

---

A N N A L E S  
UNIVERSITATIS MARIAE CURIE-SKŁODOWSKA  
LUBLIN – POLONIA

VOL. LI, 1

SECTIO H

2017

---

Uniwersytet Marii Curie-Skłodowskiej w Lublinie. Wydział Ekonomiczny

ROMAN ASYNGIER

roman.asyngier@poczta.umcs.lublin.pl

*Skuteczność wezwań do sprzedaży akcji  
na polskim rynku kapitałowym*

---

The Efficiency of Tender Offers for Shares on the Polish Capital Market

**Słowa kluczowe:** publiczne wezwania do sprzedaży akcji; przejęcia; premia za przejęcie; przymusowy wykup; polski rynek kapitałowy; Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie

**Keywords:** public tender offers for shares; takeovers; bid premium; squeeze out; Polish capital market; Warsaw Stock Exchange

**Kod JEL:** G10; G34; C02

## Wstęp

Instytucja publicznego wezwania do sprzedaży akcji istnieje w polskim ustawodawstwie od 1991 r. [Ustawa z dnia 22 marca 1991 r.]. Mimo to pierwsze wezwanie dotyczące spółki giełdowej ogłoszono dopiero w maju 1995 r. Dotyczyło ono akcji Indykpolu, które chciał kupić inwestor strategiczny Jerome Foods. Od tego czasu ogłoszono ponad 550 publicznych wezwań do sprzedaży akcji, w zdecydowanej większości zmierzających do przejęcia kontroli nad spółkami<sup>1</sup>.

Publiczne wezwanie do sprzedaży akcji polega na ogłoszeniu zamiaru zakupu określonej liczby akcji przez dany podmiot. Nerozerwalnie z zagadnieniem pu-

---

<sup>1</sup> Wyliczenia własne na podstawie „Roczników Giełdowych” z lat 1997–2015 oraz komunikatów o publicznych wezwaniach do sprzedaży akcji publikowanych w serwisie infostrefa.com.

blicznych wezwań, szczególnie tych zmierzających do zakupu 100% akcji emitenta, związana jest premia za przejęcie kontroli, jaką płaci nabywający znacznego pakietu akcji. W ujęciu najbardziej ogólnym jest ona nadwyżką między ceną proponowaną w wezwaniu a kursem rynkowym z danego dnia lub okresu notowań.

Celem artykułu jest zbadanie skuteczności publicznych wezwań do sprzedaży akcji ogłaszanych w latach 2006–2016 na polskim rynku kapitałowym. Analizie zostanie poddana skuteczność wezwań z punktu widzenia wzywającego oraz zależność między powodzeniem wezwania a premią za przejęcie oferowaną akcjonariuszom. W celu wyodrębnienia możliwie najbardziej jednolitej grupy badawczej brano pod uwagę wezwania zmierzające do osiągnięcia 100% głosów na Walnym Zgromadzeniu Akcjonariuszy (WZA) spółek, ogłaszane przez podmioty niebędące akcjonariuszami lub posiadające niewielkie pakiety akcji spółek. Celem pobocznym jest zbadanie, jak wiele udanych wezwań kończy się procesem przymusowego wykupu i wycofania akcji emitenta z notowań na rynku giełdowym. Szczegółowa analiza *squeeze out* będzie podjęta w kolejnych publikacjach.

## 1. Istota prawna publicznego wezwania do sprzedaży akcji

Obecne przepisy dotyczące publicznych wezwań na polskim rynku kapitałowym mają umocowanie prawne w przepisach wprowadzonych w 2005 r., tj. z chwilą wejścia w życie zapisów ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych. Stanowią one implementację europejskich przepisów prawnych zapisanych w Dyrektywie 2004/25/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie ofert przejęcia.

Dyrektywa 2004/25/WE zawiera podstawowe przepisy dotyczące przejęć znacznych pakietów akcji w spółkach, których walory podlegają obrotowi na giełdach państw członkowskich UE. Istotą tych regulacji jest obowiązek ogłaszania wezwań do sprzedaży akcji (art. 5 Dyrektywy). Z punktu widzenia niniejszego artykułu szczególnie ważny jest przepis stanowiący o tym, że podmiot, który w wyniku nabycia pakietu akcji uzyskał kontrolę nad spółką giełdową, jest zobligowany do ogłoszenia wezwania na pozostałe akcje tej spółki. Celem takich zapisów jest możliwość i gwarancja zakończenia inwestycji przez mniejszościowych akcjonariuszy. Wspomniana dyrektywa ma zapewnić drobnym inwestorom uzyskanie ceny uczciwej, odpowiadającej co najmniej cenie zapłaconej przez inwestora dominującego lub podmiot działający z nim w porozumieniu w związku z dokonaniem przejęcia kontroli nad spółką w okresie ustalonym przez każdy kraj członkowski, lecz nie krótszym niż 6 i nie dłuższym niż 12 miesięcy przed rozpoczęciem oferty. Każde państwo członkowskie może poza tym przyjmować dowolne kryteria ustalania ceny godziwej.

