

Premia za kontrolę oferowana w publicznych wezwaniach do sprzedaży akcji w latach 2006–2013 dla spółek notowanych na GPW w Warszawie

Jarosław Bem, Grzegorz Bącał*

Streszczenie: W niniejszym artykule poruszone zostały kwestie związane z premią za kontrolę w ramach transakcji fuzji i przejęć. W pierwszej części przytoczono definicję kontroli korporacyjnej i korzyści z niej płynące. Ponadto wskazano na istotę uwzględnienia faktu przejęcia kontroli w wycenie pakietów większościowych akcji spółek publicznych dla zwiększenia szans powodzenia realizacji transakcji fuzji i przejęć. W drugiej części artykułu przedstawiono wyniki badań dotyczących przeciętnego poziomu płaconej premii za kontrolę w transakcjach fuzji i przejęć na polskim rynku kapitałowym. Badania obejmowały 56 publicznych wezwań do sprzedaży akcji spółek notowanych na GPW ogłoszonych w okresie 2006–2013. Analiza danych potwierdza występowanie premii akwizycyjnej w przypadku nabywania znaczących pakietów akcji. Przedstawione wyniki obrazują wysokość premii w stosunku do kursu na pół roku, miesiąc oraz tydzień przed ogłoszeniem wezwania. Ponadto zaprezentowano przeciętne premie dla poszczególnych branż, a także w zależności od charakteru inwestora czy poziomu wyceny wskaźnikowej spółki objętej wezwaniem.

Słowa kluczowe: premia akwizycyjna, fuzje i przejęcia, wycena przedsiębiorstw

Wprowadzenie

Wycena przedsiębiorstwa w ramach procesu *due diligence* ma na celu określenie akceptowalnej ceny dla potencjalnego inwestora za przejmowany podmiot w transakcji fuzji i przejęć. Cena ta z jednej strony powinna zapewniać zwrot na inwestycji dla potencjalnego nabywcy, z drugiej być na tyle wysoka i konkurencyjna, by skłonić dotychczasowych właścicieli do zawarcia transakcji z danym inwestorem. W praktyce związanej z transakcjami fuzji i przejęć często spotykaną kwestią jest premia za kontrolę, nazywana także premią akwizycyjną. Premia ta stanowi nadwyżkę ponad oszacowaną wartość wewnętrzną przedsiębiorstwa, jaką skłonny jest zaoferować potencjalny inwestor.

Kontrola nad spółką oznacza sytuację, gdy określony akcjonariusz lub grupa akcjonariuszy jest w stanie samodzielnie podejmować kluczowe decyzje dotyczące funkcjonowania przedsiębiorstwa. Decyzje te mogą dotyczyć między innymi wyboru członków rady

* mgr Jarosław Bem, Budoserwis Z.U.H. Sp. z o.o. w Chorzowie, e-mail: jaroslawbem@gmail.com; mgr Grzegorz Bącał, Budoserwis Z.U.H. Sp. z o.o. w Chorzowie, Akademia im. L. Koźmińskiego w Warszawie, e-mail: g.bacal@budoserwis.com.pl.

nadzorczej i zarządu, strategii spółki, zakupu bądź sprzedaży istotnych aktywów, dokonywania zmian w dokumentach korporacyjnych (np. statucie) czy likwidacji działalności. Ze względu na możliwości, jakie zapewnia dysponowanie pakietem większościowym, jest on z reguły wyceniany w transakcjach fuzji i przejęć powyżej poziomu, jaki wynikałby z iloczynu ceny rynkowej akcji (kursu giełdowego) oraz liczby nabywanych akcji. Premię akwizycyjną można więc utożsamiać z oczekiwaną wartością dodaną dla inwestora, która wynikać będzie z przejęcia kontroli nad danym podmiotem gospodarczym. W związku z tym, określenie wysokości premii za kontrolę jest możliwe wyłącznie z punktu widzenia konkretnego inwestora i korzyści, które może osiągnąć dzięki realizacji strategii rozwoju poprzez fuzje i przejęcia.

