

Kamil Gemra, Waldemar Rogowski

Premia w wezwaniach na akcje na rynku kapitałowym w Polsce

Streszczenie: Ostatnie lata na polskim rynku kapitałowym to trudny czas dla inwestorów. Więcej spółek podlega procedurze delistingu, niż pojawia się nowych w ramach prowadzonych IPO. Często delisting odbywa się w związku z przejęciem przedsiębiorstwa i ogłoszeniem wezwania na wszystkie jego akcje. Celem artykułu jest charakterystyka procesów wezwań na akcje spółek notowanych na GPW w Warszawie oraz zbadanie poziomu premii cenowych oferowanych akcjonariuszom. Cel ten zostanie zrealizowany poprzez analizę danych wtórnych przy transakcjach wezwań na akcje w latach 2016-2018 na GPW. W artykule postawiono hipotezę główną: premia za kontrolę płacona przez podmiot wzywający w badanym okresie wynosiła ponad 25 proc. średniej ceny z sześciomiesięcznych notowań akcji poprzedzających ogłoszenie wezwania. Po przeprowadzeniu analizy okazuje się, że postawiona hipoteza została zweryfikowana negatywnie, ponieważ w jednej trzeciej badanych przypadków premia wyniosła poniżej jednego procenta w stosunku do badanej średniej poprzedzającej wezwanie. Za brak premii może odpowiadać słabość rodzimego rynku, widoczna w braku napływu kapitału, przez co wezwania są szansą na przemodelowanie portfela inwestycyjnego.

Słowa kluczowe: wezwania spółek na GPW, rynek kapitałowy, ipo, delisting

Tender offer premium on the capital market in Poland

Summary: Recent years on the Polish capital market has been difficult for investors. More companies are subject to the delisting procedure than new ones appear under the IPO. Delisting often takes place in conjunction with a takeover of a company and an announcement of a tender offer for all its shares. The aim of the article is to characterise the processes of tender offers for the shares of companies listed on the Warsaw Stock Exchange and to examine the level of price premiums offered to shareholders. This aim will be achieved by analysing the secondary data for tender offer transactions on the Warsaw Stock Exchange in the years 2016-2018. The article presents the main hypothesis: the control premium paid by the inviting entity during the examined period was over 25% of the average share price for the last six months preceding the tender offer. After the analysis, it turned out that the hypothesis was verified negatively, because in one third of the examined cases the premium was below one percent in relation to the examined average preceding the tender offer. The lack of premium may be caused by the weakness

of the domestic market, visible in the absence of capital inflow, which makes tender offers an opportunity to remodel the investment portfolio.

Keywords: tender offer, capital market, IPO, delisting

JEL: G10

Kondycja polskiego rynku kapitałowego od kilku już lat jest coraz gorsza. Spadają nie tylko obroty, a tym samym płynność rynku, ale przede wszystkim liczba spółek, które chcą zadebiutować na parkiecie warszawskiej giełdy. Przyczyn takiego stanu rzeczy jest kilka.

Można wymienić z pewnością demontaż OFE, co mocno przełożyło się na stronę popytową o charakterze instytucjonalnym, można wspomnieć o zaostrzeniu obowiązków informacyjnych i odpowiedzialności władz spółek czy wreszcie o braku zaufania po licznych aferach i kontrowersyjnych transakcjach. Od 3 lat więcej spółek schodzi z giełdy niż na nią wchodzi. Delisting w wielu przypadkach dzieje się w następstwie ogłaszanych wezwań na akcje przez dotychczasowych dominujących akcjonariuszy lub nowych inwestorów strategicznych. Z procesami tego typu wiąże się istotne zagadnienie, jakim jest określenie ceny i ewentualnej premii dla akcjonariuszy, którzy sprzedają akcje w wezwaniu. Ostatnim etapem takiej transakcji jest przymusowy wykup mniejszościowych akcjonariuszy, czyli tzw. *squeeze-out*. W Polsce obowiązują regulacje prawne dotyczące minimalnych cen ogłaszanych w wezwaniach, co ma za zadanie chronić akcjonariuszy mniejszościowych. Jednocześnie, zmiany regulacyjne, jakie obserwowane są od 2019 roku w Polsce, zwiększają trudność procesów nakierowanych na delisting spółek.