Polskie przepisy prawne dotyczące publicznych wezwań do sprzedaży akcji zostały w stosunku do wzorca europejskiego znacznie rozszerzone. Przed wszystkim

ustawodawca wprowadził dwa progi: 33% i 66% – ogólnej liczby głosów w spółce publicznej, wynikające z nabytych papierów wartościowych, które implikują konieczność ogłoszenia wezwania. Przekroczenie pierwszego progu może wystąpić tylko w drodze publicznego wezwania, które może zapewnić oferującemu osiągnięcie 66% głosów (art. 73 ustawy o ofercie publicznej). Dopiero przekroczenie progu 66% głosów, zgodnie z art. 5 Dyrektywy 2004/25/WE, może wystąpić w drodze publicznego wezwania do sprzedaży wszystkich pozostałych akcji spółki. Konieczność ogłoszenia wezwań wymagana jest również w sytuacji, gdy nabycie akcji powoduje zwiększenie udziału w ogólnej liczbie głosów o więcej niż 10% w okresie krótszym niż 60 dni przez podmiot posiadający mniej niż 33% głosów lub o więcej niż 5% w okresie krótszym niż 12 miesięcy przez podmiot posiadający ponad 33% głosów na WZA spółki.

Przepisy dotyczące obowiązku ogłaszania wezwań oraz progi procentowe rodzące konieczność jego ogłoszenia były wielokrotnie przedmiotem krytyki na polskim rynku kapitałowym [Domański, Goszczyk, 2008; Regucki, 2012, 2013]. Abstrahując od wypełniania zapisów dyrektywy, same w sobie mogą prowadzić do kuriozalnych sytuacji. Przykładowo, aby wypełnić warunek ustawowy, w styczniu 2013 r. czeska spółka LU CHEMIE ogłosiła wezwania na 1 akcję spółki Permedia [*Wezwanie do zapisywania się na sprzedaż akcji...*, 2013].

Cena akcji będących przedmiotem obrotu na rynku regulowanym, proponowana w wezwaniu, 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 albo – jeśli obrót odbywał się krócej – od średniej ceny rynkowej z krótszego okresu. W przypadku wezwań zmierzających do przekroczenia progu 66% głosów w spółce cena nie może być również niższa od średniej z 3 miesięcy<sup>2</sup>. Zgodnie z prawem unijnym cena nie może być także niższa od najwyższej ceny, jaką ogłaszający wezwanie bezpośrednio lub pośrednio (albo podmioty działające z nim w porozumieniu) zapłacił w ciągu ostatnich 12 miesięcy przed ogłoszeniem wezwania.

Najpóźniej 2 dni przed rozpoczęciem wezwania swoje stanowisko dotyczące oferty ma obowiązek zaprezentować zarząd spółki<sup>3</sup>. W komunikacie zarząd musi ustosunkować się i opisać możliwy wpływ zakupu akcji (przejęcia kontroli) na losy spółki, wielkość zatrudnienia, możliwe korzyści współpracy itp. Zobligowany jest też odnieść się do proponowanej w wezwaniu ceny, przy czym stanowisko to nie jest traktowane jako rekomendacja dla akcjonariuszy.

Bardziej szczegółowe zapisy samej procedury ogłoszenia i przeprowadzenia wezwania zawarte są w rozporządzeniu Ministra Finansów z dnia 19 października

<sup>2</sup> Średnia cena podawana w komunikatach jest najczęściej w zaokrągleniu do jednego grosza. Jeżeli jednak wzywający zaokrąglił cenę w dół i jednocześnie jest to cena zaproponowana w wezwaniu, KNF może ją zakwestionować jako niespełniającą wymogów ustawowych.

<sup>3</sup> Art. 9 Dyrektywy 2004/25/WE oraz art. 80 ustawy o ofercie publicznej.

2005 r. (dalej jako: rozporządzenie w sprawie wzorów wezwań). Dokument, oprócz informacji o liczbie akcji objętych wezwaniem, danych podmiotu nabywającego i pośredniczącego w wezwaniu oraz ceny, określa również dokładne terminy wezwania i przeprowadzenia transakcji, możliwość jego wydłużenia, sposób odpowiedzi na wezwanie i zamiary wzywającego w stosunku do spółki. Rozporządzenie zawiera także wzory wezwań do sprzedaży akcji, obligujące wzywających do ich sporządzenia w odpowiednim układzie i formie.

Naturalną konsekwencją wezwań do sprzedaży akcji, szczególnie tych zmierzających do osiągnięcia bezpośrednio lub pośrednio 100% głosów na Walnym Zgromadzeniu Akcjonariuszy, jest przymusowy wykup akcji (tzw. wyciskanie akcjonariuszy; ang. *squeeze out*). Stosowne przepisy prawne zawarte od 2000 r. w Kodeksie spółek handlowych (art. 418) [Ustawa z dnia 15 września 2000 r.] odnosiły się do spółek niepublicznych. Regulacje odnoszące się do spółek publicznych pojawiły się w 2005 r. wraz z wejściem w życie zapisów ustawy o ofercie publicznej. Były one również implementacją zapisów prawnych Dyrektywy 2004/25/WE.

