosek, który zmienia sposób patrzenia na cały problem: wybór między budową a kupnem jest w pierwszej kolejności funkcją tego, kim firma jest, a dopiero potem funkcją rachunku opłacalności.** Najdobitniej ujął to doradca z sektora infrastruktury i energetyki, dla którego jest to „niemal fakt organiczny, a nie finansowy”. Firma o kulturze greenfieldowej i firma zbudowana wokół dealmakingu to dwa różne organizmy, których nie da się dowolnie zamienić.

Analiza rynku pokazuje, że w Polsce greenfield pozostaje bardziej naturalną ścieżką rozwoju. Wśród polskich firm aktywnych za granicą **56,2%** wskazuje projekty greenfield jako preferowaną formę ekspansji. Jednocześnie M&A pozostaje aktywnym, lecz bardziej selektywnym narzędziem – w 2025 r. w Polsce przeprowadzono **330 transakcji fuzji i przejęć**. Greenfield częściej wygrywa tam, gdzie firma chce wykorzystać własne kompetencje i kontrolować proces, natomiast M&A staje się atrakcyjne wtedy, gdy kluczowe są czas, skala, dostęp do klientów, technologii, zespołu, licencji lub lokalnych relacji.

Kluczowa rekomendacja raportu brzmi: zamiast pytać „greenfield czy M&A?”, firma powinna zacząć od oceny własnych kompetencji i zdolności wykonania. Najlepsza strategia nie jest tą, która wygląda najlepiej w modelu finansowym, lecz tą, którą organizacja potrafi skutecznie dowieźć. **Greenfield i M&A nie są więc przeciwieństwami, ale komplementarnymi narzędziami wzrostu – ich atrakcyjność zależy od dojrzałości rynku, dostępności targetów, presji czasu, kultury organizacyjnej i zdolności integracji.**

Spis Treści

Executive Summary.....	2
Rozdział 1: Wprowadzenie i definicja problemu	4
Rozdział 2: Analiza rynku i otoczenia: greenfield jako strategia znacząco przeważa w Polsce	5
Rozdział 3: Wybór pomiędzy greenfield a M&A	7
3.1. Kiedy przedsiębiorstwa wybierają greenfield?.....	7
3.2. Kiedy przedsiębiorstwa wybierają M&A?	7
3.3. Jakie są kluczowe czynniki, które należy wziąć pod uwagę przy wyborze strategii? Framework decyzyjny.....	8
3.3.1. Czynniki niefinansowe	8
3.3.2. Czynniki finansowe	9
3.3.3. Uproszczony proces decyzyjny	10
3.3.4. Typowy framework – kiedy greenfield a kiedy M&A	12
Rozdział 4. Nieoczywiste wnioski z wywiadów: czego nie pokazuje klasyczny business case	13
Rozdział 5. Wnioski z raportu: greenfield czy M&A?	15
Bibliografia.....	16
Literatura akademicka	16
Raporty i źródła rynkowe	17

Rozdział 1: Wprowadzenie i definicja problemu

W pewnym momencie rozwoju niemal każda firma staje przed tym samym kluczowym pytaniem: **jak dalej rosnąć?** Wejście w nowy segment lub geografie wymaga decyzji, czy firma powinna zbudować przewagę samodzielnie, czy kupić ją na rynku. Każda z tych ścieżek oznacza jednak inny poziom kontroli, ryzyka, kosztów, szybkości i potencjalnych korzyści.

W praktyce dylemat ten najczęściej sprowadza się do dwóch podstawowych form inwestycji: **greenfield** oraz **M&A**.

W dyskursie akademickim termin **greenfield** definiowany jest najczęściej jako bezpośrednia inwestycja zagraniczna (BIZ) realizowana od podstaw. Samo określenie pochodzi z języka angielskiego i etymologicznie nawiązuje do niezagospodarowanego terenu. W biznesie i ekonomii termin ten zaczął być używany na określenie inwestycji rozpoczynanej na „czystym gruncie”, czyli bez wykorzystania istniejącej infrastruktury, organizacji lub aktywów. **W praktyce rynkowej kryterium transgraniczności ulega jednak częstej marginalizacji. Analitycy i praktycy biznesu klasyfikują jako greenfield wszelkie przedsięwzięcia tworzone od podstaw, niezależnie od ich lokalizacji.**

„Greenfield oznacza budowę działalności od podstaw – niekoniecznie w wymiarze między-narodowym.” – Dariusz Pruc (RTL / ex-Allegro)

Przedsiębiorstwo samodzielnie tworzy nową jednostkę – np. zakład produkcyjny, centrum usług, oddział sprzedażowy lub infrastrukturę operacyjną – bez przejmowania istniejącego podmiotu. Taka ścieżka daje największą swobodę projektowania działalności zgodnie z potrzebami inwestora: od technologii i procesów, przez strukturę organizacyjną, po kulturę pracy. Jej główną ceną jest jednak czas oraz ryzyko wykonania.

W praktyce granice bywają płynne. W energetyce przejęcie projektu na wczesnym etapie rozwoju może być jednocześnie transakcją i greenfieldem operacyjnym, bo większość ryzyk – permitting, przyłączenie, budowa – nadal pozostaje po stronie nabywcy. W software przejęcie zespołu może być mniej „kupnem kodu”, a bardziej kupnem zdolności budowania.

„Projekty infrastrukturalne są rozwijane latami przed statusem gotowości do budowy. Dlatego przejęcie projektu po osiągnięciu części kamieni milowych, ale nadal wymagającego istotnego dopracowania, można traktować operacyjnie jako greenfield – z oszczędnością czasu i części ryzyk, ale przy podobnym zestawie wymaganych kompetencji.” – Andrzej Sobczak (Polenergia)

M&A, czyli fuzje i przejęcia, oznacza rozwój poprzez nabycie istniejącego przedsiębiorstwa lub jego części. W tym modelu inwestor kupuje nie tylko aktywa, ale również dostęp do nowego segmentu rynku, klientów, zespołu, know-how, relacji z dostawcami oraz wypracowanej pozycji konkurencyjnej. M&A jest więc strategią przyspieszającą ekspansję, która pozwala skrócić czas wejścia – aczkolwiek przenosi punkt ciężkości ryzyka na etap wyceny, due diligence oraz integracji przejętej spółki.