Celem artykułu jest charakterystyka procesów wezwań na akcje spółek notowanych na GPW w Warszawie oraz zbadanie poziomu premii cenowych oferowanych akcjonariuszom. Cel ten zostanie zrealizowany poprzez analizę danych wtórnych przy transakcjach wezwań na akcje w latach 2016-2018 na GPW. W artykule postawiono hipotezę główną: premia za kontrolę płacona przez podmiot wzywający w badanym okresie wynosiła ponad 25 proc. średniej ceny z sześciomiesięcznych notowań akcji poprzedzających ogłoszenie wezwania.

Istota wezwań na akcje i przymusowych wykupów

Rozwój światowych rynków finansowych zmienił globalny krajobraz transakcji fuzji i przejęć. Stały się one nieodłącznym jego elementem, motywowanym dążeniem do osiągnięcia jeszcze większych korzyści biznesowych. Część transakcji M&A odbywa się na rynku publicznym. W związku z tym zawsze powstaje pytanie o odpowiednią wy cenę przedsiębiorstwa przejmowanego. Szczególnie istotne jest to w odniesieniu do akcjonariuszy mniejszościowych, których prawa muszą być chronione w związku z transakcjami polegającymi na wykupie wszystkich akcji danej firmy. Niestety, często na tym polu dochodzi do różnych sporów (Krishnan i inni, 2012, s. 1248-1268).

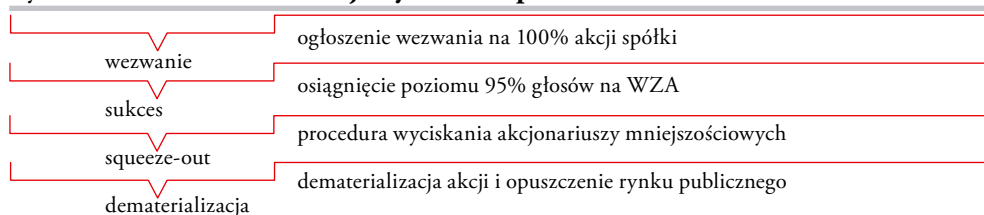
Odkąd USA i Wielka Brytania wprowadziły pod koniec lat 60. XX wieku swoje pierwsze krajowe przepisy dotyczące przejęć, decydenci i organy regulacyjne dążyły do zapewnienia odpowiedniego prawa, które chroni akcjonariuszy w ofercie przejęcia, jednocześnie ułatwiając rynek kontroli korporacyjnej (Wang, Lahr, 2017, s. 288-315). Mechanizmy ochrony ceny dla akcjonariuszy mniejszościowych w poszczególnych krajach

różnią się pomiędzy sobą. Ich istotą jest jednak ochrona mniejszościowych akcjonariuszy przy transakcjach skupu 100 proc. akcji spółki (Bruslerie, Deffains-Crapsky, 2005, s. 103-122). Samo publiczne wezwanie do sprzedaży akcji polega na ogłoszeniu zamiaru zakupu określonej liczby akcji przez dany podmiot (Asyngier, 2017, s. 7).

Gdy spojrzymy na możliwości przeprowadzenia transakcji M&A na rynku kapitałowym to należy wyróżnić następujące ich typy. Po pierwsze, obecny akcjonariusz może przekraczać kolejne progi w akcjonariacie i dzięki temu zwiększać swoje zaangażowanie w spółkę, co w konsekwencji prowadzi do zwiększania władzy korporacyjnej w danym podmiocie. Zgodnie z regulacjami obowiązującymi w Polsce, wraz z przekraczaniem odpowiednich progów w głosach na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy, musi o tym informować. Szczegółowe regulacje na rynku kapitałowym w Polsce opisano w dalszej części artykułu. Podobnie może dziać się z podmiotem, który do tej pory nie był akcjonariuszem danej spółki. Jego również dotyczą przepisy mówiące o obowiązkach informacyjnych wynikających z przekroczenia odpowiednich progów. Oba typy transakcji charakteryzują się tym, że spółka pozostaje notowaną na publicznym rynku kapitałowym. Osobną kwestią są transakcje, w których dochodzi do wykupu wszystkich akcji spółki, w tym akcjonariuszy mniejszościowych, czego finałem jest zdjęcie spółki z rynku publicznego, czyli delisting. W praktyce występują dwa rodzaje takich transakcji. Po pierwsze wówczas, gdy akcjonariusz większościowy po osiągnięciu określonego udziału w kapitale zakładowym lub ogólnej liczbie głosów może żądać, aby akcjonariusze mniejszościowi sprzedali mu swoje akcje. Tę procedurę zwykle określa się mianem przymusowego wykupu akcji lub stosuje się angielskie określenie *squeeze-out*, tłumaczone jako „wyciskanie” akcjonariuszy mniejszościowych. Druga możliwość to przymusowy odkup akcji, który polega na tym, że to akcjonariusze mniejszościowi mają prawo żądać, aby akcjonariusz większościowy odkupił od nich akcje po określonej cenie. Ta procedura jest określana również jako prawo przymusowego wykupu lub stosuje się angielskie określenia: *reverse squeeze-out*, *buy-out right* lub *sell-out right* (Królik-Kołtunik, 2015, s. 295).