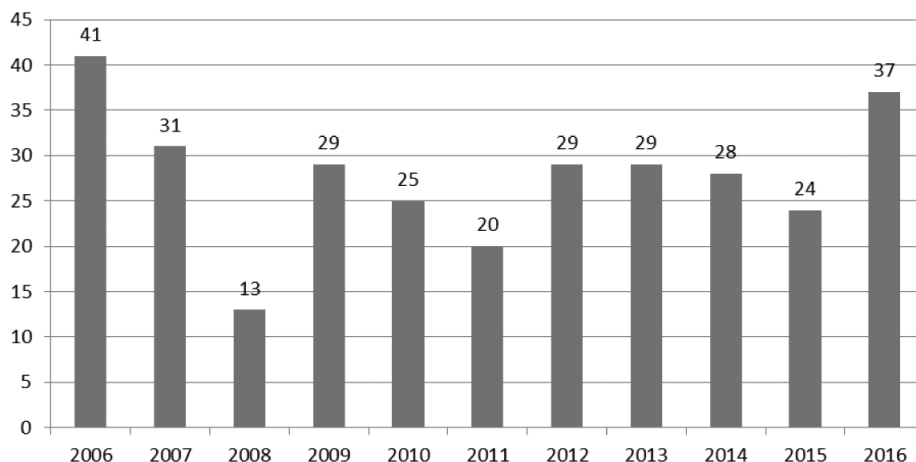
Zgodnie z art. 82 ustawy o ofercie publicznej akcjonariuszowi spółki publicznej, posiadającemu bezpośrednio lub pośrednio 90% ogólnej liczby głosów w spółce, w terminie 3 miesięcy od osiągnięcia lub przekroczenia tego progu przysługuje prawo żądania przymusowego wykupu od pozostałych akcjonariuszy. Cena akcji będących przedmiotem obrotu na rynku regulowanym proponowana w *squeeze out* jest ustalana według tych samych przepisów, co w przypadku wezwań do zapisywania się na sprzedaż akcji. Polskie ustawodawstwo dopuszcza również operację przymusowego odkupu akcji (ang. *sell-out right*) [zob. Królik-Kołtunik, 2015].

## 2. Próba i metoda badawcza

Analizą objęto wszystkie publiczne wezwania do sprzedaży akcji ogłoszone w latach 2006–2016 na polskim rynku kapitałowym. Oznacza to, że badania nie ograniczyły się wyłącznie do spółek notowanych na GPW w Warszawie, lecz obejmowały wszystkie podmioty notowane na rynku alternatywnym NewConnect oraz rynku pozagiełdowym BondSpot (dawny MTS-CeTO).

W ustalonym okresie analiz na polskim rynku kapitałowym ogłoszono ponad 300 publicznych wezwań do sprzedaży akcji (rys. 1). Najwięcej było ich w 2006 r., gdy wystąpiły w liczbie ponad 40, i w 2016 r. – 35. Najmniej wezwań ogłoszono w 2008 i 2011 r., a więc w latach kryzysu finansowego i kryzysu fiskalnego w strefie euro, którym towarzyszyły znaczne spadki cen na giełdach. Sugeruje to, że motywacja ogłaszania wezwań nie jest uzależniona wyłącznie od wycen, a raczej od perspektywy rozwoju po przejściu, które w okresie stabilnego otoczenia gospodarczego i rynkowego rysują się korzystniej.

W celu wydzielenia możliwie najbardziej jednorodnej grupy badawczej w następnym kroku wyodrębniono wezwania zmierzające do osiągnięcia przez wzywają-



Rys. 1. Liczba wezwań do sprzedaży akcji w latach 2006–2016

Źródło: opracowanie własne na podstawie „Roczników Giełdowych” oraz komunikatów spółek publicznych zamieszczanych w systemie ESPI i dostępnych w serwisie infostrefa.com.

cego/wzywających, bezpośrednio i pośrednio, 100% akcji i – co zrozumiałe – 100% głosów na WZA spółki. Takowych w badanym okresie ogłoszono aż 130, przy czym grupy tak wyodrębnionej nie można uznać za jednorodną z uwagi na to, że w niektórych przypadkach były one ogłaszane przez podmiot nieposiadający akcji spółki, a w innym – przez podmioty posiadające nawet ponad 90% akcji.

