



Kontrola ma swoją cenę

**Premie w wezwaniach do sprzedaży akcji
spółek notowanych na GPW**

Wstęp

To już trzecia edycja raportu KPMG podsumowującego wezwania do sprzedaży akcji spółek notowanych na głównym rynku GPW w Warszawie.

Niniejszy materiał obejmuje szczegółową analizę premii płaconych w ostatnich dwóch latach (2021-2022), przedstawioną w kontekście całego badanego okresu tj. od roku 2010.

Czy zmienność rynków kapitałowych związana ze wzrostem inflacji, toczącym się konfliktem zbrojnym za naszą wschodnią granicą oraz coraz bardziej widocznym spowolnieniem gospodarczym miała bezpośredni wpływ na ilość wezwań i wysokość premii, czy jednak inwestorzy pozostali odporni na powyższe czynniki?

Zapraszamy do lektury.



Tomasz Wiśniewski
Partner w KPMG
w Polsce



Marcin Łągiewka
Dyrektor w KPMG
w Polsce



Tomasz Regulski
Dyrektor w KPMG
w Polsce

Spis Treści

str. 3 Kluczowe wnioski

str. 5 „Czarne łabędzie” pojawiają się w parach

str. 7 Jedna jaskółka wiosny nie czyni
Na parkiecie jeszcze większe pustki

str. 11 Zasada Pareto na rynku wezwań

str. 14 Co wpływa, a co nie wpływa na wysokość premii

str. 17 Finansowy vs. branżowy – różne interesy, różne premie

str. 21 Art. 7 znowelizowanej ustawy a wartość godziwa – casus Żywca

str. 23 Usługi w zakresie wycen

Kluczowe wnioski

Obserwacje

415

Liczba spółek na GPW
w Warszawie na koniec
2022 roku

1114
mld PLN

Kapitalizacja spółek
notowanych na GPW
w Warszawie na koniec
2022 roku

41

Łączna liczba spółek,
które opuściły GPW
w Warszawie
w okresie 2021-2022

24

Łączna liczba debiutów
na GPW w Warszawie
w okresie 2021-2022

lata 2021-2022

lata 2010-2022



Liczba ogłoszonych
wezwań

54

363



Średnia wartość
wezwania

272
mln PLN

344
mln PLN



Odsetek udanych
wezwań

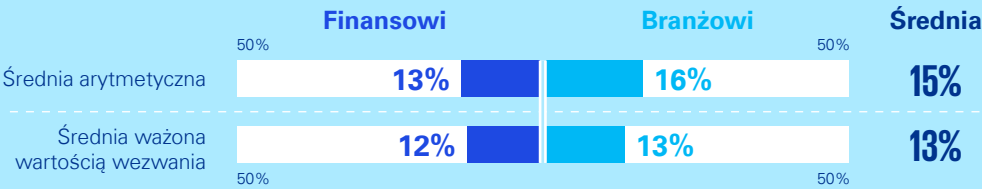
91%

83%

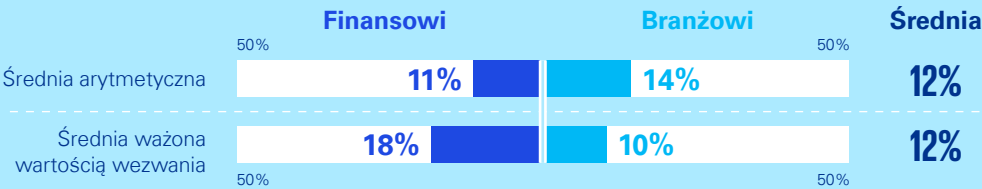


Premie w wezwaniach - okres 2010-2022

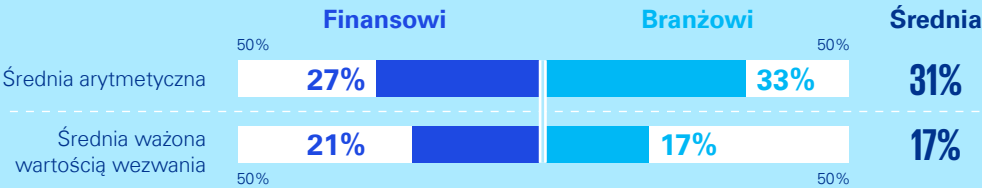
WEZWANIA ZAKOŃCZONE POWODZENIEM



UDANE WEZWANIA Z ZAMIAREM PRZEJĘCIA KONTROLI I BEZ DELISTINGU



UDANE WEZWANIA Z ZAMIAREM PRZEJĘCIA KONTROLI I DELISTINGU



01 „Czarne łabędzie” pojawiają się w parach

Ledwo inwestorzy i spółki giełdowe notowane na GPW zdążyli otrząsnąć się z zawirowań spowodowanych przez pandemię COVID-19, której wpływ na stabilność rynków finansowych opisaliśmy w poprzedniej edycji naszego raportu, a już zostali postawieni w obliczu skutków jednego z największych konfliktów zbrojnych w ostatnich kilku dekadach. Wojna w Ukrainie, która toczy się za granicą Polski, silnie oddziałuje na polską gospodarkę zarówno w sposób bezpośredni (np. spadek przychodów firm obecnych w poprzednich latach na rynkach wschodnich oraz znaczący wzrost kosztów energii i cen paliw wskutek odejścia od rosyjskich paliw kopalnych), jak i w sposób pośredni (np. wzrost kosztów finansowania).

Kolejnym elementem, który przyczynił się nie tylko do spowolnienia, a nawet zatrzymania hossy z 2021 roku na GPW w Warszawie był wzrost inflacji wynikający z kombinacji czynników popytowych (m.in. ekspansywna polityka fiskalna i odłożona konsumpcja z okresu pandemicznego) oraz podażowych (m.in. wyższe ceny surowców i wzrost kosztu transportu towarów). W konsekwencji Rada Polityki Pieniężnej rozpoczęła w październiku 2021 r. cykl podwyżek stóp procentowych na rekordową

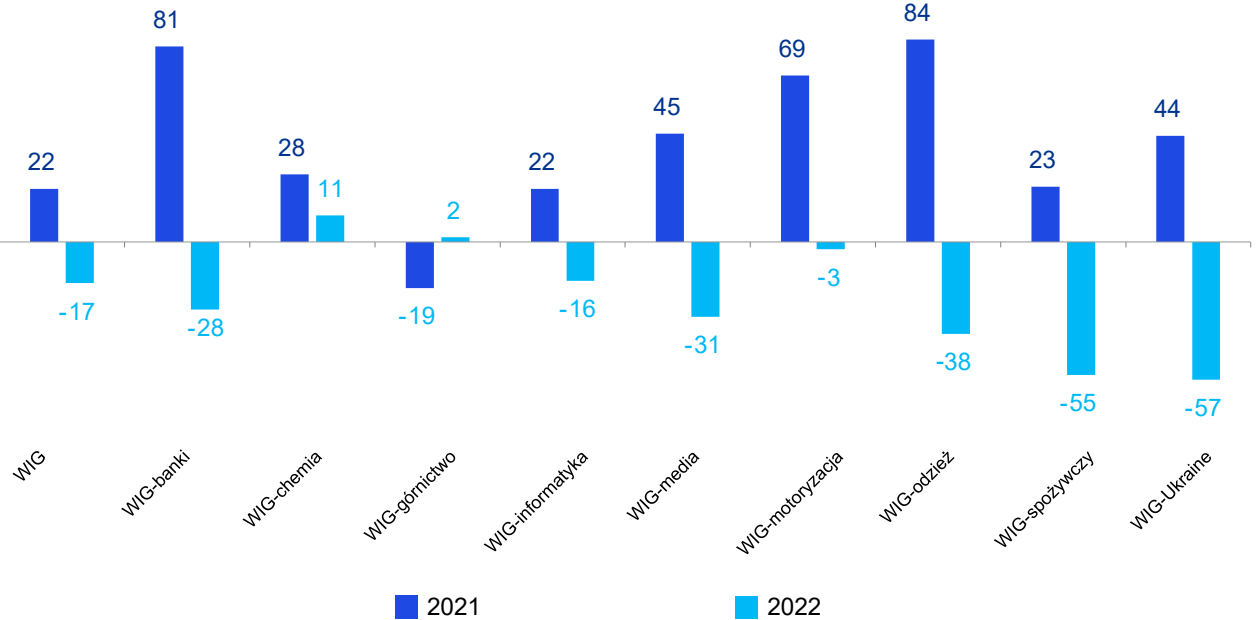
skalę w najnowszej historii. Dziesięć podwyżek z rzędu, miesiąc po miesiącu, w okresie 10.2021-07.2022 oraz ostatnia podwyżka we wrześniu 2022 złożyły się na wzrost głównej stopy procentowej NBP, referencyjnej, z 0,1% do 6,75% (najwyższa wartość od 2002 roku).

Porównując rok 2021 naznaczony popandemicznym odbiciem i rok 2022, na którym piętno odcisnęła wojna w Ukrainie i jej skutki (w tym m.in. nieobserwowane dawno poziomy inflacji), możemy wyraźnie zaobserwować wpływ tych wydarzeń na kursy akcji na GPW. W 2021 roku WIG wzrósł o ponad 21%, podczas gdy w 2022 roku odnotował podobnej skali spadek o 17%. W 2021 roku w ujęciu sektorowym widoczny był silny wzrost indeksów tzw. branż cyklicznych takich jak banki (+81%), branża odzieżowa (+84%), branża motoryzacyjna (+69%) czy wreszcie media (+45%), który wynikał głównie z boomu konsumpcyjnego finansowanego z nagromadzonych w okresie pandemicznym oszczędności. Inne indeksy sektorowe także zanotowały wzrosty, w tym WIG-chemia (+27%), WIG-informatyka (+22%) oraz WIG-spożywczy (+23%). Wyjątkiem było górnictwo, które straciło 19% wskutek m.in. zaostrzenia polityki klimatycznej w Unii Europejskiej.

