

Kazusy przymusowego wykupu akcji z polskiego rynku kapitałowego.

W tym dokumencie prezentujemy wybrane rzeczywiste kazusy przymusowego wykupu akcji w spółkach publicznych, okoliczności ich dokonania oraz co dalej się działo ze spółkami.

Wykaz kazusów:

1. ATM S.A. (lipiec 2020 r.)
2. Vantage Development S.A. (czerwiec 2017 r.)
3. Przetwórstwo Tworzyw Sztucznych Plast-Box S.A. (luty 2022 r.)

Spółki zostały wybrane według następujących kryteriów:

- (i) Przymusowy wykup został dokonany po cenie ewidentnie nieodpowiadającej wartości godziwej, która zostałaby ustalona w wyniku wyceny przez biegłego rewidenta.
- (ii) Pomimo delistingu, który nieuchronnie następuje po przymusowym wykupie akcji, nadal istnieje dobry dostęp do wiarygodnych danych dotyczących danej spółki, odnoszących się zarówno do okresu przed jak i po przymusowym wykupie.
- (iii) Nie brano pod uwagę małych spółek notowanych na rynku NewConnect z uwagi na gorszy dostęp do informacji, małą istotność ekonomiczną i potencjalnie większą przypadkowość zdarzeń.

Analiza własna autora.

Źródła danych: serwis internetowy Bankier.pl, Repozytorium Dokumentów Finansowych oraz Repozytorium Akt Rejestrowych Krajowego Rejestru Sądowego, Centralny Rejestr Beneficjentów Rzeczywistych, analogiczne rejestry zagraniczne.

Raimondo Eggink, CFA

ATM S.A. (lipiec 2020 r.) – dostawca usług centrów danych oraz telekomunikacyjnych.

1. Ogłoszenie o przymusowym wykupie.

[Zamiar nabycia akcji spółki ATM SA w drodze przymusowego wykupu - Bankier.pl](#)

2. Cena przymusowego wykupu, średnie rynkowe, akcjogram.

12 zł za akcję, tj. 457 mln zł za 100% kapitału

[ATM SA \(ATM\) - Notowania GPW - Giełda - Bankier.pl - 1](#)

3 m-ce: 10,14 zł

6 m-cy: 9,79 zł



3. Wyniki finansowe, podstawowe wskaźniki wyceny przy cenie przymusowego wykupu.

[Wyniki finansowe - ATM SA \(ATM\) - Giełda - Bankier.pl - 1](#)

P/E: 72,5

P/BV: 2,6

Ostatnia dywidenda: 2,46 zł (10-08-2018)

4. Kto dokonał przymusowego wykupu, stan jego posiadania, czy ogłosił wezwanie i czy miało miejsce przejęcie kontroli?

MCI.PV FIZ wraz z podmiotami zależnymi AAW III i AAW X posiadał 97,97% kapitału i głosów. Pół roku wcześniej posiadał 94,49%. Ostatnie wezwanie miało miejsce w 2017 r., kiedy też nastąpiło przejęcie kontroli.

[W wezwaniu na akcje ATM nie złożono żadnego zapisu - Bankier.pl](#)

[W wezwaniu na akcje ATM złożono zapisy na 12.573.086 papierów spółki - Bankier.pl](#)

5. Okoliczności szczególne, które poprzedzały przymusowy wykup.

MCI.PV FIZ prowadzi rachunkowość na podstawie rozporządzenia w sprawie szczególnych zasad rachunkowości funduszy inwestycyjnych, które nakazuje wyceniać aktywa według wiarygodnie oszacowanej wartości godziwej. W przypadku składników lokat notowanych na aktywnym rynku jest to kurs giełdowy. Od drugiego kwartału 2018 r. MCI.PV FIZ uznał giełdowy rynek akcji ATM za nieaktywny (sic!), w związku z czym zaczął wyceniać je metodą ekspercką, bazującą głównie na mnożnikach wyceny porównywalnych spółek na świecie. Od czerwca 2019 r. ta wycena znajdowała się w przedziale od 17,13 zł do 17,65 zł za akcję.