Pomiędzy tymi dwoma podejściami, możemy spotkać się jeszcze ze strategią taką jak **brownfield**. Oznacza inwestycję opartą na wykorzystaniu już istniejących aktywów – np. zakładu, infrastruktury, nieruchomości produkcyjnej albo części działalności operacyjnej – które następnie są modernizowane, rozbudowywane lub dostosowywane do potrzeb inwestora. Brownfield może obejmować akwizycję, ale nie jest z nią tożsamy. **Akwizycja opisuje transakcję przejęcia kontroli nad firmą, natomiast brownfield opisuje sposób wykorzystania istniejących aktywów w projekcie inwestycyjnym.** W tym sensie M&A może być częścią

strategii brownfield, ale brownfield może też polegać na zakupie lub dzierżawie aktywów bez przejmowania całego przedsiębiorstwa.

Ścieżka	Na czym polega?	Co firma zyskuje?	Kluczowe ryzyka
Greenfield	Budowa działalności od podstaw	Pełna kontrola nad projektem, technologią, procesami i kulturą organizacyjną	Ryzyko wykonania, długi czas dojścia do skali, konieczność budowy pozycji rynkowej od zera
Brownfield	Wykorzystanie i dostosowanie istniejących aktywów	Szybszy start niż greenfield przy większej kontroli niż w klasycznym przejściu	Koszty modernizacji, ograniczenia techniczne, odziedziczone problemy operacyjne
M&A	Przejęcie istniejącego przedsiębiorstwa lub jego części	Natychmiastowy dostęp do klientów, zespołu, know-how, relacji i pozycji rynkowej	Ryzyko ceny, due diligence, integracji i dopasowania kulturowego

Źródło: Opracowanie własne

Dziś, wybór formy wejścia nie jest problemem teoretycznym. Dla coraz większej grupy polskich przedsiębiorstw staje się realną decyzją strategiczną: czy rozwijać się przez samodzielną budowę nowych aktywów, czy przez przejęcie istniejącego biznesu. Celem niniejszego raportu jest uporządkowanie tego wyboru oraz odpowiedź na pytanie **w jakich warunkach bardziej atrakcyjna dla przedsiębiorstwa jest strategia greenfield, a kiedy większą wartość może tworzyć M&A.**

Rozdział 2: Analiza rynku i otoczenia: greenfield jako strategia znacząco przeważa w Polsce

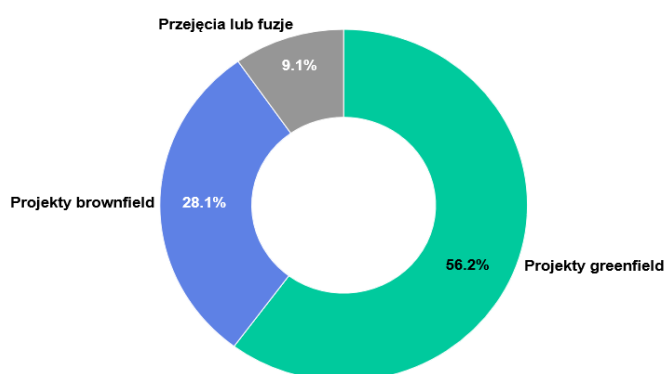
Jeżeli greenfield rozumiemy praktycznie – nie jako wyłącznie formę ekspansji zagranicznej, lecz jako budowanie nowej działalności, produktu, aktywa lub kompetencji od zera – to na polskim rynku pozostaje on bardziej naturalną i częściej wybieraną ścieżką rozwoju niż M&A. Wynika to przede wszystkim z historii rozwoju polskich firm: wiele z nich rosło organicznie, stopniowo skalując własny model operacyjny, zamiast od razu budować kompetencje akwizycyjne. W efekcie greenfield jest często postrzegany jako bezpieczniejszy sposób zachowania kontroli nad kulturą organizacyjną, procesami, jakością produktu i tempem inwestycji.

„Greenfield może być po prostu tańszy, bo za M&A – za rynkowe potwierdzenie, istniejący udział w rynku i gotową bazę klientów – trzeba zapłacić mnożnik. Nie każdy jest w stanie to zrobić. Czasami prostsze jest zatrudnienie kilku osób do sprzedaży, przetestowanie własnego produktu na nowym rynku, przetłumaczenie go na inny język i sprawdzenie, czy to działa.” – Ekspert rynkowy (Grupa Pracuj)

„Małym podmiotom ciężiej jest zrobić M&A. Pojawia się pytanie, jak to sfinansować, udźwignąć i czy w ogóle występują tam zasoby oraz kompetencje, które są w stanie takim procesem się zająć. Modelowo strategia M&A ma rację bytu dopiero od pewnej skali działalności.” – Szymon Filipczak, PhD

Również w kontekście rozwoju poza krajem, polskie firmy stabilnie preferują greenfield. Wśród przedsiębiorstw, które już inwestują za granicą, najczęściej wskazywaną formą ekspansji są projekty greenfield – 56,2%, następnie brownfield – 28,1%, a przejęcia lub fuzje – 9,1%.

