

*Jakub Woźniak*

Kolegium Nauk o Przedsiębiorstwie  
Szkoła Główna Handlowa w Warszawie

*Sebastian Wieczorek*

Kolegium Nauk o Przedsiębiorstwie  
Szkoła Główna Handlowa w Warszawie

## **Wysokość oferowanych premii w publicznych wezwaniach do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji na GPW w Warszawie w latach 2010–2018**

---

### **Streszczenie**

Celem niniejszego artykułu jest oszacowanie wysokości oferowanej premii w wezwaniach przeprowadzonych na GPW w Warszawie w latach 2010–2018. Autorzy dokonali również analizy wysokości premii w zależności od kapitalizacji podmiotu, którego akcje są przedmiotem wezwania. W artykule wskazano także, jaki odsetek zakończonych wezwań skutkowało realizacją transakcji. Przedstawione w pracy tezy są efektem analizy publicznych wezwań dotyczących spółek notowanych na Głównym Rynku GPW w Warszawie w okresie 2010–2018. W ocenie autorów, premia w publicznych wezwaniach jest zjawiskiem powszechnym i nie musi być związana z przejęciem kontroli w spółce publicznej.

**Słowa kluczowe:** publiczne wezwanie, rynek kapitałowy, fuzje i przejęcia, GPW w Warszawie  
**Kod klasyfikacji JEL:** G120

---

## 1. Wprowadzenie

Globalny rynek fuzji i przejęć znajduje się w fazie wysokiej aktywności. Podobna sytuacja występuje na polskim rynku, gdzie liczba transakcji utrzymuje się również na relatywnie wysokim poziomie. Gdy potencjalnym celem akwizycyjnym jest spółka, której akcje znajdują się w obrocie giełdowym, niezbędne jest ogłoszenie wezwania do zapisywania się na sprzedaż bądź zamianę akcji. Nabycie znacznego pakietu akcji spółki publicznej nie może nastąpić w drodze standardowej transakcji giełdowej<sup>1</sup>. Mechanizm wezwania w polskim prawodawstwie pojawił się już w 1991 r. Jednak dopiero w 1995 r. ogłoszone zostało pierwsze wezwanie [Asyngier, 2017, s. 7]. Od kilku lat widoczna jest wysoka aktywność inwestorów w przypadku transakcji wezwań, których przeprowadzanych jest ok. 30 rocznie na Giełdzie Papierów Wartościowych (GPW) w Warszawie.

Zjawisko występowania premii w procesach fuzji i przejęć jest zagadnieniem szeroko opisywanym w literaturze przedmiotu. Istnieje wiele badań pokazujących wysokość premii za kontrolę, jednak większość z nich dotyczy przejęć spółek niepublicznych. Badania w zakresie występowania premii, zarówno na rynku publicznym, jak i niepublicznym, prowadzone są od wielu lat także w Polsce. W zależności od okresu oraz przyjętych założeń, poziom oferowanej premii podlega wahaniom, jednak samo zjawisko jest powszechne. W przypadku polskiego rynku kapitałowego A. Rutkowski [2013] wykazał, że kupujący oferował premie na poziomie średnio od 1 do 26% w okresie 2001–2011. Badania G. Bącala i J. Bema [2014], obejmujące lata 2006–2013, wskazują natomiast na występowanie premii na poziomie 25%. Z kolei A. Byrka-Kita i M. Czerwiński [2013] w swoich badaniach analizowali premię płaconą w transakcjach blokowych zawieranych na GPW w Warszawie w latach 1996–2009. Szacunki tych autorów wskazują, iż premia oscyluje między 0,46 a 22,75%. W przypadku rozwiniętych rynków podobne badania prowadzone były już znacznie wcześniej. Obszerną analizę występowania premii na amerykańskim rynku akcji w latach 60. prowadzili A. Fleischer i R.H. Mundheim [1967]. W kolejnych latach analogiczne prace prowadzili m.in. M.C. Jensen i R.S. Ruback [1983], R.A. Walking i R.O. Edmister [1985] oraz V.B. Gondhalekar, R.R. Sant i S.P. Ferris [2004]. Badania tych autorów również wskazują na występowanie zjawiska premii w wezwaniach na akcje spółek publicznych.

Aby proces przejęcia zakończył się sukcesem, zaoferowana cena musi być satysfakcjonująca dla obu stron. Z jednej strony powinna ona umożliwić nabycie podmiotu za cenę pozwalającą zrealizować odpowiednią, zakładaną stopę zwrotu dla kupującego, z drugiej natomiast musi być na tyle wysoka, aby skłonić dotychczasowych akcjonariuszy do sprzedaży [Bącal, Bem, 2014, s. 267]. Z procesami fuzji i przejęć nierozzerwalnie związane jest pojęcie premii za kontrolę. W przypadku publicznych wezwań do sprzedaży akcji może być również oferowana

---

<sup>1</sup> Transakcja zawarta w ramach arkusza zleceń agregującego oferty kupna i sprzedaży akcji danej spółki [Podstawy inwestowania, 2010].

premia, której wysokość jest uzależniona od podmiotu wzywającego. Jednak, jak pokazuje praktyka rynkowa, w przypadku spółek publicznych występowanie premii nie zawsze jest tożsame z uzyskaniem kontroli [Prusak, 2014, s. 88]. Analiza historycznych wezwań wykazała, że akcjonariusze otrzymują premie nawet w przypadku, kiedy podmiot wzywający posiada już pakiet kontrolny w momencie jego ogłoszenia.

Polskie ustawodawstwo jasno precyzuje cenę minimalną dla procesu wezwania do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji. Należy mieć na uwadze, że minimalna cena może nie być wystarczająca, aby skłonić akcjonariuszy do sprzedaży swoich akcji. W praktyce, aby doszło do realizacji transakcji, wzywający zmuszeni są do zapłaty za akcję więcej niż wynika to z ustawowych, minimalnych wartości.

W ostatnich trzech latach obserwowany jest istotny wzrost liczby ogłaszanych wezwań na GPW w Warszawie. Dotychczasowe, krajowe badania obejmują w większości wcześniejsze okresy, nie uwzględniając przy tym zjawisk występujących obecnie na polskim rynku kapitałowym. Dodatkowo, większość autorów w swoich publikacjach dokonuje analizy jedynie premii za kontrolę. Prowadzi to do zmniejszenia badanej próby, co może z kolei wpływać na oszacowaną wysokość płaconej premii. Rosnąca liczba wezwań sprawia, iż coraz większa liczba akcjonariuszy indywidualnych staje przed dylematem, czy zaproponowana w wezwaniu cena odzwierciedla wartość godziwą.