Warto zwrócić uwagę, że większościowi akcjonariusze decydują się na przymusowy wykup akcji, mając na celu uwolnienie się od kosztów wynikających z funkcjonowania w spółce drobnych akcjonariuszy (Rusek, Hajdecki, 2008, s. 75). Wykupienie udziałów od akcjonariuszy mniejszościowych wpływa na przyspieszenie procesów decyzyjnych i usprawnienie zarządzania spółką. Wówczas możliwe jest podejmowanie strategicznych decyzji charakteryzujących się podwyższonym ryzykiem, które mogłyby spowodować sprzeciw ze strony mniejszościowych akcjonariuszy. Wskazuje się w literaturze, co jest również zgodne z praktyką, że w spółce, w której nie występują drobni akcjonariusze, łatwiej jest też pozyskać inwestora strategicznego (Pinior, Wyrzykowski, 2009, s. 9). Poniżej zaprezentowano schemat transakcji przejścia i wycofania spółki z obrotu giełdowego.

Rysunek 1 Schemat transakcji wycofania spółki z GPW



Źródło: opracowanie własne.

Regulacje prawne

Wycofanie spółki z giełdy może nastąpić w wyniku wezwania na akcje i osiągnięcia odpowiedniego progu w akcjonariacie. Tak jak wspomniano wcześniej, o wycofaniu akcji z giełdy decyduje posiadacz znacznego pakietu akcji, który wszedł w ich posiadanie. Zgodnie z ustawą o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych z dnia 29 lipca 2005 roku, akcjonariusz jest zobowiązany do poinformowania KNF o liczbie posiadanych akcji po przekroczeniu progu, czy osiągnął lub przekroczył 5, 10, 15, 20, 25, 33, 33 $\frac{1}{3}$, 50, 75 albo 90 proc. ogólnej liczby głosów w spółce publicznej, albo posiadał co najmniej 5, 10, 15, 20, 25, 33, 33 $\frac{1}{3}$, 50, 75 albo 90 proc. ogólnej liczby głosów w tej spółce, w wyniku zmniejszenia tego udziału osiągnął odpowiednio 5, 10, 15, 20, 25, 33, 33 $\frac{1}{3}$, 50, 75 albo 90 proc. lub mniej ogólnej liczby głosów. Natomiast w sytuacji, gdy dany inwestor posiada powyżej 33 proc. ogólnej liczby głosów, obowiązku temu podlega zakup każdego 1 procenta ogólnej liczby głosów (Ustawa, 2019). Natomiast sama procedura wezwania do zapisywania się na sprzedaż akcji następuje zgodnie z przepisami regulującymi wezwania związane z przekroczeniem określonych progów posiadania akcji. Przed ogłoszeniem wezwania, akcjonariusz żądający wycofania spółki z rynku zobowiązany jest ustanowić zabezpieczenie w wysokości wartości akcji, które mają być przedmiotem wezwania do zapisywania się na sprzedaż, w związku z zamiarem zniesienia dematerializacji akcji (w porozumieniu z domem maklerskim obsługującym transakcję). Choć wysokość zabezpieczenia powinna wynosić 100 proc. wartości akcji będących przedmiotem wezwania, to w praktyce zabezpieczenie ustanawiane jest zazwyczaj w formie blokady środków pieniężnych w odpowiedniej wysokości na rachunku maklerskim wzywającego lub w formie gwarancji bankowej.

O zamiarze ogłoszenia wezwania do zapisywania się na sprzedaż, akcjonariusz powinien zawiadomić za pośrednictwem podmiotu prowadzącego działalność maklerską Komisję Nadzoru Finansowego oraz Zarząd GPW. Powinno to nastąpić nie później niż na 14 dni roboczych przed terminem przyjmowania zapisów przez dom maklerski.

