

Dlaczego spółki opuszczają warszawski parkiet?

Delistingi jako źródło informacji na temat rynku kapitałowego

Evergreens

Amelia Babiarz

Maciej Bednarski

Filip Jarota

Phillip Machulec

Jakub Topolski

Paweł Urzenitzok

Executive Summary

Delistingi to często niedoceniane, lecz cenne źródło informacji o rynku kapitałowym. Zejście spółki z giełdy jest kompleksowym zjawiskiem, ponieważ wpływa nie tylko na strukturę właścicielską, lecz także na sytuację innych interesariuszy. Niniejszy raport koncentruje się na implikacjach dla inwestorów oraz kontekście giełdowym. Opracowanie dotyczy Głównego Rynku Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie.

W latach 2015-2024 z Głównego Rynku GPW zniknęło 187 spółek przy 129 IPO (saldo -58). Większość delistingów wynikało z decyzji emitenta. U źródeł obserwowanego trendu leżą czynniki strukturalne: demontaż OFE i ubytek długoterminowego popytu, okres taniego długu w latach 2015-2020, rosnące koszty i ryzyka regulacyjne, a także niski udział akcji w wolnym obrocie (free float).

Warunki wyjścia akcjonariuszy mniejszościowych determinują premie w wezwaniach, których wysokość różni się w zależności od profilu kupującego. Inwestorzy strategiczni płacą więcej ze względu na możliwe synergie, fundusze private equity dążą do dyscypliny cenowej, natomiast właściciele/insiderzy oferują relatywnie niskie premie, co uwypukla asymetrię informacji na rynku.

W raporcie przedstawione zostały trzy studia przypadków delistingów, które ilustrują odmienną logikę take-private: Synthos S.A. (zwiększenie kontroli przez właściciela), TIM S.A. (wejście globalnego inwestora strategicznego - Grupy Würth), Comarch S.A. (public-to-private z inwestorem private equity - CVC Capital Partners).

Delisting nie jest oznaką słabości spółki czy rynku. Częściej odzwierciedla bilans korzyści i kosztów związanych z obecnością na giełdzie. Główne wyzwania dla warszawskiego parkietu dotyczą dziś salda wejść i wyjść oraz kosztu kapitału. Ostatnie sukcesy GPW pokazują, że istnieje przestrzeń do zmian. Kluczowe czynniki, od których zależeć będzie przyszłość rynku, to: odbudowa krajowego kapitału długoterminowego, krótsza i bardziej przewidywalna ścieżka IPO oraz stała podaż wiarygodnych emitentów z „sektorów przyszłości” (takich jak obronność, technologie czy infrastruktura). Połączenie tych elementów zwiększy zdolność GPW do przyciągania jakościowych emitentów i kapitału długoterminowego, wzmacniając fundamenty rynku na kolejne lata.

Spis treści

Wprowadzenie.....	4
Sytuacja na polskim rynku w latach 2015-2024	5
Przejęcie przez większościowego udziałowca i delisting Synthos S.A.	10
Przejęcie przez inwestora strategicznego i delisting TIM S.A.....	12
Przejęcie przez fundusz private equity i delisting Comarch S.A.	14
Perspektywy na przyszłość.....	17
Podziękowania	21
Źródła	22

Wprowadzenie

W debacie o stanie rynku kapitałowego często wymieniane są spektakularne debiuty giełdowe. Bez wątpienia przyciągają one uwagę mediów i inwestorów instytucjonalnych, jak i detalicznych, a co za tym idzie, są szeroko komentowane. Proces odwrotny, czyli wykluczenie z obrotu giełdowego, nie cieszy się jednak ani tak dużą popularnością wśród obserwatorów, ani dobrą sławą. Tymczasem to właśnie przypadki delistingu mogą być źródłem informacji na temat rynku kapitałowego, jego słabości, ale i mocnych stron.

Wzrost liczby delistingów spółek w Polsce rodzi wiele pytań. Dlaczego niektóre podmioty rezygnują z bycia notowanym na GPW? Czy warszawska giełda wypełnia funkcję platformy do długoterminowego rozwoju spółek, czy staje się dla nich jedynie przystankiem? Czy wyjścia świadczą o słabości polskiego rynku? I najważniejsze: co ta sytuacja oznacza dla inwestorów?

Niniejszy raport ma na celu pokazanie drugiego bieguna rynku, jakim są wyjścia spółek z giełdy. Przedstawione zostaną dane statystyczne oraz studia przypadków w celu lepszego zrozumienia przesłanek stojących za wyjściem z giełdy, jak i konsekwencji z punktu widzenia różnych interesariuszy. Istotnym elementem opracowania są także wypowiedzi ekspertów posiadających wieloletnie doświadczenie w obszarze rynku kapitałowego. Naszym celem jest nie tylko wskazanie ważnych trendów na rynku kapitałowym, lecz także zainspirowanie do dalszej refleksji i dyskusji. Z tego powodu w raporcie przedstawione zostały również perspektywy na przyszłość.

W naszych analizach omawiamy sytuację na Głównym Rynku GPW. Należy zaznaczyć, że Główny Rynek i NewConnect znacznie się różnią, a połączenie danych z obu rynków mogłoby przyczynić się do zniekształcenia wyników. Spółki notowane na Głównym Rynku mają większe znaczenie dla gospodarki, przez co ich delisting wywiera większy wpływ na rynek kapitałowy. Ponadto wiele delistingów z NewConnect wynika z przeniesienia podmiotu na rynek regulowany lub z „selekcji naturalnej”, podczas gdy w przypadku Głównego Rynku takie działania mają niekiedy charakter strategiczny.

Chociaż delisting często bywa postrzegany jako oznaka słabości rynku, w praktyce może być elementem świadomej strategii inwestorów, którzy wolą działać z dala od blasku reflektorów. Wyjścia z giełdy rodzą wiele różnych emocji i stanowią przedmiot licznych dyskusji. Należy pamiętać jednak o tym, że są one naturalnym procesem, który występuje nie tylko na warszawskim parkiecie, lecz również na zagranicznych rynkach. Sytuacja ta dotyczy zarówno rozwiniętych rynków i giełd o dużej kapitalizacji, jak i tych mniejszych, o niewielkim znaczeniu międzynarodowym. Prawdziwym wyzwaniem może być zatem niewystarczająca liczba debiutów w stosunku do wyjść z giełdy. Mówiąc o rynkach regulowanych, w 2024

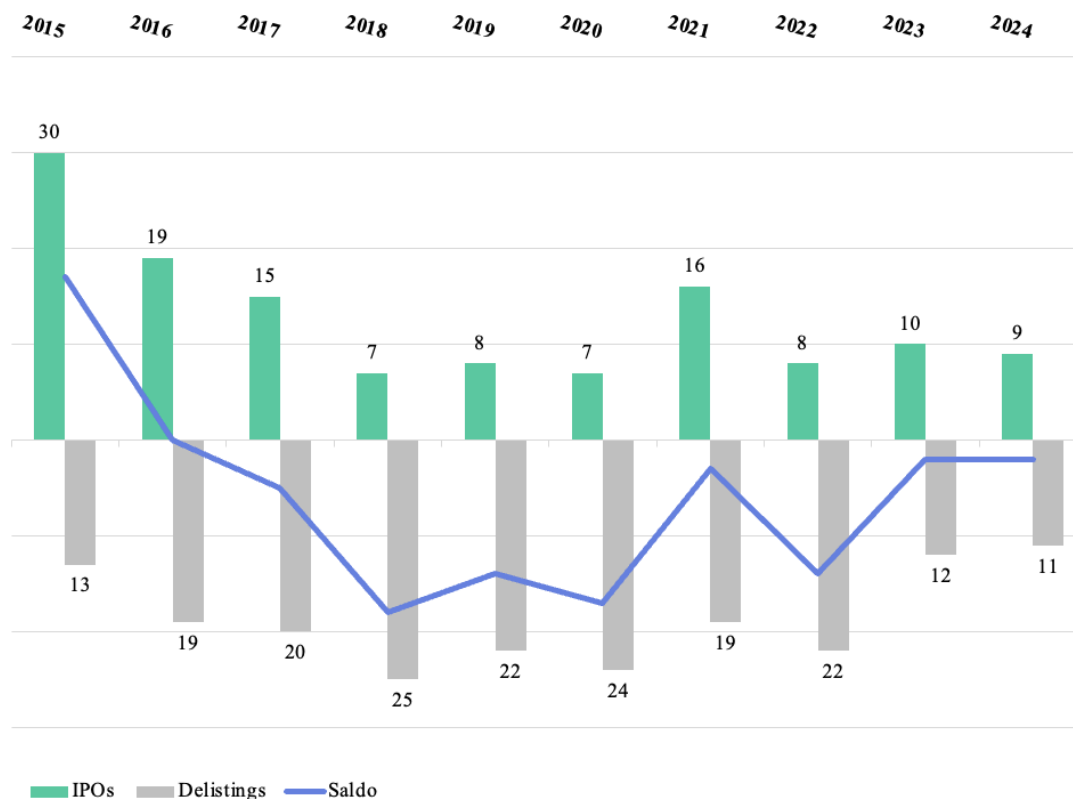
r. na europejskich giełdach przeprowadzono łącznie 92 IPO, a rok wcześniej nieco mniej, bo 86 IPO. Z kolei liczba notowanych na nich spółek spadła z 6976 (koniec 2023 r.) do 6738 (koniec 2024 r.).