W tym czasie spółka AAW III prowadziła tzw. przegląd opcji strategicznych związanych z jej inwestycją w ATM, w ramach którego wiadomo, że MCI.PV FIZ otrzymał oferty na przejęcie spółki, których jednak nie przyjął, choć niewątpliwie uwzględniał je w procesie wyceny.

[ATM: Zawiadomienie od akcjonariusza większościowego o rozpoczęciu procesu przeglądu potencjalnych opcji strategicznych związanych z inwestycją w Spółkę - Bankier.pl](#)

[ATM: Zawiadomienie od akcjonariusza większościowego o zakończeniu procesu przeglądu potencjalnych opcji strategicznych związanych z inwestycją w Spółkę - Bankier.pl](#)

[ATM: Zawiadomienie od akcjonariusza większościowego o rozpoczęciu przeglądu potencjalnych opcji strategicznych związanych z inwestycją w Spółkę - Bankier.pl](#)

MCI.PV FIZ przekroczył próg 95% głosów w wyniku transakcji pakietowej po 10,50 zł. Naciski ze strony pozostałych akcjonariuszy mniejszościowych ATM spowodowały, że przymusowy wykup odbył się po cenie 12 zł.

6. Co działo się później ze spółką?

Trzy miesiące po przymusowym wykupie MCI.PV FIZ zawarł umowę sprzedaży całego pakietu (1,7%) akcji ATM wraz z posiadanymi większościami (74,9%) udziałami w spółce AAW III, posiadającej pozostałe akcje ATM, realizując przed kosztami transakcyjnymi ok. 160 mln zł zysku (publikowana wartość transakcji minus wycena bilansowa sprzedanych aktywów na koniec trzeciego kwartału 2020 r.).

[MCI Capital sprzeda za 533,3 mln zł firmę ATM i jej większościowego udziałowca - Bankier.pl](#)

Transakcja została rozliczona w dniu 30 grudnia 2020 r. Nabywca w swoim sprawozdaniu finansowym za 2020 r. wykazał pakiet akcji stanowiący 6,16% kapitału zakładowego ATM S.A. z ceną nabycia wynoszącą 54,855 mln zł (źródło: RDF KRS). Oznacza to, że z dokładnością do kosztów transakcyjnych cena nabycia jednej akcji wyniosła 23,33 zł. Udziały w spółce AAW III zostały nabyte w cenie odpowiadającej liczbie akcji ATM posiadanych przez AAW III, cenie jednostkowej akcji ATM oraz kwocie zadłużenia spółki AAW III.

7. Wniosek.

Na przymusowo wykupionych akcjach MCI.PV FIZ zarobił w pół roku ok. 94% (przed kosztami transakcyjnymi), prawdopodobnie praktycznie bez ryzyka.

Przesłanki z Dyrektywy w sprawie ofert przejęcia, uprawniające do dokonania przymusowego wykupu akcji, **nie były spełnione**, gdyż przymusowy wykup nie nastąpił w terminie trzech miesięcy od udanej oferty przejęcia. W związku z tym Dyrektywa nie dawała prawa do przymusowego wykupu.

Gdyby przymusowy wykup został dokonany po wartości godziwej ustalonej przez biegłego rewidenta, wówczas akcjonariusze mniejszościowi otrzymaliby znacznie wyższą cenę. Ponadto, gdyby nie istniało ryzyko przymusowego wykupu po niegodziwej cenie, wówczas prawdopodobnie w okresie poprzedzającym przymusowy wykup notowania giełdowe kształtowałyby się na wyższym poziomie.

Vantage Development S.A. (czerwiec 2017 r.) – deweloper mieszkaniowy.

