



Nr ewid. 216/2015/P/15/018/KGP

Informacja o wynikach kontroli

Prywatyzacja wybranych spółek Skarbu Państwa

MISJA

Najwyższej Izby Kontroli jest dbałość o gospodarność i skuteczność w służbie publicznej dla Rzeczypospolitej Polskiej

WIZJA

Najwyższej Izby Kontroli jest cieszący się powszechnym autorytetem najwyższy organ kontroli państwowej, którego raporty będą oczekiwanym i poszukiwanym źródłem informacji dla organów władzy i społeczeństwa

Dyrektor Departamentu Gospodarki,
Skarbu Państwa i Prywatyzacji:

Sławomir Grzelak

Akceptuję:
Wojciech Kutyla

Wiceprezes Najwyższej Izby Kontroli

Zatwierdzam:
Krzysztof Kwiatkowski

Prezes Najwyższej Izby Kontroli

Najwyższa Izba Kontroli
ul. Filtrowa 57
02-056 Warszawa
T/F +48 22 444 50 00

www.nik.gov.pl

Spis treści

Wykaz stosowanych skrótów i pojęć	5
Wprowadzenie	6
1. Założenia kontroli	7
2. Podsumowanie wyników kontroli	8
2.1. Ogólna ocena kontrolowanej działalności	8
2.2. Synteza wyników kontroli	9
2.3. Uwagi końcowe i wnioski	13
3. Ważniejsze wyniki kontroli	15
3.1. Charakterystyka stanu prawnego oraz uwarunkowań ekonomicznych i organizacyjnych	15
3.1.1. Charakterystyka stanu prawnego.....	15
3.1.2. Charakterystyka uwarunkowań organizacyjnych	17
3.2. Istotne ustalenia kontroli	20
3.2.1. Zgodność działań z misją MSP oraz celami strategicznymi prywatyzacji.....	21
3.2.2. Zgodność doboru spółek objętych prywatyzacją ze strategiami rządowymi i programami branżowymi.....	22
3.2.3. Działania prywatyzacyjne.....	24
3.2.3.1. Wykonanie planów przychodów prywatyzacyjnych	24
3.2.3.2. Realizacja działań prywatyzacyjnych.....	26
3.2.3.2.1. Sprzedaż na GPW w dniu 23 lutego 2012 r. 7,01% akcji PGE S.A. w trybie budowania przyspieszonej księgi popytu	26
3.2.3.2.2. Transakcja sprzedaży 85% akcji Kopalni Węgla Brunatnego Konin i Kopalni Węgla Brunatnego Adamów	27
3.2.3.2.3. Nabycie przez Polski Holding Farmaceutyczny S.A. od Skarbu Państwa 41,6% akcji własnych w celu ich umorzenia	29
3.2.3.2.4. Sprzedaż na GPW w dniu 18 lipca 2012 r. 7,60% akcji PKO BP S.A. w trybie budowania przyspieszonej księgi popytu	30
3.2.3.2.5. Sprzedaż na GPW 25,49% akcji Banku Gospodarki Żywnościowej S.A. w trybie odpowiedzi na wezwanie do sprzedaży akcji popytu	32
3.2.3.2.6. Transakcja sprzedaży 85% udziałów spółki Meble Emilia Sp. z o.o. w trybie negocjacji podjętych na podstawie publicznego zaproszenia	34
3.2.3.2.7. Sprzedaż na GPW 50% akcji Zespołu Elektrowni Pątnów-Adamów-Konin S.A. w trybie pierwszej oferty publicznej	38
3.2.3.2.8. Sprzedaż 86,92% akcji Zakładów Górniczo-Hutniczych Bolesław S.A. w trybie negocjacji podjętych na podstawie publicznego zaproszenia	39
3.2.3.2.9. Sprzedaż na GPW w dniu 24 stycznia 2013 r. 2,00% akcji PKO BP S.A. w trybie budowania przyspieszonej księgi popytu.....	44
3.2.3.2.10. Sprzedaż na GPW 25% akcji Polskiego Holdingu Nieruchomości S.A. w trybie pierwszej oferty publicznej.....	46
3.2.3.2.11. Sprzedaż na GPW 12,13% akcji Zakładów Azotowych Tarnów S.A. w trybie budowania przyspieszonej księgi popytu	47
3.2.3.2.12. Sprzedaż 85% akcji spółki Kopalnie i Zakłady Chemiczne Siarki „Siarkopol” S.A. w trybie negocjacji podjętych na podstawie publicznego zaproszenia	49

3.2.3.2.13. Sprzedaż na GPW 32,66% akcji Energa S.A. w trybie pierwszej oferty publicznej	51
3.2.3.2.14. Sprzedaż na GPW 37,9% akcji Ciech S.A. w trybie odpowiedzi na wezwanie do sprzedaży	53
3.2.3.2.15. Sprzedaż na GPW w dniu 2 lipca 2014 r. 0,32% akcji PGE Polska Grupa Energetyczna S.A. w trybie budowania przyspieszonej księgi popytu	58
3.2.3.3. Prawidłowość księgowania przychodów prywatyzacyjnych	60
3.2.3.4. Koszty kontrolowanych transakcji	61
3.2.4. Wykonanie wniosków pokontrolnych wcześniejszych kontroli dotyczących prywatyzacji	63
3.2.4.1. Wnioski pokontrolne dotyczące prywatyzacji Uzdrowiska Wysowa S.A.	63
3.2.4.2. Wnioski pokontrolne dotyczące prywatyzacji JSW S.A.	64
3.2.4.3. Wnioski pokontrolne dotyczące prywatyzacji PHN S.A.	65
3.2.4.4. Wnioski pokontrolne dotyczące prywatyzacji przedsiębiorstw farmaceutycznych	66
4. Informacje dodatkowe o przeprowadzonej kontroli.....	67
4.1. Przygotowanie kontroli	67
4.2. Postępowanie kontrolne i działania podjęte po zakończeniu kontroli	67
Załączniki 69	
Załącznik nr 1 – Lista osób zajmujących kierownicze stanowiska, odpowiedzialnych za kontrolowaną działalność.....	69
Załącznik nr 2 – Wykaz organów, którym przekazano informację o wynikach kontroli	70
Załącznik nr 3 – Wykaz ważniejszych aktów prawnych.....	71

Wykaz stosowanych skrótów i pojęć

ABB	Przyspieszona budowa księgi popytu (ang. <i>Accelerated Book Building</i>) – jeden ze sposobów sprzedaży akcji na GPW
DRK	Departament Rynków Kapitałowych MSP
DPWiP	Departament Przekształceń Własnościowych i Prywatyzacji MSP
GPW lub giełda	Giełda Papierów Wartościowych S.A. w Warszawie
IPO	Pierwsza oferta publiczna (ang. <i>Initial Public Offering</i>)
KNF	Komisja Nadzoru Finansowego
Metoda DCF	Metoda zdyskontowanych przepływów pieniężnych (ang. <i>discounted cash flow</i>) – dochodowa metoda wyceny wykorzystująca obliczenia wartości spółki w oparciu o rachunek pieniądza w czasie
Metoda likwidacyjna	Majątkowa metoda wyceny na podstawie oszacowania wartości upłynnienia oddzielnych aktywów na warunkach wymuszających sprzedaż poniżej przeciętnych cen obowiązujących na rynku
Metoda mnożnikowa	Rynkowa metoda wyceny na podstawie porównań z podobnymi spółkami lub transakcjami na rynkach giełdowych
Metoda SAN	Majątkowa metoda wyceny na podstawie oszacowania wartości skorygowanych aktywów netto
Minister SP	Minister Skarbu Państwa
MSP	Ministerstwo Skarbu Państwa
otw., min., max., zam.	Kurs notowań akcji na GPW w zdefiniowanym okresie, odpowiednio: otwarcia, minimalny, maksymalny i zamknięcia
PIR	Spółka Polskie Inwestycje Rozwojowe S.A.
RM	Rada Ministrów
SP	Skarb Państwa

Wprowadzenie

Kontrola została podjęta z inicjatywy NIK i ujęta w *Planie pracy NIK na 2015 r.* w ramach ryzyka horyzontalnego – niska jakość usług publicznych.

Główne cele strategiczne działań prywatyzacyjnych zostały wskazane w dokumentach:

- „Plan prywatyzacji na lata 2012-2013”, przygotowany przez MSP i przyjęty przez Radę Ministrów 27 marca 2012 r.
- „Priorytety zarządzania portfelem podmiotów nadzorowanych przez Ministra SP do roku 2015” przedstawione przez Ministra SP w sierpniu 2014 r.

Ponadto Minister SP corocznie opracowywał i przedstawiał kierunki prywatyzacji majątku SP. Przedstawiano w nich szacowane przychody z prywatyzacji i dywidend w kolejnym roku budżetowym oraz uwarunkowania i główne założenia prywatyzacyjne.

W działaniach prywatyzacyjnych były również uwzględniane, przyjęte przez Radę Ministrów strategie i programy branżowe oraz ich aktualizacje:

- „Program dla elektroenergetyki”,
- „Polityka energetyczna Polski do 2030 roku”,
- „Strategia konsolidacji i wspierania rozwoju polskiego przemysłu obronnego w latach 2007-2012”,
- „Polityka rządu RP dla przemysłu naftowego w Polsce”,
- „Program działalności górnictwa węgla kamiennego w Polsce w latach 2007-2015”,
- „Strategia rozwoju portów morskich do 2015”,
- Strategia „Sprawne Państwo 2020”.

W dniu 1 stycznia 2012 r., w nadzorze Ministra Skarbu Państwa znajdowały się 804 spółki. Przychody z prywatyzacji zasilają budżet państwa oraz szereg funduszy celowych. Dochody budżetu w postaci dywidend od spółek SP były w latach 2013 i 2014 wyższe od przychodów z prywatyzacji¹.

¹ Patrz Tabela nr 2 na str. 24 *Informacji*.

1. Założenia kontroli

Głównym celem kontroli było dokonanie oceny prywatyzacji wybranych spółek Skarbu Państwa w latach 2012-2014 pod względem celowości i zgodności z prawem. Cele szczegółowe kontroli obejmowały ocenę:

- czy zrealizowane działania prywatyzacyjne były zgodne z celami strategicznymi prywatyzacji oraz misją MSP;
- czy dobór spółek objętych prywatyzacją był zgodny z branżowymi programami i strategiami rządowymi;
- czy działania prywatyzacyjne były prowadzone zgodnie z obowiązującym prawem, celowo i gospodarnie.

Kontrolą objęto wybrane projekty prywatyzacyjne w latach 2012-2014 oraz działania wcześniejsze dotyczące kontrolowanych transakcji prywatyzacyjnych.

Kontrolę przeprowadzono w Ministerstwie Skarbu Państwa², na podstawie art. 2 ust. 1 ustawy z dnia 23 grudnia 1994 r. o Najwyższej Izbie Kontroli³, z uwzględnieniem kryteriów określonych w art. 5 ust. 1 ustawy o NIK. Wykaz osób odpowiedzialnych za kontrolowaną działalność zawiera załącznik nr 2 do *Informacji*.

Kontrola realizowana była w okresie od 20 maja 2015 r. do 6 października 2015 r. przez Departament Gospodarki, Skarbu Państwa i Prywatyzacji NIK.

² Dalej także: MSP.

³ Dz. U. z 2015 r., poz. 1096. Dalej: *ustawa o NIK*.

2. Podsumowanie wyników kontroli

2.1. Ogólna ocena kontrolowanej działalności⁴

Najwyższa Izba Kontroli przeprowadziła badania kontrolne obejmujące 15 największych⁵ transakcji prywatyzacyjnych, o łącznej wartości 13,3 mld zł, przeprowadzonych przez Ministra Skarbu Państwa w latach 2012-2014. Środki uzyskane z tych transakcji stanowiły 91,2% łącznych przychodów z prywatyzacji w tym okresie.

Ustalenia kontroli wskazują, że działania prywatyzacyjne realizowane przez Ministra Skarbu Państwa były zgodne misją i celami strategicznymi, ujętymi w dokumentach przedstawionych Radzie Ministrów oraz przyjętymi przez Radę Ministrów strategiami dla wybranych branż gospodarki.

Plany prywatyzacyjne zostały zrealizowane w ujęciu wartościowym w 78%. Niewykonanie planów było spowodowane przyczynami obiektywnymi, w szczególności uzasadnionym odstępianiem od prywatyzacji sektora węgla kamiennego i wdrażaniem Programu „Inwestycje Polskie”.

Na 15 kontrolowanych projektów prywatyzacyjnych, nieprawidłowości nie stwierdzono w 11 transakcjach. Determinacja MSP w dążeniu do zawarcia transakcji prywatyzacyjnych spowodowała sprzedaż akcji czterech spółek (za łączną kwotę 1 020,9 mln zł) po cenach nie oddających ich faktycznej wartości. Istotne nieprawidłowości NIK stwierdziła w następujących procesach prywatyzacyjnych:

- sprzedaży 85% akcji Kopalni Węgla Brunatnego Konin S.A. i Kopalni Węgla Brunatnego Adamów S.A. w trybie negocjacji podjętych na podstawie publicznego zaproszenia,
- sprzedaży 85% udziałów spółki Meble Emilia Sp. z o.o. w trybie negocjacji podjętych na podstawie publicznego zaproszenia,
- sprzedaży 86,92% akcji Zakładów Górniczo-Hutniczych Bolesław S.A. w trybie negocjacji podjętych na podstawie publicznego zaproszenia,
- sprzedaży na Giełdzie Papierów Wartościowych 37,9% akcji Ciech S.A. w trybie odpowiedzi na wezwanie do sprzedaży.

Obniżeniu, w porównaniu do lat wcześniejszych, uległy koszty prywatyzacji, które stanowiły 0,75% uzyskanych przychodów. Nie wszystkie wydatki zaliczane do tej grupy, były jednak celowe i gospodarne.

Ministerstwo Skarbu Państwa zrealizowało większość wniosków przedstawionych przez NIK w wyniku wcześniejszych kontroli działań prywatyzacyjnych.

⁴ Najwyższa Izba Kontroli stosuje 3-stopniową skalę ocen: pozytywna, pozytywna mimo stwierdzonych nieprawidłowości, negatywna. Jeżeli sformułowanie oceny ogólnej według proponowanej skali byłoby nadmiernie utrudnione, albo taka ocena nie dawałaby prawdziwego obrazu funkcjonowania kontrolowanej jednostki w zakresie objętym kontrolą, stosuje się ocenę opisową, bądź uzupełnia ocenę ogólną o dodatkowe objaśnienie.

⁵ Transakcje o wartości jednostkowej przewyższającej 100 mln zł.

2.2. Synteza wyników kontroli

1. Działania prywatyzacyjne realizowane przez Ministra Skarbu Państwa w latach 2012-2014 były zgodne z misją („kontynuacja transformacji gospodarczej Polski poprzez wzmacnianie polskiego rynku kapitałowego i zwiększanie konkurencyjności polskiej gospodarki”) i celami strategicznymi (modernizacja gospodarki i stworzenie lepszych warunków do rozwoju gospodarczego Polski, wsparcie polityk publicznych i rozwój rynku kapitałowego) ujętymi w dokumentach przedstawionych Radzie Ministrów. Realizacja 15 transakcji objętych kontrolą uwzględniała postanowienia programów i strategii przyjętych przez Radę Ministrów, w tym Strategii „Sprawne Państwo 2020” oraz Programu „Inwestycje Polskie”.

[str. 21-23 *Informacji*].