Warto dodać, że samo zjawisko delistingu może być postrzegane przez interesariuszy na różny sposób. Z perspektywy indywidualnego inwestora detalicznego może mieć ono negatywny charakter. Dla wielu graczy jest to zjawisko neutralne, a czasami nawet pozytywne. Andrzej Bieniek, dyrektor inwestycyjny w Esaliens TFI, w rozmowie z nami mówi o perspektywie inwestora instytucjonalnego: *„Z punktu widzenia TFI delistingi to pozytywne zjawisko. W sytuacji, w której pieniądze odpływają z TFI, delistingi są dobrą opcją wyjścia z dużego pakietu, zazwyczaj po dobrej cenie”*.

Sytuacja na polskim rynku w latach 2015-2024

W ostatnich latach na Głównym Rynku GPW miało miejsce niewiele spektakularnych debiutów. Jednocześnie wiele spółek zniknęło z warszawskiego parkietu, przez co usłyszeć można było głosy mówiące o wystąpieniu wręcz fali delistingów. Poniżej zaprezentowano liczbę IPO i delistingów na Głównym Rynku w ostatnich latach.

Wykres 1. Liczba IPO i delistingów na Głównym Rynku GPW w latach 2015-2024

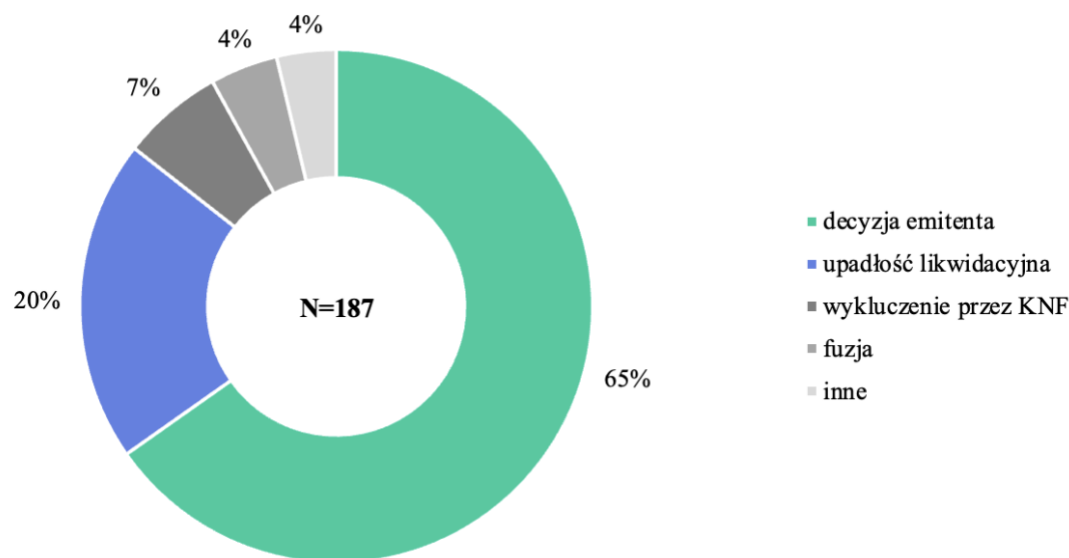


Źródło: opracowanie własne na podstawie Roczników Giełdowych GPW.

W latach 2015-2024 Główny Rynek GPW opuściło aż 187 spółek. W tym samym czasie doczekaliśmy się 129 debiutów. Sytuacja zaczęła pogarszać się po 2015 roku. W 2016 roku liczba debiutów zrównała się z liczbą delistingów, jednak w każdym kolejnym roku delisting był częstszym zjawiskiem niż IPO.

W praktyce występuje wiele powodów, dla których spółki opuszczają rynek publiczny. Instrumenty finansowe mogą być wykluczone z obrotu na przykład na skutek upadłości czy rozpoczęcia procesu likwidacji emitenta, jak również z uwagi na to, że narusza on zasady obowiązujące na giełdzie lub podejmuje się zakazanej działalności. Czasami wykluczenia wymaga interes uczestników obrotu. Te powody nie będą jednak przedmiotem analizy w tym raporcie, jako że nie świadczą one o warunkach panujących na rynku kapitałowym. Opuszczenie giełdy przez emitenta może wynikać także z przyjętej przez niego strategii. Na wykresie poniżej przedstawiono powody wykluczenia spółek z obrotu na Głównym Rynku w ostatnich latach.

Wykres 2. Powody delistingów z Głównego Rynku GPW w latach 2015-2024



Źródło: opracowanie własne na podstawie Roczników Giełdowych GPW.

Jak widać, najczęstszą przyczyną wykluczenia z obrotu jest zatem decyzja samego emitenta. Odpowiadała ona za 122 ze 187 przypadków delistingu. W dalszej części spróbujemy odpowiedzieć na pytanie, jakie czynniki mają kluczowy wpływ na taki wybór ze strony emitenta w przypadku warszawskiego parkietu.

Dr Kamil Gemra jest doktorem nauk ekonomicznych w dziedzinie finansów oraz adiunktem w Kolegium Nauk o Przedsiębiorstwie Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie, a także członkiem rad nadzorczych.

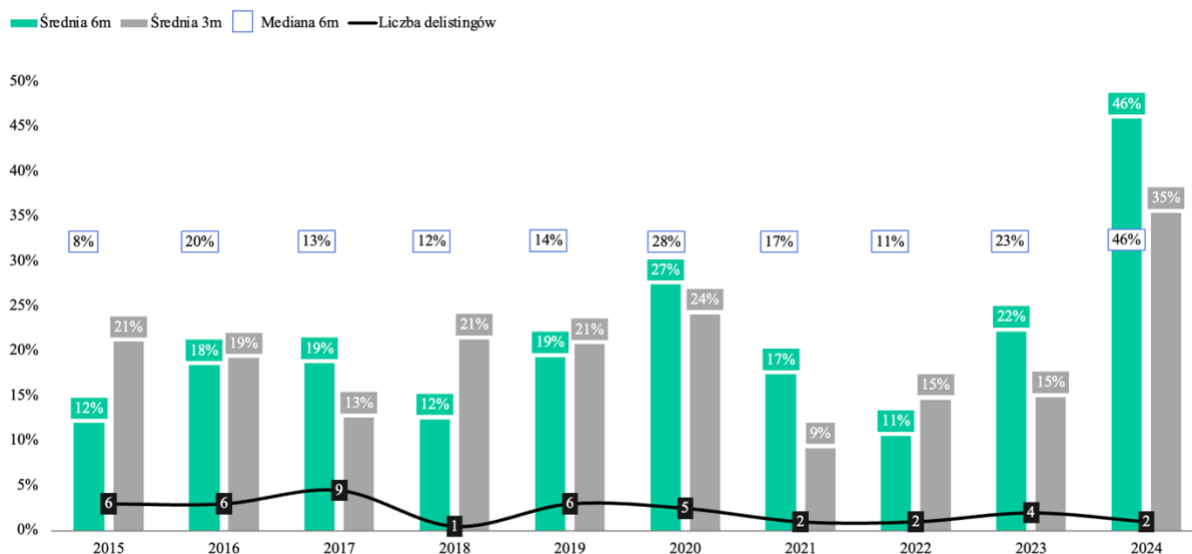
Posiada ponad 15 lat doświadczenia w obszarze rynku kapitałowego i uczestniczył w wielu procesach po stronie emitentów. Zapytany o przyczyny wystąpienia fali delistingów wskazuje trzy kluczowe czynniki: *„Po pierwsze — demontaż OFE, który zdjął z rynku naturalnego kupującego akcji. Po drugie — długotrwale środowisko niskich stóp procentowych w latach 2015-2020, dające łatwy dostęp do długu bez zmiany struktury właścicielskiej. Po trzecie — MAR i zaostrzenie obowiązków oraz sankcji, co zwiększyło koszt i ryzyko bycia spółką publiczną. W efekcie wiele podmiotów stwierdzało wprost: nie mamy potrzeb kapitałowych w equity, a koszty rosną”*. Z perspektywy mikroekonomicznej dr Gemra dodaje: *„Mały free float to prosta arytmetyka popytu - przypadek Brand24 to pokazał”*. Ograniczona liczba akcji w wolnym obrocie (free float) oraz rozproszona struktura akcjonariatu („długi ogon” inwestorów indywidualnych) zwiększają trudności przy przeprowadzaniu wezwań i wpływają na wysokość oferowanych premii. Struktura akcjonariatu oznacza sposób rozłożenia pakietów akcji pomiędzy inwestorów, a tzw. długi ogon, czyli duża liczba akcjonariuszy posiadających niewielkie pakiety, sprawia, że skupienie akcji wymaga więcej czasu, negocjacji i zazwyczaj wyższej ceny, co stanowi dodatkowe wyzwanie dla przejmującego podmiotu. Brand24 to spółka zajmująca się monitoringiem Internetu i mediów społecznościowych, która kilka lat po debiucie na GPW zdecydowała się na delisting. Większość akcji pozostawała w rękach założycieli i inwestorów instytucjonalnych, lecz Brand24 posiadał też wielu mniejszych akcjonariuszy. Z tego powodu podczas wezwania spółka musiała zmierzyć się w negocjacjach z drobnymi inwestorami, którzy oczekiwali wyższej ceny niż ta oferowana w wezwaniu. Ostatecznie konieczność skonsolidowania akcjonariatu wymusiła podwyższanie ceny w kolejnych wezwaniach.