1. Ogłoszenie o przymusowym wykupie.

[Informacje na temat przymusowego wykupu akcji VANTAGE DEVELOPMENT S.A. z siedzibą we Wrocławiu - Bankier.pl](#)

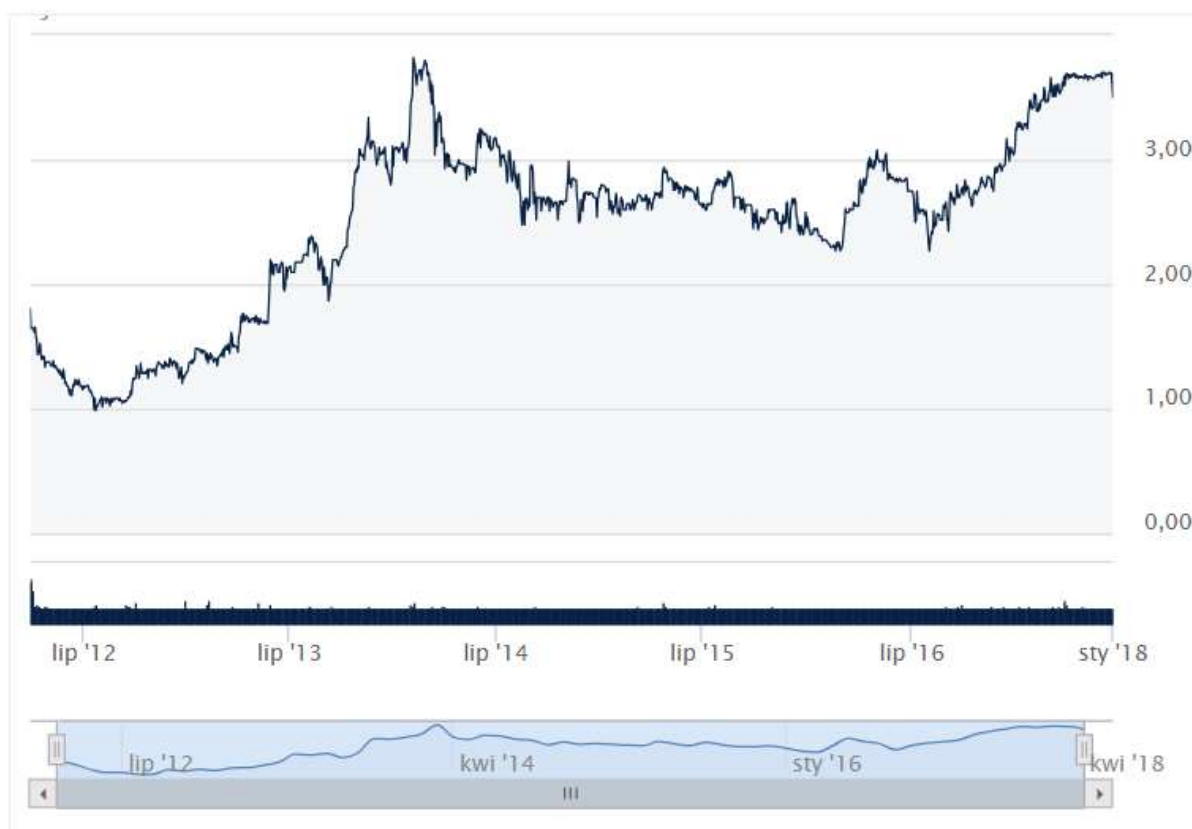
2. Cena przymusowego wykupu, średnie rynkowe, akcjogram.

3,70 zł za akcje, tj. 231 mln zł za 100% kapitału

[VANTAGE DEVELOPMENT SA \(VANTAGE\) - Notowania GPW - Giełda - Bankier.pl - 1](#)

3 m-ce: 3,67 zł

6 m-cy: 3,53 zł



3. Wyniki finansowe, podstawowe wskaźniki wyceny przy cenie przymusowego wykupu.

[Wyniki finansowe - VANTAGE DEVELOPMENT SA \(VANTAGE\) - Giełda - Bankier.pl - 2](#)

P/E: 6,9

P/BV: 0,50

Ostatnia dywidenda: 0,13 zł (11-07-2016)