Następnie dom maklerski przekazuje agencji informacyjnej zawiadomienia o zamiarze ogłoszenia wezwania do zapisywania się na sprzedaż akcji. Publikuje również, w ciągu 24 godzin od przekazania zawiadomienia, jego treść w dzienniku o zasięgu ogólnokrajowym (ustawa określa ten termin jako niezwłoczny). W dalszej kolejności dom maklerski przyjmuje zapisy na sprzedaż akcji. Może to mieć miejsce nie wcześniej niż w 14 dniu roboczym i nie później niż w 37 dniu roboczym przypadającym po dacie przekazania zawiadomienia, jednak nie wcześniej niż w pierwszym dniu roboczym po opublikowaniu treści wezwania w dzienniku ogólnokrajowym. Termin przyjmowania zapisów nie może być krótszy niż 30 dni roboczych i nie dłuży niż 70 dni roboczych. Zapisy na sprzedaż są składane w domu maklerskim, za pośrednictwem którego odbywa się wezwanie. Dom maklerski prowadzi rejestr potwierdzający przyjęcie zapisów.

Po zakończeniu tej czynności, podmiot ogłaszający wezwanie zawiadamia o jego zakończeniu, liczbie nabytych akcji oraz procentowym udziale w ogólnej liczbie głosów (Ustawa, 2019). Należy zaznaczyć, że według regulacji obowiązujących w Polsce, przekroczenie 66 proc. ogólnej liczby głosów w spółce publicznej może nastąpić wyłącznie w wyniku ogłoszenia wezwania do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę wszystkich pozostałych akcji tej spółki. Wspomniane regulacje nie dotyczą spółek notowanych na NewConnect. Zarząd spółki publicznej, której akcje objęte są wezwaniem, jest obowiązany, nie później niż na 2 dni robocze przed dniem rozpoczęcia przyjmowania za-

pisów, przekazać KNF oraz do publicznej wiadomości stanowisko dotyczące ogłoszonego wezwania wraz z podaniem podstaw tego stanowiska. Stanowisko zarządu spółki przedstawiane jest równocześnie przedstawicielom zakładowych organizacji zrzeszających pracowników spółki, a w przypadku braku takiej organizacji – bezpośrednio pracownikom.

Jeżeli chodzi o cenę, po której nabywane są akcje objęte wezwaniem w związku ze zniesieniem statusu spółki publicznej, została ona określona poprzez odesłanie do art. 79 ustawy o ofercie regulującego cenę akcji proponowaną w wezwaniu. Jej wartość nie może być niższa od średniej ceny rynkowej z 6 miesięcy poprzedzających ogłoszenie wezwania, w czasie których dokonywany był obrót tymi akcjami na rynku głównym. Ponadto, cena nie może być niższa od średniej ceny rynkowej z okresu 3 miesięcy obrotu tymi akcjami poprzedzające ogłoszenie wezwania. Jeżeli obrót akcjami spółki odbywał się na rynku głównym przez okres krótszy niż 6 miesięcy czy 3 miesiące, cena akcji jest wyliczana na podstawie średniej ceny rynkowej z krótszego okresu.

Szczególnym rodzajem wezwań są te, które mają prowadzić w konsekwencji do zdjecia spółki z parkietu. Otóż, akcjonariuszowi spółki publicznej, który samodzielnie lub wspólnie z podmiotami od niego zależnymi lub wobec niego dominującymi oraz podmiotami będącymi stronami porozumienia, osiągnął lub przekroczył 95 proc. ogólnej liczby głosów w tej spółce, przysługuje, w terminie trzech miesięcy od osiągnięcia lub przekroczenia tego progu, prawo żądania od pozostałych akcjonariuszy sprzedaży wszystkich posiadanych przez nich akcji. Jeżeli osiągnięcie lub przekroczenie wspomnianego progu nastąpiło w wyniku ogłoszonego wezwania na sprzedaż lub zamianę wszystkich pozostałych akcji spółki, cena przymusowego wykupu nie może być niższa od ceny proponowanej w tym wezwaniu. Co więcej, nabycie akcji w wyniku przymusowego wykupu następuje bez zgody akcjonariusza, do którego skierowane jest żądanie wykupu. Warto tutaj zwrócić uwagę, że próg 95 proc. akcji obowiązuje od kwietnia 2019 roku wraz z nowelizacją ustawy. Wcześniej próg ten wynosił 90 proc., zatem obecnie trudniej jest przeprowadzić wezwanie, którego skutkiem jest zejście z rynku publicznego przez spółkę.