Wymienione wyżej powody mogły również w znacznym stopniu przyczynić się do niewielkiej liczby debiutów na Głównym Rynku w ostatnich latach. Nie są to jednak jedyne przyczyny takiego stanu rzeczy. Igor Szuban, Dyrektor w zespole Investment Banking w Trigon, posiadający wiele lat doświadczenia w bankowości inwestycyjnej i finansach korporacyjnych, zwraca uwagę na poniższą kwestię: *„Niska liczba IPO w Polsce nie wynika z cyklu gospodarczego, lecz z niedoboru krajowego kapitału. OFE i TFI mają realnie stałą, a często malejącą pulę środków, w związku z odpływami, pieniądze nie są dokładane, bardziej przesuwane. W takim świecie nowe oferty konkurują ze spółkami w portfelach i innymi spółkami już listowanymi, a to z definicji stanowi presję na wyceny IPO”*.

Ważnym aspektem dyskusji o delistingach są także warunki, na jakich akcjonariusze mniejszościowi opuszczają spółkę. Kluczową rolę odgrywa tu wysokość premii oferowanej w wezwaniach, która w praktyce stanowi swego rodzaju rekompensatę za utratę możliwości dalszego uczestniczenia w rozwoju spółki. Z perspektywy inwestorów instytucjonalnych i detalicznych istotne jest nie tylko to, czy wezwanie miało miejsce, lecz przede wszystkim czy proponowana cena jest atrakcyjna na tle notowań giełdowych z poprzednich miesięcy i uwzględnia potencjał przyszłego wzrostu wartości.

Prezentowany poniżej wykres 3. pokazuje średnie i mediany premii ponad 3- i 6-miesięczny VWAP (ceny akcji ważonej wolumenem) płaconych inwestorom w latach 2015-2024. Analiza danych pozwala uchwycić zarówno zmienność wysokości premii w czasie, jak i zróżnicowanie liczby przypadków delistingów w poszczególnych latach. Na szczególną uwagę zasługują lata, w których przy relatywnie niewielkiej liczbie transakcji premie były znacząco wyższe.

Wykres 3. Średnie i mediany premii ponad 6m i 3m VWAP płaconych przez wszystkie grupy inwestorów w latach 2015-2024 w %



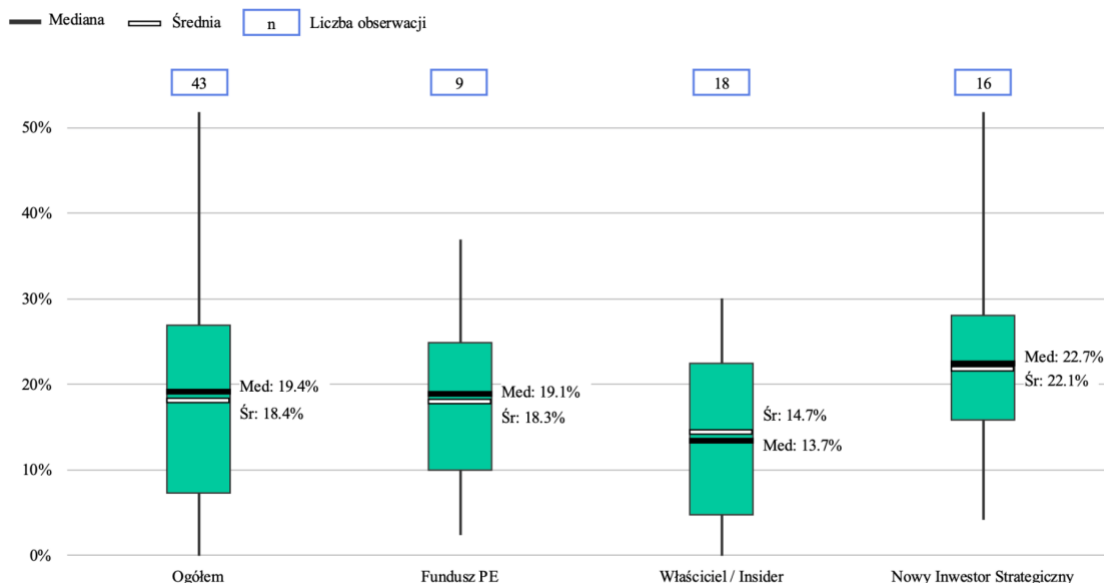
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych DM BOŚ S.A.

Warto zauważyć, że poziom premii zależy od wielu czynników i różni się w zależności od rodzaju inwestora. Andrzej Bieniek (Esaliens TFI) tłumaczy te zależności w następujący sposób: „*Wysokość premii w wezwaniu zależy od struktury akcjonariatu i od typu kupującego. Inwestor strategiczny jest w stanie zapłacić więcej, ponieważ patrzy na synergie, które mógłby osiągnąć z danym biznesem. Właściciel chcący ściągnąć spółkę z giełdy chce kupić ją jak najtaniej, więc jest skłonny prowadzić negatywną komunikację na temat spółki*”.

Zatem inwestorzy strategiczni (tzw. strategowie) często są w stanie zapłacić wyższą premię, gdyż postrzegają przejęcie jako element długofalowej strategii biznesowej. Z kolei fundusze private equity zazwyczaj podchodzą do wyceny bardziej transakcyjnie, starając się ograniczyć wysokość oferowanej premii, ponieważ cena zakupu przedsiębiorstwa istotnie przyczynia się do ich potencjalnych zysków w stosunkowo krótkim horyzoncie czasowym. Inaczej wygląda sytuacja w przypadku podmiotów związanych już wcześniej ze spółką (tzw. insiderów) lub większościowych akcjonariuszy, którzy posiadają

lepszy dostęp do informacji o spółce niż inwestorzy polegający tylko na komunikatach publicznych spółki. W takich przypadkach premie bywają niższe, co rodzi pytania o równowagę informacyjną na rynku. Na wykresach poniżej przedstawiono dane dotyczące płaconych premii w latach 2015-2024 w podziale na typ inwestora (fundusz PE, właściciel/insider, nowy inwestor strategiczny).

Wykres 4. Premia ponad 6m VWAP w podziale na typ inwestora w latach 2015-2024 w %

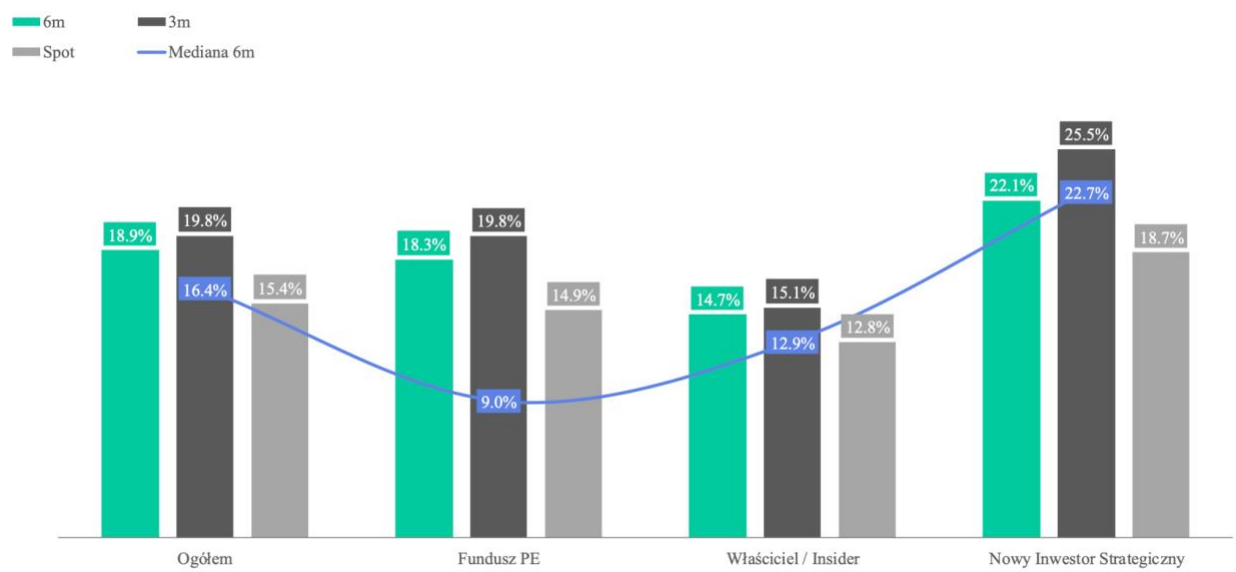


Źródło: opracowanie własne na podstawie danych DM BOŚ S.A.

Jak pokazuje Wykres 4., najwyższe premie oferują nowi inwestorzy strategiczni - mediana 22,7% i średnia 22,1%. Fundusze private equity plasują się niżej (mediana 19,1%, średnia 18,3%), a najniższe premie płać insiderzy/właściciele (mediana 13,7%, średnia 14,7%).

Warto zauważyć, że różnice te nie wynikają wyłącznie z indywidualnych decyzji inwestorów, ale odzwierciedlają ich fundamentalnie odmienne motywacje. Strategowie, dzięki potencjalnym synergiiom, są w stanie zapłacić więcej, ponieważ patrząc na obiekt przejęcia, biorą pod uwagę długi horyzont czasowy. Fundusze PE, zorientowane na szybki zwrot z inwestycji i koncentrujące się na poszukiwaniu niedowartościowanych, perspektywicznych spółek, nie mogą pozwolić sobie na ustalenie zbyt wysokiej ceny wejścia. Insiderzy natomiast, korzystając z uprzywilejowanego dostępu do informacji i istniejącej kontroli nad spółką, często traktują wezwania oportunistycznie, minimalizując koszty delistingu. W efekcie inwestorzy mniejszościowi w największym stopniu zyskują w sytuacjach, gdy nabywcą jest nowy inwestor strategiczny, a w najmniejszym, gdy inicjatorem jest większościowy akcjonariusz.