4. Kto dokonał przymusowego wykupu, stan jego posiadania, czy ogłosił wezwanie i czy miało miejsce przejęcie kontroli?

W lutym 2017 r. Grzegorz Dzik wraz z podmiotem zależnym zawarł porozumienie dotyczące nabywania akcji oraz zgodnego głosowania z Józefem Biegajem wraz z podmiotem od niego zależnym. Ich stany posiadania wynosiły odp. 49,2% oraz 20,8% ogólnej liczby głosów. Choć od wielu lat *de facto* współkontrolowali spółkę, to w tym momencie formalnie przekroczyli próg 66%, dochodząc wspólnie do 69,9% głosów.

[VANTAGE DEVELOPMENT S.A.: Znaczne pakiety akcji – zmiana w ogólnej liczbie głosów - Bankier.pl](#)

Ogłosili wezwanie na wszystkie pozostałe akcje oferując początkowo 3,25 zł i ostatecznie 3,70 zł.

[VANTAGE DEVELOPMENT S.A.: Stanowisko Zarządu Emitenta dotyczące wezwania do zapisywania się na sprzedaż akcji Spółki - Bankier.pl](#)

[VANTAGE DEVELOPMENT S.A.: Korekta raportu bieżącego nr 18/2017 w sprawie przekroczenia przez wzywającego 90% głosów w Vantage Development S.A. - Bankier.pl](#)

W wyniku rozliczenia wezwania osiągnęli 94,1% głosów, czyli nabyli 80,4% akcji będących przedmiotem oferty. Nb. wielu inwestorów sprzedało akcje w wezwaniu nie dlatego, że pozytywnie ocenili oferowaną cenę, tylko z powodu oczekiwanego przymusowego wykupu (efekt samospełniającej się przepowiedni).
[Fedha ogłosiła przymusowy wykup 3.380.913 akcji Vantage Development, po 3,70 zł/akcję - Bankier.pl](#)

5. Okoliczności szczególne, które poprzedzały przymusowy wykup.

Spółka została wydzielona z Impel S.A., którą od wielu lat wspólnie kontrolowali panowie Dzik i Biegaj.

6. Co działo się później ze spółką?

Najpierw w 2017 r. spółka skupiła akcje własne po 3,70 zł i potem wypłaciła 0,19 zł dywidendy na akcję.

[VANTAGE DEVELOPMENT S.A.: Nabycie akcji własnych przez Emitenta - Bankier.pl](#)

[VANTAGE DEVELOPMENT S.A.: Podjęcie przez Nadzwyczajne Walne Zgromadzenie uchwały w sprawie wypłaty dywidendy nadzwyczajnej - Bankier.pl](#)

W 2018 r. spółka skupowała akcje własne po 4,05 zł, potem wypłaciła dywidendę w wysokości 0,13 zł na akcję, dalej skupowała akcje własne po 4,40 zł i potem 4,80 zł oraz po drodze wypłaciła kolejne dwie dywidendy w łącznej wysokości 0,31+0,23=0,54 zł na akcję.

[VANTAGE DEVELOPMENT S.A.: Nabycie akcji własnych w celu umorzenia - Bankier.pl](#)

[VANTAGE DEVELOPMENT S.A.: Nabycie akcji własnych w celu umorzenia - Bankier.pl](#)

[VANTAGE DEVELOPMENT S.A.: Podjęcie przez Nadzwyczajne Walne Zgromadzenie uchwały w sprawie wypłaty dywidendy nadzwyczajnej - Bankier.pl](#)

[VANTAGE DEVELOPMENT S.A.: Nabycie akcji własnych w celu umorzenia - Bankier.pl](#)

[VANTAGE DEVELOPMENT S.A.: Podjęcie przez Nadzwyczajne Walne Zgromadzenie uchwały w sprawie wypłaty dywidendy nadzwyczajnej - Bankier.pl](#)

[VANTAGE DEVELOPMENT S.A.: Treść uchwał podjętych przez Nadzwyczajne Walne Zgromadzenie w dniu 23 października 2018 roku - Bankier.pl](#)