Pojęcie premii za kontrolę funkcjonuje więc w teorii finansów jako element metod wyceny przedsiębiorstw oraz w praktyce biznesowej w procesie podejmowania decyzji – dotyczących warunków realizacji transakcji fuzji i przejęć. Celem niniejszego artykułu jest odpowiedź na pytanie o statystycznie przeciętny poziom premii oferowanej na polskim rynku kapitałowym przez nabywcę za pakiet kontrolny udziałów w stosunku do rynkowej ceny pakietów mniejszościowych, które stanowią podstawę obrotów giełdowych. Poziom premii akwizycyjnej oszacowano jako różnicę pomiędzy ceną zaofertowaną przez potencjalnego inwestora w publicznym wezwaniu do sprzedaży akcji a wyceną giełdową udziałów przedsiębiorstwa, będącego przedmiotem wezwania. Przeciętny poziom premii za kontrolę wyznaczono w stosunku do kursów giełdowych na określony moment, tj. na tydzień, miesiąc oraz 6 miesięcy przed ogłoszeniem wezwania. W dalszej części zaprezentowano oferowany poziom premii akwizycyjnej z uwzględnieniem branży, w jakiej działa spółka będąca obiektem przejęcia czy charakteru inwestora (krajowi vs. zagraniczni oraz dotychczasowi vs. nowi). Ponadto, analizie poddano wysokość oferowanej premii w zestawieniu z poziomem giełdowej wyceny spółki określonej za pomocą wskaźników cena/zysk

1. Kontrola jako przedmiot transakcji na rynku fuzji i przejęć

Przedmiotem transakcji na rynku fuzji i przejęć jest kontrola korporacyjna, która definiowana jest jako „władza – bezpośrednia lub pośrednia, zarówno samodzielna, jak i realizowana w wyniku umowy lub porozumienia z jedną lub wieloma innymi osobami – pozwalająca na korzystanie z kontrolnego wpływu na zarząd lub politykę organizacji gospodarczej poprzez własność lub prawo głosu z pakietu kontrolnego, poprzez jednego lub kilku pośredników, przez kontrakt lub w inny sposób” (Szymański, Nogalski 2011).

Na podstawie powyżej przytoczonej definicji można wskazać sytuacje, w których występuje kontrola jednego podmiotu nad drugim, a mianowicie, gdy podmiot:

- dysponuje większością głosów w spółce zależnej,
- posiada prawo umożliwiające powoływanie i odwoływanie większości zarządu,
- istotnie wpływa na podmiot kontrolowany za pomocą umowy,
- wywiera znaczny wpływ na spółkę kontrolowaną poprzez zapisy statutowe,

- kontroluje większość akcji na podstawie umowy z innym akcjonariuszem,
- wywiera duży wpływ na podmiot kontrolowany w inny, niewymieniony sposób,
- dominujący oraz zależny są kierowane w sposób zunifikowany (Tamowicz, Dzierżanowski 2002).

Ustalenie uniwersalnego progu udziału, którego przekroczenie zapewnia uzyskanie kontroli nad spółką jest niemożliwe, zwłaszcza gdyby rozpatrywać różne systemy prawne w poszczególnych krajach. Z reguły uzyskanie 50% +1 głos na Walnym Zgromadzeniu jest wystarczające, aby samodzielnie decydować o losach spółki. Jednak w przypadku spółek publicznych, cechujących się rozdrobnionym akcjonariatem, często znacznie mniejszy pakiet udziałów zapewnia sprawowanie kontroli. Z drugiej strony, zawarte w przepisach prawa czy statutach spółek zapisy mogą zrównywać w prawach wszystkich akcjonariuszy, wymagać większości kwalifikowanej lub ograniczać prawa niektórych akcjonariuszy. Przykładowo, w Polsce zgodnie z regulacjami Kodeksu spółek handlowych wymagane jest 9/10 głosów na walnym zgromadzeniu, by podjąć uchwałę o przymusowym wykupie akcji.

Interesy akcjonariuszy mniejszościowych są przedmiotem regulacji także innych aktów prawnych. Dyrektywa 2004/25/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 kwietnia 2004 roku w sprawie ofert przejęcia zobowiązuje państwa członkowskie Unii Europejskiej do zapewnienia „ochrony posiadaczy papierów wartościowych, w szczególności tych z pakietem mniejszościowym, w razie przejęcia kontroli nad ich spółkami. Państwa Członkowskie powinny zapewnić taką ochronę poprzez zobowiązanie osoby, która przejęła kontrolę nad spółką, do złożenia oferty wszystkim posiadaczom papierów wartościowych spółki na wszystkie ich papiery po godziwej cenie”.

W Ustawie z dnia 29 lipca 2005 roku o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych wskazano przypadki, w których nabycie akcji musi odbyć się w trybie publicznego wezwania do sprzedaży akcji. Mianowicie, inwestor jest zobowiązany ogłosić wezwanie, gdy zamierza kupić akcje spółki publicznej, a nabycie to spowoduje zwiększenie jego udziału w ogólnej liczbie głosów o więcej niż:

- 10% ogólnej liczby głosów w okresie krótszym niż 60 dni, gdy jego dotychczasowy udział w tej spółce (udział w głosach) wynosi mniej niż 33%,
- 5% ogólnej liczby głosów w okresie krótszym niż 12 miesięcy, gdy jego dotychczasowy udział w tej spółce wynosi co najmniej 33%.

