

Jakub ŚLIWIŃSKI

Szkoła Główna Handlowa

w Warszawie

e-mail: jakubsliwinski0@gmail.com

ORCID: 0000-0002-7015-6313

# *Fairness opinions* w kontekście wezwań do sprzedaży akcji na polskim rynku kapitałowym

## Fairness opinions in the context of tender offers on the Polish capital market

**Słowa kluczowe:**

wezwania, *fairness opinion*,  
rynki kapitałowe, giełda,  
fuzje i przejęcia

**Streszczenie:** Ustawa o ofercie publicznej nałożyła na zarządy spółek giełdowych wymóg przedstawiania stanowiska wobec ogłaszanego wezwania do sprzedaży akcji. Zarząd ma możliwość zasięgnięcia opinii zewnętrznego podmiotu na temat warunków finansowych określonych w wezwaniu. Opinie te zwyczajowo nazywa się *fairness opinions*. Dotychczasowe publikacje dotyczące *fairness opinions* jedynie w niewielkim stopniu poruszały je w kontekście wezwań na polskim rynku kapitałowym i brakowało w nich precyzyjnych analiz. Biorąc pod uwagę szybko zmieniający się świat finansów, należy zwrócić również szczególną uwagę na fakt, że dotychczas przedstawiane konkluzje mogły ulec dezaktualizacji.

Celem niniejszej pracy jest poznanie popularności *fairness opinions* w kontekście wezwań do sprzedaży akcji na polskim rynku kapitałowym, wskazanie głównych podmiotów zajmujących się ich wydawaniem oraz zbadanie wpływu *fairness opinions* na oferowane premie. Powyższy cel został osiągnięty poprzez przeprowadzenie analizy danych dotyczących wezwań na akcje na polskim rynku kapitałowym. Analizy dokonano na podstawie publicznie dostępnych danych dla wezwań ogłoszonych od 1 stycznia 2016 roku do 31 grudnia 2021 roku (na podstawie raportów bieżących spółek, na których akcje ogłoszono wezwania).

Analiza wskazała na rosnącą popularność *fairness opinions* w porównaniu z wcześniej publikowanymi badaniami. Zarządy szczególnie cenią sobie opinie ekspertów w przypadku największych transakcji na polskim rynku kapitałowym. Rynek *fairness opinions* jest mocno skoncentrowany, większość z nich została wydana przez trzy podmioty.

Angażowanie międzynarodowych banków inwestycyjnych jest zjawiskiem rzadkim, jednak spotykanym przy okazji największych transakcji. Ostateczna premia oferowana w wezwaniach, w których zarząd zdecydował się zlecić sporządzenie *fairness opinion*, jest średnio wyższa niż w wezwaniach bez jego zasięgnięcia, jednak różnica ta nie jest istotna ze statystycznego punktu widzenia.

**Keywords:**

tender offers, fairness opinion, capital market, stock exchange, mergers and acquisitions

**Abstract:** The Act on Public Offering imposed a requirement on the management boards of publicly traded companies to present their statement on the announced tender offers. The management board has the possibility to engage a third party to assess the financial terms in the tender offer. These assessments are customarily called fairness opinions. The previous publications on fairness opinions only to a small extent dealt with those in the context of tender offers on the Polish capital market, they lacked detailed analyses, and, moreover, taking into account the rapidly changing finance world, the presented conclusions may have become obsolete.

The purpose of this study is to learn about the popularity of fairness opinions in the context of tender offers on the Polish capital market, the main advisors involved in issuing them, and their importance for the offered premia. The abovementioned goal was achieved by analyzing data on tender offers on the Polish capital market. The analysis was performed on the basis of publicly available data for tender offers announced in the period from 1 January 2016 to 31 December 2021 (based on current reports of the companies on which tender offers were announced). The analysis showed the growing popularity of fairness opinions compared to previously published studies. Management boards especially appreciate the expert opinions in the case of the largest transactions on the Polish capital market. The fairness opinion market is highly concentrated, most of them were issued by three entities. Engaging international investment banks is rare but recorded in case of top transactions. The ultimate premium offered in tender offers in which management decided to mandate a third party to prepare fairness opinion is on average higher than in tender offers without fairness opinion, however the difference is not statistically significant.

**JEL:**

G10, G24, G30, G34

## Wprowadzenie

W ostatnich latach na polskim rynku kapitałowym można zaobserwować trend wycofywania z obrotu giełdowego większej liczby spółek, niż pojawia się ich na nim w wyniku przeprowadzania pierwszych ofert publicznych (Initial Public Offering – IPO) [Parkiet, 2020]. Wyjątkiem jest rok 2021, podczas którego trwała covidowa hossa wy-

nikająca z niespotykanej dotychczas ekspansywnej polityki pieniężnej banków centralnych, skutkująca rekordowymi wycenami spółek chcących pozyskać kapitał.

Na mocy ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych [Ustawa, 2005], zarząd spółki, na której akcje ogłoszono wezwanie, jest zobowiązany do przekazania swojego stanowiska dotyczącego wezwania. W ramach prac nad sformułowaniem swojego stanowiska zarząd może dodatkowo zlecić przygotowanie zewnętrznemu podmiotowi (doradcy) opinii na temat finansowych warunków transakcji (*fairness opinion*).

Dotychczasowe publikacje, w szczególności te dotyczące polskiego rynku kapitałowego, nie poruszają niektórych istotnych aspektów. Omawiają one *fairness opinion* w sposób ogólny, opisowy oraz teoretyczny, natomiast brakuje analiz, które pokazywałyby ich charakterystykę oraz znaczenie w przypadku wezwań. W związku z powyższym niniejszy artykuł ma na celu uzupełnić w pewnym stopniu tę lukę.

## Teoretyczne aspekty *fairness opinion*

*Fairness opinion* stanowi niezależną opinię na temat godziwości warunków finansowych proponowanych w transakcjach. Jest ona wydawana przez bank inwestycyjny bądź inną firmę doradczą zazwyczaj na zlecenie zarządu spółki będącej przedmiotem rzeczonyj transakcji.

Historia pierwszych *fairness opinions* jest znacznie dłuższa od historii Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie. Szacuje się, że okres ich popularyzacji przypada na lata 80. XX w., kiedy w Stanach Zjednoczonych zaczęto coraz częściej oraz na większą skalę wykorzystywać te instrumenty. Za punkt przełomowy, który stworzył powszechne zapotrzebowanie na *fairness opinions* w transakcjach fuzji i przejęć, uznaje się orzeczenie wydane przez Sąd Najwyższy w Delaware (sprawa Smith vs. Van Gorkom). Było to orzeczenie rewolucyjne oraz budzące wiele kontrowersji. Sprawa ta dotyczyła proponowanego wykupu lewarowanego (Leveraged buyout – LBO) TransUnion przez Marmon Group. Jerome Van Gorkom, będący pozwanym w sprawie prezesem oraz CEO TransUnion, zaakceptował ofertę przedstawioną przez Marmon Group. Nie rozważył dwóch pozostałych ofert ani nie zasięgnął opinii zewnętrznego doradcy finansowego. Swoje stanowisko poparł własnymi, nierzetelnymi analizami bez określania wewnętrznej wartości akcji przedsiębiorstwa. Sąd uznał, że zarząd spółki mimo działania w dobrej wierze (zapropionowana cena przewyższała kurs giełdowy akcji o niemal 50%) nie dochował należytej staranności oraz pociągnął go do odpowiedzialności. Uznano również, że w przypadku zasięgnięcia opinii od zewnętrznego i niezależnego doradcy finansowego zarząd wywiązałby się ze swoich obowiązków wobec akcjonariuszy [Giuffra, 1986, s. 119–141; Carney, 1992, s. 523–540]. Orzeczenie to uznaje się za punkt zwrotny dla

znaczenia *fairness opinions* w transakcjach M&A. Od tego momentu dokumenty te zaczęły odgrywać coraz istotniejszą rolę oraz znalazły szereg różnych zastosowań.