Mając na uwadze powyższe, autorzy niniejszego artykułu podjęli próbę oszacowania wielkości oferowanej premii w procesie wezwania do zapisywania się na sprzedaż bądź zamianę akcji na GPW w Warszawie w latach 2010–2018. W badaniu uwzględniona została również wielkość podmiotu (mierzona kapitalizacją rynkową) jako zmienna, która może różnicować wysokość oferowanej premii w wezwaniu.

## 2. Koncepcja i założenia badania

Celem niniejszego badania jest próba oszacowania wysokości premii oferowanej w procesie wezwania do zapisywania się na sprzedaż bądź zamianę akcji na GPW w Warszawie w latach 2010–2018. Premia oznacza różnicę pomiędzy ceną oferowaną w wezwaniu, a ceną minimalną, określoną w polskim prawodawstwie.

Na koniec sierpnia 2019 r. notowanych na GPW w Warszawie było 460 spółek. Wartość rynkowa największych emitentów przewyższa kilkadziesiąt miliardów złotych. Na przeciwnym końcu znajduje się szereg spółek, wchodzących w skład indeksu WIG, których kapitalizacja wynosi znacząco poniżej 100 mln zł. W związku ze znaczną rozpiętością kapitalizacji podmiotów, autorzy uwzględnili ten parametr jako mogący mieć wpływ na wielkość oferowanej premii. W tym celu dokonany został podział spółek ze względu na wartość kapitalizacji rynkowej. Wyodrębnione zostały spółki o niskiej, średniej oraz wysokiej kapitalizacji.

Przy uwzględnieniu zaprezentowanego podziału oraz dokonanego przeglądu literatury, zostały skonstruowane dwie hipotezy badawcze:

Hipoteza 1: Wartość oferowanej premii w przypadku spółek o niskiej kapitalizacji jest wyższa niż w przypadku pozostałych podmiotów.

Hipoteza 2: Większość ogłoszonych wezwań kończy się zawarciem transakcji.

### 3. Fuzje i przejęcia

Fuzje i przejęcia od wielu lat są nieodłącznym elementem współczesnej gospodarki rynkowej. Umożliwiają one przedsiębiorstwom ekspansję oraz dalszy wzrost [Melnarowicz, 2016, s. 139]. Nie są one jedyną drogą rozwoju, jednak stanowią istotną alternatywę dla czasochłonnego wzrostu organicznego [Sudarsanam, 1998, s 5]. W języku potocznym jakakolwiek forma połączenia przedsiębiorstw rozpatrywana jest jako proces fuzji i przejęć. Z kolei w rozumieniu przepisów o rachunkowości zjawisko fuzji przedsiębiorstw nie występuje [Rozporządzenie Komisji (UE) 2016/2067]. Zatem warto podkreślić, że oba te zwroty mają nieco odmienne znaczenie. Fuzją nazywamy proces połączenia się dwóch przedsiębiorstw na równych zasadach [Staśkiewicz, 2018, s. 224]. Oznacza to, że przedsiębiorstwa zachowują porównywalne prawa. Zatem w takim przypadku trudno jest określić jednostkę, która pełni funkcję przejmującego. Z kolei, gdy jedno przedsiębiorstwo obejmuje pakiet kontrolny w innej spółce, wówczas proces taki nazywany jest przejęciem [Boryczko, Włodarczyk, 2018, s. 1].

W ostatnich 5 latach obserwowana jest wysoka aktywność na globalnym rynku fuzji i przejęć. Począwszy od 2012 r. wartość transakcji nie spadła poniżej poziomu 3 trylionów USD w skali roku. W 2018 r. wartość transakcji fuzji i przejęć na świecie osiągnęła poziom ok. 3,5 trylionów USD, co stanowi wzrost o 11,5% w stosunku do poprzedniego roku. Nastąpił także wzrost transakcji, których wartość przekroczyła 10 mld USD (tzw. megadeals). Ich liczba wyniosła 36, co stanowi wzrost o 20% rok do roku [Global & Regional, 2019].

Na polskim rynku fuzji i przejęć ostatnie lata również są okresem wzmoczonej aktywności. Rok 2018 zakończony został liczbą 199 transakcji w stosunku do 207, które miały miejsce w roku poprzednim [M&A Index, 2019]. Łącznie w okresie 2016–2018 zawarto transakcje opiewające na kwotę blisko 90 mld zł [Nowe otwarcie, 2019].

Fuzje i przejęcia wśród spółek notowanych na GPW w Warszawie są również powszechnym zjawiskiem. Jak już wspomniano w artykule, nabycie znaczących pakietów akcji znajdujących się w obrocie nie może nastąpić w drodze zwykłej transakcji giełdowej. Najczęściej do takich transakcji dochodzi za pomocą wezwania na sprzedaż akcji (gdy podmiot – cel przejęcia notowany jest na giełdzie) bądź w procesie wymiany akcji (ang. *share swap*), gdy akcje zarówno podmiotu wzywającego, jak i podmiotu będącego celem przejęcia dopuszczone są do obrotu<sup>2</sup>.

---

<sup>2</sup> W przypadku GPW w Warszawie proces wymiany akcji nie jest częstą formą rozliczania transakcji.

## 4. Prawne aspekty wezwania

Wszelkie prawne aspekty wezwania do sprzedaży akcji spółki publicznej reguluje ustawa o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych [Dz.U. 2005 nr 184, poz. 1539, dalej Ustawa o ofercie] oraz Rozporządzenie Ministra Rozwoju i Finansów z dnia 14 września 2017 r. w sprawie wzorów wezwań do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji spółki publicznej, szczegółowego sposobu ich ogłaszania oraz warunków nabywania akcji w wyniku tych wezwań [Dz.U. 2017, poz. 1748]. Z kolei aspekty techniczne takiej transakcji opisane są w Regulaminie Giełdy oraz Szczegółowych Zasadach Obrotu Giełdowego. Ustawa o ofercie nie tylko reguluje terminy i progi, lecz także określa warunki cenowe w wezwaniu.