Wykres 5. Średnie i mediany premii 6m/3m/Spot w podziale na typ inwestora w latach 2015-2024 w %



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych DM BOŚ S.A.

Wykres 5. potwierdza te obserwacje - zarówno w ujęciu 6m, 3m, jak i względem kursu spot, strategowie konsekwentnie oferują najwyższe premie (ok. 19–25%), podczas gdy insiderzy utrzymują się na ostatnim miejscu w zestawieniu (ok. 13–15%). Dane te jednoznacznie wskazują, że typ inwestora inicjującego wezwanie jest kluczowym czynnikiem wpływającym na atrakcyjność oferty dla akcjonariuszy mniejszościowych.

W kolejnej części raportu omawiamy trzy ciekawe przypadki delistingów spółek z warszawskiej giełdy. Każdy z nich został zainicjowany przez inny typ inwestora, co pozwala przeanalizować w praktyce, jak różnice w podejściu i motywacjach poszczególnych grup przekładają się na wysokość oferowanych premii oraz ostateczne warunki transakcji.

Przejęcie przez większościowego udziałowca i delisting Synthos S.A.

W 2017 r. Synthos był paneuropejskim liderem w produkcji kauczuku syntetycznego i styropianu oraz jednym z kluczowych aktywów portfelowych FTF Galleon kontrolowanego przez Michała Sołowowa. Tuż przed transakcją Grupa raportowała przychody na poziomie 5,43 mld zł i EBITDA w wysokości 652 mln zł. FTF Galleon posiadał na tamten moment 62,46% udziałów w Synthos. Warto dodać, że Michał Sołowow już wcześniej wycofywał spółki z giełdy - w 2014 r. Barlinek, w 2016 r. Rovese, a w 2015 r. planował także wycofanie Echo Investment.

Proces przejęcia rozpoczął się 26 października 2017 r. od ogłoszenia wezwania na 100% akcji po cenie 4,78 zł. 13 grudnia cena została podniesiona do 4,93 zł (wzrost o 3,1%), co rynek uznał za ruch wystarczający do powodzenia wezwania. Po jego rozliczeniu i osiągnięciu progu 90% własności ogłoszono przymusowy wykup akcji po 4,93 zł. Akcje zostały wykluczone z obrotu z dniem 3 kwietnia 2018 r. Ostateczna wartość oferty sięgnęła prawie 2,45 mld zł.

Delisting był naturalnym następstwem domknięcia kontroli przez właściciela. Po zejściu z giełdy Synthos zyskał swobodę w realizacji dużych ruchów strategicznych, w tym przejęć i finansowania na rynkach międzynarodowych bez krótkoterminowej presji publikacyjnej. W 2021 r. Grupa sfinalizowała zakup fabryki Trinseo w Schkopau, co przyczyniło się do umocnienia jej pozycji na rynku kauczuków syntetycznych. Równolegle rozwijano projekt SMR w spółce OSGE z ORLEN, dla którego w sierpniu 2025 r. wskazano Włocławek jako pierwszą lokalizację reaktora BWRX-300. To potwierdza długoterminową agendę właścicielską stojącą za take-private.

Ciekawym aspektem tego procesu jest asymetria informacji. Emisja informacji poufnych podlega rozporządzeniu MAR, co oznacza, że emitent może opóźnić ujawnienie w uzasadnionych przypadkach, prowadząc listy insiderów i dokumentując przesłanki. Równocześnie spółka publikuje stanowisko zarządu do wezwania, aby ograniczyć nierównowagę informacyjną rynku. W przypadku Synthos te elementy były zachowane.

Analitycy zwracali uwagę, że w tamtym czasie Synthos słabo komunikował się z rynkiem. Spółka od dłuższego czasu prowadziła nietransparentną politykę informacyjną - nie organizowała konferencji wynikowych, zarząd nie spotykał się z analitykami, w raportach okresowych firma oszczędnie przekazywała informacje o swoim biznesie. Ta strategia komunikacyjna mogła nie być przypadkowa. Dostęp do informacji mógł być ograniczony z punktu widzenia inwestorów zewnętrznych.

Kolejnym ciekawym aspektem jest timing wezwania, które zostało ogłoszone 26 października 2017 r. Spółka opublikowała wyniki za III kwartał 15 listopada, przed startem zapisów 17 listopada. To pozwoliło wzywającemu na określenie ceny wezwania przy asymetrycznym dostępie do najświeższych danych finansowych. Analitycy mieli problem z jednoznaczną oceną, czy cena w wezwaniu (wynosząca 4,78 zł) jest atrakcyjna, mimo że w swoich rekomendacjach jeszcze niżej wyceniali walory producenta kauczuku. DM BDM wydał rekomendację SELL z ceną docelową 4,5 zł za papier, co wskazywało na ograniczoną wiedzę analityków o rzeczywistej kondycji spółki.

Jako główny akcjonariusz posiadający już ponad 62% akcji spółki, Michał Sołowow znajdował się w uprzywilejowanej pozycji informacyjnej z dostępem do bieżących raportów zarządu, wewnętrznych

prognoz finansowych, planów inwestycyjnych, strategicznych i szczegółowych analiz kondycji rynkowej. W wywiadzie ujawnił natomiast strategiczne informacje podczas ogłoszenia wezwania: „*Synthos potrzebuje dużych inwestycji w infrastrukturę, przede wszystkim energetyczną (...) Nie zamierzamy emitować akcji*”. Te szczegóły planów inwestycyjnych i strategii finansowania były kluczowe dla wyceny.

Na pięć dni przed końcem zapisów fundusz podniósł oferowaną cenę z 4,78 zł do 4,93 zł, co zwiększyło wartość transakcji o ok. 62 mln zł. Ta korekta cenowa może wskazywać na dostępność informacji, które nie były w pełni odzwierciedlone w pierwotnej wycenie rynkowej. Sołowow w wywiadzie dla Pulsu Biznesu potwierdził swoją decyzję delistingu, mając świadomość wysokości ceny za akcje. Zaznaczył przy tym, że wiele spółek opuszczało giełdę po długich okresach spadków, co sprawiało, że inwestorzy odzyskiwali jedynie część zainwestowanych środków.

Z punktu widzenia giełdy transakcja wpisywała się w trend take-private w spółkach o relatywnie niskim free floacie i ograniczonej płynności, gdzie zdaniem większościowego właściciela cena rynkowa nie odzwierciedla wartości fundamentalnej czy planów transformacyjnych. Dla akcjonariuszy mniejszościowych wezwanie i squeeze-out dały wyjście po cenie z premią względem kursu sprzed wezwania, a dla spółki - możliwość realizacji dłuższego planu inwestycyjnego już poza rynkiem publicznym.

Synthos wykorzystał delisting, aby realizować większe akwizycje i projekty energetyczne, które byłyby trudniejsze do przeprowadzenia na rynku publicznym o niskiej płynności. Należy zauważyć, że główny akcjonariusz z dostępem do informacji poufnych ma naturalną przewagę w określaniu wartości godziwej spółki, co czyni wezwania często niekonkurencyjnymi dla akcjonariuszy mniejszościowych. Przypadek Synthosu potwierdza tezę, że przy małych free floatach i ograniczonej płynności giełda bywa etapem pośrednim, a nie docelowym: właściciel przenosi spółkę z rynku publicznego do prywatnego i kreuje wartość, a potem wybiera najlepszą ścieżkę wyjścia.

Przejęcie przez inwestora strategicznego i delisting TIM S.A.

TIM S.A. to spółka o ugruntowanej pozycji na polskim rynku dystrybucji elektrotechniki, od lat wyróżniająca się unikatowym podejściem do sprzedaży internetowej. W 2023 roku spółka wygenerowała przychody netto na poziomie około 1,09 mld zł oraz zysk netto w wysokości około 55 mln zł. Był to jednak spadek względem rekordowych wyników z 2022 roku, co wskazywało na rosnącą konkurencję w branży oraz potrzebę zwiększenia skali działania i dalszej profesjonalizacji procesów. 22 sierpnia 2022 r. zarząd TIM S.A. podjął decyzję o rozpoczęciu przeglądu opcji strategicznych dotyczących przyszłości Grupy

Kapitałowej TIM, co oznacza, że spółka rozważała zmiany właścicielskie. Kupującym stała się jedna ze spółek Grupy Würth - FEGA & Schmitt Elektrogroßhandel GmbH.

Grupa Würth jest jednym z największych podmiotów hurtowych w Europie w obszarze materiałów elektrotechnicznych i narzędziowych. Jej model biznesowy opiera się na stopniowej konsolidacji rynków lokalnych poprzez akwizycje i integrowanie niezależnych podmiotów w ramach grupy. Dzięki temu koncern osiąga znaczące efekty synergii.

Proces przejęcia TIM rozpoczął się wiosną 2023 roku, gdy FEGA & Schmitt Elektrogroßhandel GmbH ogłosiło pierwsze wezwanie do sprzedaży akcji po cenie 50,69 zł. Procedura ta nie została jednak sfinalizowana, gdyż przed upływem terminu zapisu UOKiK nie wydał jeszcze decyzji w sprawie zgody na koncentrację. Jednocześnie komunikacja z Komisją Europejską, która początkowo prowadziła analizę transakcji pod kątem zgodności z prawem unijnym, spowodowała dodatkowe opóźnienia. Ostatecznie sprawa została przekazana do UOKiK jako organu właściwego do oceny wpływu koncentracji na polski rynek, co przedłużyło proces o kilka miesięcy. W następstwie we wrześniu 2023 roku Grupa Würth ogłosiła drugie wezwanie na akcje TIM, ponawiając ofertę na identycznych warunkach cenowych. Drugie wezwanie zakończyło się sukcesem - inwestor uzyskał 96,28% akcji spółki, co pozwoliło na przejęcie kontroli i uruchomienie procedury delistingu. Po przejęciu zdecydowano o zachowaniu dotychczasowej struktury organizacyjnej TIM. Spółka pozostała formalnie samodzielnym podmiotem, a zarząd oraz kluczowi menedżerowie kontynuowali swoje funkcje, co jest modelem integracji charakterystycznym dla Grupy Würth. Z perspektywy polskiego rynku transakcja istotnie zmienia układ sił w branży, jako że TIM został włączony w struktury międzynarodowego koncernu o ogromnych możliwościach finansowych i logistycznych.