W Ustawie wskazano również, że dopiero po przekroczeniu progu 66% inwestor jest zobligowany do obniżenia udziału do poziomu nie wyższego aniżeli 66% lub do ogłoszenia wezwania na pozostałe akcje. Regulacje te, jako niewystarczające dla zapewnienia odpowiedniej ochrony interesów akcjonariuszy mniejszościowych, zostały skrytykowane m.in. przez Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych (SII), które zgodnie z dostępnymi informacjami skierowało stosowną skargę do Komisji Europejskiej. SII, podkreślając brak należytej ochrony praw udziałowców mniejszościowych polskich spółek, wskazywało, że w większości krajów Unii Europejskiej próg przejęcia kontroli, którego przekroczenie

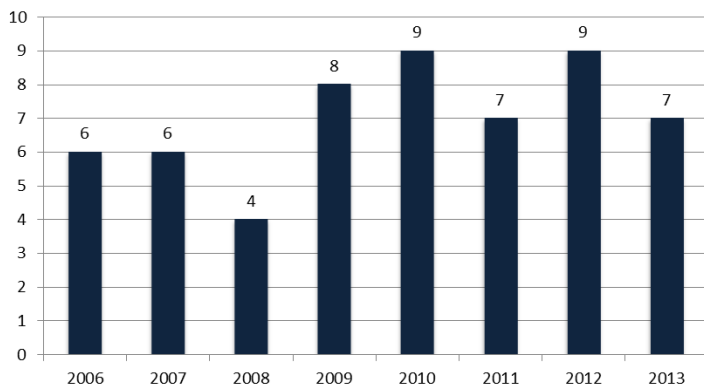
wiąże się z obowiązkiem ogłoszenia wezwania na pozostałe akcje został określony na poziomie 30–33,3%.

W grudniu 2013 roku Rada Ministrów przyjęła założenia do projektu ustawy o zmianie ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, przedłożone przez Ministra Finansów. Głównym celem wprowadzanych zmian ma być zwiększenie przejrzystości przepisów dotyczących przejmowania spółek publicznych oraz szerszy zakres ochrony uczestników rynku kapitałowego, w tym akcjonariuszy mniejszościowych. Zmiany dotyczyć będą m.in. wezwań obowiązkowych, dla których progiem decydującym o przejęciu kontroli nad spółką będzie próg 33,3 lub 66% ogólnej liczby głosów w spółce. Przekroczenie wskazanych progów oznaczać będzie konieczność ogłoszenia wezwania na wszystkie pozostałe akcje spółki. Biorąc powyższe pod uwagę, do próby badawczej, będącej podstawą do analizy oferowanej premii akwizycyjnej, zaliczono jedynie te wezwania, poprzez które inwestorzy dążyli do osiągnięcia poziomu równego co najmniej 33% w kapitale spółki lub głosów na jej Zgromadzeniu Akcjonariuszy. Dodatkowo, uwzględniono wyłącznie wezwania, które obejmowały pakiet gwarantujący co najmniej 5% dodatkowego udziału w kapitale lub głosach na WZA spółki w przypadku już obecnych w spółce inwestorów. Pominięto natomiast wezwania spółek na akcje własne w celu ich umorzenia oraz wezwania inwestorów obejmujące pakiety akcji mniejsze aniżeli gwarantujące 5% udziału w kapitale lub głosach na WZA spółki. Wezwania takie stanowią bowiem alternatywę wobec wypłaty dywidendy (skup akcji własnych) bądź wynikają z przepisów prawa i dotyczą nieznacznych pakietów w celu osiągnięcia ustawowych progów 33 lub 66%.

2. Analiza poziomu premii za kontrolę, oferowanej przez inwestorów w wezwaniach do sprzedaży akcji spółek z GPW w latach 2006–2013

W badanym okresie obejmującym lata 2006–2013 zidentyfikowano 65 publicznych wezwań do sprzedaży akcji spełniających omówione powyżej kryteria. Spośród tej grupy w 56 przypadkach wezwanie zakończone zostało sukcesem, co należy rozumieć jako nabycie przez inwestora liczby akcji gwarantującej co najmniej 33% akcji spółki lub głosów na WZA bądź zwiększenie udziału (liczby głosów) o minimum 5%, w przypadku gdy przed ogłoszeniem wezwania inwestor posiadał już pakiet co najmniej 33% akcji spółki. Tak ustalona grupa stanowiła próbę badawczą dla określenia szacunkowej wysokości premii akwizycyjnej oferowanej przez inwestorów w ramach procesów fuzji i przejęć.