2. Zrealizowane transakcje były uwzględnione w opracowanych przez MSP dokumentach: *Plan prywatyzacji na lata 2012-2013* z marca 2012 r. oraz *Priorytety zarządzania portfelem podmiotów nadzorowanych przez Ministra Skarbu Państwa do roku 2015* z sierpnia 2014 r. W latach 2012-2014 uzyskano przychody z prywatyzacji w wysokości 14 558 mln zł, przy czym 13 275 mln zł tj. 91,2%, uzyskano w wyniku 15 transakcji o wartości wyższej niż 100,0 mln zł. Uzyskane przychody stanowiły 78% przychodów zaplanowanych w tym okresie⁶. O rezygnacji z realizacji części planowanych transakcji zdecydowały głównie przyczyny obiektywne, niezależne bezpośrednio od decyzji Ministra SP, w tym przystąpienie do realizacji Programu „Inwestycje Polskie”.

[str. 24-26 *Informacji*].

3. Termin zbywania akcji MSP uzależniał⁷ m.in. od sytuacji rynkowej na GPW. Zarówno w regulacjach wewnętrznych Ministerstwa, jak i dokumentacji przedstawionej do kontroli NIK nie wskazano jaka miała być to zależność, kto miał analizować sytuację rynkową na GPW i podjąć decyzję o terminie zbycia akcji. Dokumentacja dotycząca sprzedaży akcji SP na GPW nie zawiera analiz trendów kursu zbywanych akcji lub bardziej zaawansowanej analizy technicznej. W praktyce rynkowej analizę trendów, bardziej lub mniej zaawansowaną, stosują wszyscy inwestorzy. Znaczna część inwestorów posługuje się również, własnymi analizami lub przedstawianymi przez analityków wynikami analizy technicznej. Przedstawione w trakcie kontroli wyjaśnienia nie dały odpowiedzi na pytanie czy MSP korzysta z takich narzędzi analitycznych lub zleca wykonanie analiz, a także w jaki sposób wybierane są terminy sprzedaży akcji przez SP.

[str. 26 *Informacji*].

4. W dniu 28 maja 2012 r. Minister Skarbu Państwa zawarł ze Spółką Zespół Elektrowni Pątnów Adamów Konin (ZE PAK) umowę sprzedaży 85% pakietów akcji dwóch kopalń węgla brunatnego za wynegocjowaną cenę 175,5 mln zł, (KWB Konin za 108,18 mln zł i KWB Adamów za 67,32 mln zł). Sprzedaż 85% akcji KWB Adamów za 67,32 mln zł była działaniem niegospodarnym. Wartość księgowa kopalni Adamów na 31 grudnia 2011 r. wynosiła 144,6 mln zł, Spółka ta posiadała wolne środki obrotowe w wysokości 65,2 mln zł, nie była zadłużona,

⁶ W 2012 r. zrealizowano 92% planowanych przychodów, w 2013 r. 88%, a w 2014 r. 27%.

⁷ W pismach kierowanych do Komisji Nadzoru Finansowego, w porozumieniu zawartym z BGK, w wewnętrznych notatkach do Ministra o podjęcie decyzji.

a prowadzona przez nią działalność była rentowna. MSP zlecało doradcy prywatyzacyjnemu kolejne aktualizacje wycen, w których rekomendowano coraz niższą wartość KWB Adamów, co w końcu umożliwiło akceptację oferty nabywcy. Zespół ds. negocjacji, a następnie Minister Skarbu Państwa, zaakceptowali ofertę nabywcy nie zważając, że wartość księgową oraz wycena metodami mnożnikowymi wskazywały na znacznie wyższą wartość akcji Spółki.

Nierzetelnym było działanie Komisji MSP ds. odbioru zamówionych dzieł, która przyjęła bez uwag oszacowanie wartości KWB Adamów S.A. z dnia 27 stycznia 2012 r., mimo sprzecznych założeń i błędów rachunkowych wpływających na oszacowanie wartości tej Spółki. Skutkiem nieprawidłowości było przyjęcie błędnie oszacowanej wartości akcji KWB Adamów w negocjacjach sprzedaży akcji tej kopalni przez Skarb Państwa.

[str. 27-29 Informacji].

5. Posiadanie przez Spółkę Meble Emilia Sp. z o.o. istotnych aktywów w postaci nieruchomości predestynowało ją do włączenia do struktur Grupy Polskiego Holdingu Nieruchomości S.A., która w tym czasie była przygotowywana do prywatyzacji w drodze Pierwszej Oferty Publicznej. MSP podjęło błędną decyzję o niewniesieniu Spółki do Grupy PHN S.A., szczególnie po nieudanym przetargu na sprzedaż pakietu 85% udziałów Emilii w grudniu 2011 r. Wniesienie Spółki do Grupy PHN S.A. byłoby działaniem celowym z uwagi na znaczną wartość rynkową nieruchomości Emilii i zwiększyłoby atrakcyjność oferty publicznej PHN S.A. Takie posunięcie rekomendowane było także przez firmy doradcze.

Nierzetelnym działaniem, prowadzącym do niegospodarności, była rezygnacja z opracowania strategii prywatyzacji Meble Emilia Sp. z o.o., dostosowanej do specyfiki tej Spółki. Główną konsekwencją było niewłaściwe przygotowanie ogłoszenia o prywatyzacji oraz memorandum informacyjnego. Nie zaprezentowano np. oszacowań wartości rynkowej nieruchomości Spółki, tak jak to zrobiono w prospekcie emisyjnym Grupy PHN S.A. Działania te przyczyniły się do małego zainteresowania inwestorów tą prywatyzacją. W rezultacie Skarb Państwa uzyskał za sprzedawany pakiet udziałów tylko 115,14 mln zł, podczas gdy według pierwotnej wyceny, metodą skorygowanych aktywów netto, był on warty 197,36 mln zł.

Nierzetelne było działanie Komisji MSP ds. odbioru zamówionych dzieł, która akceptowała kolejne oszacowania wartości Spółki zakładające m.in. wymuszoną sprzedaż wszystkich nieruchomości Spółki (po cenach likwidacyjnych, tj. z 20-25% dyskontem w stosunku do wartości rynkowej). Takiego scenariusza nie przewidywał ani Skarb Państwa, ani Spółka. Stopniową likwidacją miał być objęty jedynie handel meblami, a nie sama Spółka. W trzech wersjach wycen, wykonanych przez doradcę w ciągu dziewięciu miesięcy, szacowano coraz niższe wartości rynkowe należących do Spółki 14 nieruchomości o uregulowanym stanie prawnym, w tym siedmiu w Warszawie. MSP dysponowało innymi, korzystniejszymi wycenami, które określały wyższą wartość rynkową niektórych nieruchomości Emilii położonych w Warszawie. Rozbieżności w wycenach nie wpłynęły na odbiór przez MSP wycen Spółki, ani też zmianę sposobu prywatyzacji.

[str. 34-38 Informacji].

6. W styczniu 2011 r. zmieniono tryb prywatyzacji ZGH Bolesław S.A. (wskazany jeszcze w listopadzie 2006 r.) – z oferty publicznej na tryb negocjacji, podjętych na podstawie publicznego zaproszenia. Zmiana trybu sprzedaży akcji była niecelowa i prowadziła do niegospo-

darności. Trafność koncepcji prywatyzacji ZGH w trybie oferty publicznej, potwierdziły wyniki wyceny ZGH metodą porównawczą, wykonanej zarówno według stanu na 30 czerwca 2011 r., jak i na 31 grudnia 2011 r. Przy założeniu, że cena uzyskana w ofercie publicznej osiągnęłaby tylko 50% ceny ZGH wyznaczonej metodą porównawczą (tj. 45,90 zł za jedną akcję), to uzyskane przychody byłyby o 283,9 mln zł wyższe od ceny uzyskanej w trybie negocjacji.

Niegospodarne było zawarcie przez Ministra SP umowy sprzedaży akcji ZGH Bolesław za kwotę 219,3 mln zł, która była niemal równa wartości inwestycji krótkoterminowych prezentowanych w skonsolidowanym bilansie ZGH na 31 grudnia 2011 r. MSP inicjując proces prywatyzacji określało sytuację ZGH jako stabilną. Zysk netto ZGH Bolesław, według skonsolidowanego bilansu za rok 2011 r., wyniósł 87,9 mln zł.

Zespół ds. negocjacji, powołany do prowadzenia procesu prywatyzacji ZGH Bolesław działał w sposób nierzetelny, z przekroczeniem przyznaných uprawnień. Zespół nie rekomendował Podsekretarzowi Stanu dalszego prowadzenia negocjacji z Inwestorem w sytuacji bardzo istotnego pogorszenia parametrów cenowych i pozacenowych w poprawionej ofercie wiążącej. Kontynuowanie negocjacji w sytuacji naruszenia przez Inwestora oświadczenia, że żaden z zaproponowanych parametrów oferty wiążącej nie ulegnie pogorszeniu w trakcie prowadzenia negocjacji ostatecznych powinno zależeć od wyłącznej decyzji członka Kierownictwa MSP, a nie Zespołu. Bez akceptacji Podsekretarza Stanu, Zespół umożliwił jednak złożenie Inwestorowi ostatecznej poprawionej oferty wiążącej i określił datę jej złożenia.,

Nierzetelnym było działanie komisji MSP ds. odbioru zamówionych dzieł, która przyjęła oszacowania wartości spółki ZGH z dnia 30 września 2011 r. i z dnia 1 czerwca 2012 r., mimo braków metodologicznych, sprzeczności założeń i błędów rachunkowych, wpływających na oszacowanie wartości tej Spółki. Skutkiem powyższych nieprawidłowości było przyjęcie błędnie oszacowanej wartości akcji ZGH w negocjacjach prowadzonych przez MSP.

[str. 39-44 Informacji].

7. Decyzja Ministra Skarbu Państwa, o odpowiedzi na wezwanie KI Chemisty do sprzedaży akcji Ciech po cenie 31 zł za akcję, była działaniem niegospodarnym. Spółka Ciech została zrestrukturyzowana z udziałem Skarbu Państwa i znajdowała się w początkowym etapie dyskontowania dodatnich wyników. Cena proponowana w wezwaniu była niższa od bieżących notowań Ciech i nie uwzględniała premii za przejęcie kontroli nad Spółką. Kurs akcji Ciech znajdował się od 13 września 2011 r. w trendzie rosnącym (wzrost w ciągu 2,5 roku z 10,83 zł do 31 zł, tj. o niemal 200%) i nic nie wskazywało na zakończenie lub zmianę tego trendu. Większość analityków rynkowych stwierdzała, że cena proponowana w wezwaniu jest niesatysfakcjonująca. Według wyjaśnień Ministra Skarbu Państwa decyzja odpowiedzi na wezwanie do sprzedaży akcji Ciech została podyktowana tym, że wcześniejsze próby sprzedaży tych akcji były nieskuteczne oraz brakiem innej perspektywy na szybkie wyjście z akcjonariatu Spółki.

Nierzetelne były działania MSP dotyczące analizy wezwania do sprzedaży akcji Ciech. Doradca finansowy stwierdził, że różnice pomiędzy wersjami jego opracowań z 28 i 29 maja 2014 r. zostały zdeterminowane rozmową z przedstawicielami MSP i uwagami do poprzedniej wersji wyceny. W ocenie NIK działanie MSP zmierzało do wskazania przez doradcę niż-

szej wyceny akcji Ciech, co miało uzasadnić pozytywną odpowiedź Ministra Skarbu na wezwanie.

[str. 53-58 Informacji].

8. Przedstawiona dokumentacja oraz złożone w trakcie kontroli wyjaśnienia nie pozwoliły na ustalenie, w jaki sposób i na podstawie jakich przesłanek Minister Skarbu Państwa podejmował decyzje dotyczące ustalenia liczby zbywanych akcji w trzech transakcjach (sprzedaż akcji PGE S.A. w dniu 23 lutego 2012 r. oraz akcji PKO BPS.A. w dniach 18 lipca 2012 r. i 24 stycznia 2013 r.) realizowanych w trybie przyspieszonej budowy księgi popytu.

[str. 26, 32, 46 Informacji].

9. Poniesione przez Skarb Państwa koszty objętych kontrolą 15 transakcji w latach 2012-2014, w wysokości 99,8 mln zł, stanowiły 0,75% uzyskanych przychodów i były o ok. 60 mln zł niższe od kosztów poniesionych w 2011 r., przy niemal takim samym poziomie uzyskanych przychodów. Ustalone nieprawidłowości wskazują, że koszty te mogły być niższe o co najmniej 1,82 mln zł.

Niecelowe i niegospodarne było zatrudnienie globalnych banków inwestycyjnych, w szczególności w trybie bezprzetargowym, jako doradców odpowiedzialnych za wsparcie MSP w procesie podejmowania decyzji w sprawie odpowiedzi na wezwanie do sprzedaży akcji BGŻ. Zbędny wydatek z tego tytułu wyniósł 1 000 tys. zł. Niecelowe i niegospodarne było również zatrudnienie kancelarii prawnej przy tej transakcji. Zbędny wydatek z tego tytułu wyniósł 69,2 tys. zł. Kancelaria prawna otrzymała wynagrodzenie nie przedstawiając wykazu (nie wymagała tego umowa) zrealizowanych prac i działań.

Niecelowe i niegospodarne było zatrudnienie kancelarii prawnej w procesie podejmowania decyzji w sprawie odpowiedzi na wezwanie do sprzedaży akcji Ciech. Zbędny wydatek z tego tytułu wyniósł 72,8 tys. zł. Kancelaria prawna otrzymała wynagrodzenie, nie przedstawiając wykazu (nie wymagała tego umowa) zrealizowanych prac i działań.

Przy prywatyzacji PHN S.A. w 2013 r. w wyniku przeprowadzonego postępowania o udzielenie zamówienia publicznego, MSP zawarło umowę, której przedmiotem było świadczenie usług doradczych w procesie restrukturyzacji tej Spółki w celu doprowadzenia do maksymalizacji jej wartości, w związku z zamiarem zaoferowania jej akcji w drodze IPO. MSP nie potrafiło wskazać, w jaki sposób wyniki pracy doradcy zostały wykorzystane przez Ministerstwo lub przez PHN S.A. dla maksymalizacji wartości tej Spółki w procesie prywatyzacji. Zbędny wydatek z tytułu zawartej umowy wyniósł 681,6 tys. zł.

[str. 34, 61-63 Informacji].

10. MSP nie księgowało na bieżąco, w miesiącu sprzedaży, całkowitej wartości sprzedawanych w latach 2012-2014 akcji, lecz tylko część wartości nominalnej – w odniesieniu do siedmiu transakcji sprzedaży akcji spółek giełdowych. Ogółem kwota stwierdzonych nieprawidłowości wyniosła 6 909,4 mln zł (kwota ustalona na podstawie wartości rynkowej spółek na dzień 31 grudnia roku poprzedzającego sprzedaż akcji).

[str. 60-61 Informacji].

11. Ministerstwo Skarbu Państwa zrealizowało większość wniosków przedstawionych przez NIK w wyniku wcześniejszych kontroli działań prywatyzacyjnych. Nie w pełni zrealizowane zostały

wnioski dotyczące zapewnienia rzetelnego odbioru opracowań przez komisje ds. odbioru zamówionych dzieł oraz dokonywania analiz umożliwiających ocenę efektów zawieranych umów.

[str. 63-66 Informacji].

12. Łączne finansowe rezultaty kontroli wynoszą 6 911,2 mln zł, w tym:

- Kwoty wydatkowane z naruszeniem prawa – 1 mln zł (kwota wydatkowana z pominięciem przepisów *ustawy z dnia 29 stycznia 2004 r. Prawo zamówień publicznych*⁸);
- Kwoty wydatkowane z naruszeniem zasad należytego zarządzania finansami – 0,82 mln zł (kwota niecelowych i niegospodarnych wydatków związanych z realizacją trzech zbędnych umów z doradcami);
- Sprawozdawcze skutki nieprawidłowości w księgowaniu – 6 909, mln zł.

[str. 61, 63 Informacji].