Jak zasygnalizowano wcześniej, *fairness opinion* stanowi niezależną opinię na temat finansowych warunków transakcji. Wydawane są one zazwyczaj w przypadku, gdy dochodzi do wezwań do zapisywania się na sprzedaż akcji, wykupów lewarowanych, wycofywania akcji spółek z publicznego obrotu, wydzielania istotnych aktywów ze spółek, ale również w związku z przeprowadzaniem procesów restrukturyzacyjnych skutkujących podziałem bądź łączeniem się spółek [Puławski, 2014, s. 747–749]. Mimo wykorzystywania *fairness opinions* w kontekście transakcji zarówno na rynku publicznym, jak i niepublicznym, to wiedza na temat tych drugich jest mocno ograniczona. Wynika to z faktu, że na podmiotach, które decydują się na zasięgnięcie opinii w związku z transakcjami na rynku niepublicznym nie spoczywa obowiązek ich rozpowszechniania, w przeciwieństwie do opinii dotyczących transakcji na rynku publicznym.

W przypadku ogłoszenia wezwania do sprzedaży akcji zarząd spółki, na której akcje ogłoszono wezwanie, jest zobligowany na mocy art. 80 Ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych do zajęcia swojego stanowiska dotyczącego wezwania wraz z podaniem jego podstaw. Stanowisko zarządu ma zdeterminować między innymi to, czy cena zaproponowana przez wzywającego odpowiada wartości godziwej spółki. Zaoferowanie ceny za akcję nie niższej od prawnie wymaganej nie oznacza zarazem, że jest ona równoważna jej wartości godziwej. Rozbieżności pomiędzy tymi dwoma wartościami mogą wynikać z szeregu czynników, wśród których należy wymienić między innymi sentymenty rynkowe, asymetrię informacji czy ograniczoną płynność danego waloru. Ponadto należy zaznaczyć, że zgodnie z ustawą notowania akcji nie mogą być jedynym miernikiem ich wartości. Wobec powyższego ustawa przewiduje możliwość, lecz nie obowiązek, zasięgnięcia opinii u podmiotu zewnętrznego na temat zaoferowanej ceny. Jednak jeżeli zarząd spółki zdecyduje się na takie rozwiązanie, owa opinia podlega obligatoryjnemu przekazaniu do publicznej wiadomości.

Chociaż ustawa o ofercie przewiduje możliwość zaangażowania podmiotu zewnętrznego wobec spółki w celu wydania opinii dotyczącej godziwości proponowanych warunków finansowych, ona sama w żaden sposób nie podlega dalszej regulacji. Zwyczajowo przyjmuje się, że opinia wydawana przez wyspecjalizowanego doradcę finansowego przybiera formę listu skierowanego do podmiotu go zlecającego, co do zasady do jego zarządu. Jest ona sporządzana według stanu wiedzy na datę jej wydania, a proponowane warunki są analizowane przeważnie z perspektywy akcjonariusza mniejszościowego. *Fairness opinion* nie stanowi formalnie wyceny spółki objętej wezwaniem. Dlatego też wnioski zawarte w opinii dotyczą jedynie tego, czy proponowana cena jest godziwa, czy też nie. Nie zawiera ona danych liczbowych dotyczących wartości punktowych bądź przedziałów wartości akcji spółki, na podstawie których doradca opierał

swoje konkluzje. Powstały dokument nie stanowi również badania lub też wniosków z badania *due diligence*. Zawarte konkluzje firmy doradczej są oparte zarówno na udostępnionych przez spółkę informacjach niepublicznych, jak i ogólnodostępnych danych. Przygotowana w taki sposób opinia zawiera szereg wyłączeń oraz zastrzeżeń. Jedno z najważniejszych zastrzeżeń stanowi to dotyczące funkcji celu. Doradca zastrzega, że opinia odnosi się jedynie do adekwatności finansowych warunków transakcji, lecz nie stanowi ona jakiegokolwiek rekomendacji dla akcjonariuszy do podejmowania na jej podstawie decyzji inwestycyjnych (odpowiedzialność firmy doradczej wobec nich jest wyłączona).

Dobłą praktyką przy wyborze firmy doradczej mającej sporządzić opinię jest wyłączenie biegłego rewidenta, jak również innych firm świadczących istotne usługi doradcze dla spółki, celem uniknięcia konfliktu interesów. Ponadto wynagrodzenie otrzymane przez firmy doradcze za przygotowanie *fairness opinion*, aby nie rzutowało na ich niezależność oraz bezstronność, nie powinno zależeć w najmniejszym stopniu od powodzenia bądź niepowodzenia wezwania, a także od jakichkolwiek innych czynników. W związku z powyższym wynagrodzenie winno zostać ustalone na z góry określonym poziomie. Nadto, wszelkie konflikty interesów powinny zostać ujawnione w treści opinii.

*Fairness opinion* przygotowana jest z perspektywy obecnych akcjonariuszy spółki objętej wezwaniem, ponieważ jedną z jej głównych ról jest zmniejszenie asymetrii informacji pomiędzy akcjonariuszami a zarządem spółki. Szczególnie istotne znaczenie ma to w przypadku drobnych akcjonariuszy mniejszościowych, w tym inwestorów indywidualnych. Posiadają oni na ogół stosunkowo mniejsze możliwości i kompetencje do samodzielnego określenia godziwości zaoferowanych warunków niż inwestorzy instytucjonalni. O ile pozytywna opinia na temat warunków finansowych niekoniecznie musi świadczyć o tym, że dany akcjonariusz powinien odpowiedzieć na wezwanie, o tyle w przypadku negatywnej opinii może ona podawać pod wątpliwość sens składania zapisów w takim wezwaniu. Wynika to z faktu, iż celem opinii nie jest przedstawienie rekomendacji, czy akcjonariusze byłiby w stanie uzyskać lepszą bądź wyższą ofertę za swoje akcje, lecz stwierdzenie czy proponowane warunki są uczciwe, biorąc pod uwagę szereg przyjętych założeń.

Drugą grupą bezpośrednio odnoszącą korzyści z zasięgnięcia opinii dotyczącej godziwości warunków w wezwaniu są same zarządy spółek. Opinia w takiej sytuacji pełni funkcję wspomagania procesu podejmowania decyzji przez zarząd. Powierzenie sporządzenia *fairness opinion* niezależnemu podmiotowi sprawia, że działania zarządu są postrzegane jako postępowanie w dobrej wierze oraz z należytą starannością, a zarazem wywiązywanie się ze swoich obowiązków wobec akcjonariuszy. Członkowie zarządu mogą nie posiadać odpowiedniego przygotowania merytorycznego, aby samodzielnie móc ocenić godziwość zaproponowanych warunków. Ponadto może zdarzyć się, że interes członków zarządu stoi w sprzeczności z interesem akcjonariuszy. Dlatego też zasięgnięcie opinii u bezstronnego specjalisty pozwala uzyskać profesjonalny oraz niezależny osąd,

który poprawia wizerunek ładu korporacyjnego spółki w oczach uczestników rynku. Dodatkowo dzięki temu instrumentowi ryzyko osobistej odpowiedzialności członków zarządu na wypadek potencjalnie wytoczonego procesu sądowego może w istotny sposób zostać zmitygowane.

Oprócz wspomnianych dwóch podstawowych zadań *fairness opinion* może pełnić szereg funkcji pobocznych. Wśród nich można wyróżnić choćby funkcję perswazyjną. Wydanie opinii przez niezależnego, cieszącego się renomą i autorytetem, doradcę może zachęcić bądź zniechęcić (w zależności od wniosków zawartych w opinii) akcjonariuszy do odpowiedzenia na wezwanie. Opinia może mieć również funkcję dowodową, która jest bezpośrednio związana z funkcją ograniczania odpowiedzialności członków zarządu. W przypadku wszczęcia postępowania sądowego może ona stanowić istotny materiał dowodowy w sprawie. Puławski [2014, s. 751] wspomina o jeszcze jednej istotnej wtórnej funkcji *fairness opinion*, którą jest jej cenotwórczość. W przypadku wydania przez doradcę pozytywnej opinii może ona prowadzić do utrwalenia bieżącego kursu akcji jako tego, który jest postrzegany przez ekspertów za odpowiadający bieżącej sytuacji spółki. Natomiast w sytuacji wydania negatywnej opinii może ona skutkować istotną zwyżką kursu w związku z oczekiwaniem na potencjalne podniesienie ceny w wezwaniu na akcje.