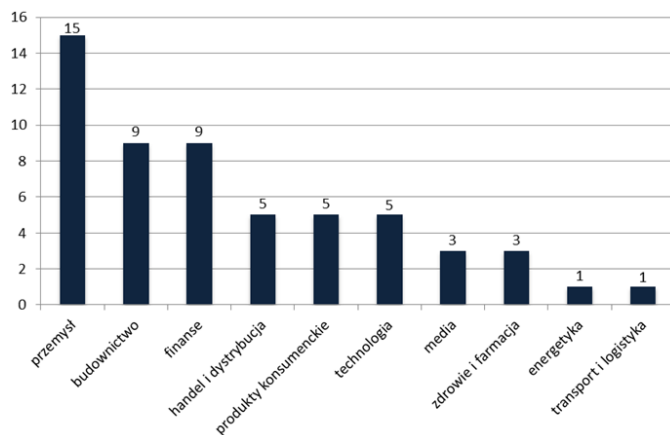
Najmniejszą liczbę wezwań – jedynie 4 spełniające przyjęte kryteria – zanotowano w 2008 roku, czego przyczyną może być wstrzymanie decyzji inwestycyjnych wraz z nasilającym się kryzysem gospodarczym w gospodarce światowej i obawami przed jego skutkami. W pozostałych latach liczba ta kształtowała się w przedziale 6–9 wezwań rocznie.



Rysunek 1. Liczba wezwań w badanej próbie ogłoszona w latach 2006–2013

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych www.bossa.pl.

Biorąc natomiast pod uwagę branże, w jakich działały spółki objęte wezwaniem, dominował przemysł (15) oraz budownictwo i finanse (po 9 wezwań). Szczegółowe zestawienie zaprezentowano na rysunku 2.



Rysunek 2. Liczba wezwań w badanej próbie ogłoszona w poszczególnych latach

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych www.bossa.pl.

W strukturze podmiotów nabywających nieznacznie przeważają spółki zagraniczne, których liczebność wynosi w badanej próbie 32 wobec 24 podmiotów krajowych¹.

¹ Na potrzeby niniejszej analizy nie badano struktury transakcji wynikającej z optymalizacji podatkowej, przykładowo nabycie akcji przez polską spółkę poprzez spółkę zależną zarejestrowaną za granicą potraktowano jako nabycie przez spółkę polską.

W 33 przypadkach za pośrednictwem wezwania dotychczasowi inwestorzy dążyli do zwiększenia posiadanego udziału w przedmiocie inwestycji. Pozostałe 23 wezwania dotyczyły przypadków, w których investorem był podmiot dotychczas niezaangażowany kapitałowo w spółce.

Poziom zaoferowanej premii akwizycyjnej kwantyfikowano każdorazowo według poniższego wzoru:

$$\text{premia z tytułu kontroli} = \\ = (\text{cena zaoferowana w wezwaniu} - \text{kurs akcji na dany dzień}) / \text{kurs akcji na dany dzień}.$$

Oferowany poziom premii przeanalizowano w stosunku do 3 momentów w czasie, tj. na pół roku, miesiąc oraz tydzień przed ogłoszeniem wezwania. W ten sposób uzyskano wyniki dotyczące przeciętnej wysokości premii dla:

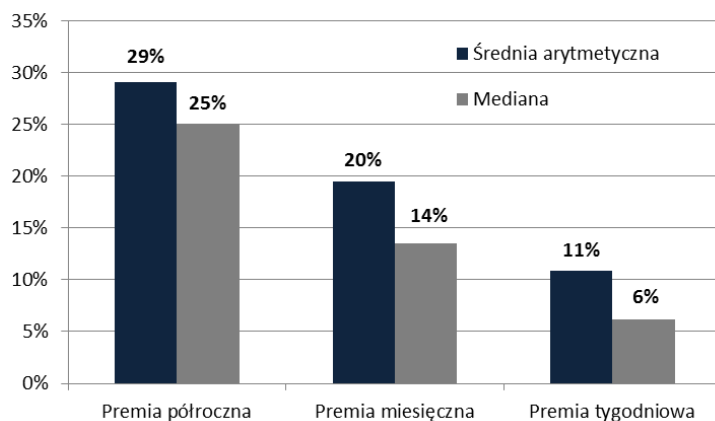
- „premier półrocznej”, która oznaczać będzie premię oferowaną w stosunku do wyceny giełdowej spółki na około pół roku przed ogłoszeniem wezwania, tj. premia wobec kursu giełdowego na 120 sesji przed wezwaniem²,
- „premier miesięcznej” – czyli premii oferowanej przez inwestora wobec kursu zamknięcia sesji minus 20 (sesji poprzedzającej sesję ogłoszenia wezwania o 20 dni sesyjnych)³,
- „premier tygodniowej” – premii wobec kursu zamknięcia sesji minus 5.