Preferowane formy ekspansji zagranicznej polskich firm aktywnych za granicą (% wskazań)

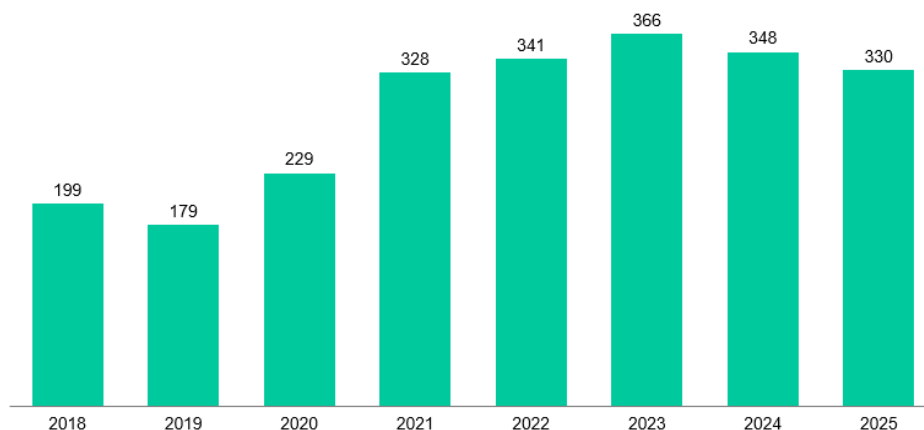


Źródło: Badanie PFR opracowane przez Pap Biznes, opracowanie własne

Greenfield dominuje więc jako punkt wyjścia, jednak nie jako dogmat – przejęcia są się atrakcyjne tam, gdzie czas, dostępność targetu lub brak własnych kompetencji przeważają nad korzyściami z budowy od podstaw. Powyższy fakt, a także rosnąca dojrzałość polskich przedsiębiorstw i większa dostępność finansowania sprawiają, że przejęcia stają się coraz ważniejszym elementem strategii wzrostu.

Mimo to, rynek M&A w Polsce również pozostaje aktywny. Według M&A Index Poland w 2025 r. przeprowadzono 330 transakcji fuzji i przejęć. Lekki spadek liczby transakcji nie oznacza jednak zaniku rynku, lecz raczej wzrost selektywności.

Liczba transakcji M&A w Polsce w latach 2018–2025



Źródło: M&A Index Poland (FORDATA, Navigator Capital), opracowanie własne

Oznacza to, że greenfield i M&A funkcjonują w Polsce w różnych logikach. Greenfield jest częściej deklarowaną i bardziej intuicyjną ścieżką rozwoju polskich firm. M&A jest rzadsze, ale może mieć większe znaczenie strategiczne tam, gdzie liczy się szybkość, konsolidacja rynku, dostęp do technologii lub przejęcie relacji z klientami.

Rozdział 3: Wybór pomiędzy greenfield a M&A

Na pierwszy rzut oka wybór między greenfield, a M&A może wydawać się prostym porównaniem kosztów. W praktyce przedsiębiorstwo nie wybiera jednak między przysłowiową budową nowego zakładu a zakupem istniejącej firmy. Wybiera między dwoma zupełnie różnymi sposobami budowania przewagi konkurencyjnej.

3.1. Kiedy przedsiębiorstwa wybierają greenfield?

Greenfield jest najczęściej wybierany wtedy, gdy firma uważa, że jej największym atutem są własne zasoby, procesy lub technologia. Zamiast kupować istniejący biznes, przedsiębiorstwo tworzy nowe aktywo dostosowane do swoich potrzeb.

Z przeglądu literatury wynika, że greenfield jest szczególnie atrakcyjny, gdy:

- przedsiębiorstwo dysponuje silnymi kompetencjami operacyjnymi i chce samodzielnie wdrożyć własny model działania;
- firma posiada przewagę technologiczną lub organizacyjną, którą łatwiej wykorzystać poprzez budowę działalności od zera;
- rynek docelowy jest atrakcyjny, stabilny i daje perspektywę długoterminowego wzrostu;
- przedsiębiorstwo posiada już doświadczenie na danym rynku i rozumie jego specyfikę;
- planowana jest silna integracja nowej jednostki z centralą.

Greenfield daje inwestorowi pełną kontrolę nad strukturą organizacyjną, kulturą pracy, technologią oraz procesami operacyjnymi. Jednocześnie wymaga poniesienia największego ryzyka wykonania. Firma musi samodzielnie zbudować skalę, pozyskać klientów, stworzyć lokalny zespół oraz wypracować pozycję rynkową. **W uproszczeniu można powiedzieć, że greenfield jest atrakcyjny dla przedsiębiorstw, które bardziej ufają własnym kompetencjom niż aktywom dostępnym na rynku.**

„Greenfield ma sens tam, gdzie firma może oprzeć się na istniejących kompetencjach – przenosząc je na nowy rynek geograficzny lub pokrewny wertykał. Nie jest to jednak ścieżka, którą wybralibyśmy do budowy całkowicie nowej linii biznesowej bez wcześniejszego doświadczenia.” – Jakub Moczulski (Wirtualna Polska)

3.2. Kiedy przedsiębiorstwa wybierają M&A?

M&A opiera się na zupełnie innej logice. Zamiast budować od podstaw, firma przejmuje funkcjonujące przedsiębiorstwo lub aktywo.

Przedsiębiorstwo nie kupuje wyłącznie aktywów. W praktyce kupuje: klientów, pracowników, relacje handlowe, markę, know-how, pozycję rynkową, lokalną wiedzę.

Dlatego M&A jest szczególnie atrakcyjne, gdy:

- czas wejścia na rynek ma kluczowe znaczenie;
- istnieją wartościowe firmy możliwe do przejęcia;
- rynek jest rozwinięty i posiada dojrzały ekosystem biznesowy;
- przedsiębiorstwo nie posiada wystarczającej wiedzy o rynku lokalnym;
- głównym celem jest pozyskanie strategicznych aktywów lub kompetencji.