Tab. 1. Wezwania do sprzedaży akcji zakwalifikowane do grupy badawczej

Spółka	Cena	Liczba akcji w wezwaniu	Średnia 6 miesięcy	Średnia 3 miesiące	Zmiana ceny	Warunek nabycia w % głosów	% głosów po wezwaniu	Wzywający
JELFA	93,00	6 120 005	77,10	80,25	Nie	40,00	94,56	Sanitas Polska
UNIMIL	50,00/ 53,00	2 060 727	40,17	42,79	Nie	Brak	0,00	Ansell Healthcare
OPOCZNO	33,50	16 450 000	33,37	33,50	Nie	45,00	48,42	Cersanit
RMF FM	144,80	3 300 000	135,12	138,43	Nie	Brak	90,59	Bauer Media Invest
UNIMIL	5,90	20 607 270	5,06	5,14	Nie	Brak	83,33	Ansell Healthcare
KPPD	33,70	1 524 625	33,68	33,68	Nie	Brak	6,03	Kronospan Holding
GADU-GADU	23,50	17 584 611	20,70	19,99	Nie	67,00	96,43	MIH Poland Holdings
PRATERM	51,00	10 172 000	50,23	46,38	Nie	48,43	97,95	Dalkia Polska

Spółka	Cena	Liczba akcji w wezwaniu	Średnia 6 miesięcy	Średnia 3 miesiące	Zmiana ceny	Warunek nabycia w % głosów	% głosów po wezwaniu	Wzywający
ARTMAN	92,65	4 275 548	86,95	89,43	Nie	79,69	99,70	LPP
BANKIER	9,00	7 224 345	7,84	7,42	Tak z 8,70	67,00	83,23	MIH ALLEGRO
HTL STREFA	13,71	64 593 731	12,33	12,17	Nie	80,00	97,32	Terantium Investments
WSiP	17,15	24 759 330	15,84	16,07	Tak z 16,35	80,00	10,01	Pahoa Investments
OPTOPOL	20,00	14 204 300	14,11	15,56	Nie	80,00	89,35	Canon Inc.
PEMUG	1,83	29 563 176	1,79	1,77	Nie	76,01	91,27	PU AB Consulting
WOLA INFO	3,70	5 612 000	3,68	3,48	Nie	Brak	32,48	Devoteam
NEPENTES	28,00	15 700 000	26,39	27,92	Nie	90,00	99,73	Sanofi-Aventis
TETA	14,00/ 12,80	11 826 831	10,60	11,38	Tak z 11,75	66,00	93,01	UNIT4
TETA	12,75	11 826 831	10,80	11,61	Nie	66,00	0,00	The Sage Group
RUCH	10,70	58 824 007	8,68	8,66	Nie	67,00	86,85	Lurena Investments
BOGDANKA	100,75	34 013 590	77,16	80,13	Nie	75,00	0,00	New World Resources
INTERFERIE	5,12	14 564 200	5,12	5,07	Nie	75,00	66,82	Fundusz Hotele 01
BZ WBK	226,89	73 076 013	207,63	213,25	Nie	70,00	95,67	Banco Santander
ELSTAR OILS	6,50	48 212 000	4,70	4,51	Tak z 5,50	50,90	97,74	Archer Daniels Midland
ELSTAR OILS	6,75	48 212 000	4,72	4,61	Nie	80,00	0,00	Koninklijke Bunge
TMS BROKERS	56,00	3 354 032	49,12	42,32	Nie	Brak	62,68	Nabbe Investments
TU EUROPA	193,00	9 450 000	166,99	155,37	Nie	50,00	77,97	Talanx International
SYGNITY	21,00	11 886 242	17,18	17,77	Nie	66,90	0,00	Asseco Poland
PULAWY	102,5/ 98,85	19 115 000	98,85	93,02	Nie	80,00	0,00	Synthos
PEP	33,00	21 313 967	24,59	26,12	Tak z 31,50	80,00	57,76	Mansa Investments
EKO HOLDING	7,00	48 616 605	3,77	3,85	Tak z 4,10 – 4,70 – 5,60	55,00	58,61	Ecorse Investments
EKO HOLDING	6,35/ 5,85	48 616 605	3,93	4,17	Tak z 5,50	26,00	0,00	Gemma Investments
ZELMER	40,00	15 200 000	29,06	30,36	Nie	75,00	97,78	BSH Sprzęt Gosp. Dom.
NORDEA BP	47,99	55 498 700	32,31	34,50	Nie	99,21	0,00	PKO BP
NORDEA BP	47,99	55 498 700	46,25	46,97	Nie	99,21	99,82	PKO BP
ATM	12,40	36 343 343	12,02	11,33	Nie	90,00	0,00	Fisterra
BGŻ	80,47	56 138 764	69,88	69,65	Nie	74,39	88,98	BNP PARIBAS
INFOVIDE-MATRIX	6,01	12 476 705	3,64	2,97	Nie	70,01	97,91	Asseco Poland

Spółka	Cena	Liczba akcji w wezwaniu	Średnia 6 miesięcy	Średnia 3 miesiące	Zmiana ceny	Warunek nabycia w % głosów	% głosów po wezwaniu	Wzywający
TERESA-MEDICA	15,45/ 13,40	2 408 077	15,45	14,84	Nie	90,00	96,39	Sigvaris Holding
ACE	16,20	21 230 515	11,59	12,47	Tak z 13,50	95,00	92,10	Gr. Industrial Saltillo
DUON	3,85	115 572 647	3,31	3,23	Nie	51,00	93,35	Fortum Holding
MAGELLAN	68,00	6 720 037	54,49	55,91	Tak z 64,00 – 66,15	80,00	97,13	Mediona
FERRO	11,30	21 242 655	10,49	10,10	Tak z 10,50	80,00	0,00	Palmyra
DTP	4,90	35 714 000	4,35	4,21	Nie	80,00	99,73	PRA Group Polska
NOVITA	53,51/ 53,00	2 500 000	52,19	53,50	Tak z 53,50/ 53,00	95,00	63,32	Tebesa

Źródło: opracowanie własne na podstawie komunikatów spółek publicznych zamieszczanych w systemie ESPI oraz dostępnych w serwisie infostrefa.com.