2.3. Uwagi końcowe i wnioski

Analiza transakcji prywatyzacyjnych realizowanych w trybie negocjacji podjętych na podstawie publicznego zaproszenia, wskazuje na determinację Ministra Skarbu Państwa w dążeniu do sukcesu, za który uważane jest sprywatyzowanie spółek należących do Skarbu Państwa.

Jednakże ustalenia kontroli obejmujące okoliczności zawierania takich transakcji wskazują na kształtowanie się – niewłaściwego zdaniem NIK – sposobu działania :

- pierwsza wycena spółki (poza wartością minimalną) jest znacznie wyższa od oferty inwestorów (również przy pominięciu wyników wyceny metodą rynkową na podstawie notowań giełdowych porównywalnych spółek lub porównywalnych transakcji);
- następuje zmiana założeń wyceny (np. planów długookresowych lub strategii spółki);
- zlecane są kolejne wyceny, które wskazują coraz niższą wartość spółki, również przy osiągnięciu przez nią korzystnych wyników finansowych;
- gdy oferowana cena jest równa lub przewyższa rekomendowaną przez doradcę cenę minimalną, przy spełnieniu jednocześnie innych założonych warunków transakcji, zawierana jest umowa sprzedaży akcji spółki.

NIK nie zgadza się z wielokrotnymi wyjaśnieniami MSP o całkowicie autorskim charakterze wycen sporządzanych przez doradców i sprawdzaniu przez pracowników Ministerstwa wyłącznie zgodności wykonanych prac z warunkami określonymi w umowie. Pracownicy MSP mają możliwość zgłoszenia uwag lub zadania pytań dotyczących wykonanych wycen, w tym dotyczących poprawności przyjętych założeń kształtujących wynik wyceny wartości przedsiębiorstwa spółki, oraz żądania wyjaśnień od doradcy. W tej sytuacji „autorskość dzieła” nie usprawiedliwia nierzetelności w odbiorze zamówionych wycen.

NIK nie zgadza się także ze stanowiskiem MSP dotyczącym pomijania w negocjacjach wyników wyceny metodą mnożnikową i uwzględniania jedynie wyników wyceny metodą DCF⁹. MSP stoi na stanowisku, że wycena mnożnikowa z założenia opiera się na historycznych danych finansowych (nie uwzględniając prognoz przyszłego funkcjonowania spółki) oraz sporządzona jest w warunkach ograniczonej wiedzy o wycenianym podmiocie, pozyskanej głównie z dostępnych

⁸ Dz.U. z 2013 r., poz. 907 ze zm.

⁹ Ang. *discounted cash flow* – zdyskontowane przepływy pieniężne, metoda wykorzystująca obliczenia wartości spółki w oparciu o rachunek pieniądza w czasie.

danych finansowych. Wycena ta nie uwzględnia specyficznych ryzyk związanych z działalnością wycenianego podmiotu oraz ich przyszłych implikacji. W opinii MSP metoda dochodowa w wycenie wartości Spółki w najlepszy sposób pozwala oddać specyfikę wycenianego podmiotu, przez pryzmat zarówno obecnej jak i przyszłej sytuacji finansowej.

Zdaniem NIK powyższe podejście do metod wyceny nie jest w pełni słuszne. Metoda DCF wymaga przyjęcia wielu założeń, dotyczących zarówno przyszłej sytuacji makroekonomicznej, jak i przyszłej działalności spółki. Sterując tymi założeniami można praktycznie uzyskać niemal dowolny wynik wyceny. Ponadto, biorąc pod uwagę mnogość wykorzystywanych algorytmów i znaczną liczbę przyjmowanych założeń, jest to metoda skomplikowana, trudna do weryfikacji i podatna na błędy, czego dowiodły również wyniki niniejszej kontroli.

Stwierdzone nieprawidłowości uzasadniają m.in. powtórzenie wniosku dotyczącego potrzeby weryfikacji przez niezależnych ekspertów wycen dokonywanych przez doradców zatrudnionych przy prywatyzacji.

Biorąc pod uwagę oceny i uwagi wynikające z ustaleń kontroli, Najwyższa Izba Kontroli, na podstawie art. 53 ust. 1 pkt 5 *ustawy o NIK*, skierowała do Ministra Skarbu Państwa wnioski o:

1. Rozważenie możliwości zlecenia weryfikacji odbieranych wycen przez niezależnych ekspertów.
2. Podjęcie przez MSP działań w celu uzyskania odszkodowań za błędne wyceny i ich skutki.
3. Pełne dokumentowanie wyników analiz rynkowych w celu optymalizacji terminów transakcji giełdowych, w tym rozważenie możliwości stosowania analizy trendów i analizy technicznej.
4. Zawieranie umów z doradcami po dokonaniu analiz umożliwiających ocenę efektów wykonania tych umów, w celu wyeliminowania zbędnych zleceń i idących za nimi kosztów.
5. Podjęcie działań w celu zapewnienia zgodności stosowanej w MSP polityki rachunkowości z obowiązującymi przepisami prawa oraz prawidłowego księgowania sprzedaży akcji spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych.

3. Ważniejsze wyniki kontroli

3.1. Charakterystyka stanu prawnego oraz uwarunkowań ekonomicznych i organizacyjnych

3.1.1. Charakterystyka stanu prawnego

Działania prywatyzacyjne reguluje *ustawa z dnia 30 sierpnia 1996 r. o komercjalizacji i prywatyzacji*¹⁰. Prywatyzacja, w rozumieniu ustawy, polega na:

- 1) obejmowaniu akcji w podwyższonym kapitale zakładowym jednoosobowych spółek Skarbu Państwa powstałych w wyniku komercjalizacji przez podmioty inne niż Skarb Państwa lub inne niż państwowe osoby prawne w rozumieniu *ustawy z dnia 8 sierpnia 1996 r. o zasadach wykonywania uprawnień przysługujących Skarbowi Państwa*¹¹;
- 1a) zbywaniu należących do Skarbu Państwa akcji w spółkach;
- 2) rozporządzaniu wszystkimi składnikami materialnymi i niematerialnymi majątku przedsiębiorstwa państwowego lub spółki powstałej w wyniku komercjalizacji na zasadach określonych ustawą przez:
 - a) sprzedaż przedsiębiorstwa,
 - b) wniesienie przedsiębiorstwa do spółki,
 - c) oddanie przedsiębiorstwa do odpłatnego korzystania.

Rada Ministrów określa, w drodze rozporządzenia, przedsiębiorstwa państwowe oraz jednoosobowe spółki Skarbu Państwa o szczególnym znaczeniu dla gospodarki państwa. Prywatyzacja tych przedsiębiorstw i spółek wymaga zgody Rady Ministrów (art. 1a ust. 1 i 2 *ustawy o kip*).

Akcje należące do Skarbu Państwa są zbywane w trybie (art. 33 ust. 1 *ustawy o kip*):

- 1) oferty ogłoszonej publicznie,
- 2) przetargu publicznego,
- 3) negocjacji podjętych na podstawie publicznego zaproszenia,
- 4) przyjęcia oferty w odpowiedzi na wezwanie ogłoszone na podstawie art. 72-74 lub art. 91 ust. 6 *ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych*¹²,
- 5) aukcji ogłoszonej publicznie,
- 6) sprzedaży akcji w obrocie zorganizowanym w rozumieniu *ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi*¹³,
- 7) sprzedaży na podstawie oferty publicznej akcji objętych prospektem emisyjnym lub memorandum informacyjnym, sporządzonym w związku z tą ofertą lub dopuszczeniem tych akcji do obrotu na rynku regulowanym,

¹⁰ Dz. U. z 2015 r., poz. 747. Dalej: *ustawa o kip*.

¹¹ Dz. U. z 2012 r. poz. 1224 ze zm.

¹² Dz. U. z 2013 r. poz. 1382 ze zm.

¹³ Dz. U. z 2014 r. poz. 94 ze zm.

- 8) stabilizacji pomocniczej oraz poprzez udzielanie pożyczek akcji w celu realizacji stabilizacji pomocniczej,
- 9) sprzedaży akcji, poza obrotem zorganizowanym, z użyciem systemu kojarzącego oferty kupna i sprzedaży, zorganizowanego i prowadzonego przez spółkę prowadzącą rynek regulowany.

Rada Ministrów może wyrazić zgodę na inny tryb zbywania akcji, jak też na wniesienie akcji należących do SP do innej jednoosobowej spółki SP w zamian za objęcie akcji w podwyższonym kapitale zakładowym tej spółki (art. 33 ust. 3 i 4 *ustawy o kip*). Akcje należące do SP mogą być też zbywane w innym trybie, bez obowiązku występowania o zgodę Rady Ministrów, jeżeli:

- 1) nabywca i cena są wskazane w umowie prywatyzacyjnej, a zbycie dotyczy akcji spółek, w których Skarb Państwa posiada mniej niż 50% kapitału zakładowego, lub
- 2) zbycie dotyczy akcji spółek, w których Skarb Państwa posiada nie więcej niż 25% kapitału zakładowego (art. 33 ust. 5 *ustawy o kip*).

Przebieg procesów prywatyzacyjnych jest jawny. Z przebiegu procesu prywatyzacyjnego sporządza się kartę prywatyzacji.

*Rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 30 maja 2011 r. w sprawie szczegółowego trybu zbywania akcji Skarbu Państwa*¹⁴ określiło szczegółowy tryb zbywania akcji oraz warunki, jakie powinny spełniać, uwzględniając konieczność zapewnienia jawności i przejrzystości procesowi prywatyzacji:

- oferta zbycia akcji,
- zaproszenie do składania ofert nabycia akcji w przetargu publicznym,
- zaproszenie do negocjacji, które mogą dotyczyć zobowiązań inwestycyjnych, zobowiązań związanych z ochroną środowiska, a także zobowiązań związanych z ochroną interesów pracowników i innych osób związanych ze spółką,
- zaproszenie do wzięcia udziału w aukcji ogłoszonej publicznie,
- zbycie akcji poza obrotem zorganizowanym, z użyciem systemu kojarzącego oferty kupna i sprzedaży, zorganizowanego i prowadzonego przez spółkę prowadzącą rynek regulowany.

Zgodnie z art. 32 ust. 1 *ustawy o kip* przed zaoferowaniem do zbycia akcji Skarbu Państwa minister właściwy do spraw Skarbu Państwa:

- 1) dokonuje lub zleca dokonanie analizy mającej na celu oszacowanie wartości przedsiębiorstwa spółki, w tym ustalenie sytuacji prawnej majątku spółki w zakresie zgodnym z ust. 1a,
- 2) może dokonać lub zlecić dokonanie analiz w zakresie:
 - a) ustalenia stanu i perspektyw rozwoju przedsiębiorstwa spółki,
 - b) oceny realizacji obowiązków wynikających z wymogów ochrony środowiska,
 - c) innym, każdorazowo określonym przez ministra właściwego do spraw Skarbu Państwa, jeżeli wymaga tego ochrona interesu Skarbu Państwa,

¹⁴ Dz. U. Nr. 114, poz. 664.

Rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 30 maja 2011 r. w sprawie analiz spółki przeprowadzanych przed zaoferowaniem do zbycia akcji należących do Skarbu Państwa¹⁵ określa zakres analiz spółki, sposób ich zlecenia, opracowania, odbioru i finansowania. Określa też warunki, w razie spełnienia których można odstąpić od opracowania analizy mającej na celu oszacowanie wartości przedsiębiorstwa spółki.

Zakres analizy mającej na celu oszacowanie wartości przedsiębiorstwa spółki, z wyłączeniem zakresu ustalenia sytuacji prawnej majątku spółki, obejmuje:

- 1) opis przedsiębiorstwa i działalności spółki;
- 2) oszacowanie wartości przedsiębiorstwa spółki przy użyciu co najmniej dwóch metod wyceny.

Wyboru metody wyceny dokonuje się w zależności od, w szczególności:

- 1) bieżącej sytuacji ekonomiczno-finansowej spółki;
- 2) uwarunkowań związanych z podstawowym przedmiotem działalności spółki;
- 3) charakteru głównych źródeł generowania wolnych przepływów pieniężnych z prowadzonej działalności;
- 4) struktury kapitału spółki;
- 5) produktywności posiadanych przez spółkę zasobów i sposobu wykorzystywania ich w prowadzonej działalności.

3.1.2. Charakterystyka uwarunkowań organizacyjnych

Misja Ministerstwa Skarbu Państwa i cele strategiczne prywatyzacji, zostały wskazane w *Planie prywatyzacji na lata 2012-2013* przyjętym przez RM 27 marca 2012 r. Wskazano w nim, że misją MSP są:

- 1) kontynuacja transformacji gospodarczej Polski poprzez wzmocnienie polskiego rynku kapitałowego i zwiększanie konkurencyjności polskiej gospodarki,
- 2) wzmocnienie bezpieczeństwa energetycznego i paliwowego kraju,
- 3) efektywny i aktywny nadzór nad majątkiem Skarbu Państwa, który będzie dbał o zwrot z kapitału oraz kreował wartość dla wszystkich akcjonariuszy/udziałowców.

Główne cele strategiczne działań prywatyzacyjnych zostały określone następująco:

- 1) modernizacja gospodarki i stworzenie lepszych warunków do rozwoju gospodarczego Polski,
- 2) wsparcie polityk publicznych,
- 3) rozwój rynku kapitałowego.

Modernizację podmiotów gospodarczych oraz podniesienie ich innowacyjności i konkurencyjności wskazano jako kluczowe zadanie w sferze ekonomicznej i jeden z głównych celów prywatyzacji. Polska gospodarka działa w warunkach globalnych, firmy muszą zatem działać w sposób nowoczesny i konkurencyjny. Wymaga to stworzenia odpowiednich warunków wewnętrznych i zewnętrznych, determinujących działania restrukturyzacyjne, organizacyjne, finansowe i menedżer-

¹⁵ Dz. U. Nr. 114, poz. 663.

skie. Przekształcenia własnościowe spółek z udziałem SP wzmacniają polską gospodarkę, zwiększając jej konkurencyjność i efektywność poprzez zmiany struktury właścicielskiej prywatyzowanych podmiotów, politykę aktywnego nadzoru i zarządzania, nowe strategie rozwoju firmy i dostęp do źródeł finansowania.

Realizacja polityki prywatyzacyjnej jest jednym z narzędzi zmniejszania ryzyka w zarządzaniu majątkiem publicznym. Ponadto znaczna część osiągniętych przychodów wspiera strategiczne cele rozwojowe państwa, budując potencjał funduszy celowych:

- Funduszu Rezerwy Demograficznej,
- Funduszu Restrukturyzacji Przedsiębiorców,
- Funduszu Nauki i Technologii Polskiej.

Przychody z prywatyzacji przeznaczane są także na wyodrębnione rachunki Ministra Pracy i Polityki Społecznej (przeciwdziałanie bezrobociu), Ministra Obrony Narodowej i Ministra Gospodarki (restrukturyzacja przemysłowego potencjału obronnego i modernizacja techniczna Sił Zbrojnych Rzeczypospolitej Polskiej) oraz Ministra Finansów (Rezerwy Poręczenia i Gwarancyjne Skarbu Państwa).

Działania prywatyzacyjne rozwijają rynek kapitałowy i wzmacniają rolę Warszawy jako regionalnego centrum finansowego Europy Środkowo-Wschodniej. Prywatyzacja giełdowa ułatwia dostęp do globalnego kapitału spółkom zainteresowanym pozyskaniem finansowania, a także zwiększa kapitalizację giełdy i obroty na rynku regulowanym. Wpływa ona również na efektywność i przejrzystość działania spółek. Kluczowe jest również promowanie wśród Polaków aktywnego udziału w transakcjach giełdowych, czyli rozwijanie idei Akcjonariatu Obywatelskiego.