Największą zaletą M&A jest szybkość. Największym wyzwaniem pozostaje integracja. Przejęcie nie kończy się bowiem w dniu podpisania umowy. To dopiero początek procesu, w którym trzeba połączyć organizacje, systemy, procesy oraz ludzi. W wielu przypadkach to właśnie etap integracji decyduje o sukcesie lub porażce całej transakcji.

“Nie sztuką jest kupić firmę i ją trzymać. Kluczowe jest znalezienie wartości tam, gdzie połączenie dwóch podmiotów tworzy dodatkowe możliwości produktowe, kompetencyjne albo pozwala ograniczyć bazę kosztową.” – Ekspert rynkowy (Play)

“Często można osiągnąć ten sam efekt dzięki rozwojowi organicznemu (greenfield), jednak ze względu na chęć przyspieszenia ekspansji akwizycje mogą być preferowane.” – Ekspert rynkowy (InPost)

3.3. Jakie są kluczowe czynniki, które należy wziąć pod uwagę przy wyborze strategii? Framework decyzyjny

3.3.1. Czynniki niefinansowe

W klasycznym ujęciu czynniki finansowe i niefinansowe bywają rozdzielane. W praktyce takie rozdzielanie jest pozorne. Kultura organizacyjna, jakość zespołu, zdolność integracji, wiarygodność lokalna czy dostęp do talentów bardzo szybko przekładają się na EBITDA, cash flow, CAPEX i wartość terminalną. Najbardziej trafne wydaje się więc zdanie z jednego z wywiadów: każdy czynnik niefinansowy ma ostatecznie wymiar finansowy – tylko czasem z opóźnieniem.

„Nie tworzyłbym przeciwieństwa finansowe vs niefinansowe, bo de facto w biznesie każdy czynnik ostatecznie ma wymiar finansowy: uderzy albo w P&L, albo w cash flow.” – Ekspert rynkowy (WonderMiles)

Kluczowe znaczenie mają kultura firmy, ludzie oraz wiedza ukryta w organizacji. Nie chodzi jedynie o „dopasowanie zespołów”, ale o to, czy organizacja ma odpowiednie procesy, cierpliwość i refleks do danej formy ekspansji. W software i marketplace’ach wartością często nie jest sam kod, lecz zespół, product-market fit, relacje z klientami, model monetyzacji i zdolność dalszego rozwoju. Dlatego w przejściach technologicznych odejście kluczowych pracowników może oznaczać utratę istotnej „pamięci organizacyjnej” produktu.

„Firma powinna szczerze spojrzeć sobie w lustro i zadać pytanie: czy naprawdę jesteśmy organizacją, która potrafi to zrobić? Decyzje dotyczące greenfieldu i M&A są zupełnie inne; ryzyka również są zupełnie inne.” – Tod Kersten (DC Advisory)

„W software sam kod rzadko jest wartością. Samemu zawsze jest teoretycznie taniej stworzyć rozwiązanie, ale firmy to nie tylko kod – to procesy, know-how, umiejętność poruszania się po rynku i zespół.” – Dominik Radzewicz (Allegro)

Podsumowanie kluczowych czynników niefinansowych

Czynnik	Pytanie decyzyjne	Jak wpływa na wybór?
Kultura i historia firmy	Czy firma ma kompetencje do integracji albo do budowy od zera?	Silna kultura operacyjna sprzyja greenfieldowi; doświadczenie transakcyjne sprzyja M&A.
Uwaga zarządu	Ile równoległych zmian organizacja udźwignie?	Niska dostępność managementu ogranicza duże M&A; sprzyja mniejszym bolt-onom lub greenfieldowi etapowemu.
Zespół i talent	Czy zespół da się zrekrutować, czy trzeba go kupić?	Rzadki talent i <i>acquihire</i> przesuwają decyzję w stronę M&A/partnership.
Lokalna wiarygodność	Czy klient ufa nowej marce od zera?	W branżach zaufania M&A może kupować relację; w B2C greenfield może budować własną markę.
Integracja technologiczna	Czy kupione systemy da się połączyć bez przepisywania od nowa?	Wysokie ryzyko integracji może unieważnić przewagę M&A.
Regulacje i pozwolenia	Czy da się samodzielnie odtworzyć licencje, lokalizacje, warunki przyłączenia?	Rzadkie pozwolenia i secured revenue streams sprzyjają M&A/brownfieldowi.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie wywiadów z ekspertami rynkowymi

3.3.2. Czynniki finansowe

Finansowe porównanie M&A i greenfieldu nie może ograniczać się do porównania ceny transakcyjnej z CAPEX-em projektu. To dwa różne profile przepływów pieniężnych i ryzyk. M&A wymaga większego wydatku z góry, ale może generować cash flow od dnia pierwszego. Greenfield może być tańszy na starcie i pozwala testować rynek etapowo, lecz wymaga finansowania strat, kosztów stałych i dojścia do break-even.

„W przypadku akwizycji okres zwrotu rozpoczyna się praktycznie bezpośrednio po zamknięciu transakcji. Przy budowie działalności od podstaw trzeba natomiast zaakceptować etap kilku miesięcy lub lat, w którym projekt pozostaje nierentowny i obciąża przepływy pieniężne” – Jakub Moczulski (Wirtualna Polska)

W praktyce finansowe pytania dzielą się na cztery grupy. Pierwsza to koszt wejścia: cena nabycia, CAPEX, koszty modernizacji, koszty rekrutacji i koszty marketingu. Druga to koszt czasu: ile lat zajmie dojście do skali i ile wartości utraci firma, jeżeli konkurenci zrobią to szybciej. Trzecia to koszt ryzyka: prawdopodobieństwo, że projekt nie dowiezie rynku, produktu, regulacji albo integracji. Czwarta to koszt kapitału i finansowania: czy projekt mieści się w bilansie, kowenantach, długu, equity oraz alternatywnym wykorzystaniu kapitału, np. dywidendzie lub buybacku.