Ostatecznie wyodrębniono wyłącznie wezwania, w których wzywający w chwili ogłoszenia wezwania posiadał nie więcej niż 10% akcji spółki. W grupie składającej się z 44 przypadków aż 39 było wezwaniem ogłoszonymi przez podmioty nieposiadające w chwili wezwania żadnych akcji spółki potencjalnie przejmowanej<sup>4</sup>. W zaledwie 9 wezwaniach ogłaszający był podmiotem z kapitałem krajowym (PKO BP dwukrotnie przy wezwaniach na akcje Nordea BP). W pozostałych operacjach ogłaszającym był podmiot zagraniczny lub podmiot zarejestrowany w Polsce, ale będący spółką zależną od zagranicznego podmiotu dominującego. Aż 42 ewentualne transakcje dotyczyły spółek notowanych na GPW. Pozostałe 2 miały miejsce na MTS-CeTO (KPPD) i NewConnect (TMS Brokers).

Badania skuteczności przeprowadzono w odniesieniu do dwóch kryteriów. Pierwszym było zawarcie w ramach wezwania transakcji nabycia akcji i uzyskania w ten sposób odpowiedniej liczby głosów na WZA spółki, gwarantującej przejęcie kontroli nad spółką. Za jednoznacznie skuteczne uznano te operacje, w których nabywający po zakończeniu wezwania przekroczył poziom 50% głosów na WZA spółki. Drugim kryterium był określony w treści wezwania wymóg osiągnięcia minimalnej liczby głosów na WZA spółki po zakończeniu operacji, przy której zobowiązał się do ich nabycia w drodze wezwania. Przy 44 wezwaniach podlegających badaniu tylko sześciokrotnie wzywający nie określił takiego warunku. W pozostałych przypadkach w zdecydowanej większości ustalano ten próg na ponad 50% oraz wyższym poziomie

<sup>4</sup> W ostatecznej grupie badawczej nie uwzględniono przypadku spółki Druk-Pak. Wezwanie ogłoszone w czerwcu 2014 r. przez spółkę Akomex Sp. z o.o. nie było wezwaniem w myśl ustawy o ofercie publicznej, lecz ofertą do sprzedaży akcji. Jako ciekawostkę warto nadmienić, że oferta ta zakończyła się sukcesem, a wzywający nabył ponad 90% akcji spółki, co pozwoliło mu w późniejszym terminie ogłosić przymusowy wykup akcji.

liczby akcji i odpowiadającej im liczbie głosów na WZA spółki. W 5 przypadkach wzywający zdecydował się na nabycie akcji mimo niespełnienia tego warunku. Za skuteczne uznano w tym aspekcie te wezwania, które zakończyły się nabyciem akcji lub uzyskaniem liczby głosów z nich wynikających przewyższających próg określony w komunikacie wezwania.

### **3. Przegląd badań empirycznych nad wysokością premii za przejęcie kontroli w publicznych wezwaniach do sprzedaży akcji na polskim rynku kapitałowym**

Problemy omawiane w niniejszym artykule są stosunkowo rzadko podejmowane w badaniach naukowych dotyczących polskiego rynku kapitałowego. Bem i Bącał [2014] dokonali analizy wysokości premii za przejęcie w procesie publicznych wezwań do sprzedaży akcji. Wykazali, że w latach 2006–2013 przeciętna premia półroczna wynosiła 29%, a mediana premii z tego okresu – 25%. Firma KPMG [*Wezwania do sprzedaży akcji...*, 2011] wykazała, że w latach 2009–2010 około 2/3 wezwań zakończyło się sukcesem, przy czym 60% z nich prowadziło do przejęcia kontroli nad spółką. Rutkowski [2013] na podstawie 236 wezwań mających miejsce w latach 2001–2011 zauważył, że premia za przejęcie była zmienna w poszczególnych latach. Mediana premii za przejęcie z 60 dni roboczych przed wezwaniem (około 3 miesiące) wyniosła około 13%. W opinii autora wysokość premii za przejęcie kontroli decyduje o sukcesie wezwania, ale analizy są utrudnione ze względu na stosunkowo małą liczbę transakcji jednorodnych. Ponadto w polskich badaniach naukowych wielokrotnie podejmowano analizę wpływu ogłoszenia wezwań do sprzedaży akcji na notowania akcji spółek publicznych [m.in. Szyszka, 2002; Kowalewski, 2006; Kabaciński, 2013].