Pomimo niewątpliwych zalet, jakie niesie z sobą zasięgnięcie *fairness opinion* u niezależnego doradcy, nie jest ona pozbawiona wad. Do jej istotnych ograniczeń można zaliczyć choćby to, że jest ona wydawana na konkretny dzień. W związku z tym aktualność wniosków w niej zawartych jest zawężona. Pod wpływem nowych informacji konkluzje w niej zawarte mogą ulec dezaktualizacji. Warto również zauważyć, że *fairness opinion* stanowi opinię jedynie na temat finansowych warunków transakcji. Nie są w niej uwzględniane inne, równie istotne aspekty, takie jak kwestie regulacyjne, prawne, podatkowe czy środowiskowe, mogące mieć zasadnicze znaczenie dla realizacji transakcji. Należy pamiętać również, że wystawiona opinia nie stanowi w żadnym wypadku rekomendacji inwestycyjnej (kwestia ta każdorazowo uregulowana jest w zastrzeżeniach i ograniczeniach opinii). Nie jest ona w stanie odpowiedzieć inwestorowi, czy oferowane przez wzywającego warunki są bezapelacyjnie najlepsze, jakie zdołałby uzyskać, a jedynie stwierdzić ich godziwość. Jednakże opinia może niewątpliwie w pewnym stopniu ułatwić podjęcie decyzji akcjonariuszom. Ostatni, choć nie mniej ważny aspekt, który należy poruszyć, to subiektywność wniosków zawartych w opinii. Doradca, przygotowując *fairness opinion*, musi podjąć wiele kluczowych, acz subiektywnych decyzji, tj. wybrać odpowiednią metodę oszacowania wartości akcji, a następnie przyjmując wiele istotnych założeń na potrzeby danej metody (np. kwestie dotyczące prognoz, stopy dyskonta, doboru spółek porównywalnych), które zasadniczo warunkują otrzymane wyniki [Davidoff, 2006, s. 1557–1625]. Nierzadko w opinii pojawia się właśnie zapis o jej subiektywności, jak również o tym, że inny podmiot sporządzający taką opinię mógłby dojść do innych wniosków.

## Fairness opinions wystawione w kontekście wezwań do sprzedaży akcji

Na potrzeby niniejszego artykułu przeanalizowano wezwania pomiędzy 1 stycznia 2016 r. a 31 grudnia 2021 r. na polskim rynku kapitałowym. Z analizy zostały wyłączone te, które dotyczyły skupu akcji własnych spółek, jak również wezwania na akcje spółek, których podstawowym miejscem obrotu nie była warszawska giełda (notowania w formule tzw. dual-listingu bądź cross-listingu). W tabeli 1 przedstawiono podsumowanie ilościowego ujęcia wezwań do sprzedaży akcji na polskim rynku kapitałowym oraz wystawionych na ich potrzeby *fairness opinions*.

**Tabela 1** Wezwania do sprzedaży akcji na polskim rynku kapitałowym wraz z wystawionymi na ich potrzeby *fairness opinions* w ujęciu ilościowym

Rok	2016	2017	2018	2019	2020	2021	RAZEM
Liczba wezwań	31	31	24	27	34	25	172
Liczba fairness opinions	11	11	6	9	14	4	55
liczba pozytywnych opinii	4	11	4	9	14	3	45
liczba negatywnych opinii	7	0	2	0	0	1	10
% liczby wezwań z wystawionym fairness opinion	35,5	35,5	25,0	33,3	41,2	16,0	32,0

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów bieżących spółek.

We wskazanym okresie dokonano 172 wezwań na akcje podmiotów publicznych (pełna lista wezwań wraz z pozostałymi istotnymi danymi została zawarta w załączniku do niniejszego artykułu). Na potrzeby tych wezwań wystawiono łącznie 55 *fairness opinions*. Na podstawie tych dwóch wartości można zauważyć, że w niemal co trzecim wezwaniu zarząd zdecydował się na zasięgnięcie opinii na temat finansowych warunków wezwania. Jest to wartość niemal trzy razy wyższa, niż ta otrzymana w badaniach przeprowadzonych na podstawie wezwań pomiędzy 24 października 2005 r. a 30 maja 2016 r. [Puławski, 2016, s. 454–455]. Wskazuje to na rosnące zainteresowanie profesjonalnymi opiniami w przypadku podejmowania istotnych decyzji transakcyjnych na rynku publicznym. Świadczyć to może o coraz większej dojrzałości polskiego rynku kapitałowego, jak również o przywiązywaniu większej wagi do zagadnień ładu korporacyjnego. Można także odnotować, że w większości wydawano opinie pozytywne (około 80% wszystkich opinii).

Zasadnym wydaje spojrzenie również na wartościowy charakter wezwań oraz powiązanych z nimi *fairness opinions*. W tabeli 2 przedstawiono podsumowanie wartościowego ujęcia wezwań do sprzedaży akcji na polskim rynku kapitałowym oraz wystawionych na ich potrzeby *fairness opinions*.

Na podstawie powyższych danych można zauważyć istotną rozbieżność pomiędzy ilościowym a wartościowym pokryciem wezwań za pomocą *fairness opinion*. Mimo że średnio są wydawane jedynie w przypadku co trzeciej transakcji, są w stanie pokryć przeszło 80% wartości wszystkich ogłoszonych wezwań. Wskazuje to, że zarządy spółek objętych wezwaniem są skłonne częściej poszukiwać wsparcia u niezależnych ekspertów w przypadku gdy wartość transakcji opiewa na wysokie jak na polski rynek kwoty. Szczegółowe rozbieżności wezwań oraz odpowiadających im *fairness opinions* w podziale na wartość wezwania zostało zaprezentowane w tabeli 3.

**Tabela 2** Wezwania do sprzedaży akcji na polskim rynku kapitałowym wraz z wystawionymi na ich potrzeby *fairness opinions* w ujęciu wartościowym (mln PLN)

Rok	2016	2017	2018	2019	2020	2021	RAZEM
Wartość wezwań z wydanym FO	5 484	5 888	3 150	9 838	13 045	650	38 055
Wartość wezwań ogółem	6 946	8 827	4 632	11 619	14 017	1 045	47 087
% wartości wezwań z wystawionym <i>fairness opinion</i>	79,0	66,7	68,0	84,7	93,1	62,2	80,8

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów bieżących spółek.

**Tabela 3** Liczba wezwań oraz wydanych *fairness opinions* w podziale na wartość wezwania

Wartość wezwania	Liczba <i>fairness opinions</i>	Liczba wezwań	% wezwań z wystawionymi <i>fairness opinions</i>
do 50 mln PLN	17	98	17,3
od 50 mln PLN do 100 mln PLN	6	19	31,6
od 100 mln PLN do 250 mln PLN	11	25	44,0
od 250 mln PLN do 500 mln PLN	5	11	45,5
od 500 mln PLN do 1 mld PLN	7	9	77,8
powyżej 1 mld PLN	9	10	90,0

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów bieżących spółek.