Po osiągnięciu przez Grupę Würth kontrolnego pakietu akcji i skupieniu akcji od pozostałych inwestorów, dalsze notowanie spółki na rynku publicznym stało się zbędne. Ostatni dzień notowań przypadł na 4 czerwca 2024 r. Delisting TIM z warszawskiej giełdy był naturalnym następstwem pełnego przejęcia przez Grupę Würth. Wycofanie akcji z obrotu pozwoliło spółce skoncentrować się na realizacji długoterminowych celów strategicznych bez presji krótkoterminowych wyników finansowych i oczekiwań inwestorów giełdowych. Z perspektywy akcjonariuszy indywidualnych oznaczało to ograniczenie możliwości inwestycyjnych na GPW, ale jednocześnie transakcja stworzyła dla nich okazję do sprzedaży akcji po atrakcyjnej cenie w ramach wezwania.

Warto także podkreślić aspekt regulacyjny - utrzymywanie notowania polskiej spółki publicznej przez zagranicznego inwestora wiąże się z szeregiem obowiązków informacyjnych i sprawozdawczych, wynikających zarówno z prawa krajowego, jak i unijnego (m.in. MAR - Market Abuse Regulation, czy

regulacje dotyczące prospektów emisyjnych). W przypadku grupy o międzynarodowej strukturze, jak Würth, mogłoby to generować dodatkowe koszty administracyjne, konieczność dostosowania polityki raportowania i ujawniania informacji poufnych, a także potencjalne ryzyka związane z różnicami prawnymi. Delisting upraszcza więc funkcjonowanie podmiotu w ramach grupy kapitałowej i eliminuje konieczność bieżącego dostosowywania się do wymogów giełdy warszawskiej, pozwalając na pełniejszą integrację z międzynarodowymi standardami koncernu.

Przejęcie TIM przez Grupę Würth można uznać za modelowy przykład transakcji M&A na polskim rynku. Proces został przeprowadzony w sposób zgodny z regulacjami prawa krajowego i unijnego, a także z poszanowaniem interesów różnych grup interesariuszy. Kluczowe czynniki, które przesądziły o jego powodzeniu, to:

- ▶ **Staranna analiza regulacyjna** - uwzględnienie aspektów antymonopolowych i uzyskanie zgody UOKiK z warunkami minimalizującymi ryzyko nadmiernej koncentracji.
- ▶ **Strategiczne dopasowanie stron** - TIM jako lokalny lider i pionier e-commerce w elektrotechnice uzupełniał globalną skalę i zasoby Grupy Würth.
- ▶ **Utrzymanie ciągłości operacyjnej** - pozostawienie dotychczasowej kadry zarządzającej i zachowanie kultury organizacyjnej spółki.
- ▶ **Efekty synergii** - dostęp do globalnej sieci logistycznej i kapitałowej, co w dłuższym okresie wzmocni konkurencyjność TIM.
- ▶ **Delisting jako naturalna konsekwencja** - wycofanie akcji z GPW pozwala na bardziej elastyczne zarządzanie i koncentrację na długofalowej integracji.

Transakcja przejęcia TIM przez Grupę Würth była jednym z najważniejszych wydarzeń konsolidacyjnych w branży elektrotechnicznej w Polsce w ostatnich latach. Pokazuje, w jaki sposób globalni gracze „strategiczni” umacniają swoją obecność w regionie Europy Środkowo-Wschodniej, a jednocześnie stanowi istotny przykład praktycznego zastosowania mechanizmów regulacyjnych i procesów delistingu w polskim otoczeniu rynkowym.

Przejęcie przez fundusz private equity i delisting Comarch S.A.

Comarch S.A. to jedna z czołowych firm informatycznych w Polsce o ugruntowanej pozycji jako dostawca systemów IT dla przedsiębiorstw i instytucji. Spółka została założona w 1993 r. przez prof. Janusza Filipiaka i przez 25 lat obecności giełdowej osiągnęła globalną skalę działalności. W 2024 roku spółka wygenerowała skonsolidowane przychody na poziomie ok. 1,92 mld zł oraz zysk netto rzędu 57,6 mln zł. Z uwagi na to, że w 2023 roku zysk netto sięgnął 100,6 mln zł przy przychodach na poziomie 1,82 mld zł, możemy mówić

tutaj o malejącej rentowności spółki. Stabilizacja wyników przy rosnącej konkurencji wskazywała na potrzebę reorganizacji biznesu w celu poprawy marż oraz zwiększenia skali działania i ekspansji zagranicznej.

Pierwsze sygnały nadchodzących zmian pojawiły się po śmierci założyciela Comarchu, prof. Filipiaka, w grudniu 2023 r. Stery spółki przejęła wówczas jego córka, dr Anna Pruska, co zapewniło ciągłość zarządzania. W lipcu 2024 r. fundusz CVC we współpracy z rodziną Filipiaków ogłosił zamiar przejęcia Comarchu. Formalne wezwanie na akcje ruszyło 13 sierpnia i trwało do 21 października 2024 r. Przedmiotem oferty było ponad 5,26 mln akcji Comarchu, stanowiących łącznie 34,81% ogólnej liczby głosów, a proponowana cena wyniosła 315,40 zł za akcję. Akcje skupowała spółka celowa Chamonix Investments Poland kontrolowana przez CVC. Równolegle zadbano o wymagane zgody regulacyjne – we wrześniu 2024 r. Komisja Europejska zatwierdziła przejęcie Comarchu przez CVC w ramach procedury uproszczonej, uznając, że transakcja nie budzi obaw o ograniczenie konkurencji.

Najwięksi akcjonariusze Comarchu (rodzina Filipiaków) poparli ofertę funduszu - formalnie występowali oni jako współwzywający, jednak docelowo wszystkie skupowane akcje miały trafić pod kontrolę CVC, zaś Filipiakowie pozostali jedynie mniejszościowymi udziałowcami spółki przejmującej Comarch. Wezwanie zakończyło się sukcesem - wzywający wspólnie przekroczyli próg 95% ogólnej liczby głosów, co umożliwiło ogłoszenie przymusowego wykupu pozostałych akcji od reszty akcjonariuszy. W rezultacie CVC poprzez Chamonix Investments przejęło ok. 78,5% kapitału zakładowego Comarchu (stanowiącego cały free float), podczas gdy rodzina założyciela zachowała ok. 21,5%. Na mocy decyzji KNF z 7 marca 2025 r. akcje Comarch zostały wycofane z obrotu giełdowego z dniem 26 marca 2025 r.

Po przejęciu zdecydowano o zachowaniu dotychczasowej struktury organizacyjnej Comarchu. Spółka pozostała formalnie niezależnym podmiotem, a dotychczasowa kadra zarządzająca kontynuuje swoje funkcje. Taki model integracji, z udziałem rodziny założyciela jako mniejszościowych współników nowej struktury właścicielskiej, miał na celu utrzymanie lokalnej ekspertyzy i kultury organizacyjnej oraz uniknięcie destabilizacji działalności operacyjnej. Comarch wypracował przez lata własną kulturę korporacyjną, zorientowaną na innowacje i długofalowe relacje z klientami, co uznano za istotną wartość do zachowania po zmianie właściciela. W dłuższym okresie przewidywane są jednak znaczące zmiany strategiczne. Comarch zyskuje dostęp do globalnych zasobów finansowych i sieci kontaktów CVC, co ma umożliwić przyspieszenie ekspansji zagranicznej oraz realizację ambitnych projektów rozwojowych poza Polską. Jednocześnie nowy inwestor będzie dążył do podniesienia wartości spółki m.in. poprzez koncentrację na najbardziej rentownych obszarach działalności. Pojawiły się sygnały, że już po przejęciu rozważano sprzedaż niektórych segmentów biznesowych Comarchu, takich jak rozwiązania dla sektora

opieki zdrowotnej, administracji publicznej czy telekomunikacji, w celu skupienia się na kluczowych kompetencjach spółki. Rozważano również zbycie aktywów niezwiązanych z podstawową działalnością IT, np. klubu piłkarskiego Cracovia sponsorowanego przez Comarch, który przynosił spółce duże obciążenia finansowe. Takie działania restrukturyzacyjne mają posłużyć uwolnieniu efektów synergii i poprawie rentowności, zarazem wzmacniając pozycję konkurencyjną Comarchu na rynku i zwiększając długoterminowy zwrot z inwestycji dla właścicieli.

Transakcja istotnie zmienia układ sił w branży IT. Comarch, jako jeden z największych polskich dostawców rozwiązań informatycznych, został włączony w struktury międzynarodowego funduszu o ogromnych możliwościach finansowych. Można oczekiwać, że dzięki temu spółka będzie dysponować większymi środkami na konkurowanie i rozwój zarówno w kraju, jak i za granicą. Jednocześnie warszawska giełda traci po 25 latach obecności jedną ze swoich ikon technologicznych, gdyż Comarch, obecny na GPW od 1999 r., znika z parkietu jako spółka publiczna.