### **4. Wyniki analiz**

Biorąc pod uwagę kryteria określone w metodzie badawczej, wykazano 31 wezwań skutecznych, tj. około 70% analizowanych. W grupie tej znalazły się 4 transakcje, w których nabywający zdecydowali się nabywać akcje mimo niespełnienia warunku ilościowego akcji, ale w każdym przypadku uzyskali ponad 50% głosów na WZA spółek, a w przypadku ACE – nawet ponad 90% głosów.

Aż 18 razy po zakończeniu wezwania nabywający wszedł w posiadanie akcji zapewniających możliwość przeprowadzenia operacji przymusowego wykupu, tj. ponad 90% wszystkich wyemitowanych walorów spółki. W zdecydowanej większości przypadków w niedługim czasie rzeczywiście *squeeze out* został przeprowadzony każdorazowo po cenie równej cenie z wezwania. Tylko Pemug i BZ WBK pozostały spółkami publicznymi. Wśród wszystkich wyróżnionych w badaniu spółek publicznych aż 28 poddano procedurze *squeeze out*.



Spośród 13 wezwań, które zgodnie z założeniem przyjętym w badaniu zostały uznane za nieskuteczne, w 10 przypadkach wzywający nie nabyli żadnych akcji. Przy wezwaniu ogłoszonym przez PKO BP na akcje Nordea BP przyczyną był warunek formalny wynikający z nieudzielenia zgody KNF na przejęcie. W pozostałych wezwaniach odstąpiono od nabycia akcji z uwagi na nieosiągnięcie progu minimalnej liczby udziałów w spółce lub braku zapisów. Wezwanie na akcje KPPD zakończyło się kuriozalnie nabyciem 1 sztuki akcji. W wezwaniu na akcje Wola Info spółka Devoteam uzyskała po wezwaniu 46,72%, przy czym w samym wezwaniu nabyła akcje uprawniające do wykonywania 32,48% głosów w spółce. Pozostałe akcje nabyła dzięki objęciu 1,5 mln akcji nowej emisji.

W 11 analizowanych przypadkach w trakcie trwania wezwania nabywający zdecydowali się na podniesienie ceny. Podczas wezwania ogłoszonego przez Medionę na akcje Magellana cenę podnoszono dwukrotnie, a przy wezwaniu Ecorse Investments ogłoszonym na akcje Eko Holding – nawet trzykrotnie. W wypadku wezwania na Lentex podniesienie ceny o 1 gr. nie było spowodowane chęcią zwiększenia szansy przejęcia spółki, a najprawdopodobniej korektą ceny wynikającą z zapisów ustawowych<sup>5</sup>. Sześciokrotnie ostateczna cena zaproponowana w wezwaniu była wyższa od ceny pierwotnej o ponad 10%. W 3 przypadkach (Teta, Puławy, Eko Holding – wzywający Gemma Investments) wzywający zastosował cenę zmienną, wyższą w pierwszym okresie wezwania. Dwukrotnie (Teresa Medica i Lentex) cenę różnicowano z uwagi na podmiot posiadający akcje (cena niższa dla podmiotu dominującego). Przy pierwszym wezwaniu na Unimil, ogłoszonym przez Ansell Healthcare Europe N.V., wzywający przewidywał możliwość podniesienia ceny z uwagi na pełny sukces wezwania (przejęcie 90% udziałów).

Tab. 2. Miary statystyczne dotyczące poziomu oferowanej w wezwaniach premii za przejęcie kontroli

		Premia 6-miesięczna		Premia 3-miesięczna	
		Średnia	Mediana	Średnia	Mediana
Wszystkie wezwania		20,10	14,98	20,26	16,14
Wezwania udane		19,76	14,80	20,59	16,39
	w tym wezwania pozwalające kontrolować > 90% głosów na WZA	17,16	11,92	18,84	14,27
	w tym wezwania pozwalające kontrolować < 90% głosów na WZA	23,36	15,58	23,03	23,56
Wezwania nieudane		20,92	18,06	19,46	11,88
	w tym wezwania, w których wzywający nabył maksymalnie 1 akcję	23,92	15,15	21,81	16,85

Źródło: opracowanie własne na podstawie komunikatów spółek publicznych.

<sup>5</sup> Średnia arytmetyczna ważona obrotami z ostatnich 3 miesięcy przed wezwaniem została wyliczona na 53,50. Prawdopodobnie została ona zaokrąglona w dół, co jest niezgodne z zapisami ustawowymi, o czym wspomniano w pkt 1 artykułu.

Trzykrotnie w grupie badawczej (Teta, Eko Holding, Elstar Oils) dochodziło do ogłaszania kontrwezwań przez inny podmiot z zamiarem nabycia wszystkich akcji znajdujących się w obrocie. W każdym przypadku wywoływało to podniesienie ceny przez pierwszego wzywającego. Przy walce o przejęcie kontroli nad spółkami Teta oraz Elstar Oils ceny wezwania zostały podwyższone o prawie 20%. Prawdziwa wojna była przy wezwaniach na akcje Eko Holding. Pierwszy wzywający podnosił cenę aż trzykrotnie, ustalając ostateczną cenę wezwania na poziomie o ponad 70% wyższym od pierwotnej. Stało się tak na skutek nie tylko wyższej ceny kontrwezwania, ale również jej późniejszego podniesienia przez konkurenta.