Opierając się na danych przedstawionych w tabeli powyżej, można zauważyć istotne zróżnicowanie częstotliwości wykorzystywania *fairness opinion* ze względu na wartość transakcji. W przypadku wezwań, które opiewają na stosunkowo niskie kwoty (tj. do 50 mln PLN), zarządy są najmniej skłonne do zasięgnięcia opinii u zewnętrznych doradców. Decydują się one na zamówienie takiego dokumentu jedynie w co piątym takim wezwaniu. Jednak ze wzrostem wartości potencjalnej transakcji rośnie skłonność zarządów do zlecenia przygotowania opinii dotyczącej godziwości proponowanych warunków finansowych. W razie dużych wezwań (tj. po przekroczeniu wartości wezwania w wysokości 500 mln PLN) sporządzanie *fairness opinion* można uznać za normę. Miało



to miejsce w 16 z 19 przypadków. Wskazuje to na większą rolę ładu korporacyjnego wśród największych polskich spółek publicznych, jak również na możliwość ponoszenia przez nie wyższych nakładów finansowych mających na celu jego wsparcie. Tym niemniej należy pamiętać, że zdecydowana większość wezwań na polskim rynku nie przekracza wartości 50 mln PLN.

W tabeli 4 zamieszczono dane dotyczące liczby wezwań oraz wydanych *fairness opinions* w podziale na podmioty, które posiadały akcje spółki celu oraz te, które ich nie posiadały w momencie ogłoszenia wezwania.

**Tabela 4** Liczba wezwań oraz wydanych *fairness opinions* w podziale na to, czy wzywający posiadał akcje spółki celu w momencie ogłoszenia wezwania

	Liczba <i>fairness opinions</i>	Liczba wezwań	% wezwań z wystawionymi <i>fairness opinions</i>
Wzywający posiadał akcje spółki	36	137	26,3
Wzywający nie posiadał akcji spółki	19	35	54,3

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów bieżących spółek.

Na podstawie powyższych danych można zauważyć, że w przypadku, gdy wezwanie było ogłaszane przez podmiot dotychczas nieposiadający akcji w spółce celu, zarząd przeszło dwa razy częściej decydował się na zasięgnięcie opinii u zewnętrznego doradcy na temat proponowanych warunków finansowych. W takiej sytuacji zarząd zlecał sporządzenie *fairness opinion* w ponad połowie przypadków. Zdecydowanie rzadziej sięgał po takie rozwiązanie, gdy wzywający w momencie ogłoszenia wezwania był już obecny w akcjonariacie spółki.

Historycznie na rynkach globalnych wydawanie *fairness opinion* było domeną banków inwestycyjnych. Tabela 5 podsumowuje największe podmioty w sporządzaniu takich opinii w kontekście wezwań na polskim rynku kapitałowym w latach 2016–2021.

Analiza przedstawionych danych wskazuje, że rynek pod względem wydanej liczby *fairness opinion* jest mocno skoncentrowany. Zestawienie to zostało zdominowane przez firmy z tzw. wielkiej czwórki. Aż blisko połowa opinii na polskim rynku została wydana przed dwa podmioty wchodzące w jej skład, tj. KPMG oraz Deloitte. Na kolejnym miejscu znalazła się firma doradcza Grant Thornton. Żaden z pozostałych podmiotów nie przekroczył liczby dwóch opinii w ciągu sześciu analizowanych lat. Próżno również szukać w tym zestawieniu renomowanych, międzynarodowych banków inwestycyjnych. Wynagrodzenia, których oczekują takie podmioty, mogą być zaporowe dla większości spółek z warszawskiej giełdy. Jednakże nie oznacza to wcale, że takowych nie było. W przypadku wezwania ogłoszonego na akcje polskiego operatora telekomunikacyjnego Play Communications zarząd zdecydował się powierzyć sporządzenie *fairness opinion* bankowi J.P. Morgan. Było to „najdroższe” wezwanie w badanym okresie.

Banki oraz butiki inwestycyjne znacznie większe zainteresowanie wykazują topowymi transakcjami na rynku publicznym. Były one w stanie, wydając średnio co piątą opinię, pokryć ponad 60% *fairness opinions* w ujęciu wartościowym.

**Tabela 5** Doradcy z największą liczbą wydanych *fairness opinion* w latach 2016–2021

Nazwa firmy doradczej	Liczba wydanych <i>fairness opinions</i>	Udział (w %)
KPMG	13	24
Deloitte	11	20
Grant Thornton	5	9
mInvestment Banking	2	4
Ipopema Securities	2	4
Lex Terra	2	4
PGA	2	4
PwC	2	4
Rothschild	2	4
Trigon	2	4
Rubicon Partners	2	4
Pozostałe firmy	10	18
<b>RAZEM</b>	<b>55</b>	<b>100</b>

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów bieżących spółek.

## Premia oferowana w wezwaniach z *fairness opinion*

Na potrzeby zbadania premii oferowanych w wezwaniach przyjęto, że stanowić będzie ona tę część ceny, która nie jest wymagana literą prawa. Kwestia minimalnych cen oferowanych w wezwaniu została uregulowana w art. 79 Ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych. Według regulacji prawnych wzywający nie może zaoferować ceny za akcję niższej od:

- 1) średniej arytmetycznej ze średnich, dziennych cen ważonych wolumenem obrotu z okresu 6 miesięcy poprzedzających ogłoszenie;
- 2) średniej arytmetycznej ze średnich, dziennych cen ważonych wolumenem obrotu z okresu 3 miesięcy poprzedzających ogłoszenie (w przypadku wezwania skutkującego przekroczeniem progu 66% ogólnej liczby głosów);
- 3) najwyższej zaoferowanej ceny w okresie 12 miesięcy przed ogłoszeniem wezwania przez podmiot wzywający, podmioty od niego zależnego bądź wobec niego do-

minujące, jak również przez podmioty będące stronami zawartego porozumienia [Ustawa, 2005].

Wobec powyższego premia w wezwaniu została obliczona zgodnie z poniższym wzorem:

$$\text{Premia w wezwaniu} = \frac{\text{cena w wezwaniu}}{\text{najniższa możliwa cena}} - 1$$

Na potrzeby niniejszego badania przeanalizowano wezwania na polskim rynku kapitałowym od 1 stycznia 2016 r. do 31 grudnia 2021 r. Z badania zostały wyłączone wezwania:

- dotyczące skupu akcji własnych;
- ogłoszone na akcje spółek, których podstawowym miejscem obrotu nie była warszawska giełda;
- mające na celu nabycie pakietu stanowiącego poniżej 10% udziału w kapitale własnym spółki;
- w ramach których nie doszło do zawarcia żadnych transakcji.

We wskazanym okresie dokonano 124 wezwań na akcje spółek publicznych spełniających powyższe kryteria. W tabeli 6 przedstawiono podsumowanie wyników analizy średnich premii oferowanych w wezwaniach do sprzedaży akcji na polskim rynku kapitałowym, w podziale na wezwania z oraz bez wystawionego *fairness opinion*.

**Tabela 6 Średnie premie oferowane w wezwaniach**

	Wezwanie bez wystawionego <i>fairness opinion</i>	Wezwanie z wystawionym <i>fairness opinion</i>
Pierwotna premia	8,5%	9,7%
Ostateczna premia	12,6%	17,2%
Różnica	4,1 p.p.	7,5 p.p.

Źródło: opracowanie własne na podstawie raportów bieżących spółek.

Pierwotna premia w wezwaniu została skalkulowana na podstawie pierwotnej ceny zaofertowanej przed podmiot wzywający, natomiast ostateczna premia na podstawie finalnej ceny w wezwaniu, tj. po ewentualnym jej podniesieniu przez wzywającego. Na podstawie przedstawionych w tabeli danych można zauważyć, że pierwotne premie w wezwaniach były na zbliżonym poziomie. W obu wariantach wynosiły one między 8,5% a 10% z nieznaczną korzyścią wezwań, na które ostatecznie nie zdecydowano się zasięgnąć opinii doradcy. W wyniku podnoszenia cen w wezwaniach sytuacja uległa zmianie. Ostateczne premie otrzymane przez akcjonariuszy badanych spółek były o niemal pięć punktów procentowych wyższe w wypadku wystawienia *fairness opinion*, aniżeli jej braku. Wynosiły one odpowiednio około 17% oraz 12,5%.