Rok 2022 przyniósł już jednak istotne spadki wielu branż – wśród indeksów sektorowych, które straciły najwięcej znalazły się WIG-banki (-28%), WIG-media (-31%), WIG-odzież (-38%). Pozostałe indeksy, z wyjątkiem minimalnych wzrostów WIG-chemia (+11%) i WIG-górnictwo (+2%), także straciły na wartości.

Warto zwrócić uwagę na pokaźny spadek indeksu WIG-spożywczy (-55%), który w prawie 45% składał się z akcji spółki Kernel Holding (ukraiński holding rolniczo-spożywczy). Negatywny wpływ wojny w Ukrainie okazał się tutaj kluczowy. Z tych samych przyczyn WIG-Ukraine odnotował w 2022 roku spadek aż o 57%.

Wybrane indeksy giełdowe - zmiana w danym okresie (%)



Źródło: Analiza KPMG w Polsce na podstawie publicznie dostępnych danych



02 Jedna jaskółka wiosny nie czyni

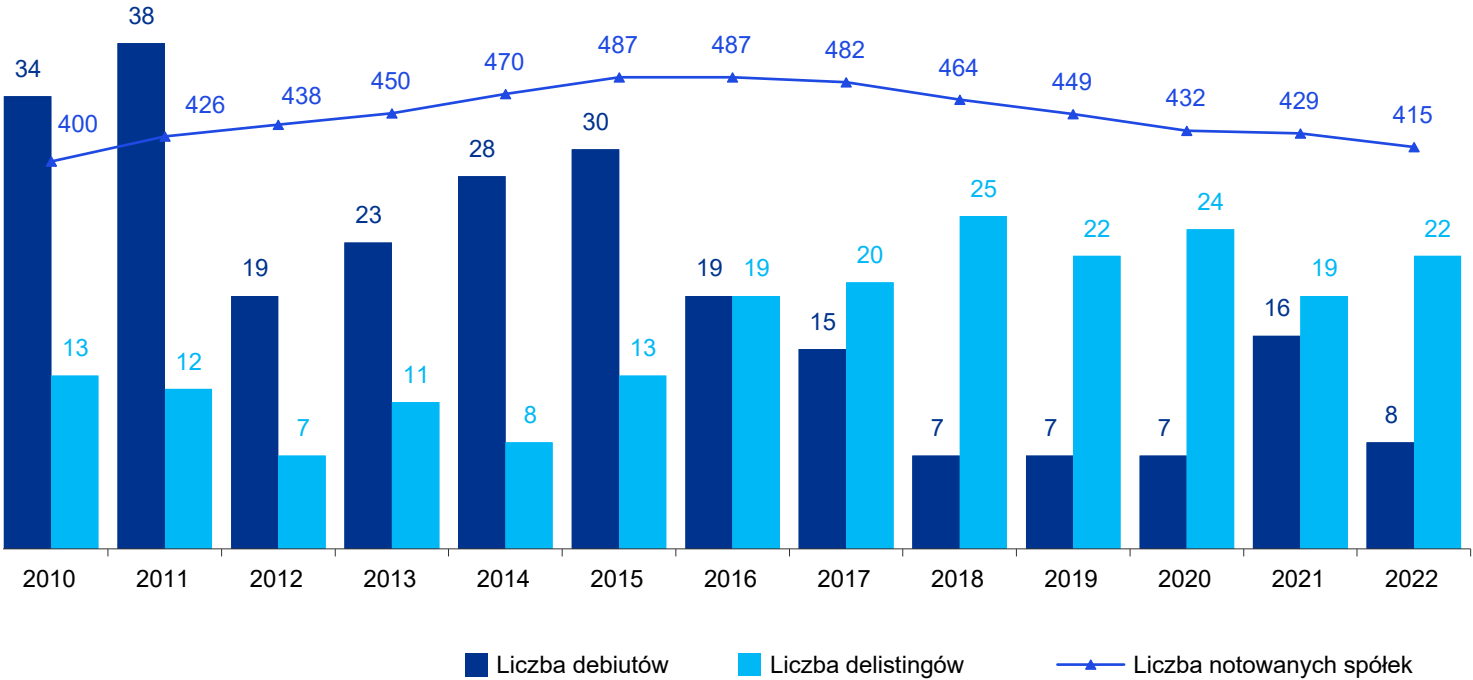
Na parkiecie jeszcze większe pustki

Podczas gdy rok 2021 przyniósł popandemiczne ożywienie na warszawskiej giełdzie, co miało z kolei wpływ na liczbę debiutów (aż 16 w stosunku do 7 w każdym z poprzednich trzech lat), to już rok 2022 wpisał się w negatywny trend rozpoczęty w 2017 roku. W efekcie, liczba spółek notowanych na głównym parkiecie GPW na koniec 2022 roku obejmowała

już zaledwie 415 podmiotów. Kolejnym wartym odnotowania jest fakt, iż przez cały 2022 rok na warszawskiej giełdzie została przeprowadzona wyłącznie jedna nowa oferta publiczna akcji (IPO), przy czym dotyczyła ona spółki przenoszącej swoje akcje z rynku New Connect – był to pierwszy taki rok w historii. Podobnie wszystkie debiuty na GPW w tym okresie

(a poza wspomnianym powyżej było ich 7) dotyczyły podmiotów, które przeniosły się z New Connect. Niesprzyjające otoczenie makroekonomiczne, połączone z niskimi wycenami nie tylko nie zachęcały do wchodzenia na giełdę, ale przede wszystkim skutkowały kolejnymi delistingami (19 w 2021 i 22 w 2022 roku).

Liczba spółek notowanych na rynku głównym GPW w latach 2010-2022



Źródło: Analiza KPMG w Polsce na podstawie publicznie dostępnych danych



Lata 2021 i 2022 przyniosły utrzymanie trendu, w którym debiuty są zdominowane przez firmy wywodzące się z nowoczesnych sektorów gospodarki takich jak Gry, Biotechnologia, Oprogramowanie czy Nowe Technologie. Nie mniej jednak, pod względem wartości debiutu (3,7 mld PLN), niekwestionowanym liderem w opisywanym okresie okazała się grupa Pepco (przedstawiciel handlu detalicznego opartego na sieci sklepów zlokalizowanych głównie w regionie CEE). Inne znaczące debiuty to HUUUGE, Inc. (globalny producent gier z siedzibą w USA), Grupa Pracuj (świadczy usługi z zakresu wsparcia cyfrowej rekrutacji) oraz STS Holding (lider branży zakładów bukmacherskich w Polsce). Cztery wyżej wymienione podmioty stanowiły łącznie ponad 80% całkowitej wartości IPO (9,2 mld PLN) na GPW w 2021 roku. Rok 2022 to już jednak całkowite załamanie koniunktury. Nie dość, że całkowita wartość ofert pierwotnych zmalała do zaledwie 40 mln PLN, a liczba debiutantów do 8, to na dodatek główny parkiet został zasilony wyłącznie przez spółki wcześniej notowane na New Connect (wydarzenie bez precedensu w historii GPW). Dopelnieniem złej sytuacji na rynku IPO w analizowanym okresie była rosnąca liczba zawieszonych postępowań prospektowych. Według danych KNF aż 10 spółek uczestniczących już w postępowaniu prospektowym zawiesiło pierwszą emisję publiczną akcji (w samym 2022 roku)¹.

¹ Statystyki postępowań prospektowych zakończonych i zawieszonych po 2019 r. oraz postępowań w toku (www.knf.gov.pl)

Debiuty na warszawskim parkiecie w 2021 r.

Nazwa spółki	Wartość oferty (mln PLN)	Sektor (klasyfikacja GPW)	Przejęcie z NC
PHOTON ENERGY	0	Energia Odnawialna	TAK
ANSWEAR.COM	81	Handel Internetowy	NIE
HUUUGE, INC.	1 666	Gry	NIE
CREEPY JAR	0	Gry	TAK
CAPTOR THERAPEUTICS	184	Biotechnologia	NIE
VERCOM	225	Systemy Informatyczne	NIE
BRAND24	0	Oprogramowanie	TAK
PEPCO GROUP	3 698	Artykuły codziennego użytku	NIE
SHOPER	363	Oprogramowanie	NIE
ONDE	445	Energia Odnawialna	NIE
CAVATINA	188	Wynajem Nieruchomości	NIE
POLTREG	100	Biotechnologia	NIE
BIG CHEESE STUDIO	28	Gry	NIE
GRUPA PRACUJ	1 120	Portale Internetowe	NIE
STS HOLDING	1 078	Rekreacja i wypoczynek - pozostałe	NIE
BIO PLANET	10	Artykuły codziennego użytku	TAK
Suma	9 184		

Źródło: Analiza KPMG w Polsce na podstawie publicznie dostępnych danych

Liczba spółek wycofanych z obrotu w okresie 2021-2022 także nie napawa optymizmem. Od kilku lat rokrocznie znika z parkietu około 20 spółek - lata 2021-2022 tylko utrwały ten trend. Szczególnym rokiem był rok 2021, kiedy to wartość wykluczonych akcji wyniosła aż 58 mld PLN. Do znaczących delistingów z tego okresu można zaliczyć upadłość Zakładów Mięsnych Henryka Kani, wycofanie z obrotu akcji spółki Talanx AG (niemiecki gigant ubezpieczeniowy, który był notowany na GPW w ramach dual-listingu), czy wreszcie zdjęcie z warszawskiego parkietu Play Communications wskutek udanego przejścia tej spółki przez francuską grupę telekomunikacyjną Iliad. W 2022 roku wartymi do odnotowania wydarzeniami były delistingi dwóch spółek skarbu państwa - tj. Lotosu i PGNiGu (Polskie Górnictwo Naftowe i Gazownictwo) wskutek fuzji obu podmiotów z PKN Orlen. Połączenia zostały przeprowadzone w ramach procesu konsolidacji sektora paliwowo-energetycznego.