Ostatnim etapem badań było ustalenie zależności między efektywnością wezwań a premią za przejęcie, liczoną jako ostateczna cena w wezwaniu (po uwzględnieniu jej korekt w czasie trwania) w stosunku do średniej wyliczonej ustawowo z ostatnich 3 i 6 miesięcy notowań akcji poprzedzających wezwanie. Średnia z ostatnich 3 i 6 miesięcy notowań wskazuje, że podmioty pragnące przejąć kontrolę nad spółkami z polskiego rynku kapitałowego proponowały ponad 20-procentową premię. Analizy nie wykazują, że powodzenie wezwania jest uzależnione od oferowanej premii za przejęcie. Średnia arytmetyczna premii za przejęcie w wezwaniach zakwalifikowanych jako nieudane wyniosła w okresie 3 i 6 miesięcy odpowiednio 19,46% i 20,92%. Te same wielkości dla wezwań zakończonych sukcesem wyniosły 20,59% i 19,76%. Porównanie median premii za przejęcie również nie daje jednoznacznych wyników i nie ukazuje oczywistych zależności. Bardzo ciekawe jest zestawienie średnich premii dla wezwań jednoznacznie udanych, w których doszło do nabycia ponad 90% akcji i tych, w których nie objęto żadnych akcji<sup>6</sup>. Średnia dla wezwań nieudanych była wyższa i przekraczała w badanych okresach o prawie 3% i 7% średnią dla wezwań umożliwiających nabywającym ogłoszenie przymusowego wykupu w ich następstwie.

## Podsumowanie

Przeprowadzone badania dowiodły, że w latach 2006–2016 skuteczność wezwań do sprzedaży akcji wyniosła około 70%, a w ponad połowie z nich przejmujący po wezwaniu wszedł w posiadanie pakietu akcji umożliwiających wykonywanie ponad 90% głosów w spółce. Podmioty niebędące znaczącymi akcjonariuszami spółek skłonne są płacić średnio ponad 20-procentowe premie za przejęcie kontroli nad spółką. Analizy nie wykazały zależności między wysokością premii za przejęcie a powodzeniem publicznego wezwania do sprzedaży akcji. W zdecydowanej większości przypadków inwestorzy dominujący ogłaszają przymusowe wykupy akcji, jeśli tylko posiadane udziały na to pozwalają.

Rezultaty badania skuteczności wezwań na polskim rynku kapitałowym, podjętego w niniejszym artykule, są zgodne z wynikami uzyskanymi przez firmę KPMG

<sup>6</sup> Do grupy tej włączono wezwanie na akcje KDDP, w których objęto 1 sztukę akcji.

[*Wezwania do sprzedaży akcji...*, 2011]. Podobnie wygląda porównanie premii za przejęcie uzyskane w badaniach prowadzonych przez Bema i Bącala [2014], przy czym średnia i mediana półrocznych premii uzyskana przez autorów była o kilka procent wyższa. Stwierdzony brak zależności między powodzeniem wezwania a płaconą premią udziałowcom spółek stoi jednak w pewnej opozycji do badań podjętych przez Rutkowskiego [2013]. Skłania to do poszukiwań czynników na to wpływających. Na podstawie studium przypadków w analizowanych wezwaniach należy zwrócić uwagę na dwie istotne kwestie. Po pierwsze, decydujący wpływ na powodzenie wezwania może mieć struktura akcjonariatu. Łatwiej przejść spółkę, w której występuje duże rozdrobnienie właścicielskie. Zupełnie inaczej może wyglądać sytuacja w przedsiębiorstwach o dużym udziale funduszy inwestycyjnych. Przykładem są m.in. wezwania na akcje Magellana, gdzie fundusze posiadające znaczące udziały, niejednokrotnie dające ponad 5% głosów na WZA emitenta, zobowiązały się wobec siebie i ogłosiły, że nie odpowiedzą na wezwanie po zaproponowanej cenie [*Fundusze emerytalne...*, 2016]. Wymusiło to na wzywającym konieczność jej podniesienia, aby zachować szansę na przejęcie spółki. Po drugie, przy małej płynności akcji premia za przejęcie może być dla akcjonariuszy sprawą drugorzędną. Dowodzi tego przykład wezwania na akcje Pani Teresa-Medica. Wzywający Sigvaris Holding AG nie zaproponował żadnej premii w stosunku do ceny z ostatnich 6 miesięcy, a mimo to kupił aż 96,39% akcji będących w obrocie i w niedługim czasie ogłosił przymusowy wykup akcji. Wydaje się, że badania zmierzające w kierunku dookreślenia czynników wpływających na powodzenie publicznych wezwań do sprzedaży akcji są ciekawym problemem badawczym i zostaną podjęte przez autora w odrębnej publikacji.