Uzyskane wyniki wskazują, że przeciętna wysokość oferowanej przez inwestorów premii półrocznej za przejęcie kontroli nad podmiotem publicznym w badanej próbie wyniosła około 29%. Oznacza to, że cena nabycia oferowana w wezwaniu przewyższała kurs giełdowy spółki sprzed 120 sesji (czyli sprzed ok. pół roku) o średnio 29%. Wysokość poszczególnych premii znacznie odbiegała od średniej, a spośród wszystkich obserwacji, około 70% oferowanych premii półrocznych zawierało się w przedziale 0–60%. Pomimo tak znacznych odchyleń pomiędzy poszczególnymi realizacjami, wartość centralnej miary pozycyjnej jest zbliżona do średniej arytmetycznej. Mediana, która eliminuje wpływ wartości skrajnych wyniosła w próbie około 25%.

Porównując przeciętny poziom premii półrocznej do jej poziomu miesięcznego widoczny jest stopniowy spadek oferowanej nadwyżki ponad kurs giełdowy wraz ze zbliżającym się terminem ogłoszenia wezwania. Średnia premia w stosunku do kursu sprzed 1 miesiąca przed ogłoszeniem wezwania wynosiła niespełna 20%, a więc jest niższa o blisko 10 p.p. niż premia półroczna. Analogiczna różnica dotyczy również median premii półrocznej oraz miesięcznej. Średni poziom premii tygodniowej wyniósł natomiast około 11%, przy medianie premii na poziomie 6%.

² Dla zmniejszenia wpływu czynników jednorazowych, jako kurs giełdowy sesji minus 120 przyjęto średnią arytmetyczną z kursów zamknięcia dla sesji: –121, –120 oraz –119.

³ Analogicznie do ustalenia odniesienia dla premii miesięcznej przyjęto średnią arytmetyczną dla sesji nr –21, –20 oraz –19.



Rysunek 3. Przeciętny poziom premii za kontrolę w badanej próbie

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych www.bossa.pl oraz www.stooq.pl.

Tabela 1

Wybrane miary statystyczne charakteryzujące poziom oferowanej premii za kontrolę (%)

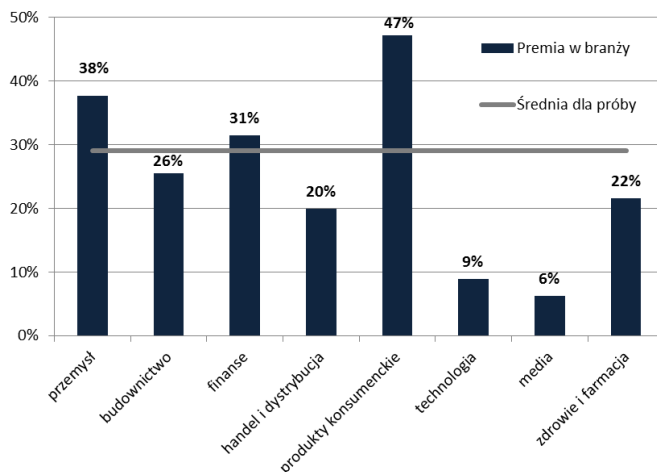
Miara	Premia półroczna	Premia miesięczna	Premia tygodniowa
Średnia	29,1	19,5	10,9
Odchylenie standardowe	32,8	28,8	20,4
Mediana	25,1	13,5	6,1
Odchylenie ćwiartkowe	22,3	10,4	11,6
Maksimum	135,4	178,8	80,2
Minimum	-42,1	-22,1	-33,1

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych www.bossa.pl oraz www.stooq.pl.

W dalszej części wyniki przeprowadzonego badania dotyczyć będą wyłącznie średniej premii półrocznej. Poziom wyceny giełdowej na pół roku przed ogłoszeniem wezwania potraktowano jako tzw. *unaffected price*, czyli cenę, która nie uwzględnia wpływu wycieku informacji na temat planowanej transakcji przejęcia. Z kolei im bliżej ogłoszenia wezwania, tym wzrasta prawdopodobieństwo, że niektórzy inwestorzy (zwłaszcza instytucjonalni) mogą mieć dostęp do informacji o spodziewanej transakcji. Informacje o planowanym ogłoszeniu wezwania i spekulacje na temat poziomu oferowanej ceny mogą w istotny sposób wpłynąć na wzrost kursu akcji danej spółki, co jednocześnie pozornie obniży poziom proponowanej przez inwestora premii miesięcznej czy tygodniowej.