[VANTAGE DEVELOPMENT S.A.: Zmiana udziału w ogólnej liczbie głosów w Spółce w wyniku nabycia przez Spółkę akcji własnych - Bankier.pl](#)

[VANTAGE DEVELOPMENT S.A.: Podjęcie przez Nadzwyczajne Walne Zgromadzenie uchwały w sprawie wypłaty dywidendy nadzwyczajnej - Bankier.pl](#)

W ciągu półtora roku główni akcjonariusze wypłacili ze spółki dość pieniędzy na spłatę długu zaciągniętego w celu nabycia 30,1% jej kapitału w ramach wezwania oraz późniejszego przymusowego wykupu. Nb. z powodu charakteru biznesu deweloperskiego wyniki finansowe są dość przewidywalne w takim horyzoncie czasowym (tj. jednego cyklu oddawania mieszkań).

W listopadzie 2019 r. niemiecki inwestor branżowy zobowiązał się do nabycia wszystkich akcji spółki po 11,50 zł.

[VANTAGE DEVELOPMENT S.A.: Otrzymanie zawiadomienia o zawarciu umowy inwestycyjnej dotyczącej sprzedaży akcji Emitenta - Bankier.pl](#)

data	operacja	dywidenda	wycena akcji	liczba akcji skupowanych	pozostała liczba akcji	wartość dla akcjonariuszy
23/06/2017	przymusowy wykup		3.70 zł		62,440,227	231,028,839.90 zł
04/08/2017	skup akcji własnych		3.70 zł	2,193,722	60,246,505	8,116,771.40 zł
28/12/2017	dywidenda	0.19 zł			60,246,505	11,446,835.95 zł
10/01/2018	skup akcji własnych		4.05 zł	4,686,308	55,560,197	18,979,547.40 zł
31/01/2018	skup akcji własnych		4.05 zł	983,464	54,576,733	3,983,029.20 zł
26/03/2018	dywidenda	0.13 zł			54,576,733	7,094,975.29 zł
27/03/2018	skup akcji własnych		4.40 zł	2,266,027	52,310,706	9,970,518.80 zł
25/10/2018	dywidenda	0.31 zł			52,310,706	16,216,318.86 zł
26/10/2018	skup akcji własnych		4.80 zł	3,749,000	48,561,706	17,995,200.00 zł
21/12/2018	dywidenda	0.23 zł			48,561,706	11,169,192.38 zł
13/01/2020	wezwanie		11.50 zł		48,561,706	558,459,619.00 zł
						663,432,008.28 zł

7. Wniosek.

W okresie od lutego 2017 r. do listopada 2019 r. indeks WIG-Nieruchomości urosł o około 24% (z dywidendami). **Na przymusowo wykupionych akcjach nabywcy zarobili w tym czasie 187% przy umiarkowanym ryzyku.**

[WIG-NRCHOM - Notowania indeksów giełdowych - Bankier.pl](#)

Przesłanki z Dyrektywy w sprawie ofert przejęcia, uprawniające do dokonania przymusowego wykupu akcji, **były spełnione, o ile zakładamy**, że po pierwsze panowie Dzik i Biegaj nie współkontrolowali spółki przed lutym 2017 r. oraz po drugie zgodne z Dyrektywą było przyjęcie przez Polskę progu kontroli do obowiązkowego wezwania na poziomie 66% - co jednak było absurdalne. W przeciwnym razie należałoby uznać, że przymusowy wykup nie nastąpił w terminie trzech miesięcy od udanej oferty przejęcia, gdyż kontrola istniała już wcześniej, w związku z czym Dyrektywa nie dawała prawa do przymusowego wykupu.

Gdyby przymusowy wykup został dokonany po wartości godziwej ustalonej przez biegłego rewidenta, wówczas akcjonariusze mniejszościowi otrzymaliby znacznie wyższą cenę. Ponadto, gdyby nie istniało ryzyko przymusowego wykupu po niegodziwej cenie, wówczas prawdopodobnie w okresie poprzedzającym przymusowy wykup notowania giełdowe kształtowałyby się na wyższym poziomie i też wezwanie mogło się nie udać.