Interesującym aspektem idącym nieco w kontrze do wyżej opisanej sytuacji jest rosnące upodobanie klientów indywidualnych do inwestowania na GPW. Według danych KDPW² na koniec 2022 r. liczba indywidualnych rachunków papierów wartościowych wyniosła ponad 1 604 tys. względem 1 311 tys. na koniec 2020 r. (dane z naszego poprzedniego raportu). Warto jednak pamiętać, że ponadprzeciętny przyrost w 2022 r. (prawie 230 tys. nowych rachunków) był statystycznie zawyżony przez 130 tys. kont administrowanych przez XTB (X-Trade Brokers), które zostało uwzględnione przez KDPW po raz pierwszy w rocznym zestawieniu. Większe zainteresowanie inwestowaniem wśród klientów indywidualnych (mierzone liczbą rachunków) nie skutkowało jednak wzrostem wartości obrotu akcjami na GPW w okresie 2020-2022. Co prawda w 2021 można było zaobserwować wzrost wartości obrotów indeksu WIG (obejmuje wszystkie spółki notowane na głównym parkiecie³) o około 20 mld PLN do 309 mld PLN, lecz przyrost ten został w całości zniwelowany spadkiem w 2022 roku (spadek o 24 mld PLN r/r).

² Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych

³ Pod warunkiem, że spełniają one bazowe kryteria uczestnictwa w indeksach

Debiuty na warszawskim parkiecie w 2022 r.

Nazwa spółki	Wartość oferty (mln PLN)	Sektor (klasyfikacja GPW)	Przejęcie z NC
BIOMAXIMA	0	Biotechnologia	TAK
SPYROSOFT	0	Oprogramowanie	TAK
CREOTECH INSTRUMENTS	40	Nowe Technologie	TAK
SIMFABRIC	0	Gry	TAK
BIOCELTIX S.A.	0	Biotechnologia	TAK
CASPAR ASSET MANAGEMENT S.A.	0	Zarządzanie Aktywami	TAK
TENDERHUT	0	Nowe Technologie	TAK
CLOUD TECHNOLOGIES	0	Nowe Technologie	TAK

Suma **40**

Źródło: Analiza KPMG w Polsce na podstawie publicznie dostępnych danych

03

Zasada Pareto na rynku wezwań

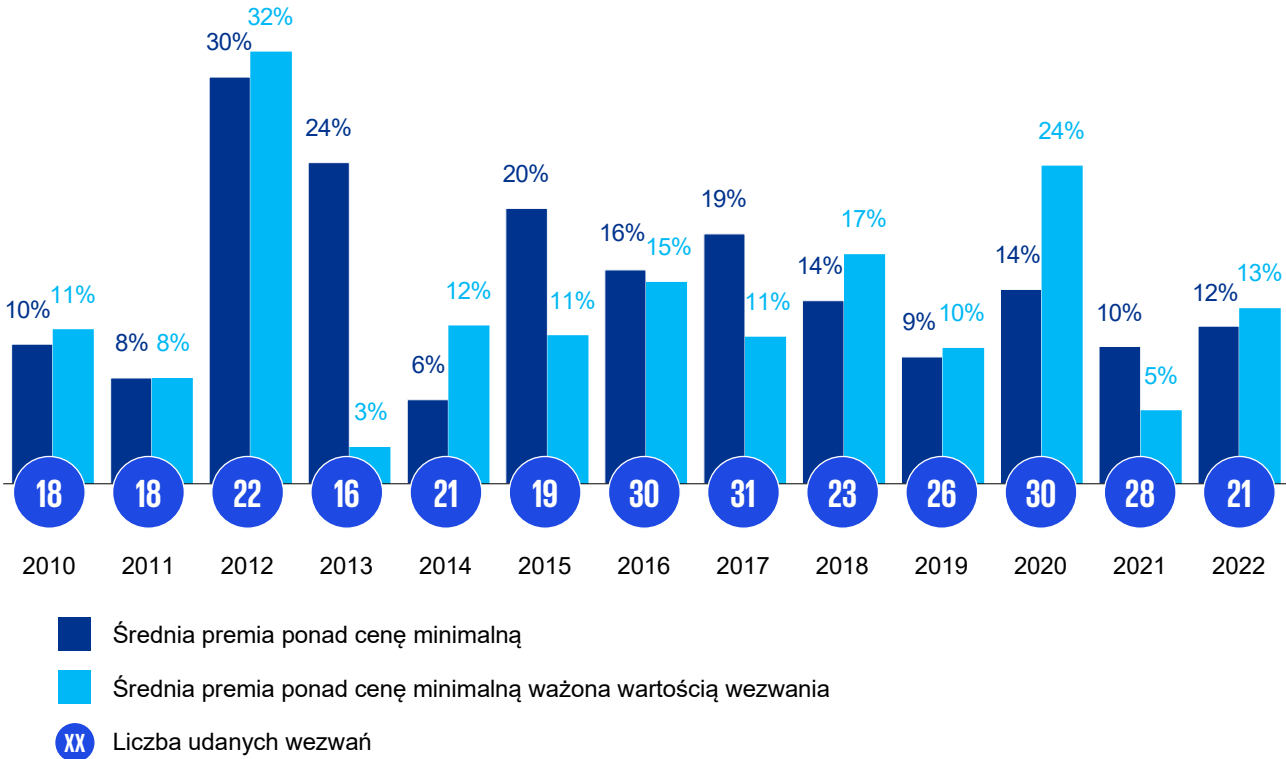
Od kilku lat obserwujemy proces stabilizowania się poziomu premii ponad cenę minimalną przy wezwaniach na sprzedaż akcji spółek notowanych na głównym rynku GPW. Roczna średnia (arytmetyczna) premia ponad cenę minimalną utrzymywała się w latach 2015-2022 w przedziale 10%-20%. Wyjątek stanowi rok 2020, kiedy to premia osiągnęła poziom 9%. Podobną stabilizację można

zaobserwować w liczbie udanych wezwań. Począwszy od 2016 roku, liczba udanych wezwań oscyluje bliżej 30 względem średniej zbliżonej do 20 - w latach 2010-2015.

Cena minimalna to w większości wypadków wciąż za mało by akcjonariusz zgodził na sprzedaż swoich akcji, szczególnie gdy mamy do czynienia z dużymi wezwaniami (biorąc pod

uwagę wartość oferty). Wtedy brak premii jest często tożsamy z brakiem sukcesu – np. w 2022 roku dwie zdecydowanie największe oferty (w obu wzywający zaproponował kupno akcji po cenie minimalnej) nie doszły do skutku. Natomiast przy mniejszych wezwaniach brak premii często zapewnia tylko częściowe powodzenie, co może mieć kluczowe znaczenie, gdy intencją wzywającego jest przejęcie kontroli.

Średnia premia płacona ponad cenę minimalną w przypadku udanych wezwań w latach 2010-2022



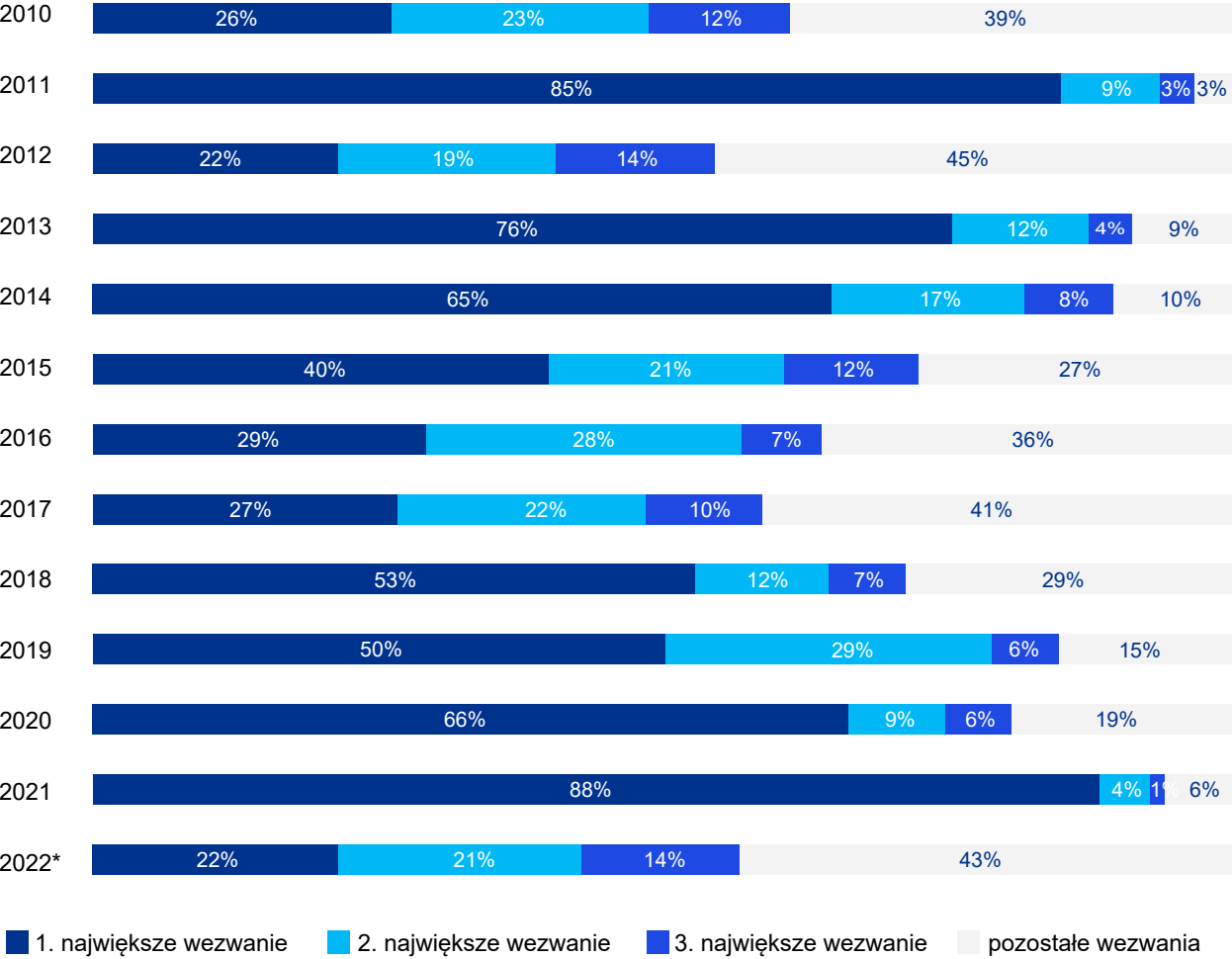
Źródło: Analiza KPMG w Polsce na podstawie publicznie dostępnych danych