Znając przeciętny poziom oferowanej premii za kontrolę można zbadać, czy wielkość ta jest istotnie zróżnicowana dla spółek działających w różnych branżach. Do analizy wybrane zostały tylko te branże, dla których w badanej próbie znalazły się co najmniej 3 wezwania.

Na rysunku 4 przedstawiono wyniki analizy, przy czym linią oznaczono średnią premię półroczną dla całej próby.



Rysunek 4. Premia za kontrolę oferowana za spółki z poszczególnych branż

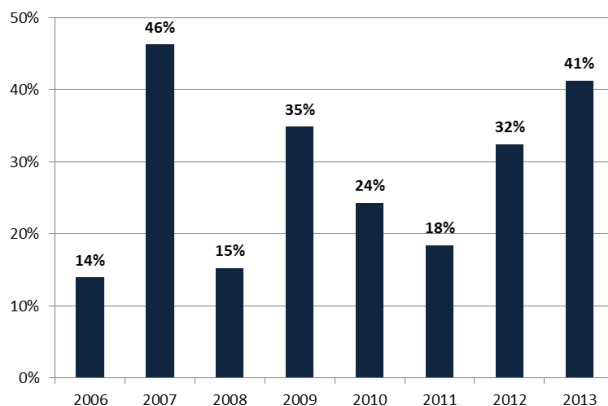
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych www.bossa.pl oraz www.stooq.pl.

Uzyskane wyniki wskazują, że najwyższe premie akwizycyjne inwestorzy byli skłonni zaferować (w przypadku spółek notowanych na GPW) akcjonariuszom podmiotów działających w branży produktów konsumenckich (ponad 40%), przemysłowej oraz finansowej. Z kolei najniższe premie, średnio nieprzekraczające 10%, oferowane były w branży technologicznej oraz medialnej.

Biorąc pod uwagę kraj pochodzenia inwestora ogłaszającego wezwanie, w badanej próbie wyższa premia charakteryzuje inwestorów zagranicznych, którzy byli skłonni oferować cenę nabycia przeciętnie wyższą o 3 p.p. względem inwestorów krajowych. Inwestorzy ci, poza próbą przejęcia polskiej spółki, często chcą także wejść na nowy dla siebie rynek i nabyć wiedzę o nim, co może wpływać na nieznacznie wyższe premie. Polscy inwestorzy oferowali, średnio rzecz biorąc, premię w stosunku do wyceny giełdowej na pół roku przed ogłoszeniem wezwania na poziomie ponad 27%.

Wezwanie może być ogłoszone zarówno przez dotychczasowego akcjonariusza danej spółki, który chce zwiększyć swoje zaangażowanie i kontrolę nad nią, jak też przez nowego inwestora. Inwestorzy już obecni w spółce posiadają z reguły większą wiedzę na temat przedmiotu inwestycji oraz możliwości rozwoju, stąd jeśli decydują się oni na nabycie kolejnego pakietu akcji, są oni skłonni przeciętnie oferować nieco więcej, aniżeli inwestorzy zewnętrzni. W badanej próbie różnica ta wyniosła około 3 p.p., a średnia premia półroczna oferowana przez dotychczasowych akcjonariuszy ukształtowała się na poziomie około 30%.

Znaczne wahania w zakresie przeciętnej premii półrocznej występują w poszczególnych latach analizy. Najwyższa premia oferowana była w 2007 roku i wynosiła ona średnio aż 46%. Należy jednak zwrócić uwagę na stosunkowo niską ilość wezwań ogłoszonych w 2007 roku. Wyższe od średniej przeciętne premie oferowane były także w latach 2009 oraz 2012–2013. Z kolei w latach 2006, 2008 i 2011 przeciętna premia półroczna nie przekroczyła poziomu 20%.



Rysunek 5. Przeciętna wysokość premii za kontrolę w poszczególnych latach okresu 2006–2013

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych www.bossa.pl oraz www.stooq.pl.

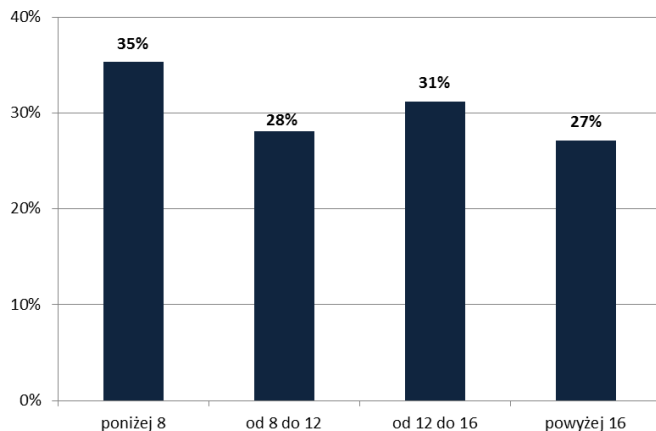
Analizie poddano także przeciętny poziom premii akwizycyjnej w odniesieniu do wyceny giełdowej danych instrumentów na tle rynku czy branży określonej za pomocą wybranych wskaźników *equity value*. Do najczęściej stosowanych wskaźników tego typu należą:

- P/E (cena/zysk),
- P/BV (cena/wartość księgową).