Dla inwestorów indywidualnych delisting oznacza wprawdzie ograniczenie możliwości inwestycyjnych na rynku publicznym, jednak transakcja dała im szansę sprzedaży akcji po atrakcyjnej cenie w ramach wezwania. Oferta CVC zawierała istotną premię względem kursu akcji sprzed ogłoszenia wezwania i przewyższała średnie wyceny z rekomendacji analityków. Dzięki temu większość akcjonariuszy mniejszościowych zdecydowała się zrealizować zyski, sprzedając papiery po wysokiej wycenie, choć krótko po ogłoszeniu planów przejęcia kurs rynkowy przejściowo wzrósł nawet powyżej ceny oferowanej w wezwaniu. Ostatecznie jednak skup akcji przez inwestora zakończył się powodzeniem.

Przejęcie i delisting Comarchu przez CVC stanowi modelowy przykład transakcji public-to-private, przejęcia spółki notowanej na giełdzie przez fundusz private equity. Jej powodzenie wynikało z kilku kluczowych czynników:

- ▶ **Dostępność informacji** - Spółki publiczne raportują swoje dane finansowe i operacyjne oraz są pokrywane w raportach analityków. Fundusz mógł skorzystać z dostępnych informacji, aby przeprowadzić ocenę i podjąć decyzję inwestycyjną.
- ▶ **Analiza regulacyjna** – Transakcja uzyskała wymagane zgody organów antymonopolowych (Komisja Europejska zatwierdziła przejęcie w procedurze uproszczonej).
- ▶ **Strategiczne dopasowanie stron** - Comarch jako lokalny lider z globalnymi ambicjami potrzebował silnego partnera do ekspansji zagranicznej i wsparcia kapitałowego. Dla CVC Comarch reprezentował atrakcyjne połączenie stabilnego biznesu i potencjału do kreowania wartości poza giełdą.

- ▮ **Ciągłość operacyjna** - Pozostawienie dotychczasowego zarządu i udział rodziny Filipiaków w nowej strukturze właścicielskiej zagwarantowały ciągłość działania. Uniknięto perturbacji kadrowych i zachowano know-how oraz kulturę organizacyjną wypracowaną przez lata.
- ▮ **Synergie i wsparcie kapitałowe** - Połączone zasoby finansowe i eksperckie umożliwiły Comarchowi inwestycje w rozwój produktów, rynków oraz potencjalne akwizycje czy restrukturyzację segmentów.

Wycofanie akcji Comarchu z obrotu giełdowego było domknięciem transakcji pełnego przejęcia. Pozwoliło to spółce działać bardziej elastycznie, bez oceny ze strony rynku publicznego, co jest szczególnie ważne w fazie intensywnych inwestycji i zmian strategicznych zaplanowanych przez nowego właściciela.

Perspektywy na przyszłość

Przez dużą część ostatniej dekady saldo wejść i wyjść z Głównego Rynku GPW pozostawało negatywne. Delisting sam w sobie nie świadczy jednak o słabości przedsiębiorstwa, lecz często odzwierciedla bilans korzyści i kosztów bycia notowanym. Na sytuację na rynku kapitałowym mają wpływ trzy kluczowe czynniki: obecność długoterminowego popytu, dostępność alternatywnych form finansowania (dług, kapitał prywatny) oraz wielkość kosztów regulacyjno-informacyjnych (Market Abuse Regulation, ryzyko operacyjne, zasoby compliance).

W procesie delistingu warunki wyjścia akcjonariuszy mniejszościowych w największym stopniu determinują typ nabywcy (inwestor strategiczny/fundusz private equity/insider) oraz free float (udział akcji w wolnym obrocie w całości akcjonariatu) i płynność. Najwyższej premii w wezwaniu poprzedzającym delisting spodziewać można się w przypadku transakcji z udziałem nowego inwestora strategicznego. Według przeprowadzonych przez nas analiz nieco niższą premię wypłacały za to fundusze private equity. Sytuacja wygląda najmniej ciekawie dla akcjonariuszy spółki, która jest zdejmowana z giełdy przez właściciela/insidera, ponieważ inwestor stara się zminimalizować koszty związane z procesem delistingu.

Należy zaznaczyć, że delistingi mają różne implikacje dla różnych grup interesariuszy. Z punktu widzenia akcjonariuszy mniejszościowych jakość wyjścia (wysokość premii i przewidywalność procesu) rośnie wraz z płynnością i maleje przy płytszym rynku. Ponadto wyższą jakością charakteryzują się transakcje z udziałem nowego inwestora strategicznego. Dobrą praktyką dla inwestora jest porównanie cen w wezwaniach do średniej ceny ważonej wolumenem z 6 miesięcy (6M VWAP) oraz uwzględnienie relacji wielkości własnej pozycji do średnich dziennych obrotów akcjami spółki. Takie podejście pozwala lepiej ocenić atrakcyjność oferty i realne możliwości wyjścia z inwestycji, a decyzja opiera się na obiektywnych warunkach rynkowych, a nie chwilowych nastrojach. Natomiast z perspektywy pracowników spółki

delisting może oznaczać mniejszą presję na osiąganie przez nią pewnych wyników, lecz wiąże się z ryzykiem zmian kadrowych w celu dostosowania struktury organizacyjnej do nowej strategii działania. Inni interesariusze, którzy mogą odczuć konsekwencje delistingu spółki to: dostawcy i inni partnerzy handlowi, instytucje finansowe, klienci oraz konkurencyjne podmioty. Jednak charakter i wielkość tych implikacji zależy w dużej mierze od specyfiki danej transakcji.

Do tej pory 2025 rok przyniósł sygnały, które wpływają pozytywnie na obraz warszawskiej giełdy: udany debiut Grupy Diagnostyka (kurs na otwarciu +19,5% względem ceny emisyjnej wynoszącej 105 zł, po ok. 6 miesiącach cena przebiła 200 zł) oraz kwietniowe historyczne przekroczenie przez WIG poziomu 100 000 pkt. Można powiedzieć, że GPW znajduje się teraz w bardzo ważnym i wręcz decydującym momencie. Na trwałość ostatnich sukcesów będzie mieć wpływ wiele czynników i konieczne będzie zmierzenie się z wyzwaniami, które stoją przed rynkiem.

Jakie są najważniejsze wnioski, które możemy wyciągnąć z ostatnich 10 lat notowań? Delistingi są przedstawiane w złym świetle jako wydarzenia, które obniżają atrakcyjność giełdy. Jednak należy zaznaczyć, nie są to zjawiska o jednoznacznym charakterze, a na atrakcyjność GPW wpływa wiele innych czynników, takich jak np. aktywność strony popytowej czy napływ nowych ofert.

To dobry moment, by przypomnieć, co dawniej podtrzymywało popyt na giełdzie i dlaczego miało to znaczenie dla IPO. Dr Kamil Gemra zwraca też uwagę na występującą obecnie lukę popytową:

„Przez lata mieliśmy na GPW coś, czego region nie miał — swoisty ‘steryd’ w postaci OFE. Stały popyt wymuszał kolejne IPO i ściągał spółki, także spoza Polski. Demontaż OFE odciął naturalnego, długoterminowego kupującego. Jeśli chcemy tę lukę zasypać, potrzebny jest nowy, krajowy kapitał długoterminowy — choćby w formule kont inwestycyjnych wzorowanych na rozwiązaniach szwedzkich, gdzie takie rachunki są powszechne”.

Na konieczność zwiększenia zaangażowania inwestorów detalicznych w giełdę wskazuje również Igor Szuban:

„Od demontażu OFE kluczem jest płynność: skąd ją wziąć i jak utrzymać. Jeśli chcemy trwałej zmiany, musimy przesunąć część oszczędności gospodarstw domowych z innych klas aktywów, np. nieruchomości, na rynek kapitałowy — to kwestia edukacji, bodźców i projektów regulacyjnych”.

Niekorzystne saldo wejść i wyjść z giełdy w ostatnich latach z pewnością może wśród niektórych rodzić wątpliwości dotyczące przyszłości polskiego rynku publicznego. Czy zatem w świetle dużej liczby delistingów regulator powinien wypracować rozwiązania, które zachęciłyby spółki do pozostania na

parkiecie? Niekoniecznie byłoby to dobrą strategią. Dr Kamil Gemra zwraca uwagę na to, że spółki potrzebują elastyczności:

„Jeżeli utrudniamy wyjście z giełdy, to w praktyce zniechęcamy również do wejścia — biznes potrzebuje elementarnej elastyczności”.

Kluczem do sukcesu nie jest zatem zniechęcanie spółek do opuszczania giełdy, lecz przyciąganie nowych spółek poprzez napływ większej ilości kapitału, a także skrócenie procesu IPO:

„W Polsce klasyczne IPO to często kilkanaście miesięcy — w realiach, w których dziś koniunktura może sprzyjać, a za pół roku być po prostu dramatyczna”.

Kontynuując dyskusję o sytuacji na warszawskiej giełdzie, Igor Szuban wskazuje na niedobór spółek z branż, które są obecnie kluczowe:

„Na GPW brakuje sektorów przyszłości - obronność, technologie, infrastruktura mogłyby stać się kołem zamachowym dla napływów, także zagranicznych. Jedna duża, wiarygodna historia potrafi skatalizować zainteresowanie, ale bez stałego dopływu kapitału systemowego, pozostaje pytanie o trwałość tego efektu, vide boom polskiej branży gier”.