W ostatnich latach coraz widoczniej można zaobserwować rosnący wpływ największych transakcji na strukturę rynku wezwań. Doskonałym przykładem owej „oligopolizacji” był rok 2021, kiedy to wartość wezwania na sprzedaż akcji Cyfrowego Polsatu stanowiła ponad 88% wartości wszystkich udanych wezwań w tym roku⁴. Nawet 2022 rok jest tylko pozornie odstępstwem od normy, gdyż dane nie uwzględniają nieudanych transakcji, a jak wyżej opisywaliśmy oba największe wezwania w 2022 roku to właśnie takie, które ostatecznie nie doszły do skutku. W efekcie, rynek wezwań jest mocno podatny na wahania i średnia premia ponad cenę minimalną ważoną wartością wezwania może w jednym roku (2020 r.) wzrosnąć do 24%, by w kolejnym roku (2021r.) zaliczyć spadek do zaledwie 5%.

⁴ Na potrzeby naszego raportu klasyfikujemy udane wezwanie jako takie, w których podmiot wzywający nabydzie przynajmniej jedną akcję pośród tych objętych wezwaniem

Rozkład udanych wezwań pod względem wartości oferty - 3 największe wezwania vs. pozostałe (%)



* 2 największe wezwania ostatecznie nie doszły do skutku

Źródło: Analiza KPMG w Polsce na podstawie publicznie dostępnych danych

04

Co wpływa, a co nie wpływa na wysokość premii

Czynnikami mającymi istotny wpływ na poziom premii zapewniającej powodzenie są cel akwizycji i natura transakcji. Gdy zamiarem wzywającego jest przejęcie kontroli nad daną spółką, a w następstwie doprowadzenie do wykreślenia jej z listy spółek notowanych na GPW, wiąże się to ze znacząco wyższą premią, zarówno ponad cenę minimalną, jak i ponad kursy akcji z ostatnich miesięcy przed wezwaniem. W latach 2021-2022 mogliśmy również zaobserwować wyżej opisaną prawidłowość. Podczas gdy wpływ wykluczenia nieudanych wezwań na premię płaconą przez inwestorów był praktycznie niezauważalny, to już zamiar przejęcia kontroli przez wzywającego skutkowało podwyższeniem premii ponad cenę minimalną średnio o ok. 3,1 p.p. W połowie udanych wezwań z zamiarem uzyskania kontroli – tj. 5 na 10 w tym

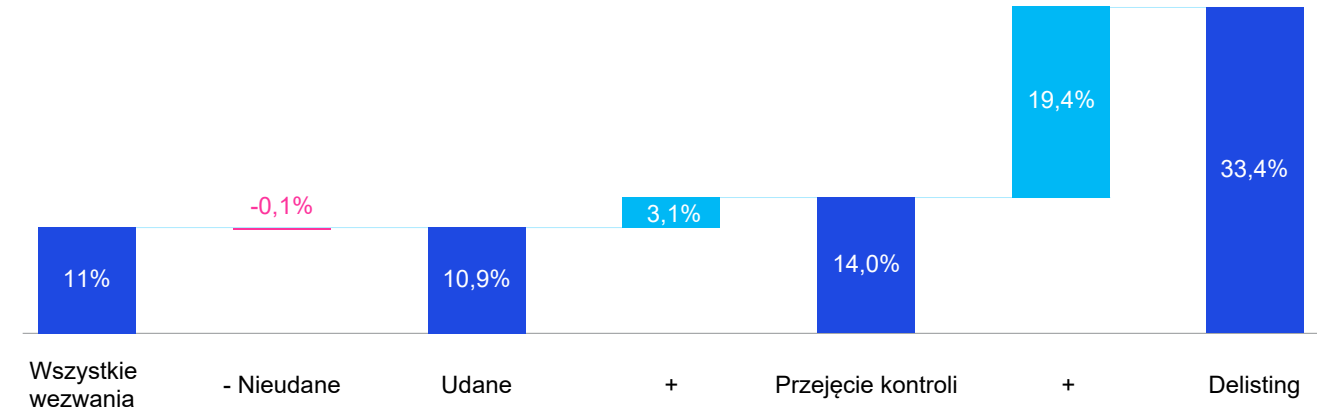
okresie, transakcja obejmowała zakup 100% akcji spółki będącej przedmiotem przejęcia. W wyniku wezwania podmiotom udało się nabyć średnio ok. 70% wszystkich akcji będących w obrocie. Przy równoczesnym zamiarze delistingu wzywający musiał dopłacić kolejne 20 p.p., co daje razem ponad 33% premii ponad cenę minimalną.

Struktura wysokości premii ponad cenę minimalną w analizowanym przedziale czasowym (lata 2021-2022) wpisuje się w trend długookresowy (dane za lata 2010-2022). Podczas gdy poziom średniej premii w udanych wezwaniach za okres 12 lat przewyższał ten z ostatnich dwóch lat o ok. 4 p.p., to premia za chęć przejęcia kontroli częściowo zacierała tę różnicę. Dodatkowa premia za zamiar delistingu wskutek uprzedniego przejęcia kontroli

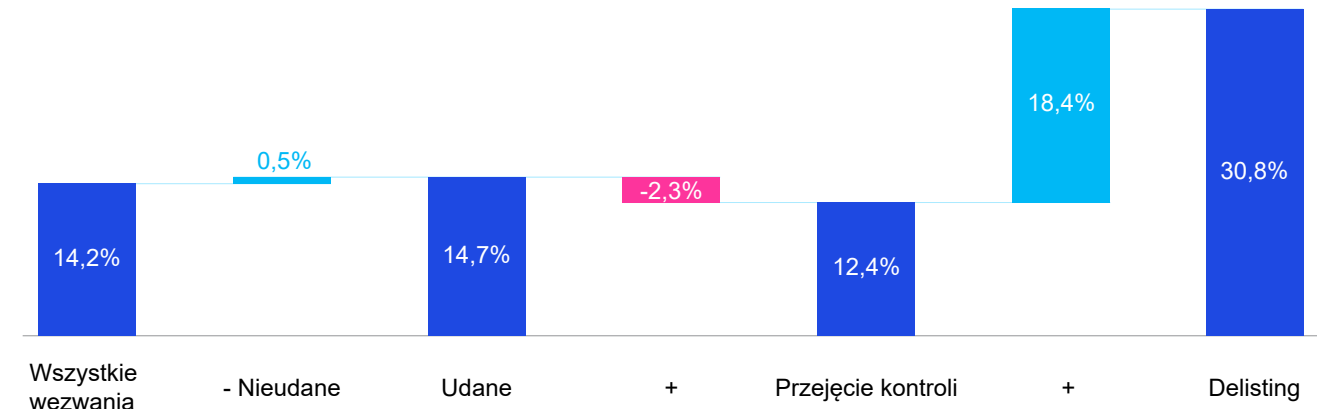
kształtowała się na podobnym poziomie w obu porównywanych okresach - 19,4% w latach 2021-2022 względem 18,4% w latach 2010-2022.

W analizowanym okresie wyróżnia się wezwanie na sprzedaż akcji spółki Biuro Inwestycji Kapitałowych, gdzie luksemburski holding, którego celem był przejęcie kontroli i wycofanie spółki z giełdy, zdecydował się zapłacić aż 67% premii za całościowy pakiet akcji. Warto jednak wspomnieć, że pierwotna cena zaoferowana przez wzywającego (14,50 PLN za notowane akcje) niewiele przewyższała cenę minimalną (13,32 PLN) i dopiero negatywne stanowisko zarządu spółki odnośnie zaproponowanej ceny (wsparte negatywną *fairness opinion*) doprowadziło do korekty oferowanej ceny i zakończenia wezwania sukcesem. Wartą odnotowania premię (ok. 53%) zaoferował także Polski Holding Hotelowy przy wezwaniu na sprzedaż akcji Interferie S.A.– spółki z branży turystycznej.