Wskazano, że działania te zmierzają do konsekwentnego ograniczenia roli państwa w tych obszarach gospodarczych, w których nie jest konieczne sprawowanie nadzoru właścicielskiego przez organy administracji publicznej.

Działania prywatyzacyjne w latach 2012-2013 miały dotyczyć 300 spółek, w tym 279 nadzorowanych przez Ministra Skarbu Państwa.

Minister Skarbu Państwa planował całkowite wyjście z akcjonariatu/udziału w 85% nadzorowanych przez siebie spółek, ujętych w *Planie prywatyzacji*. W pozostałych spółkach – o istotnym znaczeniu dla SP – utrzymane miały być pakiety większościowe lub pozwalające zachować władztwo korporacyjne (dotyczyło to m.in. spółek z sektora energetycznego, finansowego i obronnego).

Plan Prywatyzacji zawiera listę podmiotów spełniających kryteria efektywnej prywatyzacji. Wskazano w nim, że w przypadku zmiany uwarunkowań w otoczeniu gospodarczym, mogą pojawić się przesłanki uzasadniające czasowe zawieszenie realizacji projektu. W przypadku ustąpienia przyczyn ograniczających możliwości prywatyzacji, spółki które nie znalazły się na liście podmiotów przeznaczonych do sprzedaży, również mogły być objęte przekształceniami własnościowymi.

Część spółek nadzorowanych przez Ministra SP była objęta strategiami rządowymi oraz przepisami, które uniemożliwiały bądź w znacznym stopniu ograniczały możliwość zbywania akcji lub udziałów SP. Listę 47 takich podmiotów zawiera załącznik nr 3 do *Planu Prywatyzacji*.

Procesy prywatyzacyjne odbywać się miały w oparciu o dwie główne strategie:

- transakcje giełdowe, wzmacniające rodzimy rynek kapitałowy,
- transakcje branżowe, wzmacniające konkurencyjność polskiej gospodarki.

Wybór sposobu i trybu prywatyzacji spółek miał być dokonywany z uwzględnieniem optymalnych możliwości ich dalszego rozwoju, uwarunkowań otoczenia ekonomicznego oraz m.in. czynników takich jak sytuacja finansowa spółki i branża, w której działa. Kluczowym celem prywatyzacji giełdowej było dążenie do rozwoju rynku kapitałowego w Polsce, umacnianie roli Warszawy jako regionalnego centrum finansowego, maksymalizacja przychodów z prywatyzacji poprzez rynek kapitałowy oraz umożliwienie pozyskania środków finansowych dla samych spółek z tego rynku. W przypadku spółek w dobrej kondycji finansowej, spełniających określone kryteria rynkowe, w szczególności posiadających potencjał budowania wartości dla inwestorów oraz warszawskiego rynku kapitałowego, przewidywano możliwość wprowadzenia akcji do obrotu na rynku regulowanym. Realizacja transakcji giełdowych miała być poprzedzona każdorazowo analizą sytuacji na rynkach kapitałowych, a w związku z tym termin ich przeprowadzenia miał być ustalany w optymalnym dla spółki i dla SP momencie. Intencją Ministra SP w ramach prowadzonych projektów prywatyzacyjnych było systematyczne zwiększanie liczby podmiotów notowanych na warszawskiej giełdzie, a w przypadku spółek już obecnych na GPW - zagwarantowanie ich dalszej obecności na parkiecie oraz zapewnienie optymalnego poziomu płynności akcji.

Celem prywatyzacji branżowej było wyłonienie inwestorów, którzy zagwarantują zwiększenie efektywności działania i funkcjonowania spółek w określonym otoczeniu makroekonomicznym. Takie gwarancje może zapewnić inwestor, który posiada wiedzę i doświadczenie w prowadzeniu działalności w danej branży, ma dostęp do źródeł finansowania nowych przedsięwzięć inwestycyjnych, rozwinięte kanały dystrybucji i współpracy z odbiorcami. Jest to szczególnie istotne przy prywatyzacji małych i średnich przedsiębiorstw, które bez dofinansowania ze strony prywatnych właścicieli mają niewielką szansę na poprawę swojej kondycji finansowej i zwiększanie przychodów ze sprzedaży produktów bądź świadczonych usług.

W sierpniu 2014 r. Minister Skarbu Państwa przedstawił *Priorytety zarządzania portfelem podmiotów nadzorowanych przez Ministra SP do roku 2015*. Wskazano, że zmianie uległa filozofia dysponowania akcjami SP. Główny akcent położono na zagospodarowanie nadwyżkowego potencjału państwowych aktywów.

Wskazano na celowość, zgodnie z zapisami strategii „Sprawne Państwo 2020”, wyodrębnienia podmiotów o strategicznym znaczeniu dla gospodarki państwa oraz wprowadzenia szczególnych regulacji pozwalających na stosowanie w pełni rynkowych mechanizmów efektywnego zarządzania tymi podmiotami. W załączniku nr 1 „Priorytetów ...” przedstawiono listę 22 podmiotów o strategicznym znaczeniu dla gospodarki państwa.

W załączniku nr 2 *Priorytetów ...* przedstawiono listę 31 podmiotów o istotnym znaczeniu w nadzorze Ministra SP, w tym spółki objęte szczególnymi strategiami i przepisami prawa (według stanu na 30 czerwca 2014 r.), w załączniku nr 3 listę 190 podmiotów w nadzorze Ministra SP, które mogą zostać poddane przekształceniom własnościowym, a w załączniku nr 4 listę 115 spółek w nadzorze Ministra SP jedynie z akcjami/udziałami pracowniczymi.

Istotnym czynnikiem dla oceny procesów prywatyzacji są poniesione koszty tych działań. W pierwszym okresie prywatyzacji (lata 1991-1995) przekraczały one nawet 10% uzyskiwanych

przychodów. W kolejnych latach dał się zauważyć trwały zniżkowy trend wskaźnika kosztów prywatyzacji w stosunku do uzyskiwanych przychodów.

3.2. Istotne ustalenia kontroli

Przychody z prywatyzacji pośredniej w latach 2012-2014 były wynikiem ponad 250 transakcji. Ponad 90% przychodów było wynikiem 15 transakcji, o wartości ponad 100 mln zł każda. Dotyczyły one 14 podmiotów – dwukrotnie sprzedawane były notowane na GPW akcje PGE S.A. i PKO BP S.A., a jedna umowa obejmowała sprzedaż akcji dwóch spółek (kopalnie węgla brunatnego). Badaniami kontrolnymi NIK objęto wszystkie 15 transakcji¹⁶ o wartości jednostkowej przewyższającej 100 mln zł, które miały miejsce w latach 2012-2014¹⁷. W poniższej tabeli przedstawiono chronologiczne zestawienie tych transakcji:

Tabela nr 1: Transakcje o wartości jednostkowej ponad 100 mln zł w latach 2012-2014

L.p.	Nazwa spółki	Transakcja	Data	Przychody (mln zł)	% zbytych udziałów
1	PGE Polska Grupa Energetyczna S.A.	Kontynuacja prywatyzacji przez sprzedaż akcji na Gieldzie Papierów Wartościowych S.A.	2012-02-23	2 515,2	7,01%
2	Kopalnia Węgla Brunatnego „Konin” Kopalnia Węgla Brunatnego „Adamów”	Umowa sprzedaży akcji.	2012-05-28	175,5	85,00%
3	Polski Holding Farmaceutyczny S.A.	Umorzenie akcji właścicielskich. Likwidacja spółki celowej.	2012-06-25	602,2	41,63%
4	Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski S.A.	Kontynuacja prywatyzacji przez sprzedaż akcji na GPW.	2012-07-18	3 087,5	7,60%
5	Bank Gospodarki Żywnościowej S.A.	Notowana na GPW. Odpowiedź na wezwanie do sprzedaży akcji.	2012-08-02	797,2	25,49%
6	Meble Emilia Sp. z o.o.	Umowa sprzedaży udziałów.	2012-09-20	115,1	85,00%
7	Zespół Elektrowni „Pątnów-Adamów-Konin” S.A. ¹⁸	Sprzedaż akcji na GPW (IPO).	2012-10-30	681,5	50,00%
8	Zakłady Górniczo-Hutnicze „Bolesław” S.A.	Umowa sprzedaży akcji.	2012-12-11	219,3	86,92%
9	Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski S.A.	Kontynuacja prywatyzacji przez sprzedaż akcji na GPW.	2013-01-24	856,3	2,00%
10	Polski Holding Nieruchomości S.A.	Sprzedaż akcji na GPW (IPO).	2013-02-13	238,6	25,00%
11	Zakłady Azotowe w Tarnowie-Mościcach S.A.	Notowana na GPW. Sprzedaż akcji wybranym inwestorom.	2013-04-19	625,6	12,13%

¹⁶ Prywatyzacja Polskiego Holdingu Nieruchomości S.A. była badana w ramach innej kontroli NIK – *vide* pkt 3.2.10 *Informacji*.

¹⁷ W 2015 r. do 30 czerwca nie zrealizowano żadnej transakcji o wartości przewyższającej 100 mln zł.

¹⁸ Dalej: PAK lub ZE PAK.

L.p.	Nazwa spółki	Transakcja	Data	Przychody (mln zł)	% zbytych udziałów
12	Kopalnie i Zakłady Chemiczne Siarki "Siarkopol" S.A.	Umowa sprzedaży akcji.	2013-09-25	320,0	85,00%
13	ENERGA S.A.	Sprzedaż akcji na GPW (IPO).	2014-01-14	134,9	32,66%
			2013-12-11	2 165,3	
14	Ciech S.A.	Notowana na GPW. Odpowiedź na wezwanie do sprzedaży akcji.	2014-05-30	619,2	37,90%
15	PGE Polska Grupa Energetyczna S.A.	Kontynuacja prywatyzacji przez sprzedaż akcji na GPW.	2014-07-02	121,5	0,32%
Razem				13 274,9	

Przychody z powyższych 15 transakcji stanowiły 91,2% przychodów całkowitych z prywatyzacji uzyskanych w latach 2012-2014, a 92,0% przychodów z prywatyzacji pośredniej. Można zatem uznać, że ocena procesów prywatyzacji na podstawie tych transakcji jest miarodajna.

3.2.1. Zgodność działań z misją MSP oraz celami strategicznymi prywatyzacji.

Plan prywatyzacji na lata 2012-2013, przygotowany przez MSP, jako główne cele strategiczne działań prywatyzacyjnych wskazał:

- modernizację gospodarki i stworzenie lepszych warunków do rozwoju gospodarczego Polski,
- wsparcie polityk publicznych,
- rozwój rynku kapitałowego.

W powyższym dokumencie wskazano też, że misją MSP jest m.in. kontynuacja transformacji gospodarczej Polski poprzez wzmocnienie polskiego rynku kapitałowego i zwiększanie konkurencyjności polskiej gospodarki.

Prywatyzacja spółek z udziałem Skarbu Państwa (SP) w latach 2012-2014 wpisywała się w cel kontynuacji transformacji gospodarczej poprzez modernizację podmiotów gospodarczych oraz podniesienie ich innowacyjności i konkurencyjności¹⁹. Realizacja celów strategicznych przyjętych w *Planie* na lata 2012-2013 nie była przez MSP rozpatrywana jako konieczność jednoczesnego osiągnięcia wszystkich celów dla każdej transakcji. MSP nie wymiarowało realizacji misji i celów strategicznych przyjętych dla procesów prywatyzacji

Cel wsparcia polityk publicznych realizowany był poprzez odpisy z przychodów z prywatyzacji na poszczególne fundusze celowe od wszystkich transakcji zbycia akcji/udziałów Skarbu Państwa. Środki funduszy były przeznaczane na realizację takich zadań państwa, jak np.: zabezpieczenie przyszłych emerytur czy pomoc w celu ratowania lub restrukturyzacji przedsiębiorców, w tym przedsiębiorców publicznych oraz na udzielenie wsparcia niebędącego pomocą publiczną. W latach 2012-2014 na fundusze przekazano 8,7 mld zł, co stanowiło prawie 60% przychodów z

¹⁹ Wyjaśnienie Ministra SP z 11 września 2015 r. znak: BK.0910.10.2015.

prywatyzacji w tym okresie. Najwyższe kwotowo środki przeznaczono na Fundusz Rezerwy Demograficznej (5,7 mld zł) oraz na Fundusz Restrukturyzacji Przedsiębiorców (2,2 mld zł).²⁰

Cel, jakim było wzmocnienie i rozwój rynku kapitałowego, MSP realizowało poprzez transakcje zbycia akcji Skarbu Państwa na GPW. Prywatyzacja spółek z udziałem SP miała istotny wpływ na wzrost wartości (kapitalizację) spółek notowanych na GPW oraz na wielkość obrotów. W 2012 r. zadebiutowało 19 spółek, w tym jedna z udziałem SP. Wartość wszystkich spółek debiutujących wyniosła 3,3 mld zł, w tym spółki Skarbu Państwa 0,68 mld zł, co stanowiło prawie 21% wszystkich debiutów. W 2013 r. miały miejsce 23 debiuty, w tym dwóch spółek z udziałem SP (Polski Holding Nieruchomości S.A. i Energa S.A.). Wartość oferty wszystkich spółek debiutujących wyniosła 5,1 mld zł, w tym spółek z udziałem Skarbu Państwa 2,6 mld zł, co stanowiło 51,7% wartości wszystkich debiutów w 2013 r.

Minister SP, zgodnie z dyspozycją Rady Ministrów, w okresach półrocznych przedstawiał informację o realizacji *Planu prywatyzacji na lata 2012-2013*. Przekazywane Radzie Ministrów raporty dotyczyły realizacji planowanych przekształceń własnościowych zgodnie z przyjętymi celami strategicznymi²¹. MSP corocznie opracowywało „Ocenę przebiegu procesów prywatyzacji majątku Skarbu Państwa”, stanowiącą fragment uzasadnienia do sprawozdania z wykonania budżetu państwa za dany rok. Analizując efektywność funkcjonowania spółek po prywatyzacji, MSP opracowało również dwa raporty za lata 2008-2014 „Prywatyzacja i co dalej”. Corocznie na stronie internetowej MSP publikuje roczny raport o ekonomicznych, finansowych i społecznych skutkach prywatyzacji w danym roku. Ostatni raport z września 2014 r. dotyczył 2013 r.

3.2.2. Zgodność doboru spółek objętych prywatyzacją ze strategiami rządowymi i programami branżowymi

Działania Ministra SP w latach 2012-2014, w zakresie dotyczącym realizacji 15 transakcji objętych kontrolą, uwzględniały postanowienia programów i strategii przyjętych przez Radę Ministrów.

W związku ze Strategią „Sprawne Państwo 2020” Minister SP w sierpniu 2014 r. przedstawił Radzie Ministrów *Priorytety zarządzania portfelem podmiotów nadzorowanych przez Ministra SP do roku 2015*²². Strategia zakładała wprowadzenie jednolitych i efektywnych mechanizmów prywatyzacji spółek z udziałem Skarbu Państwa oraz wyodrębnienie podmiotów o kluczowym znaczeniu dla interesów gospodarczych Skarbu Państwa. W *Priorytetach* wyodrębniono 53 podmioty o znaczeniu strategicznym dla gospodarki oraz o istotnym znaczeniu m.in. z uwagi na zapisy strategii rządowych. Wymieniono również 190 spółek, które mogą być poddane przekształceniom własnościowym²³.

²⁰ Wykorzystanie środków funduszy celowych, pozostających w gestii MSP, podlega corocznie ocenie NIK w ramach kontroli budżetowych. Ponadto przeprowadzono dwie kontrole wykorzystania FRP (Informacja o wynikach kontroli pt. Restrukturyzacja przedsiębiorców finansowana ze środków Funduszu Restrukturyzacji Przedsiębiorców, nr ewid. 178/2012/P/12/052/KGP; Informacja o wynikach kontroli pt. Restrukturyzacja przedsiębiorców przez Agencję Rozwoju Przemysłu finansowana ze środków Funduszu Restrukturyzacji Przedsiębiorców, nr ewid. 12/2015/P/14/020/KGP).