Zdjęcie spółki z giełdy możliwe jest dopiero wówczas, gdy dojdzie do zniesienia dematerializacji akcji. Jest to możliwe wtedy, gdy po nabyciu akcji walne zgromadzenie, większością 4/5 głosów oddanych w obecności akcjonariuszy reprezentujących przynajmniej połowę kapitału zakładowego, podejmie uchwałę o zniesieniu dematerializacji. Należy zaznaczyć, że od 1.01.2021 r. wchodzi w życie nowe przepisy, które zwiększają ten próg na 9/10 akcji. Jest to kolejna regulacja, która sprawia, że przeprowadzenie wezwań będzie trudniejsze.

Analiza prowadzonych transakcji w latach 2016-2018

Zgodnie z regulacjami prawnymi, podmiot wzywający może ogłaszać wezwania na akcje spółki notowanej na GPW w ramach przekraczania odpowiednich progów w akcjonariacie. W analizie zaprezentowanej w dalszej części artykułu skupiliśmy się na wezwaniach na akcje, których celem było wycofanie podmiotu, na które ogłoszono wezwanie. Zebrano dane dotyczące wezwań przeprowadzonych na polskim rynku kapitałowym w latach 2016-2018. Analizowane dane to wszystkie wezwania w tym okresie na polskie spółki, które ostatecznie się powiodły, co w tym przypadku oznacza, że doszło do delistingu tychże spółek z obrotu na warszawskiej giełdzie.

Tablica 1 Grupa badanych spółek na które ogłoszono wezwania w latach 2016-2018

spółka	podmiot pośredniczący	wzywający	data ogłoszenia wezwania
MAGELLAN SA	TRIGON DM SA	Mediona Sp. z o.o.	08.01.2016
DUON SA	Pekao Investment Banking SA	Fortum Holding BV, Holandia	08.01.2016
MIDAS SA	TRIGON DM	Polkomtel Sp. z o.o.	29.02.2016
DTP SA	DM Banku Handlowego	PRA Group Polska Sp z o.o.	29.02.2016
EMPIK MEDIA & FASHION SA	TRIGON DM	Penta Investments	03.03.2016
TRAVELPLANET.PL SA	DM mBanku SA	Rockaway Travel SE, Czechy	14.03.2016
ROVESE SA	DM PKO BP	FTF Galleon SA	31.03.2016
TELFORCEONE SA	TRIGON DM	Kaps Investment sp. z o.o.; S. Sawicki	17.05.2016
Bank BPH SA	BM ALIOR BANK	ALIOR BANK SA	11.07.2016
PEKAES SA	Pekao Investment Bankng	KH Logistyka Sp. z o.o. Sp. komandytowa; PEK II SCSp – Luksemburg	19.08.2016
GRAAL SA	HAITONG BANK SA	Greenwich Investments Sp. z o.o.; GRWC Holdings Ltd – Nikozja; B. Kowalski	26.08.2016
FARMACOL SA	DM BZ WBK	A. Olszewski	23.09.2016
NETMEDIA SA	DM BOŚ SA	SO SPV 56 Sp. z o.o. Sp. komandytowo-akcyjna	03.10.2016
PEGAS NONWOVENS SA	Millennium Dom Maklerski SA	Pegas Nonwovens SA	05.01.2017
POLCOLORIT SA	Pekao Investment Bankng	Unilin Poland sp. z o.o.	13.02.2017
INTEGER.PL SA	DM BZ WBK	AI Prime (Luxembourg) Bidco S.a r.l., R. Brzoska	24.02.2017
INPOST SA	DM BZ WBK	AI Prime (Luxembourg) Bidco S.a r.l., R. Brzoska	24.02.2017
PELION SA	mBank SA, DM BZ WBK	Korporacja Inwestycyjna Polskiej Farmacji sp. z o.o.	13.03.2017
MACROLOGIC SA	DM PKO BP	Asseco Business Solutions SA	11.04.2017
FAM SA	Trigon DM SA	FULCRUM FIZ, NAPOLEON FIZ, THC SPV10, Maumee Bay LLC	16.05.2017
POLNA SA	Trigon DM SA	Z. Jakubas	23.05.2017
PAGED SA	DM BZ WBK	Mespila Investments Limited (Cypr)	07.07.2017
SYNTHOS SA	DM PKO BP	FTF Galeon S.A. (M. Sołowow)	26.10.2017
EMPERIA HOLDING SA	mBank SA	Maxima Grupe UAB, Wilno, (Litwa)	24.11.2017
GEKOPLAST SA	Trigon DM SA	Sacellum sp. z o.o. (Włochy)	30.11.2017
ROBYG SA	Pekao Investment Banking	Bricks Acquisitions Ltd (Londyn)	01.12.2017
WDX SA	Pekao Investment Banking	WOHO Holdings (Cypr)	08.12.2017
POLMED	Trigon DM SA	POLMED SA oraz 6 akcjonariuszy (firmy i osoby fizyczne)	25.05.2018
Prime Car Management	DM PKO BP	PKO Leasing SA	07.11.2018
ABC DATA	Santander BM	MCI Venture Projects VI sp. z o.o., Roseville Investments sp. z o.o.	21.12.2018