W celu wykazania statystycznej istotności różnicy pomiędzy średnimi premiami posłużono się testem dla dwóch średnich. Wartość statystyki testującej wyniosła 1,03 i przy poziomie istotności wynoszącym 5% nie przekroczyła wartości krytycznej. W związku z tym nie ma podstaw do odrzucenia hipotezy zerowej mówiącej o braku istotnej różnicy pomiędzy tymi średnimi. Na podstawie powyższego należy skonkludować, że ze statystycznego punktu widzenia *fairness opinion* nie wpływa na oferowanie wyższych premii dla akcjonariuszy w wezwaniach.

## Zakończenie

Przeprowadzone badania wykazały, że w latach 2016–2021 zarządy decydowały się zaangażować doradcę w celu wystawienia *fairness opinion* średnio w co trzecim wezwaniu. Mimo wciąż relatywnie niskiej liczby wydanych opinii były one w stanie pokryć ponad 80% wartości ogłoszonych wezwań. Wskazuje to wyraźnie na większe zainteresowanie takimi opiniami w przypadku największych transakcji (tj. powyżej 500 mln PLN) na polskim rynku kapitałowym. *Fairness opinion* na rynku globalnym stanowi domenę największych, najbardziej renomowanych, międzynarodowych banków inwestycyjnych. Z uwagi na niewielką w skali globalnej wartość polskiej giełdy, wydawanie *fairness opinion* w Polsce przez takie banki jest zjawiskiem rzadkim. W tym aspekcie dominują firmy z tzw. wielkiej czwórki, jak również inne mniejsze firmy doradcze. Analizy wskazały, że akcjonariusze spółek, które zdecydowały się zlecić przygotowanie *fairness opinion*, otrzymywali średnio wyższe premie w wezwaniach niż w przypadku jej braku, choć różnica ta nie była statystycznie istotna.

Można przypuszczać, że przyszłość *fairness opinions* rysuje się w jasnych barwach. Ma to swoje podłoże m.in. w stale rosnącej popularności haseł związanych z ESG (Environment, Social, Governance), których ład korporacyjny jest częścią. Poprzez wykorzystywanie narzędzia w postaci *fairness opinion*, zarząd stara się pokazać, że jego działania są podyktowane myślą o wszystkich akcjonariuszach spółki oraz ich najlepszym interesem. Podejmowane działania ograniczają asymetrię informacji, a tym samym zmniejszają sceptycyzm wśród mniejszościowych inwestorów. Taka postawa zarządu powinna przyczynić się do pokładania większego zaufania wobec zarządu spółki w obliczu podejmowania kolejnych zasadniczych decyzji dotyczących przedsiębiorstwa w przyszłości.

## Bibliografia

- Carney W.J. (1992), *Fairness Opinions: How fair are they and why we should do nothing about it*, „Washington University Law Review”, [https://openscholarship.wustl.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1845&context=law\\_lawreview](https://openscholarship.wustl.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1845&context=law_lawreview) (dostęp: 02.05.2022).
- Davidoff S.M. (2006), *Fairness Opinions*, „American University Law Review”, <https://digitalcommons.wcl.american.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1085&context=aulr> (dostęp: 02.05.2022).
- Giuffra R. (1986), *Investment Bankers' Fairness Opinions in Corporate Control Transactions*, „Yale Law Journal”, [https://openyls.law.yale.edu/bitstream/handle/20.500.13051/16442/13\\_96YaleLJ119\\_November1986\\_.pdf?sequence=2](https://openyls.law.yale.edu/bitstream/handle/20.500.13051/16442/13_96YaleLJ119_November1986_.pdf?sequence=2) (dostęp: 02.05.2022).
- Parkiet (2020), *W tym roku na GPW może paść smutny rekord*, <https://www.parkiet.com/firmy/art19795221-w-tym-roku-na-gpw-moze-pasc-smutny-rekord> (dostęp: 02.05.2022).
- Puławski M. (2014), *Fairness opinion w przypadku publicznych wezwań do sprzedaży akcji spółek giełdowych w Polsce w okresie 2008 – I kwartał 2014*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia”, [https://wneiz.univ.szczecin.pl/nauka\\_wneiz/frfu/67-2014/FRFU-67-747.pdf](https://wneiz.univ.szczecin.pl/nauka_wneiz/frfu/67-2014/FRFU-67-747.pdf) (dostęp: 02.05.2022).
- Puławski M. (2016), *Fairness opinion jako instrument wsparcia zarządów spółek w przygotowaniu stanowiska w sprawie publicznych wezwań do sprzedaży akcji spółek giełdowych w Polsce*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia”, <https://wnus.edu.pl/frfu/file/article/view/11362.pdf> (dostęp: 02.05.2022).
- Raporty bieżące spółek objętych wezwaniem.
- Ustawa (2005), Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz.U. 2005 nr 184 poz. 1539), <https://isap.sejm.gov.pl/isap.nsf/DocDetails.xsp?id=WDU20051841539> (dostęp: 02.05.2022).

## Załącznik 1 Podsumowanie wezwań do sprzedaży akcji w okresie od 1 stycznia 2016 roku do 31 grudnia 2021 roku

Dł	Data ogłoszenia wezwania	Pakiet objęty wezwaniem	Pakiet wywołujący wezwaniem	Podmiot objęty wezwaniem	Cena zaofertowana w wezwaniu	Minimalna, prawnie wymagana cena	Ostatczna cena w wezwaniu	Wyświetlenie fairness opinion	Wyświetlenie fairness opinion	Rodzaj opinii
1	30.12.2021	4%	96%	i2 Development S.A.	11,50	11,25	11,50	Nie	nd.	nd.
2	21.12.2021	25%	75%	Gi Group Poland S.A.	1,45	1,25	1,45	Nie	nd.	nd.
3	08.12.2021	34%	66%	Atrem S.A.	2,30	2,24	2,30	Nie	nd.	nd.
4	02.11.2021	45%	55%	Izoblok S.A.	50,41	41,47	50,41	Nie	nd.	nd.
5	14.10.2021	16%	84%	Procad S.A.	1,80	1,70	2,10	Nie	nd.	nd.
6	13.10.2021	36%	64%	Mediacap S.A.	3,25	2,71	3,50	Nie	nd.	nd.
7	11.10.2021	53%	47%	Fabryka Obrabiarek RAFAMET S.A.	17,21	16,56	17,21	Nie	nd.	nd.
8	07.10.2021	22%	78%	PTS Plast-Box S.A.	2,40	2,13	2,70	Nie	nd.	nd.
9	22.09.2021	0%	55%	AUGA group AB	2,38	2,27	2,38	Nie	nd.	nd.
10	21.09.2021	35%	65%	Zakłady Przemysłu Cukierniczego „Otmuchów” S.A.	3,63	3,05	3,63	Tak	TPA	Pozytywna
11	19.08.2021	26%	74%	Radpol S.A.	3,00	2,86	3,00	Nie	nd.	nd.
12	05.08.2021	100%	0%	PGS Software S.A.	15,75	14,57	18,00	Tak	Grant Thornton	Pozytywna
13	05.08.2021	40%	60%	Fabryki Sprzętu i Narzędzi Górnictwowych Grupa Kapitałowa Fasing S.A.	12,46	11,91	12,46	Tak	Lex Terra	Pozytywna
14	27.07.2021	0%	54%	Izoblok S.A.	50,41	41,21	50,41	Nie	nd.	nd.
15	08.07.2021	45%	55%	Swissmed Centrum Zdrowia S.A.	10,94	8,85	10,94	Nie	nd.	nd.
16	06.07.2021	36%	64%	Mediacap S.A.	2,70	2,32	3,25	Nie	nd.	nd.
17	17.06.2021	0%	66%	Archicom S.A.	25,30	23,16	25,30	Nie	nd.	nd.
18	08.06.2021	63%	37%	Radpol S.A.	3,00	2,57	3,00	Nie	nd.	nd.