²¹ Informacje o realizacji „Planów prywatyzacji na lata 2012-2013”. Ostatnia ze stycznia 2014 r.

²² Dalej: *Priorytety*.

²³ Zbycie akcji i udziałów, umorzenie akcji lub udziałów, wniesienie na podwyższenie kapitału, konsolidacja, procesy łączenia i podziału spółek, a w niektórych sytuacjach likwidacja.

Główny akcent położono na zagospodarowanie nadwyżkowego potencjału państwowych aktywów, a budowaniu ich wartości sprzyjać miała m.in. realizacja Programu „Inwestycje Polskie”.

Program ten zorientowany jest na długoterminowe finansowanie inwestycji rozwojowych o istotnym znaczeniu dla strategicznych interesów państwa i oparty na dwóch filarach finansujących przedsięwzięcia inwestycyjne – Banku Gospodarstwa Krajowego (BGK) oraz spółce Polskie Inwestycje Rozwojowe S.A. (PIR). Środki finansowe, umożliwiające inwestowanie w spółki celowe oraz zwiększające akcję kredytową i gwarancyjną związaną z finansowaniem projektów, miały pochodzić z dokapitalizowania PIR oraz BGK akcjami spółek: PGE Polska Grupa Energetyczna S.A., PKO BP S.A. i PZU S.A., w których SP miał zachować władztwo korporacyjne. Ostateczna wielkość pakietów akcji ww. spółek wnoszona do PIR była uzależniona od potrzeb finansowych, związanych z zaangażowaniem w realizację projektów inwestycyjnych.

Rada Ministrów wyraziła zgodę na wniesienie pakietów akcji, ograniczając jedynie ich maksymalny poziom. Zatem Minister SP miał możliwość zbycia ich części i uzyskania przychodów z prywatyzacji. Dokapitalizowanie BGK miało umożliwić uzyskanie efektu mnożnikowego, dzięki któremu podwyższone wspomnianymi środkami kapitały banku pozwolą na 7-krotne zwiększenie akcji kredytowej i gwarancyjnej związanej z potrzebami długoterminowego finansowania tego rodzaju inwestycji.

Realizując transakcje zbycia akcji PGE S.A. Minister SP uwzględnił, wynikający z „Programu dla elektroenergetyki” oraz „Polityki energetycznej Polski do 2030 roku”, obowiązek utrzymania przez Skarb Państwa większościowego pakietu akcji tej spółki. Po realizacji dwóch transakcji zbycia akcji PGE S.A. Skarb Państwa nadal posiadał 58,39% udziału w akcjonariacie tej spółki. W sytuacji braku ograniczeń prywatyzacyjnych wynikających z ww. dokumentów strategicznych Minister SP zbył wszystkie akcje PAK S.A. oraz przeprowadził pierwszą ofertę publiczną Energa S.A. zachowując 52,52% udziału w akcjonariacie Spółki. Minister SP utrzymał udział w akcjonariacie Tauron Polska Energia S.A. na poziomie pozwalającym zachować władztwo korporacyjne. Udział Skarbu Państwa w akcjonariacie tej Spółki wynosił 30,06%, a władztwo korporacyjne było zabezpieczone zapisami statutowymi.

W „Planie prywatyzacji na lata 2012-2013” opracowanym na bazie „Strategii konsolidacji i wspierania rozwoju polskiego przemysłu obronnego w latach 2007-2012” zakładano upublicznienie spółki Bumar Sp. z o.o. po przekształceniu w spółkę akcyjną. Działania prywatyzacyjne nie zostały podjęte z uwagi na zmianę strategii dla tego sektora i podjęciu decyzji o utworzeniu Polskiej Grupy Zbrojeniowej S.A.

Minister SP nie realizował również działań prywatyzacyjnych zakładanych w „Programie działalności górnictwa węgla kamiennego w Polsce w latach 2007-2015”, ze względu na kryzys w sektorze węgla kamiennego.

Minister SP, z uwagi na zapisy „Polityki rządu RP dla przemysłu naftowego w Polsce” i „Polityki energetycznej Polski do 2030 roku”, nie zbywał kolejnych pakietów akcji w PKN Orlen S.A. i Grupie Lotos S.A. Utrzymanie udziału Skarbu Państwa w akcjonariacie ww. podmiotów na nie zmienionym poziomie zostało uwzględnione w projekcie „Polityki energetycznej Polski do 2050 roku”.

3.2.3. Działania prywatyzacyjne

3.2.3.1. Wykonanie planów przychodów prywatyzacyjnych

W planach prywatyzacji na lata 2012-2014 MSP ujęto 14 z 15 zrealizowanych transakcji o wartości jednostkowej powyżej 100 mln zł. MSP nie zaplanowało przychodów z tytułu umorzenia akcji spółki Polski Holding Farmaceutyczny S.A.²⁴, choć w latach 2008-2011 planowano prywatyzację przekazanych do niego spółek, a następnie likwidację Holdingu. Zrealizowane transakcje były zaplanowane w opracowanych przez MSP dokumentach: *Planie prywatyzacji na lata 2012-2013* z marca 2012 r. oraz *Priorytetach zarządzania portfelem podmiotów nadzorowanych przez Ministra Skarbu Państwa do roku 2015* z sierpnia 2014 r.

Na potrzeby opracowania planu budżetu państwa Minister SP corocznie przygotowywał również „Kierunki prywatyzacji majątku Skarbu Państwa”, w których prezentowana była kwota przychodów przewidywanych do uzyskania w danym roku planowania, w oparciu o listę spółek przeznaczonych do prywatyzacji giełdowej i branżowej.

Tabela nr 2: Planowane i wykonane przychody z prywatyzacji

Rok	Plan Przychodów (mln zł)	Wykonanie przychodów z prywatyzacji			
		(mln zł)	% planu	w tym pośrednia	
				(mln zł)	%
2012	10 000	9 158	91,6	9 072	99,1
2013	5 001	4 396	87,9	4 370	99,4
2014	3 700	1 004	27,1	980	97,6
2012-2014	18 711	14 558	77,8	14 422	99,1

Dochody Skarbu Państwa z dywidend wyniosły w latach 2012-2014 odpowiednio: 7 424 mln zł, 6 414 mln zł i 3 844 mln zł. (razem 17 682 mln zł).

Przychody z prywatyzacji pośredniej (sprzedaż akcji i udziałów spółek) stanowiły w latach 2012-2014 – 99,1% przychodów z prywatyzacji. Pozostałe 0,9% stanowiły przychody z prywatyzacji bezpośredniej (sprzedaż przedsiębiorstw lub oddanie ich do odpłatnego korzystania) oraz inne przychody.

Przychody z prywatyzacji w latach 2012-2014 uzyskano głównie w wyniku planowanych przez MSP transakcji o wartości wyższej niż 100,0 mln zł. Suma przychodów z tych 15 transakcji stanowiła 91,2% przychodów z prywatyzacji uzyskanych w latach 2012-2014.

Na lata 2012-2014 planowano też niedoszłe do skutku transakcje, których realizacja mogła być źródłem przychodów powyżej 100 mln zł. Dotyczyło to sprzedaży kolejnych pakietów akcji spółek publicznych: PZU S.A., ZAT, PHN S.A., GPW S.A., Enea S.A. i Jastrzębskiej Spółki Węglowej

²⁴ Dalej: PHF S.A. Plan prywatyzacji na lata 2008-2011 w zakresie prywatyzacji spółek sektora farmaceutycznego przewidywał prywatyzację 11 spółek, w większości do roku 2009. Tarchomińskie Zakłady Farmaceutyczne Polfa S.A., Warszawskie Zakłady Farmaceutyczne Polfa S.A. oraz Pabianickie Zakłady Farmaceutyczne Polfa S.A., czyli spółki wchodzące w skład Grupy Kapitałowej Polski Holding Farmaceutyczny S.A. z siedzibą w Warszawie, miały być prywatyzowane oddzielnie przez PHF S.A. Po sprywatyzowaniu spółek wchodzących w skład holdingu, zakładano postawienie PHF S.A. w stan likwidacji.

S.A. (JSW S.A.). Planowano również debiuty giełdowe spółek sektora węgla kamiennego pozostających w nadzorze ministra właściwego ds. gospodarki i Bumar Sp. z o.o. oraz sprzedaży akcji spółek Eurolot S.A., PLL LOT S.A., Krajowy Depozyt Papierów Wartościowych S.A., H. Cegielski S.A. i Krajowa Spółka Cukrowa S.A. (KSC S.A.).

NIK przyjęła wyjaśnienie Ministra Skarbu Państwa, że o rezygnacji z realizacji ww. transakcji w latach 2012-2014 zdecydowały głównie przyczyny obiektywne, niezależne bezpośrednio od decyzji Ministra SP.

Przyczyną rezygnacji z kontynuacji działań prywatyzacyjnych wobec JSW S.A., Bumar Sp. z o.o. i PZU S.A. były dokumenty strategiczne przyjęte przez Radę Ministrów, w tym przystąpienie do realizacji Programu „Inwestycje Polskie”. Na rezygnację z kontynuacji prywatyzacji spółek: Enea S.A., PHN S.A., H. Cegielski S.A. oraz KSC S.A. wpłynęła rynkowa wycena akcji tych spółek, zarówno jej spadek, jak i wzrost. Rezygnacja z planowanej prywatyzacji spółek sektora węgla kamiennego była spowodowana brakiem przygotowania tych spółek do prywatyzacji oraz negatywnymi perspektywami dla sektora²⁵, w którym funkcjonują. Na brak działań prywatyzacyjnych wpłynęły również decyzje o zmianie polityki właścicielskiej wobec spółek nadzorowanych przez Ministra Skarbu Państwa. W *Priorytetach* ustalono listę spółek o znaczeniu strategicznym dla gospodarki oraz o istotnym znaczeniu dla rozwoju polskiego rynku kapitałowego²⁶. O rezygnacji z prywatyzacji decydowały też zmiany strategii przekształceń własnościowych, w tym decyzja o poparci przez Ministra SP konsolidacji spółek sektora chemicznego ZAT i ZAP w Grupę Azoty. Prywatyzacja PLL LOT S.A. jest obecnie planowana poprzez objęcie przez inwestora strategicznego akcji w podwyższonym kapitale tej spółki.

Minister Skarbu Państwa miał podejmować działania związane ze zbywaniem kolejnych pakietów akcji do poziomu pozwalającego na zachowanie władztwa korporacyjnego w spółce. Każdorazowo podkreślono, że termin zbycia akcji Skarbu Państwa zależy będzie między innymi od sytuacji rynkowej na GPW. Podobnie warunkowano zawarcie transakcji w pismach do Komisji Nadzoru Finansowego, w porozumieniu z BGK²⁷, w wewnętrznych notatkach do Ministra o podjęcie decyzji²⁸. Nigdzie nie wskazano jaka miała być to zależność, kto miał analizować sytuację rynkową na GPW i wybrać termin zbycia akcji. Przedstawiona dokumentacja dotycząca sprzedaży akcji SP na GPW nie zawiera analiz trendów kursu zbywanych akcji lub bardziej zaawansowanej analizy technicznej. W praktyce rynkowej analizę trendów, bardziej lub mniej zaawansowaną, stosują wszyscy inwestorzy. Przedstawianymi przez analityków wynikami analizy technicznej lub własnymi analizami posługuje się również znaczna część inwestorów. Przedstawione w trakcie kontroli wyjaśnienia nie dały odpowiedzi na pytanie czy MSP korzysta z tych narzędzi analitycznych

²⁵ Rezygnacja z IPO: Węglokoks S.A., Katowickiego Holdingu Węglowego S.A. i Kampanii Węglowej S.A.

²⁶ W sektorze chemicznym m.in. planowano oddzielnie prywatyzację ZAT S.A. i Zakładów Azotowych Puławy S.A. Planowano również prywatyzację Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych S.A. i Giełdy Papierów Wartościowych S.A. Zgodnie z *Priorytetami* są to obecnie spółki o istotnym znaczeniu dla rynku oraz strategicznym dla gospodarki.

²⁷ W porozumieniu MSP z Bankiem Gospodarstwa Krajowego S.A. z dnia 16 stycznia 2013 r. ustalono, że wspólna sprzedaż akcji PKO BP S.A. nastąpi nie wcześniej niż 17 stycznia 2013 r. i nie później niż 31 grudnia 2013 r., w zależności od aktualnej sytuacji makroekonomicznej i koniunktury na rynku kapitałowym. Wybrano, niemal natychmiastowy (23 stycznia 2013 r.) termin sprzedaży akcji.

²⁸ Przykładowo w Notatce z dnia 10 lipca 2012 r. skierowanej do Ministra Skarbu Państwa przez Dyrektora DRK wskazano, że decyzja będzie zależała od wielu czynników, m.in. sytuacji makroekonomicznej, uzgodnień politycznych w sprawie kryzysu w strefie euro, aktualnego kursu notowań spółki PKO BP oraz gotowości inwestycyjnej inwestorów.

lub zleca wykonanie analiz, a także w jaki sposób ustalane są terminy sprzedaży akcji przez SP. Dokumentacja prywatyzacyjna nie zawierała np. takich analiz dotyczących możliwych i przeprowadzonych transakcji sprzedaży akcji PKO BP S.A. w latach 2012 - 2014.

3.2.3.2. Realizacja działań prywatyzacyjnych

3.2.3.2.1. Sprzedaż na GPW w dniu 23 lutego 2012 r. 7,01% akcji PGE S.A. w trybie budowania przyspieszonej księgi popytu

W dniu 21 lutego 2012 r. została sporządzona przez Dyrektora Departamentu Rynków Kapitałowych notatka, skierowana do Ministra Skarbu Państwa, z wnioskiem o podjęcie decyzji w sprawie sprzedaży 5% akcji PGE (z możliwością zwiększenia do 10%) w trybie budowania przyspieszonej księgi popytu²⁹. W notatce wskazano przesłanki dla proponowanych działań oraz, że w drugiej połowie roku planowana jest pierwsza oferta publiczna PAK S.A. i nadpodaż akcji spółek z tego samego sektora może skutkować obniżaniem ich ceny. Niezwłoczne zbycie akcji PGE miało zminimalizować to ryzyko, zwiększając prawdopodobieństwo sukcesu obu planowanych transakcji. Po spadkach notowań na giełdach papierów wartościowych pod koniec 2011 roku, kurs akcji PGE na GPW kształtował się na poziomie 20-21 zł i od kilku miesięcy nie ulegał znaczącym zmianom.

DRK rekomendował sprzedaż akcji w formule budowania przyspieszonej księgi popytu, wskazując, że SP posiada akcje stanowiące 66,89% w akcjonariacie PGE, a polityka energetyczna wymaga zachowania minimum 50% udziału.

Po uzyskaniu przez DRK akceptacji projektu umowy od właściwych komórek organizacyjnych, 23 lutego 2012 r. zawarto Umowę oferowania i plasowania akcji z konsorcjum banków inwestycyjnych. Za cenę referencyjną przyjęto kurs zamknięcia notowań akcji PGE w dniu poprzednim, tj. 20,28 zł. Liczba zbywanych akcji (131 mln, tj. 7,01% wszystkich akcji PGE) i ich cena (19,20 zł) zostały ustalone w Aneksie cenowym (Pricing Supplement), uzgodnionym i podpisanym w dniu 23 lutego 2012 r. przez banki i SP. Alokację akcji pośród tzw. kwalifikowanych inwestorów zatwierdził Podsekretarz Stanu Paweł Tamborski.