O potencjale sektora obronności w Polsce mówi także dr Kamil Gemra:

„Wiele czynników po prostu nie zależy od nas. Sześć lat temu nikt nie zakładał COVID-u, wysokiej inflacji czy pełnoskalowej wojny; jeden komunikat potrafi ściąć rynek o kilka procent. Ale jest też scenariusz pozytywny: jeżeli dojdzie do pokoju lub rozejmu, Polska może stać się hubem dla spółek zbrojeniowych - inwestorzy globalnie chcą mieć taką ekspozycję. Taki impuls podażowo-popytowy rynek wykorzysta”.

Przyszłość warszawskiej giełdy zdecydowanie nie leży w rękach jednej instytucji czy podmiotu. Długoterminowy rozwój GPW będzie efektem współpracy wielu uczestników rynku kapitałowego. Dr Kamil Gemra podsumowuje:

„Polskiej giełdzie brakuje dużej, pozytywnej opowieści — emitenta-latarnika, który latami dowozi wyniki i pokazuje, że trzymając akcje rzeczywiście się zarabia. Kiedyś taką rolę pełniły prywatyzacje w rodzaju PZU czy debiut samej GPW. Dziś brakuje też po stronie rządu ambasadora rynku kapitałowego. Jednocześnie struktura naszego rynku jest wrażliwa na decyzje polityczne”.

Obecność wspomnianego wyżej emitenta-latarnika mogłaby w praktyce znacząco wpłynąć na tempo i skalę zmian na rynku. Po pierwsze, pokazywałaby innym spółkom, że giełda to niezawodny sposób na finansowanie działalności. Po drugie, przewidywalne sukcesy i konsekwencja w działaniu takiego podmiotu sprzyjałyby retencji inwestorów po IPO, co z kolei poprawiłoby płynność obrotu i stabilność wycen akcji. W taki sposób wzrosłaby gotowość innych spółek do debiutu, a inwestorzy byłoby bardziej skłonni do

utrzymywania kapitału w długim horyzoncie czasowym. Aby ten efekt miał charakter systemowy, potrzebne są równoległe działania po stronie państwa i wzmocnienie infrastruktury giełdowej.

W obecnych warunkach panujących na rynku kapitałowym priorytetem dla państwa powinny być: skrócenie ścieżki IPO oraz zwiększenie popytu ze strony inwestorów indywidualnych za pomocą programów edukacyjnych i odpowiednich bodźców (np. Osobiste Konto Inwestycyjne – OKI, ulgi podatkowe dla inwestycji długoterminowych, automatyczne plany oszczędnościowe). Instytucje doradzające przy IPO mogą zwiększać efektywność procesu poprzez standaryzowane repozytoria dokumentów oraz listy kontrolne i mentoring dla kadry finansowej, które skracają czas przygotowania i poprawiają jakość prospektów. Uzupełniająco potrzebne są narzędzia wspierające projektowanie free floatu i spójnej komunikacji z rynkiem, aby ograniczyć ryzyko niedopasowania oferty do oczekiwań inwestorów. Domy maklerskie mogą natomiast wzmocnić stronę popytową poprzez rozwój programów systematycznego inwestowania powiązanych z rynkiem pierwotnym oraz uproszczenie i standaryzację materiałów informacyjnych, co ułatwi inwestorom indywidualnym udział w ofertach.

Chociaż w niektórych przypadkach delistingi są konsekwencją złej sytuacji finansowej spółki lub niestosowania się do przepisów obowiązujących na rynku, wyjście z giełdy nie powinno być postrzegane jako negatywne zjawisko. Aż 65% delistingów z Głównego Rynku GPW w latach 2015-2024 było konsekwencją decyzji emitenta, podczas gdy upadłość likwidacyjna wraz z wykluczeniem przez KNF odpowiadały tylko za 27% przypadków. Dla niektórych spółek delisting jest więc potrzebnym krokiem i naturalnym etapem rozwoju. Przedstawione w raporcie przykłady pokazują, że opuszczenie giełdy może stać się wręcz katalizatorem do wzrostu biznesu, co wynika m.in. z większej elastyczności działania uzyskiwanej przez większościowego akcjonariusza po delistingu. Na przykład, w takiej sytuacji strategiczne decyzje mogą być podejmowane bez konieczności uzyskiwania zgody akcjonariuszy mniejszościowych.

Warto podkreślić, że dla wielu inwestorów delistingi okazują się być korzystne, przynosząc pewną wartość dodaną. Zatem delisting traktować należy raczej jako wydarzenie o charakterze specyficznym dla danej spółki niż systemowym. Należy zauważyć, że wpływ delistingów na postrzeganie giełdy przez różnych graczy jest stosunkowo mały oraz może mieć różny charakter: zarówno negatywny (dla niektórych inwestorów indywidualnych), jak i pozytywny (dla wielu inwestorów instytucjonalnych). Niemniej jednak, wyjścia z giełdy są istotnym źródłem informacji na temat rynku kapitałowego, a analiza takich przypadków może stanowić inspirację do dyskusji na temat mocnych i słabych stron warszawskiego parkietu.

Podsumowując, chociaż wyzwań nie brakuje, obserwacja w kolejnych latach pozwoli nam ocenić, czy rynek wykorzystał szansę na umocnienie swojej pozycji. Przed warszawską giełdą otwierają się nowe

perspektywy rozwoju i wzrostu. Z optymizmem patrzymy w przyszłość i mamy nadzieję, że potencjał GPW zostanie w pełni wykorzystany.

Podziękowania

Na zakończenie pragniemy podziękować wszystkim osobom, które przyczyniły się do powstania niniejszego raportu. Państwa zaangażowanie i wsparcie merytoryczne były dla nas niezwykle pomocne w czasie prac. Szczególne wyrazy wdzięczności kierujemy do:

Pana Andrzeja Bieńka,
Pana dr. Kamila Gemry,
Pani Angeliki Iwanickiej,
Pani dr Małgorzaty Jachymek,
Pana Michała Kołakowskiego,
Pana Radosława Łukaszyka,
Pana Igora Szubana.

Źródła

1. Bandera, E. (2022). *Analiza zjawiska delistingu na giełdzie papierów wartościowych w Warszawie*. „Nauki Ekonomiczne”, 35, 281-306.
2. Bankier.pl, „100 000 po raz pierwszy! WIG z wyczekiwany rekordem i wystrzał na akcjach Będzina”, 24.04.2025 - <https://www.bankier.pl/wiadomosc/100-000-po-raz-pierwszy-WIG-z-wyczekiwany-rekordem-i-wystrzal-na-akcjach-Bedzinu-8930327.html>
3. Bankier.pl, „Fega & Schmitt planuje ponownie ogłosić wezwanie na akcje TIM”, 28.08.2023 - <https://www.bankier.pl/wiadomosc/Fega-Schmitt-planuje-ponownie-oglosic-wezwanie-na-akcje-TIM-8601197.html>
4. Bankier.pl, „Synthos w I kw. '17 miał 365 mln zł zysku netto wobec 245,9 mln zł konsensusu”, 28.04.2017 - <https://www.bankier.pl/wiadomosc/Synthos-w-I-kw-17-mial-365-mln-zl-zysku-netto-wobec-245-9-mln-zl-konsensusu-7514571.html>
5. Bankier.pl, „Synthos w III kw. '17 miał 151 mln zł EBITDA wobec 191,4 mln zł konsensusu”, 15.11.2017 - <https://www.bankier.pl/wiadomosc/Synthos-w-III-kw-17-mial-151-mln-zl-EBITDA-wobec-191-4-mln-zl-konsensusu-7556402.html>
6. Bankier.pl, „Wezwanie na Synthos? DM BOŚ mówi 'sprzedaj'”, 30.10.2017 - <https://www.bankier.pl/wiadomosc/Wezwanie-na-Synthos-DM-BOS-mowi-sprzedaj-7552566.html>
7. BiznesRadar.pl, „FTF Galleon ogłosił wezwanie na akcje Synthosa po 4,78 zł na akcję” - <https://www.biznesradar.pl/a/26547,ftf-galleon-oglosil-wezwanie-na-akcje-synthosa-po-4-78-zl-na-akcje>
8. BiznesRadar.pl, „GPW zdecydowała o wykluczenia z obrotu akcji Synthosu od 3 IV” - <https://www.biznesradar.pl/a/40150,gpw-zdecydowala-o-wykluczenia-z-obrotu-akcji-synthosu-od-3-iv>
9. Business Insider Polska, „CVC przejmuje Comarch. Zgoda Komisji Europejskiej”, 19.09.2024 - <https://businessinsider.com.pl/gospodarka/cvc-przejmuje-comarch-zgoda-komisji-europejskiej/pxww1z4>
10. Chemia i Biznes, „Dynamiczny wzrost przychodów i zysku Grupy Synthos” - <https://www.chemiaibiznes.com.pl/artykuly/dynamiczny-wzrost-przychodow-i-zysku-grupy-synthos>
11. [cire.pl](https://www.cire.pl) „Würth kupi TIM SA, duże przejęcie na rynku materiałów elektrotechnicznych”, 01.04.2023 - <https://www.cire.pl/artykuly/serwis-informacyjny-cire-24/wrth-kupi-tim-sa-duze-przejecie-na-rynku-materialow-elektrotechnicznych>
12. DM BOŚ, <https://bossa.pl/oferta/rynek-pierwotny/wezwania>
13. Forbes Polska, „CVC i rodzina Filipiaków przejmują Comarch. Koniec pewnej epoki na GPW”, 25.07.2024 - <https://www.forbes.pl/biznes/cvc-i-rodzina-filipiakow-przejmuja-comarch-koniec-pewnej-epoki-na-gpw/zj3kltg>
14. Forsal.pl, „FTF Galleon ogłosił przymusowy wykup pozostałych akcji Synthosu po 4,93 zł/szt.”, 16.01.2018 - <https://forsal.pl/artykuly/1098129,ftf-galleon-oglosil-przymusowy-wykup-pozostalych-akcji-synthosu-po-493-zl-szt.html>
15. Forumbranzowe.pl, „Würth zakończył przejęcie Grupy Kapitałowej TIM”, 02.02.2024 - <https://forumbranzowe.com/wurth-zakonczyl-przejecie-grupy-kapitalowej-tim/>
16. GPW, Roczniki giełdowe, https://www.gpw.pl/biblioteka-gpw-lista?gpwlc_id=10
17. Grupa Kapitałowa TIM, „Grupa Kapitałowa TIM dołączy do Grupy Würth. Drugie wezwanie zakończone sukcesem”, 25.01.2024 - <https://www.timsa.pl/grupa-kapitalowa-tim-dolaczy-do-grupy-wurth-drugie-wezwanie-zakonczone-sukcesem>
18. Grupa Kapitałowa TIM, „Skonsolidowany raport kwartalny grupy kapitałowej TIM”, 29.05.2024 - https://www.timsa.pl/wp-content/uploads/2024/06/Skonsolidowany_raport_kwartalny_Grupy_Kapitalowej_TIM_I_kw._2024_r.pdf
19. Money.pl, „FTF Galleon ogłosił przymusowy wykup pozostałych akcji Synthosu po 4,93 zł/szt.”, 16.01.2018 - <https://www.money.pl/gielda/wiadomosci/artykul/ftf-galleon-oglosil-przymusowy-wykup,173,0,2396333.html>
20. Money.pl, „FTF Galleon podwyższa cenę w wezwaniu na akcje Synthosa”, 14.12.2017 - <https://www.money.pl/gospodarka/wiadomosci/artykul/ftf-galleon-podwyzsza-cene-w-wezwaniu-na,115,0,2393715.html>
21. Money.pl, „Synthos na wylocie z giełdy. Inwestorzy nie zmartwili się wezwaniem”, 27.10.2017 - <https://www.money.pl/gielda/wiadomosci/artykul/synthos-michal-solowow-ftf-galleon-wezwanie,31,0,2382111.html>
22. Money.pl, „Synthos zniknie z giełdy. Michał Solowow dostał to, co chciał”, 20.12.2017 - <https://www.money.pl/gospodarka/wiadomosci/artykul/synthos-michal-solowow-wezwanie-na-akcje,14,0,2394382.html>
23. [Navigatorkapital.pl](https://navigatorkapital.pl), 07.2023 - <https://navigatorkapital.pl/wp-content/uploads/2023/07/Raport-MA-2Q2023-PL.pdf>
24. ORLEN (PL), „Pierwsza polska elektrownia atomowa SMR stanie we Włocławku. Orlen i Synthos z porozumieniem”, 08.2025 - <https://www.orlen.pl/pl/o-firmie/media/komunikaty-prasowe/biezace/2025/sierpien-2025/pierwsza-polska-elektrownia-atomowa-smr-stanie-we-wlclawku-orlen-i-synthos-z-porozumieniem>
25. [OswiecimOnline.pl](https://www.oswiecimonline.pl), „OŚWIĘCIM. Synthos kupuje niemiecką fabrykę kauczuku za 491 mln \$”, 26.05.2021 - <https://www.oswiecimonline.pl/oswiecim-synthos-kupuje-niemiecka-fabryke-kauczuku-za-491-mln/>