„Niezależnie od wybranej ścieżki, ostatecznie kluczowe pozostaje pytanie, czy projekt generuje gotówkę, w jakiej skali i w jakim horyzoncie, a także jak kapitał ma pracować i w jaki sposób inwestycja ma się spłacać.” – Szymon Filipczak, PhD

Podsumowanie kluczowych czynników finansowych

Obszar finansowy	Pytanie dla M&A	Pytanie dla greenfieldu
Wycena / CAPEX	Czy cena zawiera premię za wzrost, modę rynkową lub aukcyjną presję?	Czy CAPEX obejmuje realne koszty dojścia do operacyjności i nie jest „studnią bez dna”?
Cash flow	Czy kupiony biznes generuje gotówkę od dnia pierwszego i czy finansuje integrację?	Jak długo projekt będzie ujemny gotówkowo i jaką skalę trzeba osiągnąć do break-even?
Koszt kapitału	Czy synergie i wzrost dają zwrot powyżej WACC / kosztu długu?	Czy rozłożenie wydatków w czasie uzasadnia niższą pewność realizacji?
Synergie	Czy są policzalne, osiągalne i mają ownera w organizacji?	Czy własny model pozwala uzyskać wyższą marżę niż target dostępny do kupienia?
Ryzyko przełączenia	Czy płacimy za trend, hype lub window dressing sprzedającego?	Czy oszczędność na cenie nie zostanie zjedzona przez dłuższy czas i marketing?
Finansowanie	Czy struktura długu/equity nie ogranicza elastyczności grupy?	Czy spółka ma zdolność finansowania ramp-upu i strat początkowych?
Alternatywa kapitału	Czy transakcja tworzy więcej wartości niż dywidenda, buyback lub inny projekt?	Czy można testować etapowo i zamknąć projekt bez dużej utraty reputacyjnej?
Ryzyko księgowe	Czy istnieje ryzyko odpisu goodwillu / utraty wartości aktywów?	Czy koszty są kapitalizowane czy obciążają wynik w okresie rozruchu?

Źródło: Opracowanie własne na podstawie wywiadów z ekspertami rynkowymi

3.3.3. Uproszczony proces decyzyjny

Proponowany framework decyzyjny nie odpowiada na pytanie „co jest lepsze”, lecz prowadzi zarząd przez serię filtrów. Każdy filtr ma odrzucać rozwiązania, których firma nie potrafi wykonać albo które nie tworzą wystarczającej wartości po uwzględnieniu ryzyka.

„Wybór między greenfieldem a M&A powinien wynikać z „drzewa decyzyjnego” – chłodnej analizy harmonogramu, ryzyk, ekonomiki oraz realnych kompetencji do samodzielnej realizacji. Scenariusz greenfield musi opierać się na konserwatywnych założeniach i zawierać bufory czasowe oraz kosztowe.” – **Andrzej Sobczak (Polenergia)**

Krok 1. Zdefiniowanie problemu strategicznego

- Czy celem jest wejście w nową geografie, nowy produkt, nowy segment, technologię, licencję, zespół, market share czy obrona core?
- Co stanie się, jeżeli firma nie podejmie żadnego projektu – czy „do nothing” jest realną opcją?
- Jaki jest minimalny poziom skali, aby projekt miał sens ekonomiczny?

Krok 2. Ustalanie, czego nie da się łatwo zbudować

Jeżeli celem strategicznym spółki jest:

- lokalizacja, pozwolenie, baza klientów, zespół lub zaufanie – M&A lub partnership stają się bardziej naturalne;
- własny model operacyjny, standard jakości, kultura albo technologia wewnętrzna – greenfield zyskuje przewagę;
- niepewne lub dopiero trzeba je zweryfikować – warto rozważyć etapowy greenfield, minority investment albo JV.

Krok 3. Porównanie dwóch business case'ów i jednego scenariusza zerowego

Minimalny zestaw scenariuszy powinien obejmować: scenariusz M&A, scenariusz greenfield, scenariusz partnership/JV oraz scenariusz „nie wchodzimy teraz”. Każdy z nich powinien mieć właściciela, harmonogram, CAPEX/OPEX, cash flow, ryzyka, punkty decyzyjne i kryterium zamknięcia projektu.

„Ważne, żeby mieć jasno określony business case: co projekt ma nam dać, co się wydarzy, jeśli go nie będzie, i czy sami zainwestowalibyśmy w niego pieniądze.” – **Ekspert rynkowy (Grupa Pracuj)**

Macierz 1: kompetencje własne × dostępność atrakcyjnych targetów

KOMPETENCJE ↓ TARGETY →	Niska dostępność / niska atrakcyjność	Wysoka dostępność / wysoka atrakcyjność
Wysokie kompetencje własne	Greenfield Budowa, bo przewaga tkwi w modelu operacyjnym firmy, a na rynku brak atrakcyjnych celów po rozsądnej cenie.	Porównaj nakłady czasowe M&A tylko wtedy, gdy target realnie skraca time-to-market lub eliminuje istotne ryzyko wykonawcze.
Niskie kompetencje własne	Rezygnacja / partnerstwo Brak kompetencji i brak odpowiedniego targetu to ryzyko strategicznego hazardu, lepiej odpuścić lub w partnerstwo.	M&A / JV Kupno kompetencji, klientów lub zespołu. O powodzeniu decyduje zabezpieczenie integracji i retencji ludzi.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie wywiadów z ekspertami rynkowymi

Macierz 2: presja czasu × zdolność integracji

PRESJA CZASU ↓ INTEGRACJA →	Niska zdolność integracji	Wysoka zdolność integracji
	Wysoka presja czasu	M&A Najlepsza sytuacja dla scenariusza transakcyjnego: czas ma znaczenie, a firma potrafi integrować.
Wysoka presja czasu	Partnerstwo / bolt-on Brak decyzji o kupnie dużej integracji, jeśli organizacja jej nie udźwignie.	
	Greenfield etapowy Testowanie rynku i budowa kompetencji bez dużej ekspozycji transakcyjnej.	Opcjonalność Opcja greenfield, oportunistyczne M&A albo minority investment zależnie od ceny.
Niska presja czasu		