Przy ustalonej cenie 19,20 zł za akcję popyt (207,9 mln akcji) przewyższał o 58,7% ustaloną liczbę (131 mln) zbywanych akcji. Przychody z transakcji wyniosły 2 515,2 mln zł. Cena 19,20 zł była o 3,95% niższa od średniej ceny z sześciu miesięcy poprzedzających transakcję. W ciągu sześciu miesięcy po transakcji kurs akcji PGE spadł o 7,1%, a wzrost indeksu WIG-Energetyka wyniósł 0,6%.

Uzyskana w procesie ABB 23 lutego 2012 r. cena 19,20 zł była o 5,33% niższa od ceny zamknięcia notowań akcji PGE w dniu poprzednim (20,28 zł) i było to dyskonto, na podstawie którego określono prowizję dla konsorcjum finansowego (0,5% wartości transakcji) w wysokości 12,6 mln zł.

W dniach 24 lutego i 29 czerwca 2012 r. Komisja Nadzoru Finansowego, w ramach realizacji swoich zadań ustawowych, skierowała do MSP pisma z prośbą o złożenie wyjaśnień dotyczących

²⁹ W skrócie ABB (z ang. *Accelerated Book Building*).

przebiegu transakcji sprzedaży akcji PGE w trybie ABB. MSP złożyło stosowne wyjaśnienia, świadczące o prawidłowym przebiegu działań związanych z transakcją.

3.2.3.2.2. Transakcja sprzedaży 85% akcji Kopalni Węgla Brunatnego Konin i Kopalni Węgla Brunatnego Adamów

Decyzję o prywatyzacji kopalń³⁰, w trybie negocjacji podjętych na publiczne zaproszenie, Minister Skarbu Państwa podjął po nieudanej próbie sprzedaży w jednej transakcji Zespołu Elektrowni Pątnów Adamów Konin (ZE PAK) oraz kopalń. Publiczne zaproszenie do negocjacji oraz porozumienie zawarte pomiędzy akcjonariuszami ZE PAK, stwarzało możliwość uczestnictwa tej spółki w procesie zakupu kopalń³¹. Zakładano, że Skarb Państwa zbędzie wszystkie posiadane akcje, a struktura transakcji zmaksymalizuje przychody z prywatyzacji.

W oszacowaniu wartości kopalń z 21 czerwca 2011 r. doradca rekomendował wartości uzyskane metodą dochodową: KWB Adamów 183,9 mln zł i KWB Konin 128,4 mln zł. Po zgłoszonych przez MSP uwagach, 6 lipca 2011 r. doradca zaktualizował ww. oszacowanie i rekomendował wartość KWB Adamów w wysokości 177,0 mln zł. Wyniki wyceny przeprowadzonej metodą porównawczą (rynkowa metoda mnożnikowa) określiły wartość Spółki w przedziale od 189,5 mln zł do 232,9 mln zł. Komisja ds. odbioru zamówionych dzieł nie wniosła uwag.

W odpowiedzi na zaproszenie do negocjacji we wrześniu 2011 r. wpłynęły trzy wstępne oferty zakupu 85% akcji obu kopalń za kwotę od 149,6 mln zł do 418,6 mln zł.

Oferty wiążące 27 stycznia 2012 r. złożyły ZE PAK oraz Spółem Plus Sp. z o.o. SKA, oferując odpowiednio 120 793 tys. zł i 263 531 tys. zł za obie kopalnie. Ofertę Spółem Plus Sp. z o.o. SKA odrzucono, ponieważ spółka nie przedstawiła wiarygodnych źródeł finansowania transakcji oraz informacji na temat obecnej i docelowej struktury właścicielskiej potencjalnego inwestora.

Zgodnie z sugestią doradcy w grudniu 2011 r. Departament Prywatyzacji po raz kolejny zlecił aktualizację wyceny³². Doradca rekomendował wartość KWB Konin w wysokości 124,8 mln zł, a KWB Adamów 83,9 mln zł, tj. o ponad 50% niższą niż poprzednio. Jako przyczynę obniżenia wartości KWB Adamów doradca wskazywał przekazanie przez Zarząd Spółki skorygowanych planów wydobycia węgla w 2012 r. (zmniejszenie o 15,6%) i w następnych latach prognozy (zmniejszenie o 4,5%). Obniżenia planu wydobycia dokonano mimo niezmnieszonego zapotrzebowania na węgiel Elektrowni Adamów. W sprawozdaniu z działalności Zarządu KWB Adamów za 2011 r. m.in. zawarto informacje, iż KWB Adamów posiadała zdolności technologiczne, wystarczające dla zabezpieczenia wydobycia na poziomie zapotrzebowania zgłaszanego przez Elektrownię Adamów, a bieżący, obniżony poziom wydobycia ma charakter przejściowy. Wyniki wyceny przeprowadzonej metodą porównawczą (rynkową) określiły wartość KWB Adamów w przedziale od 218,7 mln zł do 269 mln zł, tj. ponad dwukrotnie wyżej niż metodą dochodową i wyżej niż we wcześniejszym oszacowaniu. Komisja MSP ds. odbioru zamówionych dzieł stwier-

³⁰ Prywatyzację kopalń KWB Konin i KWB Adamów ujęto w planie prywatyzacji na lata 2008-2011 r. Skarb Państwa sprzedawał pakiety 85% akcji w każdej z kopalń. Pozostałe 15% przysługiwało pracownikom.

³¹ Elektrim S.A. i SP posiadali po 50% akcji ZE PAK. Elektrim S.A. wskazał, iż dla stworzenia jednego ciągu technologicznego niezbędnym jest zintegrowanie z ZE PAK kopalń węgla brunatnego, których właścicielem pozostawał Skarb Państwa. Optymalnym rozwiązaniem, według Elektrim S.A., było zapewnienie nabycia przez ZE PAK większościowego pakietu akcji kopalń.

³² Oszacowanie przekazane w dniu 27 stycznia 2012 r. uwzględniało wyniki Spółki za 11 miesięcy 2011 r.

dziła, że oszacowania i przedstawiona rekomendacja mogą stanowić podstawę do dalszych czynności prywatyzacyjnych.

Nierzetelne było działanie Komisji MSP ds. odbioru zamówionych dzieł, która przyjęła bez uwag oszacowanie wartości spółki KWB Adamów S.A. z dnia 27 stycznia 2012 r., mimo sprzecznych założeń i błędów rachunkowych wpływających na oszacowanie wartości KWB Adamów S.A.:

- W modelu oszacowania wartości Spółki i kolejnych aktualizacjach przyjęto, że w związku z wygaszeniem bloku węglowego w Elektrowni Adamów Spółka zakończy działalność w 2017 r. oraz, że aktywa trwałe (z wyłączeniem gruntów), istniejące w bilansie w 2010 r. oraz powstałe z nakładów inwestycyjnych, zostaną całkowicie umorzone do końca 2017 r. W oszacowaniu z 21 czerwca 2011 r. oraz z 6 lipca 2011 r. przyjęto, że nakłady inwestycyjne w latach 2011-2017 wyniosą łącznie 194,2 mln zł i będą coraz niższe w kolejnych latach. W oszacowaniu z 27 stycznia 2012 r. odwrócono tę zasadę. Przyjęto, że mimo założenia likwidacji działalności, nakłady inwestycyjne będą się zwiększały w kolejnych latach, a ich łączny poziom w okresie prognozy, skróconym o 11 miesięcy w stosunku do poprzedniego oszacowania, wyniesie 241,8 mln zł. Przyjęcie tak zmienionych założeń, w tym obniżenie planów wielkości wydobycia, spowodowało zmniejszenie szacowanej wartości dochodowej KWB Adamów z kwoty 177 mln zł do poziomu 83,9 mln zł.
- W oszacowaniu z 27 stycznia 2012 r. został popełniony istotny błąd rachunkowy, którego komisja nie zauważyła. W tabeli nr 4 *Oszacowanie Wartości Spółki metodą dochodową*, w wierszu *wartość majątku netto na koniec działalności* podano 55,9 mln zł, co łącznie z wartością z wiersza *Wolne przepływy pieniężne dla 2017 r.* (7,1 mln zł) powinno stanowić kwotę 63,0 mln zł, podczas gdy w wierszu *wolne przepływy pieniężne w tym wartość majątku netto w 2017 r.* podano 93,8 mln zł. Różnica w wycenie, po uwzględnieniu przyjętego współczynnika dyskonta (0,55) wynosi około 17,3 mln zł i wpływa ujemnie na wartość spółki (wyniosłaby 66,6 mln zł, a nie jak podano 83,9 mln zł).
- Doradca w dokumencie z dnia 14 listopada 2011 r., dotyczącym analizy ofert wstępnych i rekomendacji dalszych działań w procesie prywatyzacji, zaproponował dokonanie aktualizacji wycen kopalń, m.in. stwierdził: „*Jednocześnie w związku z przekazanymi nam przez KWB Adamów informacjami o prognozowanym obniżeniu wydobycia węgla w 2012 roku do 3,6 mln ton i prawdopodobnym wzroście wydobycia do poziomu 4,8-5,0 mln ton w latach 2013 – 2017, rekomendujemy aktualizację wyceny KWB Adamów, bowiem w oszacowaniu wartości na potrzeby prywatyzacji przyjęto, że wydobycie w kolejnych latach utrzymywać się będzie na poziomie 4,2 mln ton.*” W wykonanej następnie aktualizacji stwierdzono m.in. „*W Oszacowaniu wartości na dzień 31 grudnia 2010 roku w oparciu o informacje przekazane przez KWB Adamów założono, że w Okresie Prognozy Kopalnia będzie wydobywać rocznie średnio 4,4 mln ton węgla brunatnego, a wydobycie w 2012 wyniesie 4,5 mln ton. W obecnej aktualizacji na dzień 30 listopada 2011 roku uwzględniono zmodyfikowany przez Spółkę harmonogram wydobycia, który zakłada, że w 2012 roku Kopalnia wydobędzie jedynie 3,8 mln ton, a w latach kolejnych średni poziom wydobycia wyniesie 4,2 mln ton rocznie.*” Różnica dotycząca prognoz wydobycia w przyszłych latach w żaden sposób nie wyjaśnia przyczyn wskazania przez doradcę w dwóch dokumentach różnych założeń przyjętych do oszacowania z lipca 2011 r., ani też jakie założenia faktycznie były tam przyjęte.

- W wycenie nie uwzględniono premii za przejęcie kontroli nad Spółką, w tym możliwych do uzyskania efektów synergii przy nabyciu akcji KWB Adamów S.A. przez PAK S.A. (niemal całość wydobycia kopalni była sprzedawana do tego zespołu elektrowni).

Skutkiem powyższej nierzetelności było przyjęcie błędnie oszacowanej wartości akcji KWB Adamów w negocjacjach sprzedaży akcji tej kopalni przez Skarb Państwa. Według wyjaśnień MSP komisja ds. odbioru wzięła pod uwagę wszystkie istotne okoliczności dotyczące działalności kopalni i polegając na należytej staranności i dokładności doradcy, nie znalazła podstaw do kwestionowania wyceny.

W dniu 28 maja 2012 r. Minister Skarbu Państwa zawarł z ZE PAK umowę sprzedaży 85% pakietów akcji obu kopalń za wynegocjowaną cenę 175,5 mln zł, (KWB Konin za 108,18 mln zł i KWB Adamów za 67,32 mln zł)³³. Zaakceptowana cena 5,20 zł za akcję KWB Konin była o 32,3% wyższa od dolnej granicy przedziału rekomendowanego przez doradcę (3,93 – 6,27 zł), natomiast cena 6,60 zł za akcję KWB Adamów była wyższa o 6,8% od dolnej granicy przedziału rekomendowanego przez doradcę (6,18 – 8,08 zł). W ocenie NIK sprzedaż przez Skarb Państwa 85% akcji Kopalni Węgla Brunatnego Adamów za 67,32 mln zł było działaniem niegospodarnym. MSP zlecało doradcy prywatyzacyjnemu kolejne aktualizacje wycen, w których rekomendowano coraz niższą wartość KWB Adamów, co w końcu umożliwiło akceptację oferty nabywcy. Zespół ds. negocjacji, a następnie Minister Skarbu Państwa, zaakceptowali ofertę nabywcy nie zważając, że wartość księgowa oraz wycena metodami mnożnikowymi wskazywały na znacznie wyższą wartość akcji Spółki. Wartość księgowa kopalni Adamów na 31 grudnia 2011 r. wynosiła 144,6 mln zł, Spółka posiadała wolne środki obrotowe w wysokości 65,2 mln zł oraz nie była zadłużona. Działalność KWB Adamów była rentowna – w latach 2009-2011 wykazano zysk netto, odpowiednio: 11,9 mln zł, 10,4 mln zł oraz 12,2 mln zł³⁴.

3.2.3.2.3. Nabycie przez Polski Holding Farmaceutyczny S.A. od Skarbu Państwa 41,6% akcji własnych w celu ich umorzenia

Wykonując postanowienie Rady Ministrów, wprowadzone po uchyleniu w dniu 15 października 2008 r. „Strategii dla przemysłu farmaceutycznego do roku 2008”, dotyczące indywidualnej prywatyzacji spółek wchodzących w skład PHF S.A., Zarząd spółki PHF S.A. w dniu 19 kwietnia 2012 r. sprzedał akcje Polfy Warszawa S.A. Sprzedaż przez PHF akcji Polfa Warszawa S.A., które stanowiły część wniesionego przez Skarb Państwa kapitału zakładowego PHF S.A., uzasadniała obniżenie go w odpowiedniej wysokości. W wyniku ustaleń pomiędzy Ministerstwem Skarbu Państwa a PHF S.A. uzgodniono, iż obniżenie kapitału zakładowego odbędzie się poprzez dobrowolne umorzenie części akcji PHF S.A., co w pierwszej kolejności wymagało nabycia przez Spółkę od Skarbu Państwa akcji własnych w celu ich umorzenia na podstawie art. 359 ustawy z dnia 15 września 2000 roku Kodeks spółek handlowych³⁵. Zarząd Spółki uzgodnił z MSP, że PHF S.A. nabędzie ze środków pochodzących ze sprzedaży akcji Polfa Warszawa S.A. 24 116 147 akcji własnych celem ich umorzenia za cenę 602 180 190,59 zł będącą iloczynem liczby akcji i wynagrodzenia za jedną akcję w kwocie 24,97 zł, a w dalszej kolejności umorzy je

³³ Co odpowiadało 127,3 mln i 79,2 mln zł za 100% akcji.

³⁴ Przekształcony w związku ze zmianą zasad rachunkowości zysk za 2011 r. wyniósł 27,3 mln zł.

³⁵ Dz.U. z 2013 r., poz. 1030 ze zm. Dalej: Ksh.

razem z 15 578 930 akcjami własnymi, zakupionymi przez PHF S.A. od SP na podstawie umowy z dnia 15 grudnia 2010 r., ze środków pochodzących ze sprzedaży akcji Pabianickich Zakładów Farmaceutycznych Polfa S.A.

W dniu 4 czerwca 2012 r. Rada Ministrów przyjęła wniosek Ministra SP dotyczący zbycia 24 116 147 akcji Skarbu Państwa na rzecz spółki PHF S.A. i na podstawie art. 33 ust. 3 ustawy z dnia 30 sierpnia 1996 r. o komercjalizacji i prywatyzacji wyraziła zgodę na niepubliczny tryb sprzedaży przez SP akcji PHF S.A. na rzecz Spółki w celu ich umorzenia za wynagrodzeniem dla akcjonariusza. Nadzwyczajne Walne Zgromadzenie³⁶ PHF S.A. w dniu 12 czerwca 2012 r. wyraziło zgodę na wskazaną transakcję. NWZ PHF S.A. zobowiązało też Zarząd Spółki do zwołania Nadzwyczajnego Walnego Zgromadzenia w celu powzięcia uchwał w sprawie umorzenia akcji, obniżenia kapitału zakładowego oraz zmian w Statucie Spółki. Na podstawie umowy z dnia 25 czerwca 2012 r. Minister Skarbu Państwa przeniósł na rzecz Spółki własność 24 116 147 akcji PHF S.A., stanowiących 41,6% kapitału zakładowego, w celu ich umorzenia. Skarb Państwa otrzymał zapłatę wynagrodzenia za akcje w ww. kwocie w dniu zawarcia umowy.