Przetwórstwo Tworzyw Sztucznych Plast-Box S.A. (luty 2022 r.).

1. Ogłoszenie o przymusowym wykupie.

[PLASTBOX: Ogłoszenie przymusowego wykupu akcji Spółki oraz zawieszenie obrotu akcjami Spółki - Bankier.pl](#)

2. Cena przymusowego wykupu, średnie rynkowe, akcjogram.

2,70 zł za akcję, tj. 113 mln zł za 100% kapitału

[Przetwórstwo Tworzyw Sztucznych Plast-Box SA \(PLASTBOX\) - Notowania GPW - Giełda - Bankier.pl - 1](#)

3 m-ce: 2,57 zł

6 m-cy: 2,39 zł



3. Wyniki finansowe, podstawowe wskaźniki wyceny przy cenie przymusowego wykupu.

[Wyniki finansowe - Przetwórstwo Tworzyw Sztucznych Plast-Box SA \(PLASTBOX\) - Giełda - Bankier.pl - 1](#)

P/E: 8,9

P/BV: 1,07

Ostatnia dywidenda: 0,09 zł (26-07-2021)

4. Kto dokonał przymusowego wykupu, stan jego posiadania, czy ogłosił wezwanie i czy miało miejsce przejęcie kontroli?

W październiku 2021 r. pięciu akcjonariuszy: prezes zarządu Grzegorz Pawlak oraz spółki Paravita Holding, Hillmount Trading, Nargara Investments i Globalcom, posiadających osobno od 2,8% do 24,4%, zawarło porozumienie posiadające łącznie 78,3% ogólnej liczby głosów.

[PLASTBOX: Zawiadomienie o zawarciu porozumienia akcjonariuszy, o którym mowa w art. 87 ust. 1 pkt 5 i 6 Ustawy o ofercie publicznej - Bankier.pl](#)

Ogłosili oni wezwanie na wszystkie pozostałe akcje w celu delistingu, początkowo po cenie 2,40 zł oraz ostatecznie 2,70 zł.

[Wezwanie do zapisywania się na sprzedaż akcji PRZETWÓRSTWA TWORZYW SZTUCZNYCH „PLAST-BOX” SA - Bankier.pl](#)

[PLASTBOX: Zmiana ceny w wezwaniu do zapisywania się na sprzedaż akcji Spółki oraz zmiana treści wezwania - Bankier.pl](#)

W wyniku rozliczenia wezwania osiągnęli 95,3% głosów, czyli nabyli 78,4% akcji będących przedmiotem oferty.

[PLASTBOX: Zawiadomienie o zmianie stanu posiadania akcji Spółki - Bankier.pl](#)

5. Okoliczności szczególne, które poprzedzały przymusowy wykup.

Długa historia nabywania akcji Plast-Boxu przez spółki Paravita Holding, Hillmount Trading, Nargara Investments i Globalcom oraz pewnych powiązań finansowych i osobowych pomiędzy nimi pozwala domniemywać, że nawet jeśli te spółki nie były kontrolowane przez tę samą osobę, to prawdopodobnie one działały w nieformalnym porozumieniu od 2012 r. (źródło: rejestry zagraniczne).

[PLASTBOX: Zbycie znacznego pakietu akcji - Bankier.pl](#)

6. Co działo się później ze spółką?

W marcu 2022 r. w wyniku działań wojennych w Ukrainie zniszczeniu uległ zakład produkcyjny należący do spółki córki Plast-Boxu. W efekcie w sprawozdaniu finansowym za 2022 r. spółka dokonała odpisu wartości aktywów na kwotę 19,4 mln zł (źródło: RDF KRS).

[PLASTBOX: Aktualizacja informacji dotyczącej działalności Grupy Kapitałowej Spółki na Ukrainie - Bankier.pl](#)

W kwietniu 2022 r. nastąpił delistingu akcji Plast-Boxu.