Id	Data ogłoszenia wezwania	Pakiet objęty wezwaniem	Pakiet wzywającego	Podmiot objęty wezwaniem	Cena zaofertowana w wezwaniu	Minimalna, prawnie wymagana cena w wezwaniu	Ostateczna cena w wezwaniu	Wystawienie fairness opinion	Wydawca fairness opinion	Rodzaj opinii
19	26.03.2021	0%	49%	T-Bull S.A.	30,60	27,23	30,60	Nie	nd.	nd.
20	15.03.2021	49%	51%	Work Service S.A.	1,45	0,62	1,45	Nie	nd.	nd.
21	02.03.2021	17%	55%	Zakłady Magnezytowe Ropczyce S.A.	26,73	23,90	26,73	Nie	nd.	nd.
22	12.02.2021	100%	0%	Biurowa Inwestycji Kapitalowych S.A.	14,50	13,32	22,30	Tak	KPMG	Negatywna
23	08.02.2021	0%	66%	Novavis Group S.A.	1,84	1,82	1,84	Nie	nd.	nd.
24	04.02.2021	16%	50%	Arteria S.A.	4,48	4,07	4,48	Nie	nd.	nd.
25	04.02.2021	62%	4%	Impera Capital S.A.	1,92	1,48	1,92	Nie	nd.	nd.
26	15.01.2021	0%	56%	Larq S.A.	2,06	1,90	2,06	Nie	nd.	nd.
27	28.12.2020	20%	80%	e-Muzyka S.A.	3,94	3,78	3,94	Nie	nd.	nd.
28	23.12.2020	34%	66%	Netia S.A.	4,80	4,35	4,80	Tak	PwC	Pozytywna
29	23.12.2020	25%	41%	Poznańska Korporacja Budowlana PEKABEX S.A.	13,86	13,59	13,86	Nie	nd.	nd.
30	12.12.2020	15%	85%	Impel S.A.	13,00	10,31	13,00	Nie	nd.	nd.
31	11.12.2020	0%	79%	Talanx Aktiengesellschaft	138,74	131,35	138,74	Nie	nd.	nd.
32	10.12.2020	100%	0%	Simple S.A.	13,01	10,24	13,01	Nie	nd.	nd.
33	09.12.2020	36%	64%	Zakłady Tuszczowe „Kruszwica” S.A.	66,30	54,35	66,30	Tak	KPMG	Pozytywna
34	08.12.2020	31%	69%	PGO S.A.	1,25	1,09	1,45	Nie	nd.	nd.
35	01.12.2020	7%	93%	Polnord S.A.	3,55	3,00	3,55	Tak	Deloitte	Pozytywna
36	26.11.2020	100%	0%	PragmaGO S.A.	24,50	17,86	24,50	Nie	nd.	nd.
37	20.11.2020	50%	50%	Private Equity Managers S.A.	15,00	11,68	17,65	Tak	Grant Thornton	Pozytywna
38	20.11.2020	0%	41%	LPP S.A.	8406,00	6739,36	8406,00	Nie	nd.	nd.

l.p.	Data ogłoszenia	Pakiet objęty wezwaniem	Pakiet wzywającego	Podmiot objęty wezwaniem	Cena zaofertowana w wezwaniu	Minimalna, prawnie wymagana cena	Ostateczna cena w wezwaniu	Wystawienie fairness opinion	Wystawca fairness opinion	Rodzaj opinii
39	06.11.2020	48%	52%	Polenergia S.A.	47,00	41,21	63,00	Tak	Deloitte	Pozytywna
40	25.09.2020	41%	59%	MOJ S.A.	1,31	1,12	1,31	Tak	Lex Terra	Pozytywna
41	21.09.2020	100%	0%	Play Communications S.A.	39,00	30,60	39,00	Tak	J.P. Morgan	Pozytywna
42	07.09.2020	5%	61%	Globe Trade Centre S.A.	6,89	6,88	8,76	Nie	nd.	nd.
43	04.09.2020	34%	32%	Fabryki Mebli „Forté” S.A.	27,20	21,20	30,10	Nie	nd.	nd.
44	01.09.2020	8%	92%	Elemental Holding S.A.	2,42	1,70	2,42	Nie	nd.	nd.
45	25.08.2020	15%	51%	Work Service S.A.	0,62	0,21	0,62	Tak	Blackwood Capital Group	Pozytywna
46	17.08.2020	14%	86%	Krymica Vitamin S.A.	5,70	4,85	5,70	Nie	nd.	nd.
47	22.07.2020	27%	73%	Primetech S.A.	1,45	0,90	1,45	Nie	nd.	nd.
48	10.07.2020	33%	33%	Prochem S.A.	15,48	15,48	15,48	Nie	nd.	nd.
49	26.06.2020	37%	63%	KCI S.A.	0,59	0,52	0,59	Nie	nd.	nd.
50	22.06.2020	34%	0%	Mostostal Zabrze S.A.	0,73	0,73	0,73	Nie	nd.	nd.
51	14.05.2020	100%	0%	Radpol S.A.	1,32	1,21	2,00	Nie	nd.	nd.
52	08.05.2020	15%	51%	Lubawa S.A.	0,86	0,86	0,86	Tak	O&W Analytics	Pozytywna
53	30.04.2020	10%	90%	PartnerBud S.A.	1,08	0,77	1,08	Nie	nd.	nd.
54	27.03.2020	41%	74%	Kofama Kozle S.A.	0,64	0,56	0,64	Nie	nd.	nd.
55	27.03.2020	2%	74%	North Coast S.A.	14,92	5,15	14,92	Tak	Grant Thornton	Pozytywna
56	20.03.2020	10%	90%	EFIX Dom Maklerski S.A.	3,05	1,68	3,05	Nie	nd.	nd.
57	26.02.2020	100%	0%	MZN Property S.A.	1,97	0,77	1,97	Tak	PGA	Pozytywna
58	14.02.2020	34%	66%	Polnord S.A.	3,55	2,82	3,55	Tak	Deloitte	Pozytywna



Id	Data ogłoszenia	Pakiet objęty wezwaniem	Pakiet wzywającego	Podmiot objęty wezwaniem	Cena zaofertowana w wezwaniu	Minimalna, prawnie wyznaczona cena	Ostateczna cena w wezwaniu	Wystawienie fairness opinion	Wydawca fairness opinion	Rodzaj opinii
59	03.02.2020	11%	55%	Polski Bank Komórek Macierzystych S.A.	66,40	61,75	66,40	Nie	nd.	nd.
60	03.02.2020	10%	56%	Echo Investment S.A.	4,65	4,64	4,65	Tak	KPMG	Pozytywna
61	23.01.2020	39%	61%	BSC Drukarnia Opakowań S.A.	40,38	37,67	40,50	Tak	Grant Thornton	Pozytywna
62	17.12.2019	35%	31%	ZUK Stąporków S.A.	1,33	1,27	1,33	Nie	nd.	nd.
63	17.12.2019	100%	0%	Orbis S.A.	115,00	105,54	115,00	Tak	Ipopema Securities	Pozytywna
64	11.12.2019	3%	97%	Orphée SA	1,96	1,84	1,96	Nie	nd.	nd.
65	05.12.2019	100%	0%	Energia S.A.	7,00	6,52	8,35	Tak	Deloitte	Pozytywna
66	27.11.2019	21%	79%	Ceramika Nowa Gala S.A.	0,75	0,73	0,75	Nie	nd.	nd.
67	14.11.2019	100%	0%	Vantage Development S.A.	11,50	0,00	11,50	Nie	nd.	nd.
68	21.10.2019	27%	73%	Orzeł Biały S.A.	10,44	10,27	10,44	Nie	nd.	nd.
69	21.10.2019	0%	66%	Mangata Holding S.A.	68,43	66,18	68,43	Nie	nd.	nd.
70	15.10.2019	100%	0%	PHZ Baltona S.A.	6,95	6,32	6,95	Tak	KPMG	Pozytywna
71	14.10.2019	100%	0%	ES-System S.A.	3,50	2,39	3,50	Tak	KPMG	Pozytywna
72	11.10.2019	2%	98%	Stopklatka S.A.	6,20	5,86	7,00	Nie	nd.	nd.
73	08.10.2019	34%	66%	Capital Park S.A.	5,84	5,74	6,50	Nie	nd.	nd.
74	01.10.2019	53%	47%	Ergis S.A.	3,00	2,60	3,88	Nie	nd.	nd.
75	30.09.2019	34%	66%	Arcus S.A.	2,34	2,12	2,34	Nie	nd.	nd.
76	12.09.2019	99%	1%	Stelmet S.A.	7,74	6,56	8,40	Nie	nd.	nd.
77	04.09.2019	100%	0%	Ceramika Nowa Gala S.A.	0,75	0,63	0,75	Tak	HLB M2	Pozytywna
78	11.07.2019	36%	30%	Pfleiderer Group S.A.	25,17	24,50	26,60	Tak	Trigon	Pozytywna
79	02.07.2019	50%	50%	Mostostal Warszawa S.A.	3,45	2,68	4,50	Tak	Deloitte	Pozytywna