NWZ PHF S.A. w dniu 29 czerwca 2015 r. podjęło uchwały w sprawie umorzenia 39 695 077 akcji PHF S.A., stanowiących 68,5% kapitału zakładowego Spółki, które Spółka nabyła na podstawie umów z 15 grudnia 2010 r. oraz z 25 czerwca 2012 r., a także obniżenia kapitału zakładowego Spółki z 579 242 380,00 zł do 182 291 610,00 zł w drodze umorzenia 39 695 077 akcji o wartości nominalnej 10 zł każda i wprowadzenia zmian w Statucie Spółki w związku z obniżeniem kapitału zakładowego Spółki. Zmiany w kapitale zakładowym PHF S.A. powstałe wskutek umorzenia 39 695 077 akcji nabytych od Skarbu Państwa zostały zarejestrowane w Krajowym Rejestrze Sądowym z dniem 15 grudnia 2012 r.

3.2.3.2.4. Sprzedaż na GPW w dniu 18 lipca 2012 r. 7,60% akcji PKO BP S.A. w trybie budowania przyspieszonej księgi popytu

Plan prywatyzacji na lata 2012-2013 przewidywał kontynuację prywatyzacji PKO BP S.A. Minister Skarbu Państwa miał podejmować działania związane ze zbywaniem kolejnych pakietów akcji do poziomu pozwalającego na zachowanie władztwa korporacyjnego w tej Spółce. Podkreślono, że termin zbycia akcji Skarbu Państwa zależy będzie między innymi od sytuacji rynkowej na GPW.

W dniu 10 lipca 2012 r. została sporządzona przez Dyrektora DRK notatka, skierowana do Ministra SP, z wnioskiem o podjęcie decyzji w sprawie wyrażenia zgody na kontynuację procesu prywatyzacji spółki PKO BP S.A. w drodze równoległej transakcji w trybie budowy przyspieszonej księgi popytu i emisji obligacji zamiennych na akcje PKO BP S.A. lub wyłącznie transakcji ABB. Przedstawiono, że „Decyzja o dokonaniu sprzedaży akcji PKO BP S.A. w obecnej, niepewnej sytuacji rynkowej będzie zależała od wielu czynników, m.in. sytuacji makroekonomicznej, uzgodnień politycznych w sprawie kryzysu w strefie euro, aktualnego kursu notowań spółki PKO BP oraz gotowości inwestycyjnej inwestorów...”. DRK rekomendował Ministrowi SP wybór jednej z dwóch wskazanych możliwości sprzedaży w zależności od wymienionych czynników. Wskazano też, że jeśli warunki rynkowe będą korzystne dla przeprowadzenia sprzedaży akcji PKO BP S.A. przed gotowością MSP i Ministerstwa Finansów do przeprowadzenia równoczesnej transakcji

³⁶ Dalej: NWZ.

ABB i emisji obligacji zamiennych na akcje, zasadne jest zbycie akcji spółki w formule ABB. „DRK w ciągu kolejnych dni będzie analizował kurs akcji PKO BP na GPW w celu optymalnego doboru terminu transakcji z perspektywy korzyści dla Skarbu Państwa”. Notatka nie precyzowała liczby akcji PKO BP oferowanych do sprzedaży. Wskazywała, że SP posiada akcje stanowiące 40,99% w akcjonariacie Spółki, a zapewnienie władztwa korporacyjnego SP wymaga zachowania minimum 25% udziału. Podsekretarz Stanu Paweł Tamborski i Minister Skarbu Państwa Mikołaj Budzanowski akceptowali przedstawione rekomendacje.

Pismami z dnia 17 i 18 lipca 2012 r. Podsekretarz Stanu Paweł Tamborski poinformował KNF o powzięciu zamiaru zbycia przez SP do 125 mln akcji PKO BP S.A. (do 10% kapitału zakładowego) na rzecz inwestorów wyłonionych w drodze budowania przyspieszonej księgi popytu. Skierował też do Prezesa Zarządu PKO BP S.A. prośbę o niezwłoczne złożenie do GPW oraz KDPW wniosków umożliwiających notowanie 125 mln akcji Spółki, na rynku podstawowym GPW.

W *Umowie oferowania i plasowania akcji* zawartej przez MSP z konsorcjum banków inwestycyjnych 18 lipca 2012 r., liczbę oferowanych akcji określono jako „do 95 mln”, co stanowiło 7,6% wszystkich akcji. Tę samą datę nosi *Porozumienie Dotyczące Podziału Wynagrodzenia* zawarte przez banki uczestniczące w konsorcjum. Ustalono w nim podział prowizji dla banków ze wskazaniem dokładnych kwot prowizji dla każdego z uczestników konsorcjum (odpowiadających zbyciu 95 mln akcji po 32,50 zł, przy cenie odniesienia 33,32 zł – kurs zamknięcia z 17 lipca 2012 r.).

Liczba zbywanych akcji i ich cena zostały ustalone w *Aneksie cenowym*, uzgodnionym i podpisanym w dniu 18 lipca 2012 r. przez Banki i SP, zgodnie z *Umową oferowania i plasowania akcji*. Alokację akcji pośród tzw. kwalifikowanych inwestorów zatwierdził Podsekretarz Stanu Paweł Tamborski. Przy ustalonej cenie 32,50 zł za akcję popyt (277,45 mln akcji) blisko 3-krotnie przewyższał ustaloną liczbę (95 mln) zbywanych akcji.

Uzyskana cena 32,50 zł była o 3,01% niższa od średniej ceny z sześciu miesięcy poprzedzających transakcję. Zdaniem niektórych analityków³⁷ akcje sprzedano znacznie poniżej ceny możliwej do osiągnięcia. Ekspertki zwracali uwagę, że ceny akcji banków były w tym czasie na bardzo niskim poziomie. W ciągu sześciu miesięcy po transakcji kurs akcji PKO BP wzrósł o 10,6%, a wzrost indeksu WIG-Banki wyniósł 21,9%.

Przedstawiona do kontroli dokumentacja nie zawierała analiz czynników wskazanych w notatce z 10 lipca 2012 r. oraz w piśmie do KNF, od których uzależniano podjęcie decyzji o dokonaniu sprzedaży akcji PKO BP S.A. Uniemożliwiło to ustalenie, czy zostały one faktycznie przeprowadzone i jakie zawierały wnioski, a w konsekwencji dokonanie oceny, czy wybór niemal natychmiastowego terminu transakcji był optymalny.

Przedstawiona dokumentacja oraz złożone w trakcie kontroli wyjaśnienia nie pozwoliły na ustalenie dlaczego w dniu 18 lipca 2012 r. podjęto decyzję o sprzedaży właśnie 95 mln akcji PKO BP, a

³⁷ Na przykład na stronach internetowych [02.10.2015]:

<http://www.bankier.pl/wiadomosc/Cena-akcji-PKO-BP-atrakcyjna-dla-Skarbu-Panstwa-2597650.html>

<http://www.bankier.pl/wiadomosc/UBS-podwyzszyl-cene-docelowa-akcji-PKO-BP-2597488.html>

<http://www.bankier.pl/wiadomosc/Barclays-podniosl-cene-docelowa-PKO-BP-i-Pekao-SA-2601441.html>

<http://www.bankier.pl/wiadomosc/DM-IDM-podwyzszyl-cene-docelowa-dla-PKO-BP-do-41-6-zl-2604464.html>

nie innej ich liczby z przedziału 90 mln do 125 mln, jak zawiadamiał w piśmie do KNF Podsekretarz Stanu Paweł Tamborski.

3.2.3.2.5. Sprzedaż na GPW 25,49% akcji Banku Gospodarki Żywnościowej S.A.³⁸ w trybie odpowiedzi na wezwanie do sprzedaży akcji popytu

Rabobank International Holding i Coöperatieve Centrale Raiffeisen-Boerenleenbank 11 kwietnia 2012 r. wezwały do sprzedaży 17 262 669 akcji BGŻ, stanowiących 40,02% kapitału Spółki, po cenie 72,50 zł za akcję. Podmiotem nabywającym akcje w ramach wezwania był Rabobank International Holding. Oferowana cena była o 56,7% wyższa od kursu zamknięcia notowań BGŻ w dniu poprzedzającym ogłoszenie wezwania, 57,5% wyższa od średniej ceny rynkowej akcji Spółki w okresie sześciu miesięcy poprzedzających ogłoszenie wezwania (46,03 zł) i o 14,0% wyższa od historycznego maksimum notowań BGŻ. Zapisy na sprzedaż akcji BGŻ rozpoczęły się 2 maja 2012 r., a termin odpowiedzi upływał 31 maja 2012 r. Został on w dniu 23 maja przedłużony do 30 lipca 2012 r.

SP posiadał 11 015 937 akcji BGŻ stanowiących 25,54% udziału w kapitale zakładowym Spółki. Rabobank (akcjonariusz większościowy) systematycznie podnosił potrzebę zwiększenia kapitałów własnych Banków poprzez emisję akcji. Wystąpienia KNF również wskazywały taką potrzebę w celu utrzymywania przez Bank współczynnika wypłacalności na wymaganym przez KNF poziomie powyżej 12%. Na spotkaniach z udziałem MSP, BGŻ i Rabobanku omawiano przyszłość Spółki w świetle realizowanej przez nią strategii i rosnących wymagań kapitałowych. Wobec niskiego planowanego zwrotu z kapitału – niższego od kosztu kapitału – MSP nie znajdowało uzasadnienia dla swojego uczestnictwa w planowanym podwyższeniu kapitału. Rabobank zasygnalizował możliwość ogłoszenia wezwania do sprzedaży wszystkich akcji w Spółce (wezwanie). Dla MSP taki wariant był zgodny z zakładanym w *Planie prywatyzacji na lata 2012-2013*.

Pakiet akcji posiadany przez SP pozwalał na zablokowanie podwyższenia kapitału zakładowego Banku, co jednak nie mogło być rozwiązaniem docelowym ze względu na potrzebę jego dokapitalizowania.

DRK w dniu 10 kwietnia 2012 r. rekomendował zatrudnienie doradcy prawnego bez publicznego postępowania na jego wybór (wynagrodzenie do 14 tys. EUR), którego zadaniem miało być:

- reprezentowanie Ministra Skarbu Państwa w rozmowach z Rabobank przed ogłoszeniem wezwania w celu maksymalizacji ceny oferowanej za akcje Spółki,
- analiza prawna dokumentu wezwania oraz rekomendacja prawna odnośnie odpowiedzi na wezwanie,
- przygotowanie dokumentów związanych z ewentualną sprzedażą akcji.

DRK rekomendował zawarcie umowy z kancelarią prawną, która poprzednio świadczyła usługi na rzecz SP przy IPO BGŻ. Podsekretarz Stanu Paweł Tamborski akceptował przedstawioną rekomendację. Umowa o świadczenie usług prawnych została zawarta z kancelarią prawną przez Dyrektora DRK w dniu 11 kwietnia 2012 r.

³⁸ Dalej: BGŻ.

W dniu 27 kwietnia 2012 r. została sporządzona przez Dyrektora DRK notatka, skierowana do Ministra SP, w sprawie wyboru doradców finansowych. DRK rekomendował wybór, w trybie bezprzetargowym, dwóch wskazanych globalnych banków inwestycyjnych, jako doradców odpowiedzialnych za wsparcie MSP w procesie podejmowania decyzji w sprawie odpowiedzi na wezwanie. Za przeprowadzenie analizy i wydanie rekomendacji odnośnie odpowiedzi na wezwanie DRK rekomendował wynagrodzenie w kwocie 1 mln zł – po 500 tys. zł dla każdego z doradców. Podsekretarz Stanu Paweł Tamborski i Minister SP Mikołaj Budzanowski akceptowali przedstawione rekomendacje. Umowa o doradztwo została zawarta 26 lipca 2012 r. „Raport o Strategicznych Możliwościach Wyjścia z BGŻ” banki inwestycyjne przedstawiły w dniu 27 lipca 2012 r. W konkluzji swoich analiz doradcy stwierdzili, że oferta publiczna Rabobanku powinna zostać poważnie rozważona przez MSP, jako że zaoferowana przez Rabobank cena 72,50 złotych za akcję jest na poziomie, który wypada korzystnie w porównaniu z zakresami orientacyjnej wyceny opartymi na analizach.

Zdaniem NIK zatrudnienie globalnych banków inwestycyjnych, jako doradców odpowiedzialnych za wsparcie MSP w procesie podejmowania decyzji w sprawie odpowiedzi na wezwanie do sprzedaży akcji BGŻ było działaniem niegospodarnym. Oferowana cena 72,50 zł była o ponad 55% wyższa od kursu zamknięcia notowań BGŻ w dniu poprzedzającym ogłoszenie wezwania i od średniej ceny rynkowej akcji Spółki w okresie wcześniejszych sześciu miesięcy. W tej sytuacji, biorąc pod uwagę również poprzedzające działania MSP w celu maksymalizacji ceny w wezwaniu, podjęcie decyzji o odpowiedzi na wezwanie było oczywiste. Zbędnym było więc również zatrudnienie ww. doradców. Z tytułu zatrudnienia tych doradców MSP poniosło wydatki w wysokości 1 mln zł.

Wybór doradców (dwóch banków inwestycyjnych) i ustalenie ich wynagrodzenia dokonany został z pominięciem przepisów *ustawy z dnia 29 stycznia 2004 r. Prawo zamówień publicznych*³⁹. Powołano się na art. 4 pkt 3 lit. j) tej ustawy, który zwalnia od stosowania jej przepisów usługi finansowe związane z emisją, sprzedażą, kupnem lub transferem papierów wartościowych lub innych instrumentów finansowych, w szczególności związane z transakcjami mającymi na celu uzyskanie dla zamawiającego środków pieniężnych lub kapitału. Zdaniem NIK usługa, którą świadczyły banki inwestycyjne, była usługą doradczą, a nie usługą finansową objętą wskazanym przepisem.

Zbędne i niegospodarne było zatrudnienie w dniu 11 kwietnia 2012 r. kancelarii prawnej w zakresie objętym umową. Wezwanie zostało ogłoszone 11 kwietnia 2012 r., a więc jego warunki (a zwłaszcza cena w wezwaniu) musiały być ustalone przez Rabobank przed tą datą. MSP w złożonych wyjaśnieniach dla NIK nie wskazało:

- W jaki sposób i kiedy kancelaria prawna reprezentowała Ministra Skarbu Państwa w rozmowach z Rabobank w zakresie maksymalizacji ceny oferowanej za akcje Spółki, jakie miała do tego predyspozycje i w jaki sposób mogła wpłynąć na ustalenie przez Rabobank ceny akcji BGŻ w wezwaniu.
- Celu analizy prawnej dokumentu wezwania oraz rekomendacji prawnej odnośnie odpowiedzi na wezwanie.

³⁹ Dz.U. z 2013 r., poz. 907 ze zm.

- Udziału kancelarii prawnej w przygotowaniu dokumentów związanych ze sprzedażą akcji BGŻ.

Dokumentacja prywatyzacyjna tej transakcji, poza fakturą wystawioną przez kancelarię prawną na kwotę 69 212,56 zł, nie zawiera żadnych dokumentów świadczących o realizacji zleconych prac.