Źródło: Opracowanie własne na podstawie wywiadów z ekspertami rynkowymi

„W fintechu zastanawialiśmy się, czy budować nową ofertę samemu, czy przejąć istniejące rozwiązanie. Rozwiązanie działało, ale okazało się, że dostosowanie go technologicznie do nas oznaczałoby w praktyce przepisanie go od nowa. Wtedy łatwiej było po prostu zrobić to od początku samemu.” – Ekspert rynkowy (Allegro)

3.3.4. Typowy framework – kiedy greenfield a kiedy M&A

Powyższe macierze należy traktować jako punkt wyjścia, jednak w praktyce wybór między greenfieldem a M&A zawsze zależy od konkretnej sytuacji spółki. Niemniej, nasze badania oraz seria dwunastu wywiadów pogłębionych pozwoliły zidentyfikować zestaw powtarzalnych kryteriów, które pomagają ocenić, w jakich warunkach bardziej uzasadniona jest budowa od zera, a kiedy przejście istniejącego biznesu lub aktywa. Framework nie odpowiada więc na pytanie „co jest lepsze”, lecz porządkuje najważniejsze trade-offy, które zarząd powinien przeanalizować przed podjęciem decyzji.

Kategoria	Greenfield	M&A
Strategia i rynek		
Szybkość wejścia / Time-to-Market	Gdy presja czasu jest niska lub średnia, a firma może stopniowo testować rynek, produkt i model operacyjny.	Gdy czas jest krytyczny, rynek szybko się zamyka, a organiczne dojście do skali trwałoby zbyt długo.
Dostęp do rynku i lojalności klientów	Gdy bazę klientów można budować organicznie, a przewaga wynika z własnego produktu, marki lub modelu działania.	Gdy kluczowa jest gotowa baza klientów, marka, kontrakty, relacje handlowe lub lokalna wiarygodność.
Bariery wejścia i regulacje / licencje / pozwolenia	Gdy bariery regulacyjne można odtworzyć samodzielnie, a firma ma kompetencje do przejścia procesu administracyjnego.	Gdy licencje, pozwolenia, lokalizacje, warunki przyłączenia lub kontrakty wsparcia są rzadkie albo czasochłonne.

Kategoria	Greenfield	M&A
Finanse i rachunkowość		
Profil nakładów / CAPEX vs cena + premia	Lepszy, gdy firma chce rozłożyć nakłady w czasie, testować projekt etapowo i uniknąć premii transakcyjnej. Wymaga jednak buforów na niedoszacowanie CAPEX/OPEX oraz dłuższy ramp-up.	Gdy wyższy wydatek upfront jest uzasadniony skalą, gotowym cash flowem lub skróceniem czasu wejścia.
Pewność synergii / marginesy błędu	Gdy synergia z M&A są niepewne, a firma woli zaprojektować procesy, technologię i kulturę od początku.	Gdy synergia są konkretne, policzalne i mają właściciela w organizacji, np. cross-sell, skala lub redukcja kosztów.
Wpływ na P&L i cash flow grupy	Gdy spółka może zaakceptować okres strat, ujemnego cash flow i wolniejsze dojście do break-even.	Gdy potrzebna jest szybka kontrybucja do przychodów, EBITDA lub cash flow, zwłaszcza przy presji inwestorów lub długu.
Ryzyka operacyjne i zasoby ludzkie		
Attention Drag / obciążenie zarządu	Gdy projekt można prowadzić etapowo i bez nadmiernego odciągania managementu od core biznesu.	Gdy organizacja ma realną przepustowość do integracji i może poświęcić uwagę zarządu bez zamrażania innych projektów. Przy niskiej przepustowości lepszy może być mniejszy bolt-on, JV lub partnership.
Ryzyko integracji technologicznej	Gdy przejętą technologię trzeba byłoby mocno dostosować, przepisać lub zintegrować z dużym ryzykiem.	Gdy technologia targetu jest kompatybilna, gotowa do integracji i wspierana przez zespół, który można zatrzymać.
Retencja talentów i kultura	Gdy przewaga tkwi we własnej kulturze, standardzie operacyjnym i kompetencjach możliwych do zbudowania wewnątrz.	Gdy największą wartością targetu są ludzie, founderzy, lokalny know-how lub zespół, którego nie da się szybko zrekrutować.

Źródło: Opracowanie własne na podstawie wywiadów z ekspertami rynkowymi

Rozdział 4. Nieoczywiste wnioski z wywiadów: czego nie pokazuje klasyczny business case

Rozmowy z praktykami pokazują, że wybór między greenfield a M&A rzadko sprowadza się do prostego porównania kosztu, czasu i zwrotu. W praktyce decyzję kształtują także mniej oczywiste czynniki: bodźce decydentów, presja komunikacyjna, zdolność organizacji do absorpcji nowych projektów, ryzyko wizerunkowe oraz jakość integracji. Poniżej przedstawiamy kluczowe nieoczywiste wnioski z przeprowadzonych wywiadów.

1. M&A bywa decyzją strategiczną, ale czasem także „projektem osobistym” zarządu

W klasycznej analizie M&A służy przyspieszeniu wzrostu, wejściu na nowy rynek lub pozyskaniu kompetencji. W praktyce duża transakcja może mieć także wymiar prestiżowy – dla zarządu jest widocznym symbolem sprawczości i realizacji ambitnej strategii. Greenfield jest mniej spektakularny, bo jego efekty są rozłożone w czasie, trudniejsze do komunikacji i początkowo mogą obciążać wynik.