W myśl powyższych przepisów każdy podmiot bądź osoba fizyczna, która przekracza próg 33 bądź 66% ogólnej liczby głosów, zobowiązana jest do ogłoszenia wezwania do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji tej spółki. Przekroczenie 33% ogólnej liczby głosów może nastąpić jedynie w wyniku wezwania na akcje danej spółki, które pozwoli osiągnąć poziom 66% ogólnej liczby głosów. Co więcej, przekroczenie 66% w liczbie głosów jest możliwe jedynie w wyniku ogłoszenia wezwania na wszystkie pozostałe akcje danego podmiotu. Ustawa dopuszcza pewne odstępstwa od powyższych zapisów. Przekroczenie progu 33 bądź 66% ogólnej liczby głosów jest możliwe bez ogłaszania wezwania, jeśli nastąpiło w wyniku np. pośredniego nabycia akcji, połączenia lub podziału spółki oraz w wyniku zmiany statutu. Wówczas jednak podmiot bądź akcjonariusz, którego zaangażowanie przekroczyło 33%, zobligowany jest w terminie 3 miesięcy od przekroczenia progu do ogłoszenia wezwania na akcje danej spółki w liczbie zapewniającej osiągnięcie 66% ogólnej liczby głosów bądź sprzedaży odpowiedniej ilości akcji, aby zaangażowanie spadło poniżej 33%. W przypadku pasywnego przekroczenia progu 66% akcjonariusz ma 3 miesiące od dnia przekroczenia progu, aby ogłosić wezwanie do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę wszystkich pozostałych akcji danej spółki. Należy również zaznaczyć, że obowiązek ogłaszania wezwania nie powstaje w przypadku m.in. nabywania akcji w wyniku pierwszej oferty publicznej, kiedy sprzedającym jest Skarb Państwa.

Podmiot chcący nabyć znaczny pakiet akcji w wezwaniu zobowiązany jest do ustanowienia zabezpieczenia w wysokości co najmniej 100% wartości akcji będących przedmiotem planowanej transakcji. Takie zabezpieczenie musi zostać udokumentowane przez bank lub inną instytucję finansową. Wezwanie ogłaszane jest przez podmiot, który uprawniony jest do prowadzenia działalności maklerskiej na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej. Zobowiązany jest on do poinformowania o tym fakcie Komisji Nadzoru Finansowego (KNF) oraz podmiotu prowadzącego rynek, na którym odbywa się obrót danymi papierami wartościowymi na co najmniej 14 dni przed rozpoczęciem przyjmowania zapisów na sprzedaż lub zamianę. Odpowiedni organ nadzoru może zgłosić zastrzeżenia co do treści wezwania, co skutkuje wstrzymaniem przyjmowania zapisów. Ogłoszone wezwanie, w przeciwieństwie do

zwykłego zlecenia maklerskiego, nie może zostać odwołane. Jedynym wyjątkiem jest sytuacja, gdy akcje danej spółki staną się przedmiotem wezwania ogłoszonego przez inny podmiot, a oferowana wówczas cena będzie równa bądź wyższa. Podmiot, ogłaszając wezwanie, zobowiązany jest do przedstawienia ostatecznego wyniku wezwania. Komunikat ten zawiera m.in. informacje o liczbie nabytych akcji oraz ich udziale w ogólnej liczbie głosów.

Niewątpliwie czynnikiem najbardziej interesującym dotychczasowych akcjonariuszy, których walory są przedmiotem wezwania, jest sposób ustalania oferowanej ceny. Według Ustawy o ofercie nie może być ona niższa niż:

- średnia rynkowa cena z okresu ostatnich 6 miesięcy poprzedzających ogłoszenie wezwania;
- średnia cena rynkowa z okresu krótszego, gdy obrót papierami wartościowymi danego podmiotu był krótszy niż 6 miesięcy.

Ponadto nie może być również niższa od:

- najwyższej ceny zapłaconej w okresie ostatnich 12 miesięcy, przez podmiot ogłaszający wezwanie oraz przez podmioty zależne lub dominujące wobec niego;
- najwyższej wartości praw bądź rzeczy wydanych w okresie 12 miesięcy poprzedzających wezwanie w zamian za akcje będące przedmiotem wezwania, przez podmiot ogłaszający oraz podmioty zależne lub dominujące wobec niego.

Istnieje jeszcze jeden warunek mówiący, że przekroczenie udziału 66% liczby głosów jest możliwe jedynie w drodze ogłoszenia wezwania na wszystkie pozostałe akcje danego podmiotu. Wówczas minimalny poziom oferowanej ceny nie może być niższy nie tylko od średniej ceny z ostatnich 6 miesięcy, lecz także od średniej ceny z ostatnich 3 miesięcy. Średnia rynkowa cena wyznaczana jest na podstawie średnich cen ważonych wolumenem obrotu (ang. *Volume Weighted Average Price*, VWAP). KNF na wniosek podmiotu ogłaszającego wezwanie może odstąpić od wyżej wymienionych warunków wyznaczania ceny, gdy średnia cena istotnie odbiega od wartości godziwej akcji (np. przyznania prawa poboru bądź prawa do dywidendy).

Ustawa o ofercie nakłada również pewne obowiązki na zarząd spółki, której akcje są obiektem wezwania. Zarząd zobowiązany jest do przedstawienia stanowiska dotyczącego potencjalnej transakcji uwzględniającego wpływ wezwania na interes spółki. Dodatkowo musi określić, czy w ocenie zarządu cena zaproponowana w wezwaniu odzwierciedla wartość godziwą akcji.

Podstawowym celem mechanizmu wezwania jest ochrona interesów akcjonariuszy mniejszościowych. Zapewnia jednakowe traktowanie wszystkich akcjonariuszy spółki, umożliwiając im równe warunki wyjścia z inwestycji [Moska, 2018, s. 86]. Z drugiej strony umożliwia nabycie znacznego pakietu akcji w relatywnie krótkim czasie, chroniąc przy tym kurs akcji przed nieuzasadnionym, nadmiernym wahaniami [Cegielska, 2016, s. 15]<sup>3</sup>.

<sup>3</sup> Należy jednak pamiętać, że procedura wezwania na sprzedaż bądź zamianę akcji jest procedurą skomplikowaną. W niniejszym opracowaniu pokazane zostały jedynie najważniejsze etapy oraz sposób ustalenia ceny płaconej dotychczasowym akcjonariuszom.