Premia vs. cena minimalna (średnia arytmetyczna lata 2021-2022)

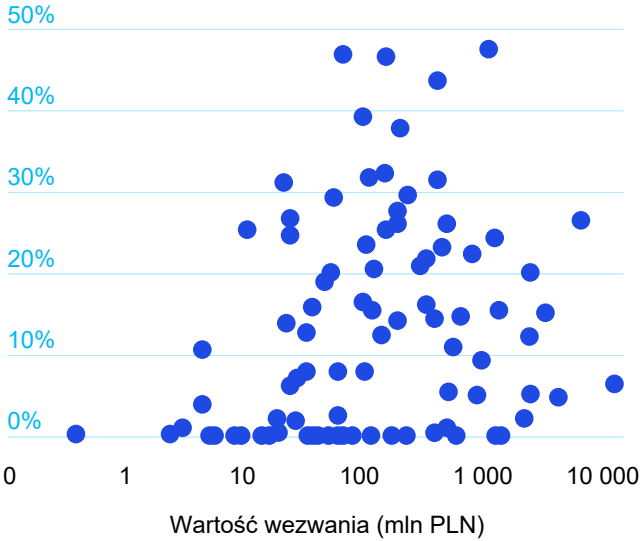


Premia vs. cena minimalna (średnia arytmetyczna lata 2010-2022)



Źródło: Analiza KPMG w Polsce na podstawie publicznie dostępnych danych

Premia za udane wezwanie z planowanym przejęciem kontroli vs. wartość wezwania (2010-2022)



Źródło: Analiza KPMG w Polsce na podstawie publicznie dostępnych danych

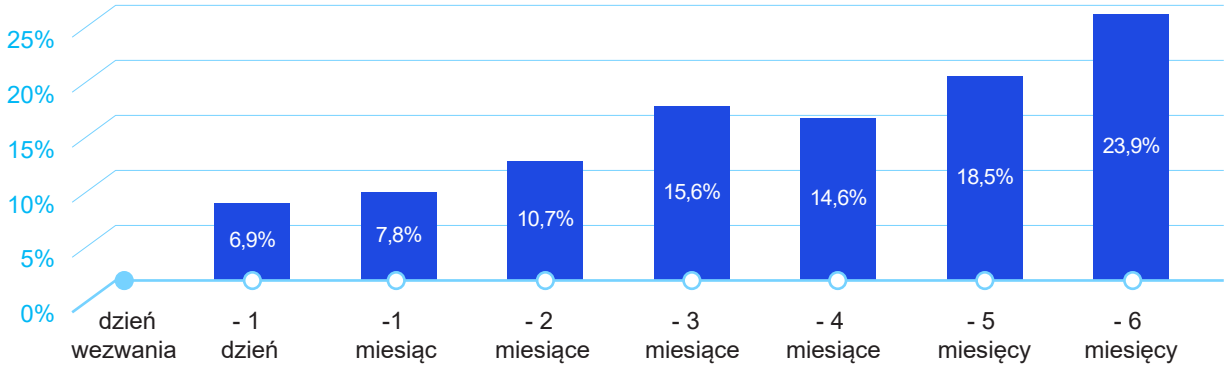
⁵ Wyliczenia KPMG na podstawie publicznie dostępnych danych
⁶ Mamy do czynienia z taką sytuacją, gdy wzywający kupował akcje spółki będącej przedmiotem wezwania w okresie 12 miesięcy poprzedzających wezwanie. Ponadto najwyższa cena zapłacona przez wzywającego w tych transakcjach musi być wyższa niż Cena Nabycia, tj. średnie arytmetyczne ze średnich, dziennych cen ważonych wolumenem obrotu z okresu 3 miesięcy i 6 miesięcy poprzedzających ogłoszenie wezwania.

W odróżnieniu od celu akwizycji i natury transakcji poziom premii w żaden sposób nie wydaje się być zależny od wartości wezwania (współczynnik determinacji R-kwadrat poniżej 0,01 na bazie danych za okres 2010-2022⁵).

Podobnie jak w poprzednim analizowanym okresie, istotna część udanych wezwań została zrealizowana bez jakiegokolwiek premii ponad cenę minimalną (22 takich przypadków na 49 udanych wezwań w latach 2021-2022). Warto podkreślić, że aż 20 z nich nie towarzyszył zamiar uzyskania kontroli. Nie oznaczało to braku premii ponad kursy z okresów poprzedzających wezwanie. Mimo tego, że wstępnie brak premii ponad cenę minimalną może wydawać się mało atrakcyjny dla akcjonariuszy, to po nieco głębszej analizie można dostrzec korzyści dla posiadaczy akcji odpowiadających na wezwanie. W stosunku do kursu z dnia sesyjnego poprzedzającego wezwanie cena zaoferowana przez

wzywającego pozwoliła akcjonariuszom zyskać średnio prawie 7% premię (okres 2021-2022). W porównaniu do kursów sprzed 3 miesięcy licząc od dnia ogłoszenia wezwania zapewniały akcjonariuszom już ponad 2 razy większą premię – prawie 16%, a te sprzed 6 miesięcy wskazywały na premię na poziomie 24%. Jedną z przyczyn opisanej sytuacji jest fakt, iż cena minimalna jest często ustalana na podstawie najwyższej ceny zapłaconej przez wzywającego w okresie 12 miesięcy przed wezwaniem⁶. Tak ustalona cena minimalna (równa cenie zaoferowanej w wezwaniu) może w oczywisty sposób przewyższać kursy akcji z innych okresów. Hossa na GPW w 2021 roku była dodatkową okolicznością, która miała wpływ na taki rozkład wysokości premii ponad kursy akcji z okresu poprzedzającego dzień wezwania, jaki można zaobserwować na poniższym wykresie.

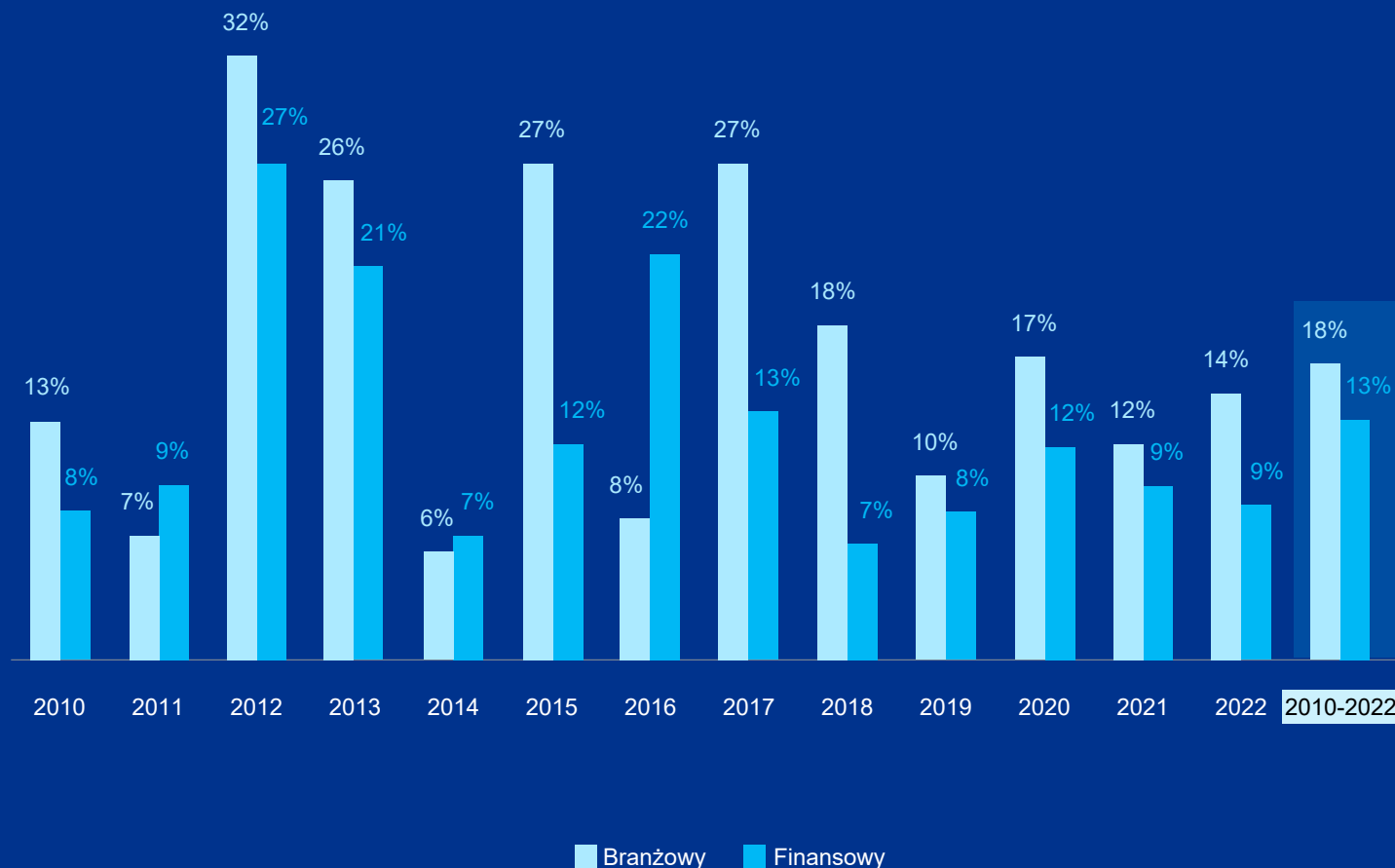
Średnia premia ponad kurs w konkretnym dniu przed wezwaniem dla wezwań bez premii ponad cenę minimalną (lata 2021-2022)