Źródło: opracowanie własne.

Wyselekcjonowana grupa to 30 transakcji. W tabelicy 2 zaprezentowaliśmy dane dotyczące pierwotnej ceny w wezwaniu oraz ostatecznej ceny wezwania, po której doszło do wykupu wszystkich akcjonariuszy, w tym akcjonariuszy mniejszościowych w procedurze *squeeze-out*.

Tablica 2 **Zmiany cen w wezwaniu**

spółka	cena wezwania	ostateczna cena wezwania	wzrost wartości ceny w wezwaniu	średnia 3 miesięczna poprzedzająca wezwanie	średnia 6 miesięczna poprzedzająca wezwanie
Prime Car Management	11,38	23,75	108,70%	8,62	11,38
GRAAL SA	26	32	23,08%	23,98	25,91
INTEGER.PL SA	41,1	49	19,22%	38,81	33,92
INPOST SA	9,5	11	15,79%	9,43	8,56
PELION SA	52,33	59,04	12,82%	51,78	52,32
ROBYG SA	3,55	4	12,68%	3,23	3,26
ABC DATA	1,3	1,44	10,77%	0,95	1,26
POLMED	2,7	2,92	8,15%	2,67	2,6
PEKAES SA	14,15	15,1	6,71%	13,94	13,66
MAGELLAN SA	64	68	6,25%	55,91	54,49
SYNTHOS SA	4,78	4,93	3,14%	4,71	4,78
PAGED SA	57,63	59	2,38%	57,63	55,82
DUON SA	3,85	3,85	0,00%	3,23	3,31
MIDAS SA	0,81	0,81	0,00%	0,66	0,63
DTP SA	4,9	4,9	0,00%	4,21	4,35
EMPIK MEDIA & FASHION SA	3,49	3,49	0,00%	3,49	3,34
TRAVELPLANET.PL SA	3,73	3,73	0,00%	3,56	3,73
ROVESE SA	2,61	2,61	0,00%	1,58	1,45
TELFORCEONE SA	3,1	3,1	0,00%	2,75	2,94
Bank BPH SA	31,19	31,19	0,00%	31,07	31,18
FARMACOL SA	47,5	47,5	0,00%	45,84	44,66
NETMEDIA SA	6,5	6,5	0,00%	6,46	6,45
PEGAS NONWOVENS SA	127	127	0,00%	125,73	126,77
POLCOLORIT SA	5,8	5,8	0,00%	1,87	2
MACROLOGIC SA	59	59	0,00%	40,12	39,13
FAM SA	4,2	4,2	0,00%	4,14	4,2
POLNA SA	19,92	19,92	0,00%	19,88	19,91
EMPERIA HOLDING SA	100	100	0,00%	91,37	87,41
GEKOPLAST SA	15,31	15,31	0,00%	15,31	14,19
WDX SA	14,88	14,88	0,00%	7,93	7,91

Źródło: opracowanie własne.

Analiza danych w tabelicy 2 wskazuje, że w 12 przypadkach (40 proc.) doszło do zmiany ostatecznej ceny w wezwaniu w stosunku do pierwotnie zaoferowanej wartości. Najwyższa zmiana to 108 procent w przypadku Prime Car Management, kiedy to o spółkę licytowały się 3 podmioty. Z pewnością, zmiana ceny w wezwaniu jest jed-

ną ze strategii prowadzenia tego typu transakcji. Natomiast okazuje się, że w 18 przypadkach na 30 badanych, wezwania odbywały się według pierwotnej ceny i ostatecznie się powiodły.