To wpływa na ocenę obu ścieżek. M&A łatwiej pokazać jako konkretny krok strategiczny, podczas gdy greenfield wymaga cierpliwości i akceptacji niepewności. Jednocześnie duża transakcja zwiększa ryzyko reputacyjne zarządu – jej niepowodzenie jest bardziej widoczne i trudniejsze do odwrócenia.

„Przy pewnej skali spółki, zwłaszcza będąc notowanym na giełdzie, relacje z rynkiem i inwestorami stają się nieuniknione. Konferencje wynikowe, czaty, webinary, czy wywiady wzmacniają nie tylko wizerunek, ale też wiarygodność spółki. Inwestorzy chcą rozumieć plany zarządu, bo z samych raportów kwartalnych nie zawsze da się to odczytać.” – Rafał Andrzejewski (cyber_Folks)

2. Greenfield ma większą „opcjonalność porzucenia”, M&A tworzy zobowiązanie reputacyjne

Greenfield wymaga budowy od zera, zatrudnienia ludzi, stworzenia procesów i ponoszenia strat w pierwszym okresie. Jednocześnie ma jedną przewagę, która rzadko pojawia się w prostym modelu finansowym: łatwiej go zatrzymać, ograniczyć albo zmienić kierunek.

Jeśli spółka buduje nową inicjatywę organicznie i po kilku kwartałach widzi, że produkt, geografia lub model biznesowy nie działają, może stopniowo ograniczać inwestycje. W przypadku dużej akwizycji decyzja jest dużo mniej odwracalna. Po zapłaceniu ceny, ogłoszeniu transakcji i zakomunikowaniu synergii zarządowi trudniej elastycznie zmienić kierunek. Powstaje efekt „commitment trap”: im więcej kapitału, reputacji i komunikacji zainwestowano w transakcję, tym trudniej racjonalnie się z niej wycofać.

„W przypadku spółek publicznych porażki greenfieldowe często odchodzą trochę ciszej. Jeśli projekt się nie uda, zwykle nie jest to szeroko publikowane. Firma po prostu idzie dalej. Przy M&A presja jest dużo większa, bo transakcja jest widoczna, publicznie zakomunikowana – a rynek oczekuje efektów.”
– Tod Kersten (DC Advisory)

3. Payback period zaczynający się od „day one” ma znaczenie nie tylko finansowe, ale też komunikacyjne

M&A bywa atrakcyjniejsze komunikacyjnie, bo przejęty biznes często od pierwszego dnia wnosi przychody, EBITDA, cash flow, klientów i zespół. W greenfieldzie pierwsze lata mogą oznaczać ramp-up kosztów, ujemną kontrybucję do wyniku i niepewny moment osiągnięcia rentowności. Dlatego M&A może wygrywać nie tylko ekonomiką, ale też tym, że łatwiej je „obronić” przed interesariuszami. Zarząd pokazuje działający biznes i plan synergii, podczas gdy greenfield wymaga akceptacji bieżących strat w zamian za obietnicę przyszłego wzrostu.

4. Najważniejsze pytanie nie brzmi „czy umiemy to zbudować?”, tylko „czy warto poświęcić na to uwagę organizacji?”

Przed wyborem między greenfieldem a M&A spółka powinna ocenić nie tylko, czy potrafi samodzielnie zbudować dany produkt lub wejść w nowy segment, ale też czy ma na to realną przepustowość organizacyjną. Nawet jeśli wariant organiczny wydaje się tańszy w prostym porównaniu build vs buy, w efektywnych, „lean” organizacjach może oznaczać przesunięcie najlepszych ludzi z bieżącej działalności, spowolnienie innych projektów albo konieczność szybkiej rekrutacji. W praktyce niższy bezpośredni koszt budowy może więc zostać zneutralizowany przez wysoki koszt alternatywny czasu, uwagi zarządu i zasobów organizacyjnych.

„To nie zawsze jest tak, że spółki optymalizują wyłącznie finanse. Nawet jeżeli coś teoretycznie opłaca się finansowo, mogą być inne powody, żeby nie robić transakcji. Mamy pięć projektów do zrobienia w tym roku; jeżeli zrobimy małą transakcję, to musimy poświęcić coś innego, bo nie będziemy mieli na to czasu. Czas i skupienie managementu to jest rzadkie aktywo.” – Ekspert rynkowy (Allegro)

5. Ludzie i kultura są najczęściej niedoszacowanym elementem M&A

W modelach transakcyjnych łatwo policzyć przychody, koszty, CAPEX, working capital i synergie. Dużo trudniej wycenić to, czy zespoły będą chciały współpracować, founder zostanie w biznesie, kluczowi ludzie nie odejdą po zamknięciu transakcji i czy kultura nabywcy nie zniszczy tego, co było źródłem wartości targetu. Ten problem pogłębia fakt, że często inny zespół odpowiada za transakcję, a inny za integrację. Zespół M&A może być motywowany domknięciem procesu, a biznes operacyjny później mierzy się z konsekwencjami. Bez wspólnej wizji integracji, transakcja może być sukcesem dealowym, ale porażką operacyjną.

„Jednym z poważnych ryzyk jest odejście kluczowych pracowników. Zwłaszcza w spółkach technologicznych, ludzie są bardzo ważni. Często to oni budowali dane oprogramowanie od zera i znają je od podszewki. Jeżeli odejdą, to jest realna strata dla spółki, którą trudno zalatać w krótkim okresie, szczególnie pod presją czasu.” – Rafał Andrzejewski (cyber_Folks)

6. W niektórych branżach greenfield jest sposobem na przejęcie upside’u, a nie tańszą alternatywą M&A

W infrastrukturze i OZE greenfield ma inną logikę niż w software czy retailu. Wartość projektu powstaje często poprzez zdejmowanie kolejnych ryzyk: lokalizacyjnych, regulacyjnych, środowiskowych i budowlanych. Im późniejszy etap projektu, tym mniejsze ryzyko, ale też wyższa cena. Spółka, która posiada kompetencje developmentowe, może świadomie wejść wcześniej, ponieść większe ryzyko i przechwycić większy upside.