Źródło: Analiza KPMG w Polsce na podstawie publicznie dostępnych danych

05 Finansowy vs. branżowy – różne interesy, różne premie

Średnia (arytmetyczna) premia płacona w przypadku udanych wezwań w latach 2010-2022 przez inwestorów finansowych i branżowych

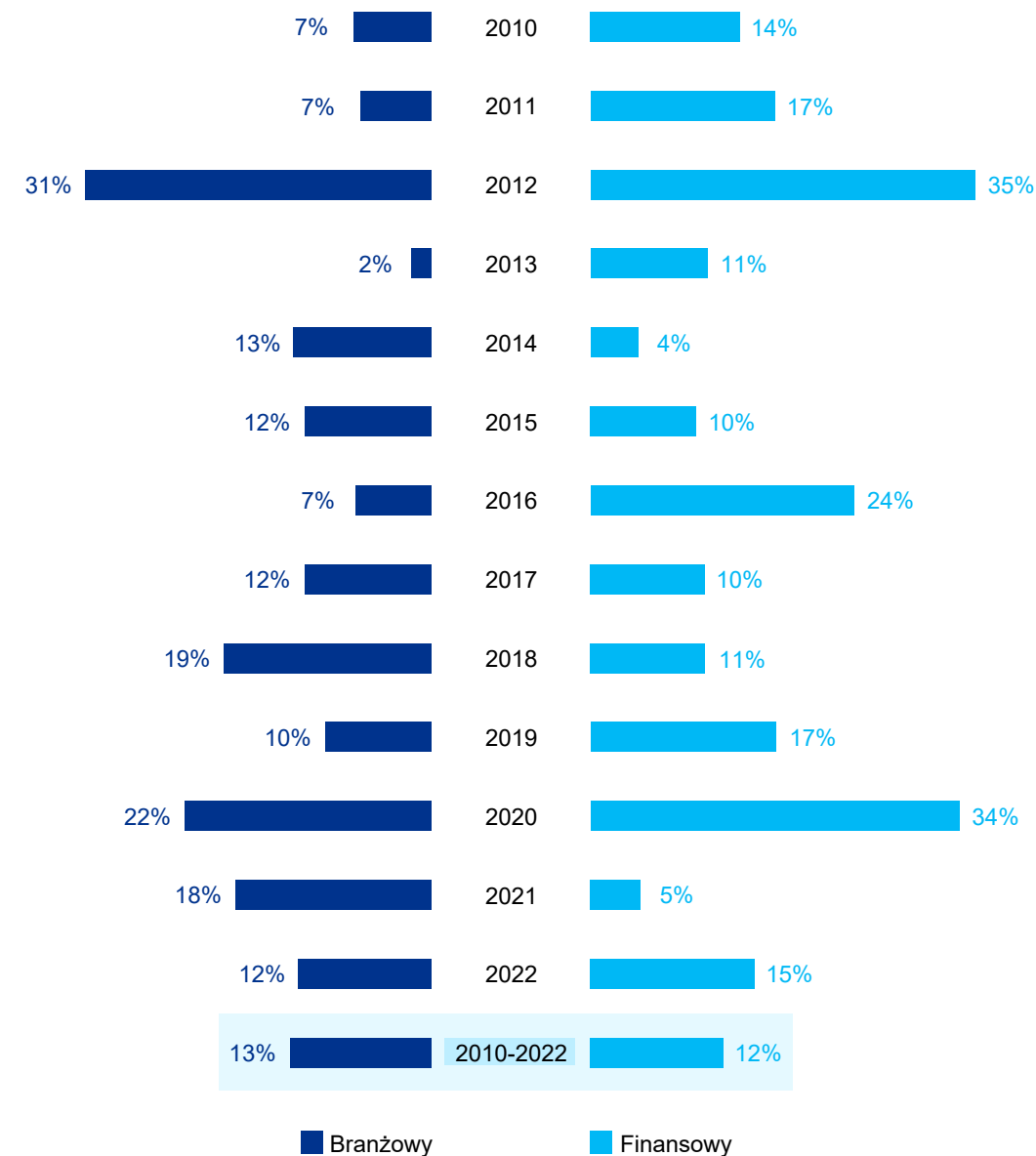


Źródło: Analiza KPMG w Polsce na podstawie publicznie dostępnych danych

Lata 2021-2022 to utrwalenie trendu, w którym to inwestorzy branżowi sięgają głębiej do kieszeni niż inwestorzy finansowi. Po poprzednio analizowanym okresie (lata 2019-2020), kiedy to inwestorzy branżowi byli zdecydowanie bardziej aktywni na rynku wezwań (odpowiednio 18 i 24 wezwania), w 2021 roku proporcje się odwróciły. Inwestorzy branżowi zainicjowali zaledwie 10 wezwań, podczas gdy inwestorzy finansowi ogłosili aż 21 wezwań. Rok 2022 przyniósł natomiast podobną liczbę wezwań obu grup inwestorów (12 wezwań inwestorów branżowych względem 11 wezwań inwestorów finansowych). Zwiększone obroty i lepsza koniunktura na GPW w 2021 korelowały z większym zainteresowaniem przejęciami przez inwestorów finansowych. Niemniej jednak to inwestorzy branżowi wciąż płacili w tym okresie wyższą premię (3 p.p. więcej niż inwestorzy finansowi). Owa różnica w premiach (średnia arytmetyczna) wzrosła o kolejne 2 p.p. w 2022 roku.



Średnia (ważona wartością wezwania) premia płacona w przypadku udanych wezwań w latach 2010-2022 przez inwestorów finansowych i branżowych



Źródło: Analiza KPMG w Polsce na podstawie publicznie dostępnych danych

Lata 2021-2022 to powrót do poziomów premii ważonej wartością wezwania sprzed rekordowego 2020 roku.

Jak wspomniano wcześniej, oba badane lata charakteryzowały się sporymi wahaniami i mocną zależnością od pojedynczych wezwań. Znaczącą różnicę w premiach (aż 13 p.p.) płaconych przez inwestorów branżowych i finansowych w 2021 roku możemy przypisać poniższym transakcjom:

- wezwanie na akcje PGS Software (wrocławska spółka informatyczna), które było najwyższym wezwaniem z udziałem inwestora branżowego w tym okresie. Wzywającym była holenderska grupa kapitałowa (Xebia Group) działająca w segmencie IT, a wezwanie dotyczyło 100% akcji. W ramach wezwania Xebia zakupiła ok. 97% wszystkich akcji po cenie ostatecznej w wysokości 18 PLN za akcję, co stanowiło prawie 15% procentową premię ponad cenę minimalną. Warto jednak zwrócić uwagę na fakt, że taki poziom premii był wynikiem zwiększenia pierwotnej ceny w wezwaniu.

- wezwanie na akcje Cyfrowego Polsatu, które był zdecydowanie największym wezwaniem w 2021. Wartość wezwania to niemal 9 mld PLN, przy czym inwestorzy zakupili zaledwie 4,5% puli akcji objętych wezwaniem. Z uwagi na stosunkowo niską premię – ok. 4% ponad cenę minimalną i dominujący udział tego wezwania wśród wszystkich transakcji, średnia premia ważona wysokością wezwania dla inwestorów finansowych ukształtowała się na poziomie ok. 5% w stosunku do 18% dla inwestorów branżowych.

Z kolei rok 2022, w którym średnie premie ważone wysokością wezwania to odpowiednio 12% dla inwestorów branżowych i 15% dla inwestorów finansowych, wpisał się w trend średnioterminowy (statystyki za okres 2010-2022). Premie zapłacone przez obie grupy inwestorów były nie tylko zbliżone do siebie, ale też odzwierciedlały poziomy historyczne. Wpływ na to miały między innymi niższe transakcje:

- wezwanie na zakup wszystkich akcji spółki Krynicki Recykling przez inwestora branżowego z siedzibą w Antwerpii – SCR Sibelco. W ramach wezwania belgijska firma zaoferowała ówczesnym akcjonariuszom 23 PLN za akcje, co wiązało się z ponad 20% premią ponad cenę minimalną. Wezwanie zakończyło się przejęciem kontroli, a w konsekwencji wycofaniem akcji z obrotu na GPW.
- wezwanie na akcje producenta oprogramowania – spółki Sygnity. Wzywającym była holenderska spółka branżowa, która zaoferowała 12 PLN za akcje, co stanowiło ok. 27% premię ponad cenę minimalną. W wyniku wezwania spółka TSS Europe przejęła pakiet kontrolny obejmujący ok. 73% wszystkich akcji znajdujących się w obrocie.