Natomiast ciekawych informacji dostarcza analiza cen w wezwaniu w stosunku do średniej 3-miesięcznej i 6-miesięcznej. Przypominamy, że według regulacji praw-

Tablica 3 Premia w stosunku do średnich 3- i 6-miesięcznych kursów notowań akcji

spółka	pierwotna cena wezwania	premia w stosunku do średniej 3-miesięcznej	premia w stosunku do średniej 6-miesięcznej
POLCOLORIT SA	5,80	210,16%	190,00%
WDX SA	14,88	87,64%	88,12%
ROVESE SA	2,61	65,19%	80,00%
MACROLOGIC SA	59,00	47,06%	50,78%
MIDAS SA	0,81	22,73%	28,57%
INTEGER.PL SA	41,10	5,90%	21,17%
MAGELLAN SA	64,00	14,47%	17,45%
DUON SA	3,85	19,20%	16,31%
EMPERIA HOLDING SA	100,00	9,45%	14,40%
DTP SA	4,90	16,39%	12,64%
INPOST SA	9,50	0,74%	10,98%
ROBYG SA	3,55	9,91%	8,90%
GEKOPLAST SA	15,31	0,00%	7,89%
FARMACOL SA	47,50	3,62%	6,36%
TELFORCEONE SA	3,10	12,73%	5,44%
EMPIK MEDIA & FASHION SA	3,49	0,00%	4,49%
POLMED	2,70	1,12%	3,85%
PEKAES SA	14,15	1,51%	3,59%
PAGED SA	57,63	0,00%	3,24%
ABC DATA	1,30	36,84%	3,17%
NETMEDIA SA	6,50	0,62%	0,78%
GRAAL SA	26,00	8,42%	0,35%
PEGAS NONWOVENS SA	127,00	1,01%	0,18%
POLNA SA	19,92	0,20%	0,05%
Bank BPH SA	31,19	0,39%	0,03%
PELION SA	52,33	1,06%	0,02%
TRAVELPLANET.PL SA	3,73	4,78%	0,00%
FAM SA	4,20	1,45%	0,00%
SYNTHOS SA	4,78	1,49%	0,00%
Prime Car Management	11,38	32,02%	0,00%

Źródło: opracowanie własne.

nych zaproponowana cena musi być wyższa od tych wartości. Jeżeli cena w wezwaniu jest wyższa od średniej wartości kursu ze wspomnianych okresów, mamy do czynienia z premią. Jej wysokość zależy od wielu czynników, ale na jej wpływ może mieć chociażby zjawisko premii za kontrolę nad spółką, jaką musi zapłacić podmiot wzywający na 100 proc. akcji. W tabelicy 3 przeanalizowaliśmy premie wynikające z pierwszej ceny w wezwaniu w stosunku do średnich 3- i 6-miesięcznych.

W stosunku do średniej 6-miesięcznej, tylko w przypadku jednej spółki premia wyniosła ponad 100 proc. W trzech przypadkach premia wyniosła 50 proc. W czterech przypadkach nie było żadnej premii, a w sześciu premia miała wartość poniżej 1 procenta. Zatem trudno mówić o jakiejś ogólnej prawidłowości dotyczącej całej badanej grupy.

Wreszcie, w ostatnim etapie analizy porównaliśmy wartość premii w stosunku do średniej 6-miesięcznej kursu akcji oraz wzrostu ostatecznej ceny w wezwaniu w stosunku do pierwotnej ceny ogłoszonej w wezwaniu. Dane te zawiera tabela 4.

Tabela 4 Porównanie premii w stosunku do średniej notowań oraz zmiany ceny w wezwaniu