Przeprowadzona analiza wskazuje na istnienie słabej odwrotnej zależności pomiędzy wysokością oferowanej premii za kontrolę a poziomem wyceny wskaźnikowej wyrażonej relacją P/E dla spółki będącej obiektem wezwania. Badana próba została podzielona na 4 podgrupy, przy czym kryterium był poziom wskaźnika P/E spółki na pół roku przed ogłoszeniem wezwania. Zgodnie z powyższym, spółki podzielono na te, których wskaźnik P/E kształtował się poniżej 8, pomiędzy 8 a 12, pomiędzy 12 a 16 oraz powyżej 16. Liczba spółek, dla których pozyskano niezbędne dane to 23. Uzyskane wyniki przeciętnej premii przedstawiono na rysunku 6.

Najwyższą przeciętną premię uzyskano dla spółek o wartości P/E poniżej 8, która wyniosła 35%, z kolei premia dla spółek o P/E powyżej 16 była najniższa i wynosiła około 27%. Na podstawie powyższego można stwierdzić, że w przypadku niskich wycen opartych na wskaźniku P/E, mogących sygnalizować pewne niedoszacowanie wartości spółki,

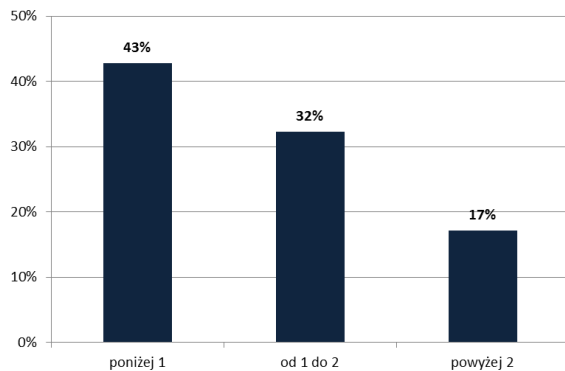
inwestorzy są skłonni zaoferować premię zdecydowanie wyższą w oczekiwaniu na wzrost wartości spółki w długim okresie.



Rysunek 6. Przeciętna wysokości premii za kontrolę a poziom wskaźnika P/E

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych www.bossa.pl oraz www.stooq.pl.

Analogicznie przeprowadzono analizę zależności między poziomem wskaźnika P/BV dla spółki a oferowaną premią przez inwestora zmierzającego do nabycia jej akcji poprzez ogłoszenie wezwania. Na rysunku 7 zaprezentowano uzyskane rezultaty w zakresie przeciętnej premii.



Rysunek 7. Przeciętna wysokości premii za kontrolę a poziom wskaźnika P/BV

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych www.bossa.pl oraz www.stooq.pl.

Dla spółek, których wycena rynkowa kształtowała się poniżej wartości księgowej jej kapitału własnego przeciętna premia oferowana przez inwestorów wyniosła niemal 43%.

Gdy wycena rynkowa była powyżej wartości kapitału własnego, ale nie przekraczała jego dwukrotności, inwestorzy proponowali cenę wyższą o około 32%. Przy poziomie P/BV powyżej 2 przeciętna premia w badanej próbie wyniosła natomiast 17%. W przypadku wskaźnika określającego rynkową wartość majątku netto spółki, wyraźnie widoczna jest więc zależność odwrotna pomiędzy poziomem wskaźnika a wysokością oferowanej premii akwizycyjnej.

Na wysokość oferowanej premii za kontrolę mają wpływ także inne czynniki nie uwzględnione w przeprowadzonej analizie, spośród których wymienić można aktualną sytuację oraz perspektywy rynku fuzji i przejęć, czyli liczbę podmiotów do przejęcia oraz ich rynkowe wyceny, warunki pozyskania finansowania zewnętrznego, a także liczbę potencjalnych inwestorów zainteresowanych oraz zdolnych do przeprowadzenia takiej transakcji. W większości przypadków na poziom oferowanej premii wpływ mają także indywidualne czynniki odzwierciedlające charakter konkretnej transakcji. Na przeszacowanie oferowanej premii może z kolei wpływać koncentrowanie się menedżerów na budowaniu „imperium” oraz prowadzenie negocjacji, których efektem jest zawarcie transakcji za wszelką cenę (Lewandowski, Stryśnik 2000).