l.p.	Data ogłoszenia	Pakiet objęty wezwaniem	Pakiet wzywanego	Podmiot objęty wezwaniem	Cena zaofertowana w wezwaniu	Minimalna, prawnie wymagana cena w wezwaniu	Ostateczna cena w wezwaniu	Wystrawienie fairness opinion	Wystrawca fairness opinion	Rodzaj opinii
80	14.06.2019	34%	66%	Primetech S.A.	1,45	1,19	1,45	Tak	Deloitte	Pozytywna
81	28.05.2019	1%	65%	Capital Park S.A.	5,74	5,49	5,74	Nie	nd.	nd.
82	26.04.2019	0%	100%	Globalworth Poland Real Estate N.V.	6,90	5,30	6,90	Nie	nd.	nd.
83	18.04.2019	100%	0%	Prime Car Management S.A.	23,75	16,09	23,75	Nie	nd.	nd.
84	29.03.2019	2%	98%	Reino Capital S.A.	1,60	1,52	1,60	Nie	nd.	nd.
85	21.03.2019	0%	66%	IBSM S.A.	15,00	13,02	15,00	Nie	nd.	nd.
86	20.02.2019	100%	0%	Prime Car Management S.A.	20,00	11,28	23,25	Nie	nd.	nd.
87	11.02.2019	80%	0%	Atrem S.A.	2,07	1,85	2,32	Nie	nd.	nd.
88	11.01.2019	15%	85%	Alchemia S.A.	4,80	4,36	4,80	Tak	KPMG	Pozytywna
89	28.12.2018	100%	0%	Prime Car Management S.A.	12,09	10,40	22,25	Nie	nd.	nd.
90	27.12.2018	34%	66%	Awbud S.A.	1,08	0,96	1,08	Nie	nd.	nd.
91	21.12.2018	37%	63%	ABC Data S.A.	1,30	0,95	1,44	Tak	mInvestment Banking	Pozytywna
92	07.12.2018	100%	0%	Gino Rossi S.A.	0,55	0,48	0,55	Nie	nd.	nd.
93	26.11.2018	47%	53%	Orbis S.A.	87,00	78,34	95,00	Tak	mInvestment Banking	Pozytywna
94	07.11.2018	100%	0%	Prime Car Management S.A.	11,38	8,62	23,00	Nie	nd.	nd.
95	10.10.2018	22%	44%	Yolo S.A.	2,35	2,26	2,35	Nie	nd.	nd.
96	03.10.2018	16%	50%	Ferrum S.A.	4,39	4,34	4,39	Nie	nd.	nd.
97	20.09.2018	28%	72%	Aramus S.A.	1,28	1,05	1,40	Nie	nd.	nd.
98	06.09.2018	33%	33%	Protektor S.A.	4,20	3,64	5,00	Tak	Antares Corporate Finance	Negatywna

Id	Data ogłoszenia wezwania	Pakiet objęty wezwaniem	Pakiet wzywającego	Podmiot objęty wezwaniem	Cena zaofertowana w wezwaniu	Minimalna, prawnie wymagana cena w wezwaniu	Ostateczna cena w wezwaniu	Wyświetlenie fairness opinion	Wystawca fairness opinion	Rodzaj opinii
99	27.08.2018	50%	50%	Polenergia S.A.	20,50	17,23	20,50	Nie	nd.	nd.
100	11.07.2018	17%	83%	Avia Solutions Group AB	15,18	13,32	15,18	Nie	nd.	nd.
101	06.07.2018	100%	0%	Graviton Capital S.A.	1,60	0,87	1,60	Nie	nd.	nd.
102	12.06.2018	36%	64%	MCI Capital S.A.	9,80	8,56	10,20	Nie	nd.	nd.
103	24.05.2018	34%	66%	Ferrum S.A.	4,39	4,04	4,39	Nie	nd.	nd.
104	23.05.2018	29%	71%	Pamapol S.A.	1,00	0,92	1,20	Nie	nd.	nd.
105	23.05.2018	8%	92%	PME S.A.	0,89	0,85	0,89	Nie	nd.	nd.
106	22.05.2018	100%	0%	Polenergia S.A.	16,29	14,24	16,29	Tak	Deloitte	Negatywna
107	05.04.2018	8%	92%	Calesco S.A.	1,00	0,96	1,00	Nie	nd.	nd.
108	15.02.2018	22%	78%	AviaAM Leasing AB	5,62	5,30	5,62	Nie	nd.	nd.
109	01.02.2018	16%	50%	ZEW Kogeneracja S.A.	81,80	81,80	81,80	Tak	KPMG	Pozytywna
110	24.01.2018	34%	66%	Centrum Nowoczesnych Technologii S.A.	9,00	7,80	9,00	Nie	nd.	nd.
111	11.01.2018	11%	89%	Premium Food Restaurants S.A.	0,31	0,26	0,31	Nie	nd.	nd.
112	08.01.2018	33%	33%	PEPEES S.A.	1,45	1,29	1,45	Tak	Rubicon Partners	Pozytywna
113	03.01.2018	20%	80%	Fortuna Entertainment Group N.V.	29,80	25,10	29,80	Nie	nd.	nd.
114	15.12.2017	74%	26%	Sare S.A.	22,70	20,66	22,70	Nie	nd.	nd.
115	12.12.2017	53%	47%	Tarczyński S.A.	10,50	10,00	14,00	Nie	nd.	nd.
116	08.12.2017	25%	75%	WDX S.A.	14,88	6,89	14,88	Nie	nd.	nd.
117	05.12.2017	34%	32%	Netia S.A.	5,77	4,01	5,77	Nie	nd.	nd.
118	01.12.2017	100%	0%	Robyg S.A.	3,55	3,23	4,00	Tak	Ipopea Securities	Pozytywna