## 5. Metoda prowadzonych badań

W artykule analizie zostały poddane publiczne wezwania do zapisywania się na sprzedaż bądź zamianę akcji spółek notowanych na GPW w Warszawie. Analiza dotyczyła lat od 2010 do 2018. Okres ten obejmuje pełen cykl koniunkturalny (gospodarczy) począwszy od powrotu wskaźnika PMI<sup>4</sup> powyżej 50 punktów w 2010 r. (pierwszy raz od czasu kryzysu z 2008 r.) do spadku tego wskaźnika poniżej progu 50 punktów w 2018 r. W celu oszacowania oferowanej premii autorzy wykorzystali wezwania, których wartość przekroczyła 1 mln zł. Wezwania, w których nie zostały zawarte żadne transakcje, również nie zostały ujęte przy ustalaniu premii. W badaniu zostały uwzględnione transakcje, w których nabywającemu nie udało się osiągnąć kontroli nad spółką bądź posiadał już wcześniej pakiet kontrolny, a celem wezwania było zwiększenie liczby posiadanych głosów na walnym zgromadzeniu akcjonariuszy. W analizie uwzględniono także skup akcji własnych przeprowadzony w formie wezwania. Na potrzeby niniejszego artykułu premia została zdefiniowana jako nadwyżka pomiędzy ceną oferowaną w wezwaniu a ceną minimalną, wynikającą z Ustawy o ofercie, zgodnie z poniższym wzorem:

$$\text{Premia} = \frac{(\text{Cena zaoferowana w wezwaniu} - \text{Cena minimalna według Ustawy o ofercie})}{\text{Cena minimalna według Ustawy o ofercie}}$$

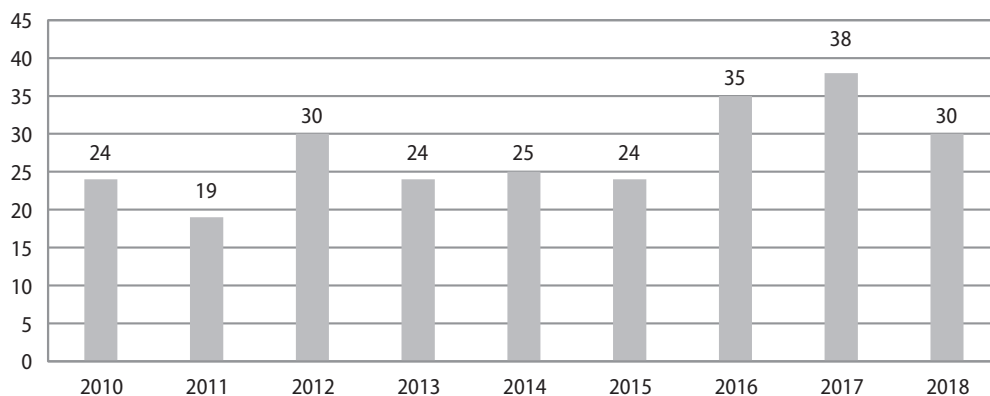
W celu weryfikacji hipotez dokonany został podział na spółki o niskiej, średniej oraz wysokiej kapitalizacji. Spółki o niskiej kapitalizacji to podmioty, których wartość giełdowa nie przekracza 81 mln zł. Z kolei podmioty o kapitalizacji znajdującej się w przedziale 81–400 mln zł zaklasyfikowane zostały do kategorii średniej. Natomiast spółki, których wartość giełdowa przekracza 400 mln zł przyporządkowane zostały do kategorii spółek o wysokiej kapitalizacji. Oszacowania przedziałów dokonano na podstawie kapitalizacji spółek z indeksu WIG (w indeksie WIG znajduje się 325 spółek, które podzielone zostały na trzy równe grupy) na dzień 11 lipca 2019 r. Z indeksu usunięte zostały podmioty notowane na zasadzie dual-listingu, takie jak: Unicredit i Santander, których głównym rynkiem notowań są inne giełdy.

<sup>4</sup> PMI – *Purchasing Managers Index*. Indeks aktywności gospodarczej w sektorze wytwórczym. Wartość powyżej 50 punktów oznacza ożywienie w sektorze. Wartość poniżej 50 punktów oznacza spowolnienie w sektorze.

## 6. Wezwania do zapisywania się na sprzedaż akcji na GPW w Warszawie

W okresie lat 2010–2018 na rynku kapitałowym w Polsce ogłoszonych zostało 249 wezwań. Warto zwrócić uwagę na nasilenie się tego zjawiska w ostatnich latach, co pokazano na rysunku 1.

Rysunek 1. Liczba wezwań do sprzedaży akcji w latach 2010–2018 na GPW w Warszawie



Źródło: opracowanie własne na podstawie Roczników Giełdowych publikowanych przez GPW S.A.

Dotychczas największą zawartą w ramach wezwania transakcją jest zakup blisko 100% pakietu akcji spółki Bank Zachodni WBK S. A (obecnie Santander Bank Polska S.A.). Ogłoszenie wezwania nastąpiło w 2011 r., a wartość pakietu akcji wynosiła ponad 16 mld zł. W analizowanym okresie nie wystąpiło wezwanie o zbliżonej wartości. Łącznie w analizowanym okresie przedmiotem wezwania były pakiety akcji o łącznej wartości 82,6 mld zł. Średnia wartość wezwania opiewała na kwotę 376,3 mln zł, przy medianie na poziomie 47,3 mln zł. Tak duża różnica pomiędzy średnią wartością wezwania a medianą ma związek z występowaniem grupy wezwań charakteryzujących się bardzo niską wartością (poniżej 10 mln zł). Tego rodzaju wezwań jest aż 47 w całej badanej populacji. Wartość wezwań w podziale na poszczególne okresy przedstawiona została na rysunku 2.

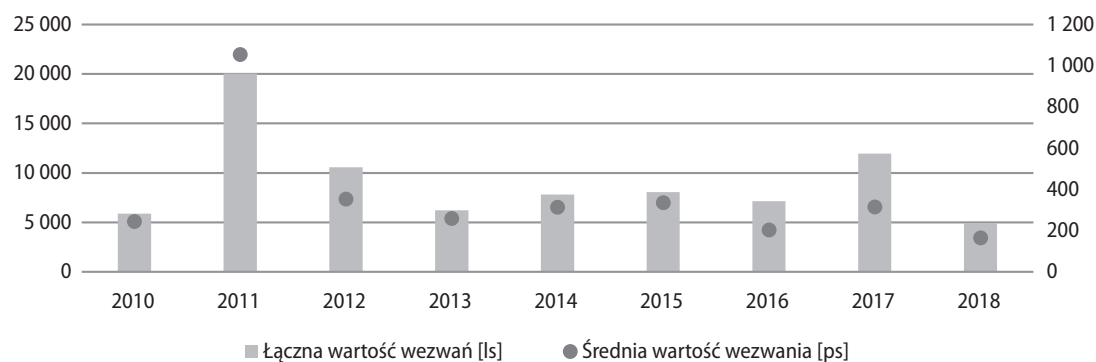
W analizowanym okresie najwyższa premia zaoferowana została akcjonariuszom spółki Polcolorit S.A. Podmiot wzywający zapłacił wówczas za akcję spółki 5,80 zł, co jest wartością blisko dwukrotnie większą niż średnia cena akcji z okresu ostatnich 6 miesięcy przed ogłoszenia wezwania. Aż czterokrotnie transakcja została zawarta przy premii wynoszącej ponad 100%. Z kolei premię przekraczającą cenę ustawową o ponad 50% otrzymali akcjonariusze 14 spółek.