spółka	premia pierwotnej ceny w stosunku do średniej 6-miesięcznej	wzrost wartości ceny w wezwaniu
Prime Car Management	0,00%	108,70%
GRAAL SA	0,35%	23,08%
INTEGER.PL SA	21,17%	19,22%
INPOST SA	10,98%	15,79%
PELION SA	0,02%	12,82%
ROBYG SA	8,90%	12,68%
ABC DATA	3,17%	10,77%
POLMED	3,85%	8,15%
PEKAES SA	3,59%	6,71%
MAGELLAN SA	17,45%	6,25%
SYNTHOS SA	0,00%	3,14%
PAGED SA	3,24%	2,38%
POLCOLORIT SA	190,00%	0,00%
WDX SA	88,12%	0,00%
ROVESE SA	80,00%	0,00%
MACROLOGIC SA	50,78%	0,00%
MIDAS SA	28,57%	0,00%
DUON SA	16,31%	0,00%
EMPERIA HOLDING SA	14,40%	0,00%
DTP SA	12,64%	0,00%
GEKOPLAST SA	7,89%	0,00%
FARMACOL SA	6,36%	0,00%
TELFORCEONE SA	5,44%	0,00%
EMPIK MEDIA & FASHION SA	4,49%	0,00%
NETMEDIA SA	0,78%	0,00%
PEGAS NONWOVENS SA	0,18%	0,00%
POLNA SA	0,05%	0,00%
Bank BPH SA	0,03%	0,00%
TRAVELPLANET.PL SA	0,00%	0,00%
FAM SA	0,00%	0,00%

Źródło: opracowanie własne.

W 12 przypadkach wystąpiła zmiana ceny w wezwaniu. Szczególnie wyróżnia się przypadek Prime Car Management, kiedy to o przejęcie tej spółki walczyły trzy podmioty, stąd tak wysoka zmiana ceny.

Podsumowanie

Na rynku kapitałowym w Polsce dochodzi do nasilenia zjawiska delistingu spółek w wyniku ogłaszania wezwań na akcje. Według regulacji prawnych, cena w takim wezwaniu musi być wyższa od średnich cen notowań z okresu 3- i 6-miesięcznego. W analizowanej grupie 30 przypadków, tylko w jednym premia wyniosła ponad 100 proc. W trzech przypadkach premia wyniosła 50 proc. W 4 przypadkach nie było żadnej premii, a w sześciu premia miała wartość poniżej 1 procenta. Okazuje się zatem, że w 1/3 przypadków delisting odbył się faktycznie po cenach biskich wspomnianym średnim. Zatem trudno mówić o jakiejś premii. W dziewięciu przypadkach premia wyniosła od 1 do 9 procent. W związku z tym, weryfikujemy postawioną hipotezę negatywnie. Jako przyczynę braku premii w wezwaniach możemy uznać niewielki napływ nowego kapitału, wezwania są szansą na przemodelowanie portfeli inwestycyjnych u inwestorów instytucjonalnych. Dodatkowo, słaba pozycja inwestorów mniejszościowych sprawia, że nie są oni zainteresowani walką o premię.

Bibliografia:

1. Asyngier R., (2017) *Skuteczność wezwań do sprzedaży akcji na polskim rynku kapitałowym*, Annales Universitatis Mariae Curie-Skolodowska nr. 1 (2017), UMCS w Lublinie.
2. Bruslerie H., Deffains-Crapsky C., (2005) *Takeover bids, unconditional offer price and investor protection*, Review of Financial Economics 14.
3. Krishnan C.N., Masulis W., Thomas R. S., Thompson R., (2012), *Shareholder litigation in mergers and acquisitions*, "Journal of Corporate Finance", No. 18.
4. Królik-Kołtunik K., (2015), *Przymusowy wykup akcji na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie*, Annales Universitatis Mariae Curie-Skolodowska, nr 4 (2015), UMCS w Lublinie.
5. Pinior P., Wyrzykowski W., (2008), *Przymusowy wykup i odkup akcji w spółkach publicznych i niepublicznych*, „Prawo Spółek”, 2008, nr 9.
6. Rusek J., Hajdecki P., (2008), *Squeeze out, czyli wyciskanie akcjonariusza mniejszościowego*, „Nasz Rynek Kapitałowy”, 2008, nr 5.
7. Ustawa z 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz. U. z 2019 r. poz. 623, 1798, 2217.), art. 69 i nast.
8. Wang Y., Lahr H., (2017), *Takeover law to protect shareholders: Increasing efficiency or merely redistributing gains?*, "Journal of Corporate Finance", Vol. 43.

Dr **Kamil Gemra**, Zakład Zarządzania Ryzykiem, Instytut Finansów Korporacji i Inwestycji, Kolegium Nauk o Przedsiębiorstwie SGH, kgemra@sgh.waw.pl
Dr hab. **Waldemar Rogowski**, prof. SGH, Zakład Zarządzania Ryzykiem, Instytut Finansów Korporacji i Inwestycji, Kolegium Nauk o Przedsiębiorstwie SGH, wrogow@sgh.waw.pl