Korzyści płynące z posiadania kontroli korporacyjnej nad spółką to często potencjalne efekty synergii przychodowych, kosztowych czy finansowych, które mogą zostać osiągnięte poprzez integrację przejętego podmiotu z własnym przedsiębiorstwem. Skala oczekiwanych korzyści może determinować warunki cenowe poszczególnych transakcji fuzji i przejęć. Realizacja synergii uwarunkowana jest uprzednim przejęciem kontroli nad danym podmiotem gospodarczym. Przejęcie kontroli ma jednak sens wyłącznie wtedy, gdy zidentyfikowana wartość planowanej synergii jest co najmniej równa oferowanej premii (Panfil, Szablewski 2011).

Uwagi końcowe

Przeprowadzona na podstawie 56 publicznych wezwań do sprzedaży akcji ogłoszonych w okresie 2006–2013 analiza potwierdza występowanie tzw. premii za kontrolę w przypadku nabywania znaczących pakietów akcji spółek. Inwestorzy, którzy zamierzali przejąć lub powiększyć kontrolę nad spółką, oferowali w dominującej liczbie przypadków cenę istotnie wyższą, aniżeli giełdowy kurs danych walorów. W 84% przypadków zaobserwowano dodatnią premię półroczną i miesięczną, dla premii tygodniowej odsetek ten wyniósł 75%.

Przeciętny poziom oferowanej premii półrocznej w badanej próbie ukształtował się na poziomie 29%, przy medianie również około 25%. Średni poziom proponowanej akcjonariuszom premii względem kursu na miesiąc przed ogłoszeniem wezwania wyniósł niespełna 20%, a premia tygodniowa wynosiła przeciętnie około 11%. Analizując branże, w których oferowana premia półroczna była najwyższa, należy przede wszystkim wskazać produkty konsumenckie, a także przemysł oraz finanse. Z kolei najniższe premie oferowane były w przypadku spółek technologicznych oraz mediów. Przedstawione wyniki mogą stanowić

punkt wyjścia przy ustalaniu poziomu oferowanej premii, jednak jej wysokość powinna być każdorazowo dostosowana do konkretnej transakcji, uwzględniając sytuację danej spółki oraz warunki makroekonomiczne.

Literatura

- Dyrektywa 2004/25/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie ofert przejęcia.
- Lewandowski M., Stryśnik J. (2000), *Premia za kontrolę – ile należy zapłacić*, „Rynek Kapitałowy”, nr 2.
- Panfil M., Szablewski A. (2011), *Wycena przedsiębiorstwa. Od teorii do praktyki*, Wydawnictwo Poltext, Warszawa.
- Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych (2014), sii.org.pl.
- Szymański M., Nogalski B. (2011), *Obrona przed wrogim przejęciem*, Oficyna, Warszawa.
- Tamowicz P., Dzierżanowski M. (2002), *Własność i kontrola polskich korporacji. Ewolucja struktur własnościowo-kontrolnych*, Instytut Badań nad Gospodarką Rynkową, Gdańsk.
- Ustawa z dnia 29 lipca 2005 roku o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych DzU 2005, nr 184, poz. 1539.

PREMIUM FOR CONTROL OFFERED IN PUBLIC CALLS FOR THE SALE OF SHARES OF COMPANIES LISTED ON WARSAW STOCK EXCHANGE ANNOUNCED IN THE PERIOD 2006–2013

Abstract: This paper reviews issues related to premium for control in the context of mergers and acquisitions. In the first part of the article definition of corporate control and its benefits have been quoted. In addition, the essence of the acquisition of control of the majority shareholding in the valuation of shares of public companies have been indicated to increase chances of successful implementation of mergers and acquisitions. The second part of the article presents the results of research on the average level of control premium paid in mergers and acquisitions on the Polish capital market. The study included 56 public calls for the sale of shares of companies listed on the Warsaw Stock Exchange announced in the period 2006–2013. Data analysis confirms the existence of acquisition premium for the acquisition of major holdings. The results illustrate the amount of the premium in relation to the rate for half a year, month and week before the announcement of the tender offer. Also, the average premiums for individual industries have been included, and, depending on the nature of the investor or the level of valuation, the company covered for call on shares.

Keywords: acquisition premium, mergers, acquisitions, business valuation

Cytowanie

- Bem J., Bącal G. (2014), *Premia za kontrolę oferowana w publicznych wezwaniach do sprzedaży akcji w latach 2006–2013 dla spółek notowanych na GPW w Warszawie*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego nr 804, „Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia” nr 67, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Szczecin, s. 267–278; www.wneiz.pl/frfu.