„Wycena M&A zależy od poziomu przejętych ryzyk: im bardziej operacyjny i zaawansowany projekt, tym niższa oczekiwana stopa zwrotu inwestora i w efekcie wyższy poziom wyceny. Polenergia ma kompetencje do samodzielnego developmentu, dzięki czemu może zatrzymać premię za ryzyko i wartość tworzoną na etapie rozwoju projektu.” – Andrzej Sobczak (Polenergia)

Rozdział 5. Wnioski z raportu: greenfield czy M&A?

Nie istnieje uniwersalna odpowiedź na pytanie, czy lepszą strategią jest greenfield czy M&A. Obie ścieżki tworzą wartość w innych warunkach i przenoszą ryzyko w inne miejsce: greenfield koncentruje ryzyko na etapie budowy, a M&A na etapie wyceny, integracji i utrzymania przejętej wartości. **W polskich realiach greenfield pozostaje bardziej naturalną ścieżką rozwoju,** ponieważ pozwala firmom rosnać stopniowo, wykorzystywać własne kompetencje i zachować kontrolę nad modelem operacyjnym. **Nie oznacza to jednak wyższości greenfieldu.** M&A staje się atrakcyjne tam, gdzie firma kupuje coś, czego nie może szybko odtworzyć sama: czas, skalę, klientów, zespół, technologię, licencję lub lokalne relacje.

Najważniejszy wniosek jest więc taki, że wybór strategii powinien zaczynać się nie od porównania kosztów, ale od uczciwej oceny własnych kompetencji. Firma powinna odpowiedzieć sobie, czy potrafi dane aktywo zbudować, czy potrafi je zintegrować po przejęciu oraz czy ma wystarczającą uwagę zarządu, kapitał i cierpliwość, aby daną ścieżkę dowieźć.

W praktyce najlepsza strategia nie jest tą, która wygląda najlepiej w modelu finansowym, lecz tą, którą przedsiębiorstwo potrafi skutecznie wykonać. Greenfield wygrywa, gdy przewaga firmy tkwi w jej własnym modelu i zdolności egzekucji. M&A wygrywa, gdy największą wartością jest szybkość, dostęp do rzadkich zasobów lub konsolidacja rynku.

Bibliografia

Literatura akademicka

Amendolagine, V., Crescenzi, R., & Rabellotti, R. (2022). *The geography of acquisitions and greenfield investments: Firm heterogeneity and regional institutional conditions*.

Arslan, A., & Larimo, J. (2011). Greenfield investments or acquisitions: Impacts of institutional distance on establishment mode choice of multinational enterprises in emerging economies. *Journal of Global Marketing*, 24(4), 345–356. <https://doi.org/10.1080/08911762.2011.602323>

Becker, J., & Fuest, C. (2008). Tax competition for heterogeneous firms and the taxation of mergers and acquisitions.

Eren, M., & Zhuang, H. (2015). *Mergers and acquisitions versus greenfield investment, absorptive capacity, and economic growth*.

Gorynia, M., Nowak, J., Trąpczyński, P., & Wolniak, R. (2015). Establishment mode choices of emerging multinationals: Evidence from Poland. *Managing Global Transitions*, 13(2), 101–124.

Harms, P., & Méon, P.-G. (2012). Good and useless FDI: The growth effects of greenfield investment and mergers and acquisitions.

Harzing, A.-W. (2002). Acquisitions versus greenfield investments: International strategy and management of entry modes. *Strategic Management Journal*, 23(3), 211–227. <https://doi.org/10.1002/smj.218>

Karaszewski, W., & Szałucka, M. (2011). Bezpośrednie inwestycje zagraniczne – greenfield versus brownfield. *Przegląd Organizacji*, 5, 23–26.

Müller, T. (2001). *Analyzing modes of foreign entry: Greenfield investment versus acquisition*.

Slangen, A., & Hennart, J.-F. (2008). Do foreign greenfields outperform foreign acquisitions or vice versa? An institutional perspective. *Journal of Management Studies*, 45(7), 1301–1328. <https://doi.org/10.1111/j.1467-6486.2008.00794.x>

Szałucka, M. (2008). Wpływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych na konkurencyjność polskich inwestorów. In W. Karaszewski (Ed.), *Bezpośrednie inwestycje zagraniczne polskich przedsiębiorstw* (pp. 171–240). TNOiK „Dom Organizatora”.

Szałucka, M. (2023). *Acquisition versus greenfield investment – The impact on the competitiveness of Polish companies*.

Raporty i źródła rynkowe

Bank.pl. (2025). *Globalne inwestycje zagraniczne – szanse, wyzwania i nowe strategie*. <https://bank.pl/globalne-inwestycje-zagraniczne-szanse-wyzwania-i-nowe-strategie/>

EY. (2026). *Bezpośrednie inwestycje zagraniczne – Europa traci inwestycje, ale Polska umacnia pozycję na kontynencie*. <https://www.ey.com>

FORDATA. (2025). *Raport M&A Index Poland – II kwartał 2025*.

Navigator Capital. (2025). *M&A Index Poland 2025*.

Polska Agencja Inwestycji i Handlu (PAIH). (2025). *Podsumowanie roku PAIH*. <https://www.paih.gov.pl>

PFR TFI, PwC, & KUKE. (2025). *Globalne inwestycje zagraniczne. Szanse, wyzwania i nowe strategie*.

PFR TFI. (2025). *Globalne horyzonty polskich inwestycji. Atrakcyjne okazje inwestycyjne w warunkach niepewności*.

UNCTAD. (2025). *World Investment Report 2025 – Poland fact sheet*. <https://unctad.org>