l.p.	Data ogłoszenia	Pakiet objęty wezwaniem	Pakiet wzywającego	Podmiot objęty wezwaniem	Cena zaofertowana w wezwaniu	Minimalna, prawnie wymagalna cena	Ostateczna cena w wezwaniu	Wystawienie fairness opinion	Wystawa fairness opinion	Rodzaj opinii
119	30.11.2017	100%	0%	Gekoplast S.A.	15,31	14,19	15,31	Nie	nd.	nd.
120	29.11.2017	55%	16%	Comperia.pl S.A.	6,56	6,00	6,56	Nie	nd.	nd.
121	24.11.2017	100%	0%	Emperia Holding S.A.	100,00	87,41	100,00	Nie	nd.	nd.
122	26.10.2017	38%	62%	Synthos S.A.	4,78	4,71	4,93	Tak	Rothschild	Pozytywna
123	04.10.2017	100%	0%	Griffin Premium RE N.V.	5,50	4,78	5,50	Tak	Joh. Berenberg, Gossler & Co.	Pozytywna
124	04.09.2017	11%	55%	4fun Media S.A.	6,00	5,97	6,00	Nie	nd.	nd.
125	21.08.2017	52%	48%	Drozapol-Profil S.A.	2,00	1,88	2,00	Tak	Deloitte	Pozytywna
126	10.08.2017	11%	55%	Awbud S. A	7,50	6,84	7,50	Nie	nd.	nd.
127	02.08.2017	43%	57%	ATM S.A.	11,50	11,18	11,50	Nie	nd.	nd.
128	10.07.2017	33%	33%	Kredyt Inkaso S.A.	22,00	21,98	22,00	Nie	nd.	nd.
129	07.07.2017	35%	65%	Paged S.A.	57,63	55,82	59,00	Tak	KPMG	Pozytywna
130	30.06.2017	14%	52%	Mangata Holding S.A.	114,45	110,00	114,45	Nie	nd.	nd.
131	09.06.2017	8%	92%	Uniwheels AG	247,87	235,80	247,87	Nie	nd.	nd.
132	23.05.2017	55%	45%	Zakłady Automatyki „POLNA” S.A.	19,92	19,88	19,92	Nie	nd.	nd.
133	18.05.2017	6%	60%	Harper Hygienics S.A.	1,00	1,00	1,00	Nie	nd.	nd.
134	16.05.2017	35%	65%	FAM S.A.	4,20	4,14	4,20	Nie	nd.	nd.
135	08.05.2017	34%	66%	Sanwil Holding S.A.	0,75	0,68	0,75	Nie	nd.	nd.
136	13.04.2017	46%	54%	Komputronik S.A.	6,50	6,19	7,18	Tak	Deloitte	Pozytywna
137	11.04.2017	100%	0%	Macrologic S.A.	59,00	39,13	59,00	Tak	KPMG	Pozytywna
138	31.03.2017	32%	68%	Fortuna Entertainment Group N.V.	15,43	14,86	18,68	Tak	KPMG	Negatywna

Id	Data ogłoszenia wezwania	Pakiet objęty wezwaniem	Pakiet wzywającego	Podmiot objęty wezwaniem	Cena zaofertowana w wezwaniu	Minimalna, prawnie wyznaczona cena w wezwaniu	Ostateczna cena w wezwaniu	Wystawienie fairness opinion	Wydawca fairness opinion	Rodzaj opinii
139	23.03.2017	100%	0%	Uniwheels AG	236,07	220,63	247,87	Tak	Ludwig & Co.	Pozytywna
140	13.03.2017	74%	26%	Pelion S.A.	52,33	51,78	59,04	Tak	KPMG	Pozytywna
141	24.02.2017	100%	0%	InPost S.A.	9,50	8,56	11,00	Tak	KPMG	Pozytywna
142	24.02.2017	70%	30%	Integer.PL S.A.	41,10	33,92	49,00	Tak	KPMG	Pozytywna
143	15.02.2017	0%	66%	Kopex S.A.	3,63	3,00	3,64	Nie	nd.	nd.
144	13.02.2017	100%	0%	Polcolorit S.A.	5,80	1,87	5,80	Nie	nd.	nd.
145	03.02.2017	30%	70%	Vantage Development S.A.	3,25	2,70	3,70	Tak	PwC	Pozytywna
146	20.01.2017	34%	66%	J. W. Construction S.A.	4,70	4,54	5,20	Nie	nd.	nd.
147	12.01.2017	10%	56%	ATM S.A.	10,37	10,28	10,37	Nie	nd.	nd.
148	09.12.2016	0%	51%	Kofola ČeskoSlovensko a.s.	78,60	63,16	78,60	Nie	nd.	nd.
149	28.11.2016	20%	80%	Quantum Software S.A.	9,00	8,30	9,00	Nie	nd.	nd.
150	09.11.2016	34%	66%	Gobarro S.A.	6,70	6,11	7,25	Tak	Grant Thornton	Pozytywna
151	24.10.2016	6%	94%	Asseco Central Europe a.s.	23,50	21,30	23,50	Nie	nd.	nd.
152	17.10.2016	37%	42%	Mo-BRUK S.A.	15,30	15,29	15,30	Nie	nd.	nd.
153	06.10.2016	14%	86%	TelForceOne S.A.	3,10	2,93	3,10	Nie	nd.	nd.
154	03.10.2016	34%	66%	Netmedia S.A.	6,50	6,30	6,50	Tak	PGA	Negatywna
155	23.09.2016	46%	54%	Farmacol S.A.	47,50	44,66	52,00	Tak	Deloitte	Pozytywna
156	21.09.2016	26%	7%	PEPEES S.A.	0,73	0,54	0,73	Tak	Rubicon Partners	Negatywna
157	02.09.2016	42%	42%	Projprzem S.A.	8,50	8,46	8,50	Nie	nd.	nd.
158	26.08.2016	44%	56%	GRAAL S.A.	26,00	23,98	32,00	Nie	nd.	nd.
159	19.08.2016	37%	63%	PEKAES S.A.	14,15	13,66	15,10	Nie	nd.	nd.

Id	Data ogłoszenia	Pakiet objęty wezwaniem	Pakiet wzywającego	Podmiot objęty wezwaniem	Cena zaofertowana w wezwaniu	Minimalna, prawnie wymagana cena	Ostateczna cena w wezwaniu	Wystawienie fairness opinion	Wystawa fairness opinion	Rodzaj opinii
160	26.07.2016	0%	66%	Wikana S.A.	2,03	1,78	2,03	Nie	nd.	nd.
161	26.07.2016	66%	0%	Kredyt Inkaso S.A.	22,00	19,90	25,00	Nie	nd.	nd.
162	12.07.2016	34%	32%	AmRest Holdings SE	215,00	204,82	255,00	Tak	KPMG	Negatywna
163	11.07.2016	66%	0%	BPH S.A.	31,19	31,18	31,19	Tak	Deloitte	Pozytywna
164	06.07.2016	16%	72%	Quantum Software S.A.	8,30	6,50	8,30	Nie	nd.	nd.
165	07.06.2016	100%	0%	Novita S.A.	53,50	52,19	53,51	Tak	KPFFK dr Piotr Rojek	Negatywna
166	17.05.2016	48%	52%	Telforceone S.A.	3,10	2,75	3,10	Nie	nd.	nd.
167	10.05.2016	40%	60%	Redan S.A.	2,07	1,92	2,07	Nie	nd.	nd.
168	26.04.2016	37%	63%	Cognor S.A.	0,97	0,95	0,97	Nie	nd.	nd.
169	01.04.2016	19%	22%	Projprzem S.A.	8,50	7,94	8,50	Nie	nd.	nd.
170	31.03.2016	7%	93%	Rovese S.A.	2,61	1,45	2,61	Nie	nd.	nd.
171	24.03.2016	19%	14%	ATM S.A.	10,37	9,29	10,37	Nie	nd.	nd.
172	14.03.2016	12%	88%	Travelplanet.pl S.A.	3,73	3,56	3,73	Nie	nd.	nd.
173	07.03.2016	0%	66%	MDI Energia S.A.	4,00	3,54	4,00	Nie	nd.	nd.
174	03.03.2016	25%	75%	Empik Media & Fashion S.A.	3,49	2,97	4,35	Nie	BZ W/BK	Negatywna
175	29.02.2016	100%	0%	DTP S.A.	4,90	4,21	4,90	Nie	nd.	nd.
176	29.02.2016	34%	66%	Midas S.A.	0,81	0,63	0,81	Nie	nd.	nd.
177	04.02.2016	100%	0%	Ferro S.A.	10,50	10,10	11,30	Tak	Trigon	Negatywna
178	08.01.2016	100%	0%	Duon S.A.	3,85	3,23	3,85	Tak	Rothschild	Pozytywna
179	08.01.2016	100%	0%	Magellan S.A.	64,00	54,49	68,00	Tak	Pekao	Negatywna