Pod względem wartości ogłaszanych wezwań 2011 r. był rekordowy. Warto jednak przypomnieć, iż wpływ na taki stan rzeczy miało jedno wezwanie, którego wartość wyniosła ponad 16 mld zł. Wydaje się jednak, że 2017 r. należał do najbardziej spektakularnych w odniesieniu do wezwań do zapisywania się na sprzedaż akcji. Do największych transakcji



mających miejsce w tym roku zaliczyć należy wezwania do sprzedaży akcji takich spółek, jak m.in. Synthos S.A., Emperia Holding S.A. czy Griffin Premium RE N. V<sup>5</sup>. Łączna wartość wymienionych transakcji wyniosła ok. 4,5 mld zł. W przypadku niektórych wezwań podmioty wzywające decydowały się na zapłacenie istotnej premii w stosunku do minimalnych wymogów nakładanych przez Ustawę o ofercie. Takimi przykładami są wezwania na akcje spółek m.in. Polcolorit S.A., WDX S.A. oraz Macrologic S.A., gdzie cena była odpowiednio wyższa o 190, 88 i 47% od ceny ustawowej. W 2018 r. trend zapoczątkowany w poprzednich latach był kontynuowany. Co prawda spadła istotnie wartość ogłoszonych wezwań, jednak ich liczba wciąż była wysoka i wyniosła 30. Największą wartościowo transakcją było kupno akcji Robyng S.A. (wezwanie ogłoszone zostało w 2017 r., jednak rozliczenie transakcji nastąpiło w 2018 r.) oraz Netia S.A. Wartość sprzedawanych pakietów akcji wyniosła odpowiednio 1,16 mld zł i 0,69 mld zł. Bardzo ciekawym przykładem było ogłoszone wezwanie na spółkę Tarczyński S.A. Podmiot wzywający pierwotnie zaproponował cenę 10,50 zł za jedną akcję. W ocenie akcjonariuszy mniejszościowych cena nie odzwierciedlała pełnej wartości spółki, w związku z czym zdecydowali się nie sprzedawać akcji po cenie 10,50 zł. Podmiot wzywający zdecydował się ostatecznie podnieść proponowaną cenę do poziomu 14,00 zł (33% powyżej ceny początkowej). Jednak i w tym przypadku większość akcjonariuszy mniejszościowych zdecydowała się pozostawić akcje spółki Tarczyński S.A. w swoim portfelu inwestycyjnym. W wyniku tego wezwania właściciela zmieniło jedynie około 25% akcji będących przedmiotem wezwania.

Rysunek 2. Łączna i średnia wartość wezwań w danym roku w latach 2010–2018 (mln zł)



Źródło: opracowanie własne na podstawie Roczników Giełdowych publikowanych przez GPW S.A.

Aktywność inwestorów w obszarze fuzji i przejęć na polskim rynku kapitałowym wciąż pozostaje duża. W pierwszej połowie 2019 r. ogłoszonych zostało 17 wezwań. W przypadku spółki PCM S.A. o nabycie akcji konkurowały aż 3 podmioty<sup>6</sup>.

<sup>5</sup> Warto nadmienić, że spółka miała swój debiut giełdowy w tym samym roku.

<sup>6</sup> Pierwotnie za akcje spółki oferowano 11,38 zł. Ostatecznie transakcja zawarta została po cenie 23,75 zł.

W ostatnim okresie nasiliło się zjawisko podnoszenia ceny przez podmiot chcący nabyć akcje danej spółki. Cena oferowana przy ogłoszeniu wezwania jest bliska ceny kształtowanej przez Ustawę o ofercie, która w miarę zbliżania się do terminu upłynięcia przyjmowania zleceń ulega zwiększeniu.

Obecnie nic nie wskazuje na spadek aktywności w najbliższym czasie. Wyceny małych i średnich spółek znajdują się poniżej swoich historycznych średnich (liczonych na podstawie wskaźników  $P/E^7$  i  $EV/EBITDA^8$ ). Ponadto, obecnie finansowanie jest relatywnie tanie i łatwo dostępne, co również może sprzyjać wzrostowi zainteresowania przejęciami. Warto również zwrócić uwagę na fakt o wzmożonej liczbie spółek publicznych, które oznajmiają inwestorom o prowadzeniu przeglądu opcji strategicznych. Jednym z efektów takiego procesu może być zmiana struktury właścicielskiej, co może wiązać się z koniecznością ogłoszenia wezwania.

## 7. Wysokość oferowanej premii w procesach wezwania do zapisywania się na sprzedaż akcji

Dla akcjonariuszy mniejszościowych najistotniejszą kwestią w procesie wezwania jest oferowana cena. Jak wspomniano w niniejszym artykule, istnieją regulacje dotyczące ceny minimalnej. Nie ma jednak żadnych wskazówek odnośnie do sposobu kształtowania ceny ogłaszanej w procesie wezwania. Akcjonariusze mniejszościowi bardzo często oczekują ceny wyższej niż ta, która wynika bezpośrednio z Ustawy o ofercie. Na GPW w Warszawie podmioty wzywające decydowały się na płacenie akcjonariuszom mniejszościowym premii nawet wtedy, gdy posiadały już wcześniej pakiety akcji na poziomie powyżej 50% (przykładem takiej sytuacji jest m.in. wezwanie na spółkę Vantage Development S.A.) bądź gdy wzywający finalnie nabywał pakiet mniejszościowy (wezwanie na akcje spółki Grupy Azoty S.A.).

W celu zidentyfikowania oferowanej akcjonariuszom mniejszościowym premii, przeanalizowane zostały ogłoszone wezwania do zapisywania się na sprzedaż akcji z okresu 2010–2018.