06 Art. 7 znowelizowanej ustawy a wartość godziwa – casus Żywca

Jedną z wartych odnotowania dat w analizowanym okresie to niewątpliwie 30 maja 2022 roku. Właśnie tego dnia weszła w życie (po okresie przejściowym) nowelizacja ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz spółkach publicznych⁷. Ustawodawca zrezygnował z obowiązku przeprowadzania wezwań przy przekroczeniu progów 33% i 66% ogólnej liczby głosów. W efekcie, model dwuprogowy został zastąpiony jednolitym, 50% progiem. Gdy podmiot przekroczy wyżej wymieniony próg 50% ogólnej liczby głosów w spółce publicznej, jest zobowiązany, w terminie trzech miesięcy od przekroczenia tego progu, do ogłoszenia wezwania do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę wszystkich pozostałych akcji tej spółki⁸. Zapisy ustawy odnoszące się do ceny minimalnej także uległy zmianom⁹. Celem ustawodawcy było dodatkowe zabezpieczenie interesów akcjonariuszy

(w tym szczególnie mniejszościowych) w przypadku wezwań na sprzedaż akcji spółek o niskiej płynności. W myśl znowelizowanej ustawy, gdy w okresie 3 miesięcy poprzedzających wezwanie obrót akcjami odbył się na mniej niż jednej trzeciej sesji, a na co najmniej jednej trzeciej sesji występowała co najmniej 5 procentowa różnica cen zamknięcia lub gdy w okresie 6 miesięcy przed wezwaniem łączny obrót akcjami spółki był mniejszy niż 1% wszystkich akcji dopuszczonych do obrotu, cena minimalna nie może być niższa od wartości godziwej akcji tej spółki¹⁰. W takiej sytuacji wartość godziwa jest ustalana przez firmę audytorską wybraną przez wzywającego.¹¹ Nowe przepisy odnośnie ceny godziwej znalazły zastosowanie wyłącznie w przypadku wezwania grupy Heineken International B.V. na sprzedaż akcji spółki Żywiec pod koniec 2022 roku (wspomnianą wyżej rolę firmy audytorskiej szacującej wartość godziwą pełniła spółka KPMG Audyt sp. z o.o.).

⁷ Ustawa z dnia 7 kwietnia 2022 r. o zmianie ustawy o listach zastawnych i bankach hipotecznych oraz niektórych innych ustaw („nowelizacja”)

⁸ Art. 73 ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych

⁹ Art. 79 ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych

¹⁰ Art. 79 pkt 3a ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych

¹¹ Art. 79 pkt 3b ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych

Podstawą sporządzenia wyceny była przesłanka dotycząca wolumenu obrotu akcji spółki będącej przedmiotem wezwania. W tym konkretnym przypadku wolumen obrotu akcji spółki Żywiec w ustawowym okresie 6 miesięcy przed wezwaniem wyniósł poniżej 1% progu płynnościowego dotyczącego wszystkich akcji dopuszczonych do obrotu. Warto podkreślić, że na datę wyceny wzywający posiadał ponad 65% akcji spółki Żywiec, ok. 33% pakiet należał do Harbin B.V., a pozostałe ok. 2% akcji stanowił tzw. free float. W związku z powyższym Heineken International B.V. zawarł odrębne porozumienie z Harbin B.V. na zakup akcji po cenie 482,9 PLN/akcja w ramach tzw. Transakcji Pakietowej. Natomiast pozostała pula akcji objęta wezwaniem wiązała się z standardową procedurą zapisywania się na sprzedaż akcji przez ówczesnych akcjonariuszy po cenie ogłoszonej w wezwaniu.

W przyszłości można spodziewać się większej ilości przypadków, w których spółki będące przedmiotem wezwania, będą wypełniały przesłankę „wolumenową”, która wymusza na wzywającym zatrudnienie firmy audytorskiej do sporządzenia wyceny wartości godziwej akcji. Analiza przeprowadzona przez KPMG pokazuje, że aż 47 spółek z pośród 370 spółek krajowych, które zanotowały jakiegokolwiek obroty w badanym okresie, mogłyby zostać uznane za spółki o niskiej płynności w myśl znowelizowanych przepisów, tzn. półroczny wolumen obrotów akcji danej spółki był niższy niż 1% wszystkich akcji dopuszczonych do obrotu na koniec okresu¹². Wartym podkreślenia jest fakt, że nie tylko spółki o niskiej kapitalizacji (<50 mln PLN) spełniałyby kryterium „wolumenowe” – 10 takich spółek, ale także spółki o wysokiej kapitalizacji (>1 mld PLN) znalazłyby się na liście spółek o niskiej płynności – 8 takich spółek.

¹² Przedmiotem analizy były wyłącznie spółki krajowe notowane na GPW, a dla uproszczenia wyliczeń przyjęto, że wolumen obrotów 6-miesięcznych to połowa wolumenu obrotów za cały rok 2022.



07 Usługi w zakresie wycen

Zespół KPMG wspiera swoich klientów w kluczowych momentach, gdy decydują się przejąć inne spółki, rozwiązać spór z akcjonariuszami lub zmniejszyć różnicę między wartością rynkową a fundamentalną przedsiębiorstwa.

Doradcy KPMG specjalizują się także w wydawaniu fairness opinions przy wezwaniach na akcje spółek publicznych, opracowują wyceny na potrzeby podatkowe lub defence file. Ponadto uczestniczą w postępowaniach sądowych lub arbitrażowych, określają cenę na potrzeby przymusowego wykupu oraz opiniują plany połączenia i podziału. W przypadku gdy wezwanie ma charakter wrogiego przejęcia, jesteśmy gotowi – wraz z doświadczoną kancelarią prawną oraz specjalistą od relacji inwestorskich – zaproponować strategię i świadczyć kompleksowe usługi mające na celu obronę spółki przed takim wrogim przejęciem.

Nieruchomości komercyjne coraz częściej stanowią istotny składnik transakcji. W zespole posiadamy doświadczonych i certyfikowanych (REV, MRICS) rzeczoznawców majątkowych wspierających naszych klientów niezależną opinią o wartości nieruchomości.

01 Fairness Opinions

Nasz zespół sporządza niezależne opinie dla zarządów, rad nadzorczych i akcjonariuszy dotyczące finansowych warunków transakcji (ang. Fairness Opinions). Fairness Opinions stanowią swojego rodzaju potwierdzenie dla zamawiającego, że warunki transakcji są racjonalne i godziwe z finansowego punktu widzenia. W Polsce takie opinie są wskazane (a od 30 maja 2022 wymagane w pewnych okolicznościach – art. 79 znowelizowanej ustawy o ofercie publicznej) w przypadku publicznego wezwania do sprzedaży akcji, zgodnie z art. 80 ustawy o ofercie publicznej oraz w innych sytuacjach, gdzie kluczowe jest zachowanie najwyższych standardów ładu korporacyjnego.

02 Analiza opcji strategicznych

Sporządzamy analizy opcji strategicznych opartych na maksymalizacji wartości dla akcjonariuszy w związku z rozważanymi transakcjami, tworzeniem spółek joint-venture, nowymi inwestycjami wspierającymi rozwój organiczny czy też decyzjami o sprzedaży aktywów. Analizy te mogą być uzupełnione opiniami o finansowych warunkach transakcji.

03 Strategie obrony przed wrogim przejęciem

W przypadku gdy wezwanie ma charakter wrogiego przejęcia, jesteśmy gotowi – wraz z doświadczoną kancelarią prawną oraz specjalistą od relacji inwestorskich – zaproponować strategię i świadczyć kompleksowe usługi mające na celu obronę spółki przed takim wrogim przejęciem.

04 Wyceny na potrzeby nabycia lub sprzedaży przedsiębiorstw

Pomagamy naszym klientom w procesie analizowania potencjalnych transakcji przejęć lub sprzedaży spółek, często z uwzględnieniem spodziewanych synergii, które mogą zostać osiągnięte po przeprowadzeniu transakcji. Głównym celem naszych wycen na potrzeby transakcyjne jest dostarczenie menedżerom niezależnej, obiektywnej opinii dotyczącej właściwej ceny, jaką można zaoferować lub zaakceptować za dane przedsiębiorstwo.

05 Wyceny na potrzeby podatkowe

KPMG posiada duże doświadczenie w sporządzaniu wycen i analiz wartości akcji i aktywów na potrzeby krajowego i międzynarodowego planowania podatkowego. Nasze wyceny stanowią uzupełnienie dokumentacji podatkowej

oraz dodatkowej dokumentacji (tzw. defence file) oraz stanowią wsparcie dla kierownictwa w przypadku ewentualnego zakwestionowania transakcji przez organy podatkowe, jak również w przypadku wystąpienia potencjalnego sporu.

06 Wyceny na potrzeby sprawozdawczości finansowej

Rewolucyjne zmiany w zasadach rachunkowości, które miały miejsce w ostatniej dekadzie, spowodowały konieczność dokonywania wycen na potrzeby sprawozdawczości finansowej dla celów oszacowania wartości godziwej (MSSF 13), alokacji ceny nabycia (MSSF 3) oraz testowania aktywów pod kątem utraty wartości (MSR 36, MSR 38). Nasz zespół pomaga klientom w określaniu wartości godziwej przedsiębiorstw, ośrodków generujących wpływy pieniężne (wg MSR) czy też pojedynczych aktywów, w tym aktywów niematerialnych takich jak: marki/znaki towarowe, technologie, relacje z klientami, kontrakty, bazy danych czy know-how.

07 Wyceny na potrzeby kodeksowe

Posiadamy duże doświadczenie w sporządzaniu we współpracy z biegłym rewidentem (jeżeli przepisy nakładają takie wymogi) niezależnych wycen na potrzeby kodeksowe w przypadku transakcji:

przymusowego wykupu akcjonariuszy mniejszościowych (ang. squeeze-out), planów połączeń i podziału spółek kapitałowych oraz wkładów niepieniężnych (zgodnie z art. 418, 498, 491 i 534 Kodeksu Spółek Handlowych).