26. PAP Biznes, „SYNTHOS SA (12/2018) Uchwała Zarządu GPW S.A. w Warszawie w sprawie wykluczenia z obrotu giełdowego akcji Synthos S.A.”, 2018 -<https://biznes.pap.pl/wiadomosci/firmy/synthos-sa-122018-uchwala-zarzadu-gpw-sa-w-warszawie-w-sprawie-wykluczenia-z>
27. Parkiet.com, „Comarch po 25 latach znika z GPW”, 07.03.2025 – <https://www.parkiet.com/technologie-it/art41911221-comarch-po-25-latach-znika-z-gpw>
28. Parkiet.com, „Delisting Synthosu. Czy to koniec giełdy?”, 28.11.2017 -<https://www.parkiet.com/Felietony/311289996-Delisting-Synthosu-Czy-to-koniec-gieldy.html>
29. Parkiet.com, „Diagnostyka. Dobre wyniki i giełdowy awans”, 05.09.2025 - <https://www.parkiet.com/medycyna-i-zdrowie/art42964501-diagnostyka-dobre-wyniki-i-gieldowy-awans>
30. Parkiet.com, „Synthos poprawił wyniki pomimo odpisów”, 15.11.2017 -<https://www.parkiet.com/chemia/art20585631-synthos-poprawil-wyniki-pomimo-odpisow>
31. Parkiet.com, „Synthos: Udane wezwanie na akcje spółki”, 22.12.2017 -<https://www.parkiet.com/chemia/art20552941-synthos-udane-wezwanie-na-akcje-spolki>
32. Parkiet.com, „Wezwanie na akcje Synthos. Celem jest wyjście z GPW”, 27.10.2017 - <https://www.parkiet.com/chemia/art20601381-wezwanie-na-akcje-synthos-celem-jest-wyjscie-z-gpw>
33. Plastech.pl, „Synthos sfinalizował przejęcie zakładu od Trinseo”, 02.12.2021 - <https://www.plastech.pl/wiadomosci/Synthos-sfinalizowal-przejecie-zakladu-od-Trinseo-17237>
34. PortalWloclawek.pl, „Włocławek wybrany na lokalizację pierwszej polskiej elektrowni jądrowej SMR”, 08.2025 - <https://www.portalwloclawek.pl/artykul/14994,wloclawek-wybrany-na-lokalizacje-pierwszej-polskiej-elektrowni-jadrowej-smr-rozpoczecie-prac-budowlanych-w-2028-roku>
35. Puls Biznesu, „CVC może sprzedać część biznesów Comarchu”, 06.11.2024 – <https://www.pb.pl/cvc-moze-sprzedac-czesc-biznesow-comarchu-1217327>
36. Puls Biznesu, „CVC przejmuje Comarch. Fundusz kupił wszystkie akcje z rynku”, 24.10.2024 – <https://www.pb.pl/cvc-przejmuje-comarch-fundusz-kupil-wszystkie-akcje-z-rynku-1216239>
37. Rogowski, W., & Gemra, K. (2019). *Nasilenie zjawiska delistingu spółek na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie*. „Kwartalnik Nauk O Przedsiębiorstwie”, 53(4), 51–59. <https://doi.org/10.5604/01.3001.0013.6506>
38. StockWatch.pl, „Comarch wypracował w 2023 roku 105 mln zł zysku netto przy przychodach 1,816 mld zł”, 29.03.2024 – <https://www.stockwatch.pl/wiadomosci/comarch-wypracowal-w-2023-roku-105-mln-zl-zysku-netto-przy-przychodach-1816-mld-zl.akcje.333465>
39. StockWatch.pl, „Kłamka zapadła, Synthos znika z GPW”, 06.02.2018 - <https://www.stockwatch.pl/wiadomosci/klamka-zapadla-synthos-znika-z-gpw.akcje.210166>
40. StockWatch.pl, „Solowow ruszył z przymusowym wykupem akcjonariuszy mniejszościowych Synthosu”, 17.01.2018 - <https://www.stockwatch.pl/wiadomosci/solowow-ruszy-l-z-przymusowym-wykupem-akcjonariuszy-mniejszosciowych-synthosu.akcje.208619>
41. StockWatch.pl, „Solowow wycofuje się z giełdy. FTF Galleon ogłosił wezwanie na Synthos”, 31.10.2017 - <https://www.stockwatch.pl/wiadomosci/solowow-wycofuje-sie-z-gieldy-fff-galleon-oglosil-wezwanie-na-synthos.akcje.203722>
42. Strefa Inwestorów, „Wezwanie na Synthos: Michał Solowow proponuje 4,78 zł za akcję, czy warto je sprzedać?”, 30.10.2017 -<https://strefainwestorow.pl/artykuly/analizy/20171030/wezwanie-synthos-cena-daty-czy-warto>
43. Strefainwestorów.pl, „Komisja Europejska skierowała sprawę wezwania Würth Group na TIM do polskiego organu ochrony konkurencji”, 26.06.2023 - <https://strefainwestorow.pl/wiadomosci/20230626/komisja-europejska-skierowala-sprawe-wezwania-wurth-group-na-tim-do-polskiego>
44. Synthos Group, „Synthos – Raport Roczny 2016” -<http://raportroczny2016.synthosgroup.com/>
45. SynthosGroup.com, „Synthos S.A. przejmuje biznes kauczukowy od firmy Trinseo”, 21.05.2021 - <https://www.synthosgroup.com/grupa-synthos/aktualnosci/aktualnosc/synthos-sa-acquires-trinseos-rubber-business-in-a-strategic-deal-signed-may-21-2021>
46. The Association for Financial Markets in Europe, *AFME Q4 2024 Equity Primary Markets and Trading Report*, <https://www.afme.eu/Portals/0/DispatchFeaturedImages/AFME%20Equity%20Primary%20Markets%20and%20Trading%20Report%20Q4%202024.pdf>
47. Würth Group, „The Würth Group pursues the acquisition of TIM S.A. New Tender Offer for TIM S.A. shares has been announced.”, 21.09.2023 - https://s3-eu-west-1.amazonaws.com/landingi-editor-uploads/kUDCEQLV/W_rth_Group_has_announced_a_Tender_Offer_for_shares_in_TIM_S.A._press_release.pdf