W przypadku 187 z 219 wezwań powyżej 1 mln zł zawarta została transakcja sprzedaży akcji. Oznacza to, iż pewna liczba akcji zmieniła właściciela, a więc zawarta została transakcja na warunkach rynkowych, odzwierciedlająca wartość godziwą akcji danej spółki. Średnia premia oferowana akcjonariuszom sprzedającym w okresie 2010–2018 wyniosła 14,3%. Najwyższą, średnią premię inwestorzy skłonni byli zapłacić w 2012 r. (21,5%). Z kolei w 2014 r. oferowana była premia na średnim poziomie 6,6%, co jest wynikiem najniższym w analizowanym okresie. Tabela 1 zawiera szczegółowe informacje o oferowanych premiach w badanym okresie.

<sup>7</sup> *Price to earnings*, cena/zysk to iloraz obecnej ceny akcji oraz zysku netto w przeliczeniu na jedną akcję [Szablewski, Tuzimek, 2008, s. 144].

<sup>8</sup> *Enterprise Value/EBITDA* to iloraz obecnej wartości spółki oraz poziomu zysku operacyjnego powiększonego o amortyzację środków trwałych oraz wartości niematerialnych i prawnych [Damodaran, 2011, s. 1187].

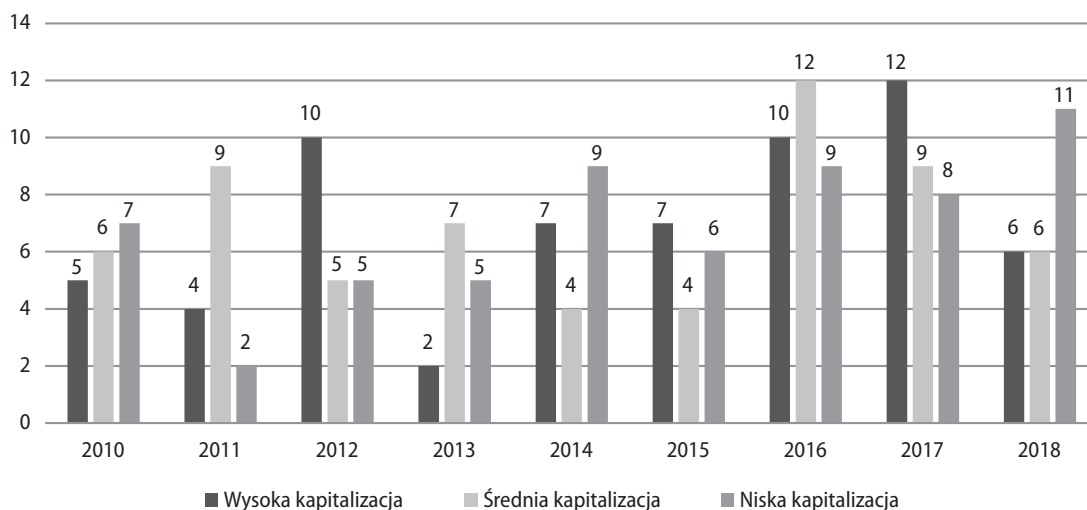
Tabela 1. Wysokość oferowanych premii w wezwaniach do sprzedaży akcji w okresie 2010–2018

| Lata | Średnia | Mediana | 4. kwartyl | 1. kwartyl | Odchylenie standardowe | Max    | Min. |
|------|---------|---------|------------|------------|------------------------|--------|------|
|      | w %     |         |            |            |                        | w %    |      |
| 2010 | 9,23    | 5,82    | 12,48      | 0,01       | 0,11                   | 31,35  | 0,00 |
| 2011 | 6,71    | 5,11    | 7,42       | 0,00       | 0,10                   | 38,30  | 0,00 |
| 2012 | 21,54   | 16,00   | 31,62      | 0,79       | 0,22                   | 81,82  | 0,00 |
| 2013 | 15,07   | 1,43    | 6,79       | 0,00       | 0,32                   | 116,50 | 0,00 |
| 2014 | 6,56    | 4,11    | 10,60      | 0,00       | 0,07                   | 19,66  | 0,00 |
| 2015 | 19,18   | 10,91   | 26,44      | 0,00       | 0,25                   | 72,74  | 0,00 |
| 2016 | 15,64   | 12,64   | 22,18      | 0,25       | 0,23                   | 117,37 | 0,00 |
| 2017 | 20,39   | 9,33    | 21,14      | 0,18       | 0,37                   | 190,00 | 0,00 |
| 2018 | 10,11   | 8,53    | 13,73      | 0,60       | 0,13                   | 56,86  | 0,00 |

Źródło: opracowanie własne na podstawie Roczników Giełdowych publikowanych przez GPW S.A.

W celu weryfikacji postawionej hipotezy wśród analizowanego zbioru wyróżnione zostały spółki o niskiej, średniej i wysokiej kapitalizacji. Kryterium, według którego dokonano podziału, jest wartość kapitalizacji rynkowej z dnia przed ogłoszenia wezwania. W okresie 2010–2018 spółki o niskiej kapitalizacji były przedmiotem wezwania w 62 przypadkach. Z kolei spółki o średniej i wysokiej kapitalizacji odpowiadały za 62 i 63 transakcje. Szczegółowe zestawienie w rozbiciu na poszczególne okresy przedstawiono na rysunku 3.

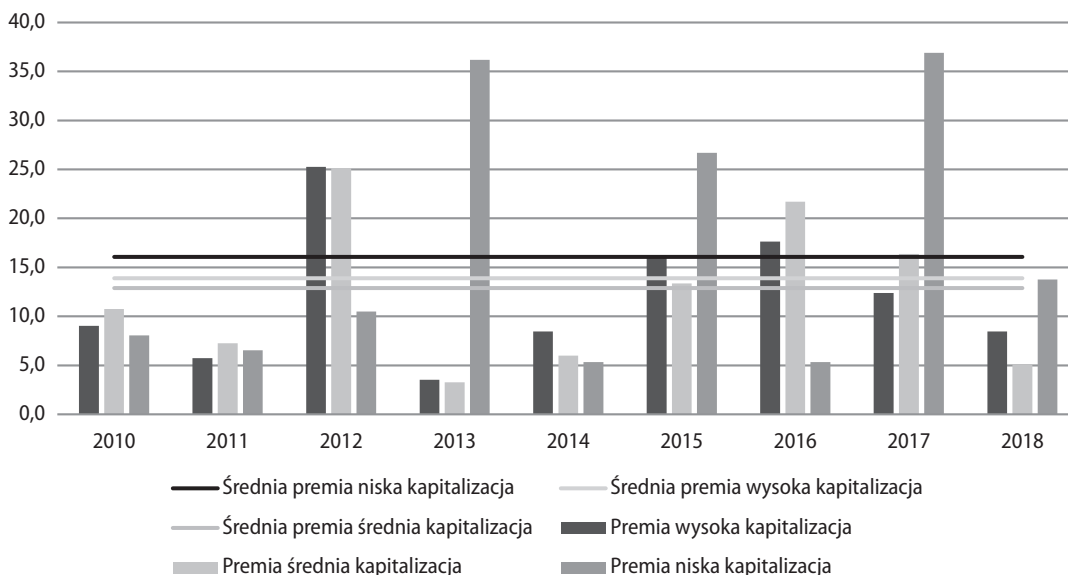
Rysunek 3. Liczba wezwań w podziale na wysokości kapitalizacji spółki w danym roku w okresie 2010–2018