[PLASTBOX: Uchwała Zarządu Giełdy Papierów Wartościowych S.A. w Warszawie o wycofaniu akcji Spółki z obrotu na rynku regulowanym - Bankier.pl](#)

W czerwcu 2022 r. NWZ Plast-Boxu podjęło uchwałę o podwyższeniu kapitału zakładowego poprzez emisję bez prawa poboru 11,6475 mln nowych akcji serii H, tj. o 27,8%, po cenie emisyjnej wynoszącej 4,00 zł za akcję. Akcje zostały objęte przez nowego inwestora Valstrom Limited.

W czerwcu 2023 r. NWZ Plast-Boxu podjęło uchwałę o kolejnym podwyższeniu kapitału zakładowego poprzez emisję bez prawa poboru 9,82575 mln nowych akcji serii I, po cenie emisyjnej wynoszącej 4,00 zł za akcję. Akcje zostały objęte przez Valstrom Limited oraz panią Galynę Geregę.

W listopadzie 2023 r. NWZ Plast-Boxu podjęło uchwałę o kolejnym podwyższeniu kapitału zakładowego poprzez emisję bez prawa poboru 10,9463 mln nowych akcji serii J, po cenie emisyjnej wynoszącej 4,00 zł za akcję. Akcje zostały objęte przez Valstrom Limited.

W marcu 2024 r. NWZ Plast-Boxu podjęło uchwałę o kolejnym podwyższeniu kapitału zakładowego poprzez emisję bez prawa poboru 9,905144 mln nowych akcji serii K, po cenie emisyjnej, która wyniosła ok. 5,00 zł za akcję. Akcje zostały objęte przez Paravita Holding w zamian za aport w postaci akcji Lentex. Źródło: RAR KRS.

7. Wniosek.

Od ogłoszenia wezwania w październiku 2021 r. do objęcia nowych akcji w podwyższonym kapitale zakładowym w czerwcu 2022 r. minęło osiem miesięcy. W tym okresie indeks WIG spadł o około 27% (z dywidendami). W tym czasie też Plast-Box poniósł istotne straty materialne w Ukrainie. **Pomimo to w kolejnych emisjach spółka zdołała pozyskać nowego inwestora gotowego zapłacić za emitowane akcje cenę emisyjną w wysokości 4,00 zł, tj. o 48,1% więcej niż cena przymusowego wykupu.**

Gdyby przyjąć założenie, że spółki Paravita Holding, Hillmount Trading, Nargara Investments, Globalcom, Valstrom Limited były niezależnymi podmiotami, wówczas nie ma powodu oczekiwać, że cena emisyjna nowo emitowanych akcji będzie istotnie różna od ich wartości godziwej. Cena przymusowego wykupu akcji musiała zatem być istotnie niższa od ich wartości godziwej.

Przesłanki z Dyrektywy w sprawie ofert przejęcia, uprawniające do dokonania przymusowego wykupu akcji, **były spełnione, o ile zakładamy**, że pan Pawlak oraz spółki Paravita Holding, Hillmount Trading, Nargara Investments i Globalcom nie współkontrolowali spółki przed październikiem 2021 r. W przeciwnym razie należałoby uznać, że przymusowy wykup nie nastąpił w terminie trzech miesięcy od udanej oferty przejęcia, gdyż kontrola istniała już wcześniej, w związku z czym Dyrektywa nie dawała prawa do przymusowego wykupu.

Gdyby przymusowy wykup został dokonany po wartości godziwej ustalonej przez biegłego rewidenta, wówczas akcjonariusze mniejszościowi otrzymaliby znacznie wyższą cenę. Ponadto, gdyby nie istniało

ryzyko przymusowego wykupu po niegodziwej cenie, wówczas prawdopodobnie w okresie poprzedzającym przymusowy wykup notowania giełdowe kształtowałyby się na wyższym poziomie i też wezwanie mogło się nie udać.