08 Wyceny na potrzeby rozwiązywania sporów

Pomagamy naszym klientom w rozwiązywaniu różnego rodzaju sporów (m.in.: nieporozumień między akcjonariuszami, sporów transakcyjnych, roszczeń wynikających z niedotrzymania umów, naruszeń praw autorskich oraz postępowań antymonopolowych) poprzez świadczenie usług ekspertów finansowych do spraw wycen. Wspieramy także naszych klientów w analizie opinii eksperckich sporządzonych przez biegłego drugiej strony sporu lub biegłego sądowego oraz przygotowywaniu na nie odpowiedzi. Możemy także pełnić rolę „biegłego ds. wyceny” na zlecenie sądów powszechnych, trybunałów arbitrażowych lub innych organów wymiaru sprawiedliwości.

09 Oszacowanie zdolności dywidendowej

Akcjonariusze dojrzałych spółek akcyjnych nierzadko oczekują regularnych wypłat dywidend, podczas gdy sytuacja spółek nie zawsze to umożliwia. KPMG wspiera zarządy spółek lub akcjonariuszy

w określeniu optymalnej wysokości dywidendy możliwej do wypłaty przez spółkę, biorąc pod uwagę jej obecne oraz przyszłe potrzeby kapitałowe związane m.in. z planowanymi inwestycjami, wzrostem organicznym, a także uwzględniając dostępność finansowania zewnętrznego. Współpracujemy także ze specjalistami z zakresu prawa oraz rachunkowości, w przypadku gdy konieczne jest sporządzenie kompleksowej analizy uwzględniającej także te obszary.

10 Test prywatnego inwestora

KPMG sporządza analizy umożliwiające ocenę wsparcia udzielanego ze środków publicznych w celu stwierdzenia, czy wsparcie to stanowi pomoc publiczną, czy też jest dokonywane na warunkach akceptowalnych również dla inwestora prywatnego, w tym w szczególności oceniając, czy oczekiwany zwrot z zaangażowanego kapitału odpowiada profilowi ryzyka takiej inwestycji.

11 Wycena nieruchomości komercyjnych

Znajomość wartości nieruchomości jest często punktem wyjścia dla wielu decyzji inwestycyjnych. Dlatego dla powodzenia wszelkich planów inwestorskich tak ważne jest rzetelne określenie tego punktu. Eksperti KPMG sporządzają wyceny nieruchomości zgodnie

zarówno z regulacjami krajowymi, jak i międzynarodowo uznanymi standardami wyceny nieruchomości (m.in. Red Book, EVS, IVS). Dzięki bogatemu doświadczeniu i posiadaniu rozpoznawalnych na całym świecie kwalifikacji mogą świadczyć usługi oszacowania wartości nieruchomości dla wszelkich spotykanych na rynku celów wyceny. Jest to szczególnie ważne w przypadku zabudowanych nieruchomości komercyjnych oraz gruntów inwestycyjnych. W szczególnych przypadkach wyceny takie mogą, bowiem wymagać rozważenia dodatkowych potencjałów drzemących w nieruchomości, takich jak np. jej „wartości synergistycznej” czy przyszłych możliwości wykorzystania nieruchomości.

12 Komercyjne due diligence nieruchomości

Każda transakcja związana z nabyciem praw do dużej nieruchomości komercyjnej wiąże się zazwyczaj ze znacznym zaangażowaniem finansowym. Z tego względu niezwykle istotne jest zadbanie o to, aby taka decyzja była podjęta świadomie, z uwzględnieniem wszelkich okoliczności. Eksperti KPMG, wychodząc naprzeciw tym potrzebom, świadczą usługę kompleksowej analizy komercyjnych aspektów funkcjonowania nieruchomości, w tym w szczególności stabilności cash flow oraz obszarów potencjalnego ryzyka pozyskiwania

dochodów z nieruchomości w przyszłości. Usługa ta może być także wykonywana we współpracy z doradcami prawnymi oraz technicznymi, pozwalając wtedy ponadto na identyfikację zagrożeń stanu prawnego (np. reprivatyzacja) oraz technicznego (np. poważne wady strukturalne) oraz ich potencjalnego wpływu na profil ryzyka i przyszłą dochodowość nieruchomości.

13 Analizy najkorzystniejszego sposobu wykorzystania nieruchomości

Jak optymalnie wykorzystywać zasoby przedsiębiorstwa? Pytanie to dotyczy wszelkich rodzajów aktywów przedsiębiorstwa, nie wyłączając nieruchomości. Dzięki swojej wiedzy i doświadczeniu, specjaliści KPMG wspomagają swoich klientów w odpowiedzi na to kluczowe pytanie, określając najkorzystniejszy sposób wykorzystania ich nieruchomości. W tym celu analizują, który sposób wykorzystania nieruchomości klienta spełnia kryteria wykonalności fizycznej, dopuszczalności prawnej, uzasadnienia rynkowego, opłacalności finansowej i jednocześnie generuje najwyższą możliwą wartość nieruchomości. W wielu wypadkach wymaga to analitycznego rozważenia kilku scenariuszy możliwych kierunków rozwoju nieruchomości.

14 Innowacyjne rozwiązania cyfrowe w wycenach - Digital Valuations

W odpowiedzi na coraz szybsze tempo otaczającej nas rzeczywistości biznesowej oferujemy zbiór aplikacji dostępnych w chmurze i oferowanych **w formie comiesięcznej subskrypcji**.

Nasze narzędzia cyfrowe zapewniają wsparcie na każdym etapie procesu transakcyjnego. Ułatwiają i przyspieszają podejmowanie decyzji mających bezpośredni wpływ na rozwój i przyszły sukces przedsiębiorstwa oraz zapewniają dostęp do rozległej, wysokiej jakości bazy danych, a także zautomatyzowanych analiz i kalkulacji niezbędnych w przeprowadzeniu skutecznego procesu transakcyjnego.

Obszary wsparcia:



Sprawozdawczość finansowa



Podejmowanie decyzji inwestycyjnych



Fuzje i przejęcia przedsiębiorstw



Analizy podatkowe



Alokacja ceny nabycia



Zarządzanie finansami firmy

Aplikacje:

Valuation Data Source – kalkulator kosztu kapitału

Dostęp do globalnej bazy danych parametrów kosztu kapitału, w tym stopy wolnej od ryzyka czy premii za ryzyko rynkowe i krajowe

Funkcjonalny kalkulator WACC lub kosztu kapitału własnego

Mnożniki – wycena metodą rynkową

Dostęp do mnożników rynkowych z możliwością własnej konfiguracji parametrów - m.in.: EV/EBITDA, Cena/Zysk i Cena/Wartość Księgowa

Baza danych spółek porównywalnych dla 13,5 tys. firm z ok. 75 krajów

Pre-Deal PPA – alokacja ceny nabycia

Kalkulacja i wizualizacja efektów transakcji przed jej finalizacją (m.in.: wpływ na bilans i rentowność)

Oszacowania wartości aktywów niematerialnych i materialnych oraz zobowiązań i informacja o goodwill

Startup Finance – zarządzanie finansami

Tworzenie biznesplanu składającego się z rachunku zysków i strat, bilansu i rachunku przepływów pieniężnych

Zintegrowane kalkulacje planistyczne wsparte kompleksowymi analizami - finansowymi i scenariusz

Kontakt

KPMG Advisory Sp. z o.o. sp.k.

ul. Inflancka 4A
00-189 Warszawa
T: +48 22 528 11 00

Tomasz Wiśniewski

Deal Advisory
Partner
E: twisniewski@kpmg.pl

Marcin Łągiewka

Deal Advisory
Dyrektor
E: mlagiewka@kpmg.pl

Tomasz Regulski

Deal Advisory
Dyrektor
E: tregulski@kpmg.pl

Biura KPMG w Polsce

Warszawa

ul. Inflancka 4A
00-189 Warszawa
T: +48 22 528 11 00
E: kpmg@kpmg.pl

Kraków

ul. Opolska 114
31-323 Kraków
T: +48 12 424 94 00
E: krakow@kpmg.pl

Poznań

ul. Roosevelta 22
60-829 Poznań
T: +48 61 845 46 00
E: poznan@kpmg.pl

Wrocław

ul. Szczytnicka 11
50-382 Wrocław
T: +48 71 370 49 00
E: wroclaw@kpmg.pl

Gdańsk

al. Zwycięstwa 13a
80-219 Gdańsk
T: +48 58 772 95 00
E: gdansk@kpmg.pl

Katowice

ul. Francuska 36
40-028 Katowice
T: +48 32 778 88 00
E: katowice@kpmg.pl

Łódź

ul. Kopcińskiego 62d
90-032 Łódź
T: +48 42 232 77 00
E: lodz@kpmg.pl



kpmg.pl

© 2023 KPMG Advisory Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością sp.k., polska spółka komandytowa i członek globalnej organizacji KPMG składającej się z niezależnych spółek członkowskich stowarzyszonych z KPMG International Limited, prywatną spółką angielską z odpowiedzialnością ograniczoną do wysokości gwarancji. Wszelkie prawa zastrzeżone.

Nazwa i logo KPMG są znakami towarowymi używanymi na podstawie licencji przez niezależne firmy członkowskie globalnej organizacji KPMG.

Informacje zawarte w niniejszej publikacji mają charakter ogólny i nie odnoszą się do sytuacji konkretnej osoby lub firmy. Pomimo, iż staramy się dostarczać dokładne i aktualne informacje, nie możemy zagwarantować, że takie informacje będą aktualne na dzień ich otrzymania lub że będą nadal aktualne w przyszłości. Nikt nie powinien podejmować decyzji na podstawie takich informacji bez odpowiedniego profesjonalnego doradztwa po dokładnym zbadaniu konkretnej sytuacji.

Document Classification: KPMG Public