Źródło: opracowanie własne na podstawie Roczników Giełdowych publikowanych przez GPW S.A.

Analiza danych z okresu 2010–2018 wskazuje, że występują różnice w oferowanej wielkości premii w zależności od wielkości podmiotu, którego akcje stają się przedmiotem wezwania. W badanym przedziale czasowym najwyższą premię otrzymali akcjonariusze spółek, których kapitalizacja na jeden dzień przed ogłoszeniem wezwania wynosiła poniżej 81 mln zł (spółki o niskiej kapitalizacji). W takim przypadku sprzedający akcje otrzymywali średnio cenę o 16,1% wyższą od ceny wynikającej z zapisów Ustawy o ofercie. Wartość premii jest zarazem wyższa od średniej dla wszystkich analizowanych wezwań. W przypadku podmiotów o wysokiej kapitalizacji premia wyniosła 13,9%. Najmniejszą premię otrzymywali akcjonariusze spółek o średniej wartości kapitalizacji – wynosiła 12,9%. W obu przypadkach oferowana premia znajdowała się poniżej średniej dla całej próby (14,3%). Wysokości oferowanych premii w zależności od wielkości podmiotów podlegają wahaniom w poszczególnych okresach. Szczegółowe zestawienie zaprezentowane zostało na rysunku 4.

Rysunek 4. Wysokość oferowanej premii w zależności od wielkości podmiotu (w %)



Źródło: opracowanie własne na podstawie Roczników Giełdowych publikowanych przez GPW S.A. oraz materiałów prasowych Polskiej Agencji Prasowej.

Mając na uwadze powyższe wyniki badań, można stwierdzić brak przesłanek do odrzucenia hipotezy mówiącej o wyższej oferowanej premii w przypadku wezwań na spółki o niskiej kapitalizacji rynkowej. Wezwania te charakteryzują się średnią oferowaną premią wyższą od średniej dla całej próby o 1,8 p.p. oraz w stosunku do spółek o średniej i dużej kapitalizacji o odpowiednio 3,2 p.p. i 2,2 p.p. Warto jednak podkreślić, że populacja spółek o niskiej kapitalizacji charakteryzuje się największym odchyleniem standardowym spośród wszystkich analizowanych populacji. Odchylenie standardowe dla tej grupy spółek wynosi 0,32. Odchylenie standardowe dla całego zbioru wynosi 0,24. Z kolei najmniejszym odchyleniem standardowym charakteryzują się spółki o wysokiej kapitalizacji (0,16).

W analizowanym okresie aż 187 przypadków spośród wezwań powyżej 1 mln zł zakończonych zostało zawarciem transakcji. Zatem 85,4% wezwań zakończonych zostało sukcesem. Zgromadzony materiał empiryczny pozwala więc stwierdzić również brak podstaw do odrzucenia przyjętej hipotezy nr 2. W przypadku analizowanego okresu podmiotom wzywającym udało się skupić 54,4% spośród wszystkich planowanych akcji. Wysoką skuteczność wezwań potwierdzają również badania innych autorów. Według R. Asyngiera [2017] ok. 70% wezwań na GPW w Warszawie zakończonych zostało sukcesem. Badanie obejmowało okres 2006–2016.

A. Rutkowski [2017] wskazuje, iż oferowane na polskim rynku kapitałowym premie w procesach wezwań znajdują się istotnie poniżej wartości dla bardziej rozwiniętych rynków kapitałowych. Na przykład na rynku francuskim średnia premia wynosi 19,6%. Z kolei na amerykańskim rynku akcjonariusze mniejszościowi otrzymują średnią premię w wysokości 36,9% [Kontrola ma swoją cenę, 2018].

## 8. Podsumowanie

Zjawisko występowania premii w procesach fuzji i przejęć jest szeroko opisane w literaturze przedmiotu. Powstało wiele badań empirycznych, w których autorzy próbowali powiązać wysokość płaconej premii m.in. ze stanem koniunktury gospodarczej, liczbą podmiotów uczestniczących w procesie wezwania, sposobem zapłaty za przejmowany podmiot czy też charakterem przejęcia (przyjazne czy wrogie). Zjawisko premii nierozzerwalnie łączone jest z uzyskaniem kontroli. W ocenie autorów premia w przypadku nabycia dużego pakietu akcji nie musi być powiązana z nabyciem kontroli. Przykładów tego rodzaju transakcji w historii polskiego rynku kapitałowego jest wiele.

Celem niniejszego badania było oszacowanie wielkości oferowanej premii w wezwaniu do zapisywania się na sprzedaż bądź zamianę akcji. Przeanalizowane zostały wezwania, które miały miejsce na polskim rynku kapitałowym w okresie 2010–2018. Na tej podstawie autorzy wskazali, że średnia premia oferowana akcjonariuszom sprzedającym wynosiła 14,3%. Wysokość płaconej premii różni się w zależności od wielkości spółki, która jest przedmiotem wezwania. Z przeprowadzonych analiz wynika, iż najwyższa premia oferowana jest akcjonariuszom spółek, których kapitalizacja nie przekraczała 81 mln zł i była ona na poziomie 16,1%. Autorzy wskazują również na wysoką skuteczność ogłoszonych w analizowanym okresie wezwań, z których 85,4% zakończyło się przeprowadzeniem transakcji. Podmiotom wzywającym udało się skupić 54,4% planowanego pakietu akcji.