## Bibliografia

- Bem J., Bącal G., *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” nr 804, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” 2014, nr 67.
- Domański G., Goszczyk M., *Nabycie akcji spółki publicznej – obowiązek ogłaszania wezwań*, „Przegląd Prawa Handlowego” 2008, nr 4.
- Dyrektywa 2004/25/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie ofert przejęcia (Dz.Urz. UE L 142 z 30 kwietnia 2004; Dz.Urz. UE, polskie wydanie specjalne, rozdz. 17, t. 2).
- Fundusze emerytalne nie sprzedadzą akcji Magellana w wezwaniu Mediony, po 64 zł za szt.*, 2016, [www.infostrefa.com/infostrefa/pl/wiadomosci/21347484,fundusze-emerytalne-nie-sprzedadza-akcji-magellana-w-wezwaniu-mediony-po-64-zl-za-szt](http://www.infostrefa.com/infostrefa/pl/wiadomosci/21347484,fundusze-emerytalne-nie-sprzedadza-akcji-magellana-w-wezwaniu-mediony-po-64-zl-za-szt) [data dostępu: 23.11.2016].
- Kabaciński B., *Ocena efektów fuzji i przejęć na podstawie analizy nadwyżkowych stóp zwrotu*, „Zarządzanie i Finanse” 2013, nr 2, cz. 4.
- Kowalewski O., *Wartość dla akcjonariuszy mniejszościowych w procesie wycofania spółek z obrotu giełdowego*, „Bank i Kredyt” 2006, nr 2.
- Królík-Koltunik K., *Przymusowy wykup akcji na Gieldzie Papierów Wartościowych w Warszawie*, „Annales UMCS. Sectio H” 2015, Vol. 49, nr 4, DOI: <http://dx.doi.org/10.17951/h.2015.49.4.291>.

- Regucki T., *O potrzebie zmian regulacji wezwań do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji – uwagi na podstawie struktury własności polskich spółek giełdowych*, „Transformacje Prawa Prywatnego” 2012, nr 3.
- Regucki T., *Regulacja wezwań do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji a pokrzywdzenie akcjonariuszy mniejszościowych*, „Zarządzanie i Finanse” 2013, nr 2, cz. 6.
- „Rocznik Giełdowy” 1997–2015.
- Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 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. 2005, nr 207, poz. 1729 z późn. zm.).
- Rutkowski A., *Premie za przejęcia na GPW w Warszawie w latach 2001–2011*, „Zarządzanie i Finanse” 2013, nr 2, cz. 4.
- Szyska A., *Studium wydarzeń: reakcja inwestorów na publiczne wezwania do sprzedaży akcji*, [w:] D. Zarzecki (red.), *Zarządzanie finansami: klasyczne zasady – nowoczesne metody*, t. 1, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin 2002.
- Wezwanie do zapisywania się na sprzedaż akcji spółki Permedia SA*, 2013, [www.infostrefa.com/infostrefa/pl/wiadomosci/12925654,wezwanie-do-zapisywania-sie-na-sprzedaz-akcji-spolki-permedia-sa](http://www.infostrefa.com/infostrefa/pl/wiadomosci/12925654,wezwanie-do-zapisywania-sie-na-sprzedaz-akcji-spolki-permedia-sa) [data dostępu: 10.11.2016].
- Wezwania do sprzedaży akcji – wycena – wartość spółki. Dyskusja Przeglądu*, „Przegląd Corporate Governance” 2011, nr 1.
- Ustawa z dnia 22 marca 1991 r. – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych (Dz. U. 1991, nr 35, poz. 155).
- Ustawa z dnia 15 września 2000 r. – Kodeks spółek handlowych (Dz. U. 2000, nr 94, poz. 1037 z późn. zm.).
- 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 z późn. zm.).

### **The Efficiency of Tender Offers for Shares on the Polish Capital Market**

The purpose of this article was to examine the efficiency of public tender offer for shares on the Polish capital market issued in 2006–2016. The subject of the study was the effectiveness of tender offer from the point of view of the buyer, the average of bid premium and the relationship between a successful takeover and a bid premium for the shareholders. To distinguish the possible most homogeneous research group, the paper considers tender offer for shares meant to achieve 100% of votes at the Issuer’s General Shareholders Meeting, announced by companies which were not shareholders or which had small share packets. The analysis did not show that the success of the tender offer was dependent on offered a bid premium for the takeover, which was more than 20% on average.

### **Skuteczność wezwań do sprzedaży akcji na polskim rynku kapitałowym**

Celem artykułu było zbadanie skuteczności publicznych wezwań do sprzedaży akcji ogłaszanych w latach 2006–2016 na polskim rynku kapitałowym. Analizie została poddana skuteczność wezwań z punktu widzenia wzywającego, średnia wysokość premii oferowanej akcjonariuszom oraz zależność między powodzeniem wezwania a premią za przejęcie. W celu wyodrębnienia możliwie najbardziej jednolitej grupy badawczej brano pod uwagę wezwania zmierzające do osiągnięcia 100% głosów na WZA spółek, ogłaszane przez podmioty niebędące akcjonariuszami lub posiadające niewielkie pakiety akcji spółek. Dokonane analizy nie wykazały, że powodzenie wezwania było uzależnione od oferowanej premii za przejęcie, która wyniosła średnio ponad 20%.