## Bibliografia

### Dokumenty prawne

1. Szczegółowe zasady obrotu giełdowego w systemie UTP (tekst ujednolicony według stanu prawnego na dzień 17 czerwca 2019 r.), [www.gpw.pl](http://www.gpw.pl)
2. Rozporządzenie Ministra Rozwoju i Finansów z dnia 14 września 2017 r. w sprawie wzorów wezwań do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji spółki publicznej, szczegółowego sposobu ich ogłaszania oraz warunków nabywania akcji w wyniku tych wezwań, Dz.U. z 2017 r., poz. 1748.
3. Rozporządzenie Komisji (UE) 2016/2067 z dnia 22 listopada 2016 r.
4. Regulamin Giełdy (tekst ujednolicony według stanu prawnego na dzień 1 września 2016 r.), [www.gpw.pl](http://www.gpw.pl)
5. Ustawa o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, Dz.U. z 2005 r. nr 184, poz. 1539.

### Wydawnictwa zwarte i artykuły prasowe

1. Asyngier R. [2017], *Skuteczność wezwań do sprzedaży akcji na polskim rynku kapitałowym*, „Annales Universitatis Mariae Curie-Skłodowska, Sectio H Oeconomia”, 51.1.
2. Bącal G., Bem J. [2014], *Premia za kontrolę oferowana w publicznych wezwaniach do sprzedaży akcji w latach 2006–2013 dla spółek notowanych na GPW w Warszawie*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego. Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia”, 67.
3. Boryczko E., Włodarczyk M. [2018], *Fuzje i przejęcia w prawie polskim*, [https://www.paih.gov.pl/prawo/fuzje\\_i\\_przejecia\\_w\\_prawie\\_polskim](https://www.paih.gov.pl/prawo/fuzje_i_przejecia_w_prawie_polskim)
4. Byrka-Kita A., Czerwiński M. [2013], *Premia z tytułu kontroli na polskim rynku kapitałowym*, „Ekonomista”, 1.
5. Cegielska E. [2016], *Wezwania do sprzedaży akcji a wrogie przejęcia przedsiębiorstw*, „Zeszyty Naukowe Wydziału Nauk Ekonomicznych”, t. 1, nr 20.
6. Damodoran A. [2011], *Finanse korporacyjne. Teoria i praktyka*, Helion, Gliwice.
7. Fleischer A. jr, Mundheim R.H. [1967], *Corporate Acquisition by Tender Offer*, „University of Pennsylvania Law Review”, vol. 115, no. 3.
8. Gondhalekar V.B., Sant R.R., Ferris S.P. [2004], *The Price of Corporate Acquisition: Determinants of Cash Takeover Premia*, „Applied Economics Letters”, vol. 11, no. 12.
9. Jensen M.C., Ruback R.S. [1983], *The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence*, „Journal of Financial Economics”, 11 (1–4).
10. *Kontrola ma swoją cenę* [2018], [www.kpmg.pl](http://www.kpmg.pl), dostęp 30.05.2019.
11. Melnarowicz K. [2016], *Transakcje fuzji i przejęć w fazach cykli koniunktury gospodarczej w Europie oraz w Polsce*, „Roczniki Ekonomii i Zarządzania”, t. 8(44).
12. Moska M. [2018], *Nabywanie znacznych pakietów akcji – problem zgodności polskiej regulacji z wzorcem unijnym*, „Zeszyty Naukowe Towarzystwa Doktorantów Uniwersytetu Jagiellońskiego”, nr 21(2).
13. *Nowe otwarcie. Wyzwania polskiego sektora przedsiębiorstw motorem rozwojowym rynku M&A* [2019], Pekaio Investment Banking S.A., Warszawa.



14. *Podstawy inwestowania na giełdzie* [2010], Szkoła giełdowa, Giełda Papierów Wartościowych, Warszawa.
15. Prusak B. [2014], *Premie i dyskonta w wycenach przedsiębiorstw*, „Optimum. Studia Ekonomiczne”, nr 2.
16. Rutkowski A. [2013], *Premie za przejęcia na GPW w Warszawie w latach 2001–2011*, „Zarządzanie i Finanse”, r. 11, nr 2, cz. 4.
17. Rutkowski A. [2017], *Bid Premiums on the Warsaw Stock Exchange in the Period 2000–2015*, Finance and Sustainability, Proceedings from the Finance and Sustainability Conference, Wrocław.
18. Staśkiewicz K. [2018], *Proces fuzji i przejęcia na gruncie wybranych regulacji prawnych*, „Zeszyty Naukowe Politechniki Częstochowskiej. Zarządzanie”, (31).
19. Szablewski A., Tuzimek R. [2008], *Wycena i zarządzanie wartością firmy*, Poltext, Warszawa.
20. Sudarsanam S. [1998], *Fuzje i przejęcia*, WIG-Press, Warszawa.
21. Walkling R.A., Edmister R.O. [1985], *Determinants of Tender Offer Premiums*, „Financial Analysts Journal”, 41(1).

### **Materiały internetowe**

1. Global & Regional M&A Report 2018 [2019], [www.mergermarket.com](http://www.mergermarket.com), dostęp 1.07.2019.
2. *M&A Index Poland. Fuzje i przejęcia w 2018 roku* [2019], [www.fordata.pl](http://www.fordata.pl), dostęp 30.05.2019.
3. Portal Domu Maklerskiego Banku Ochrony Środowiska S.A., [www.bossa.pl](http://www.bossa.pl)
4. Portal PAP biznes, [www.biznes.pap.pl](http://www.biznes.pap.pl)
5. Roczniki giełdowe 2019, 2018, 2017, 2016, 2015, 2014, 2013, 2012, 2011, [www.gpw.pl](http://www.gpw.pl)

---

## **Public Tender Offer Premium at the Warsaw Stock Exchange (GPW) Between 2010 and 2018**

---

### **Summary**

This paper aims to estimate the public tender offer premium for tender offers announced at the Warsaw Stock Exchange (GPW) between 2010 and 2018. In addition, the authors examined the premium in relation to market capitalisation of the economic operator whose stocks are covered by the public tender offer. The paper also indicates what proportion of completed public tender offers have led to successful transactions. The theses included in the paper are the effect of investigation into public tender offers announced for companies listed at the Warsaw Stock Exchange GPW Main Market over the period 2010–2018. The authors are of the opinion that a premium is a common feature of public tender offers and does not have to be linked to taking control over a public company.

**Keywords:** public tender offer, capital market, mergers and acquisitions, Warsaw Stock Exchange (GPW)

---