W dniu 30 lipca 2012 r. została sporządzona przez Dyrektora DRK notatka, skierowana do Ministra Skarbu Państwa, w sprawie odpowiedzi na wezwanie. DRK rekomendowało sprzedaż przez SP wszystkich możliwych do zbycia akcji BGŻ. Minister SP sprzedał w odpowiedzi na wezwanie 10 996 531 akcji BGŻ (25,49% kapitału zakładowego) za kwotę 797 248 497,50 zł.

Cena 72,50 zł była o 57,2% wyższa od średniej ceny z sześciu miesięcy poprzedzających wezwanie. W okresie wezwania, tj. 11 kwietnia do 30 lipca 2014 r. średni kurs akcji BGŻ wynosił 71,15 zł, tj. był o 54,2% wyższy od średniego kursu z sześciu miesięcy poprzedzających datę wezwania i o 1,9% niższy od ceny w wezwaniu. W ciągu sześciu miesięcy po transakcji cena akcji BGŻ spadła do 56,10 zł (spadek o 20,3%), podczas gdy Indeks WIG-Banki wzrósł w tym czasie o 12,9%.

3.2.3.2.6. Transakcja sprzedaży 85% udziałów spółki Meble Emilia Sp. z o.o. w trybie negocjacji podjętych na podstawie publicznego zaproszenia

Spółka Meble Emilia Sp. z o.o.⁴⁰ prowadziła trwale nierentowną działalność związaną ze sprzedażą mebli oraz posiadała m.in. 14 nieruchomości (w tym siedem w atrakcyjnych lokalizacjach Warszawy) o uregulowanym stanie prawnym oraz cztery nieruchomości (w tym trzy w Warszawie) o nieuregulowanym stanie prawnym.

Proces prywatyzacji spółki Meble Emilia Sp. z o.o. został wszczęty 8 lutego 2011 r. Doradca, wybrany w drodze postępowania o zamówienie publiczne, przedstawił w dniu 11 lipca 2011 r. *Oszacowanie wartości Spółki Meble Emilia Sp. z o.o. na dzień 31 marca 2011 r.* Wycenę sporządzono dwiema metodami, tj. metodą rynkowej wartości likwidacyjnej oraz metodą skorygowanych aktywów netto (SAN), przy czym tę pierwszą doradca określił jako metodę podstawową. Doradca określił wartość Spółki metodą likwidacyjną na kwotę 95,65 mln zł i metodą SAN na kwotę 232,19 mln zł⁴¹. W związku z uwagami MSP doradca w dniu 5 września 2011 r. przedstawił nową wersję *Oszacowania*. Wartość 100% udziałów Spółki uległa obniżeniu o ok. 13%, tj. obliczona metodą likwidacyjną do kwoty 82,43 mln zł, a obliczona metodą SAN do kwoty 202,68 mln zł. *Oszacowanie* w tej wersji zostało zaakceptowane przez Zespół ds. odbioru w dniu 28 września 2011 r.

MSP zleciło doradcy wykonanie *Memorandum informacyjnego* na dzień 30 czerwca 2011 r. w oparciu o postanowienia określone w załączniku nr 3 do umowy zawartej z doradcą. *Memorandum* zostało odebrane przez Zespół ds. odbioru w dniu 28 września 2011 r., a następnie w grudniu 2011 r. zostało uzupełnione, po uwagach jednego z potencjalnych inwestorów, o informacje dotyczące umów dzierżawy i najmu ustanowionych na nieruchomościach Emilii.

⁴⁰ Dalej: Spółka lub Emilia.

⁴¹ Wariant I - bez uwzględnienia wartości nieruchomości o nieuregulowanym stanie prawnym.

Wobec zainteresowania Grupy PHN S.A. przejęciem spółek posiadających wartościowe rynkowo nieruchomości, w tym spółki Emilia, DRK rekomendował, aby nie wносить jej udziałów do Grupy i prowadzić indywidualną prywatyzację tej Spółki, co uzyskało akceptację Kierownictwa MSP w dniach 17-19 października 2011 r. Decyzja MSP o niewnoszeniu do Grupy PHN S.A. spółki Meble Emilia Sp. z o.o. była niecelowa. Zdaniem NIK posiadanie przez Spółkę istotnych aktywów nieruchomościowych predestynowało ją do włączenia do struktur Grupy PHN S.A., która w tym czasie była przygotowywana do prywatyzacji w drodze Pierwszej Oferty Publicznej. Zarząd Grupy PHN S.A. wystąpił do MSP z właściwym wnioskiem, popartym rekomendacjami firm doradczych, uwzględniającymi ogólny potencjał posiadanych aktywów i możliwości wykorzystania istniejących synergii między spółkami, a także model biznesowy każdej z badanych spółek (w tym Emilii). W szczególności decyzja taka byłaby zasadna po nieudanym przetargu na sprzedaż pakietu 85% udziałów Emilii w grudniu 2011 r. Wniesienie tej Spółki do Grupy PHN S.A., biorąc pod uwagę rynkową wartość warszawskich nieruchomości Emilii, zwiększyłoby atrakcyjność oferty publicznej PHN S.A.

W dniu 24 października 2011 r. Podsekretarz Stanu Adam Leszkiewicz podjął decyzję o sprzedaży pakietu 85% udziałów Emilii w trybie przetargu publicznego, bez zobowiązań pozacenowych, za cenę minimalną 172,28 mln zł, co odpowiadało wartości 202,68 mln całej Spółki, czyli wycenie metodą SAN. W wyznaczonym terminie, tj. do 21 grudnia 2011 r., nie została złożona żadna oferta.

Zarówno w ogłoszeniu o przetargu, jak i w zaproszeniu do negocjacji w sprawie sprzedaży udziałów Spółki, na temat tego podmiotu podano jedynie, że podstawowym przedmiotem jej działalności jest sprzedaż mebli oraz wynajem nieruchomości. W ogłoszeniach nie wskazano, że Meble Emilia Sp. z o.o. posiada komercyjne nieruchomości położone w atrakcyjnych lokalizacjach w Warszawie oraz podjęła realizację trzech projektów inwestycyjnych o charakterze deweloperskim. Inwestorom nie zapewniono odpowiednio długiego czasu na zapoznanie się z faktycznym majątkiem Spółki.

Główną konsekwencją nieprzygotowania strategii prywatyzacji odpowiedniej dla Meble Emilia Sp. z o.o. było zlecenie wykonania przez doradcę *Memorandum informacyjnego* o Spółce w oparciu o standardowo określony przez MSP zakres merytoryczny, niedostosowany do specyfiki tego podmiotu. W *Memorandum* nie wyeksponowano aktywów stanowiących o wartości Spółki, jakimi były jej komercyjne nieruchomości o ekonomicznym potencjale, położone m.in. w atrakcyjnych lokalizacjach w Warszawie, w ścisłym centrum i na Mokotowie. Nie zaprezentowano oszacowań wartości rynkowej tych nieruchomości, tak jak to zrobiono w prospekcie emisyjnym Grupy PHN S.A., ani nie zamieszczono zdjęć tych nieruchomości. Bardzo lakonicznie przedstawiono informacje nt. działań inwestycyjnych Spółki realizowanych na nieruchomościach Spółki położonych w Warszawie przy ul. Konstruktorskiej, Cybernetyki i Racjonalizacji, które według założeń projektowych miały przynieść duże zyski. Główny nacisk w *Memorandum* położono na prezentację ujemnych wyników na działalności podstawowej, jaką był nierentowna sprzedaż mebli. Szczegółowo m.in. przedstawiono strukturę sprzedaży mebli z podziałem na asortymenty, strukturę zatrudnienia 177 osób według różnych kryteriów, jak też opisano kilka konkurencyjnych firm handlujących meblami. Tymczasem restrukturyzacyjne plany Spółki ukierunkowane były na przeorientowanie działalności Spółki w okresie trzech lat, poprzez stopniowe ograniczanie prowadzenia wysoce nierentownej sprzedaży mebli i rozwinięcie działalności polegającej na zarządzaniu nieruchomościami.

W chwili podejmowania decyzji o prywatyzacji Spółki, uległ już likwidacji sztandarowy sklep położony w centrum Warszawy przy ul. Emilii Plater. W szczególności w 2012 r. MSP posiadało już wiedzę, że sprzedaż Spółki interesowały się wyłącznie podmioty z szeroko pojętej branży inwestorskiej, deweloperskiej (takie podmioty odebrały Memorandum w 2011 r.). Stosownie do postanowień umowy z doradcą Memorandum powinno dostarczyć potencjalnym inwestorom właściwych informacji o Spółce dla umożliwienia podjęcia decyzji o złożeniu oferty. MSP nie skorzystało jednak z uprawnienia do żądania sporządzenia przez doradcę bezpłatnej aktualizacji Memorandum informacyjnego o Spółce.

Zdaniem NIK brak strategii prywatyzacji oraz opisany powyżej niewłaściwy sposób prezentacji Spółki w Memorandum informacyjnym były przyczyną małego zainteresowania inwestorów tą prywatyzacją. Rezygnacja z opracowania strategii prywatyzacji Meble Emilia Sp. z o.o., dostosowanej do specyfiki tej Spółki, była działaniem nierzetelnym, prowadzącym do niegospodarności.

Decyzję o prywatyzacji Spółki w trybie negocjacji na podstawie zaproszenia publicznego podjął w dniu 9 lutego 2012 r. Podsekretarz Stanu Tomasz Lenkiewicz, który jednocześnie zaakceptował propozycję Departamentu Prywatyzacji, by nie korzystać z opcji świadczenia przez doradcę prywatyzacyjnego usług w przygotowaniu i obsłudze procesu zbywania akcji spółki (tzw. II faza).

W zleconej przez MSP *Aktualizacji oszacowaniu wartości Spółki Meble Emilia Sp. z o.o.* na 31 grudnia 2011 r. przedstawiono w dniu 5 kwietnia 2012 r. wycenę Spółki metodą likwidacyjną na kwotę 65,67 mln zł i metodą SAN na kwotę 175,23 mln zł. Oszacowanie zostało odebrane przez Zespół ds. odbioru w dniu 21 maja 2012 r. *Memorandum informacyjne* o Spółce nie było aktualizowane.

W terminie wyznaczonym do składania pisemnych odpowiedzi na publiczne zaproszenie do negocjacji w sprawie nabycia udziałów Emilii wpłynęły trzy oferty potencjalnych inwestorów⁴², którzy zostali dopuszczeni do dalszych negocjacji. Po przeprowadzeniu badania Spółki wszyscy trzej potencjalni inwestorzy złożyli oferty wiążące. Do dalszego etapu (negocjacji równoległych) dopuszczono dwóch inwestorów, którzy złożyli najwyższe oferty cenowe za sprzedawany pakiet 85% udziałów (88,62 mln zł i 121,55 mln zł). Równocześnie z prywatyzacją prowadzone były działania restrukturyzacyjne dotyczące m.in. niektórych kluczowych nieruchomości Spółki, czemu sprzeciwili się potencjalni inwestorzy. W wyniku uzupełniającego badania Spółki obaj oferenci złożyli poprawione oferty wiążące. Decyzją Podsekretarza Stanu Tomasza Lenkiewicza z dnia 8 sierpnia 2012 r. wyłączności negocjacyjnej udzielono Griffin Topco z uwagi na wyższą propozycję cenową (115,14 mln zł).

Sprzedaż pakietu 85% udziałów Meble Emilia Sp. z o.o. za cenę 115,14 mln zł (co odpowiadało 135,46 mln zł za 100% udziałów Spółki) nastąpiła na podstawie umowy z 20 września 2012 r., zawartej przez Ministra Skarbu Państwa Mikołaja Budzanowskiego z firmą Martlet Sp. o.o., wchodzącej w skład Griffin Group zarządzającej rodziną funduszy inwestycyjnych, lokujących środki w projektach nieruchomościowych. Według zaktualizowanej wyceny metodą skorygowanych aktywów netto sprzedany pakiet był warty 148,95 mln zł.

⁴² Oferty mieściły się w przedziale od 307 zł za udział (67,85 mln zł za pakiet 85% udziałów) do 615,38 za udział (136 mln zł za pakiet 85% udziałów).

W ocenie NIK nierzetelne było działanie Komisji MSP ds. odbioru zamówionych dzieł, która akceptowała kolejne *Oszacowania wartości Spółki* zakładające m.in. wymuszoną sprzedaż wszystkich nieruchomości Spółki (po cenach likwidacyjnych, tj. z 20-25% dyskontem w stosunku do wartości rynkowej). Takiego scenariusza nie przewidywał ani Skarb Państwa, ani Spółka. Stopniową likwidacją miał być objęty jedynie handel meblami, a nie Spółka.

W trzech wersjach wycen, wykonanych w ciągu dziewięciu miesięcy, szacowano coraz niższe rynkowe wartości należących do Spółki 14 nieruchomości o uregulowanym stanie prawnym, w tym siedmiu w Warszawie:

- W wersji z 11 lipca 2011 r. łączną rynkową wartość 14 nieruchomości oszacowano na 228,74 mln zł.
- W wyniku uwag MSP z sierpnia 2011 r., w wersji z 5 września 2011 r. rynkową wartość tych nieruchomości wyceniono na 200,53 mln zł, tj. o 28,21 mln zł mniej niż poprzednio.
- W *Aktualizacji oszacowania wartości Spółki* z 5 kwietnia 2012 r. doradca określił rynkową wartość nieruchomości na kwotę 174,13 mln zł, tj. niższą o 26,40 mln zł w stosunku do poprzedniej.

We wszystkich oszacowaniach wartości Spółki podano, że ze względu na relatywnie stabilną, obecną i oczekiwaną sytuację na lokalnym rynku nieruchomości, zagrożenie istotnej zmiany uzyskanych wyników wyceny ze względu na zmiany koniunktury, w horyzoncie najbliższych 12 miesięcy, było niewielkie. Tymczasem w ciągu dziewięciu miesięcy wartość nieruchomości została obniżona przez doradcę łącznie o 54,62 mln zł, tj. o 24%. Należy zauważyć także, że MSP dysponowało innymi, korzystniejszymi wycenami, które określały wyższą wartość rynkową niektórych nieruchomości Emilii położonych w Warszawie. I tak:

- W operacie szacunkowym z 11 stycznia 2011 r. wartość rynkowa nieruchomości położonej w Warszawie przy ul. Widok 5/7/9 została wyceniona na 39,5 mln zł, podczas gdy w przyjętym przez MSP *Oszacowaniu* w wersji z 5 września 2011 r. doradca ustalił jej wartość na 33,4 mln zł, a w *Aktualizacji oszacowania* na 26 mln zł.
- W umowach deweloperskich zawartych przez Spółkę w maju 2010 r. wartość trzech nieruchomości położonych na warszawskim Mokotowie⁴³ określono na podstawie wycen na łączną kwotę 86,6 mln zł. Natomiast wartość rynkowa tych nieruchomości w *Oszacowaniu* w wersji z 5 września 2011 r. została wyceniona łącznie na 56,9 mln zł, a w *Aktualizacji oszacowania* na 49,6 mln zł.
- Według operatu szacunkowego z 14 listopada 2011 r., sporządzonego dla celów wniesienia aportu do spółki celowej, wartość samego prawa użytkowania wieczystego gruntu przy ul. Konstruktorskiej 7 została wyceniona na kwotę 16,2 mln zł. Ustalenie wartości tej nieruchomości zostało zgodnie z procedurami obowiązującymi w MSP zweryfikowane przez Delegaturę MSP w Ciechanowie, która w marcu 2012 r. poinformowała, że nie zgłasza zastrzeżeń do oszacowania. Z kolei w przyjętym przez MSP: *Oszacowaniu* w wersji z 5 września 2011 doradca ustalił wartość gruntu wraz z położonym na niej budynkami na 11,1 mln zł, a w *Aktualizacji oszacowania* na 9,2 mln zł.

⁴³ Nieruchomości przy ulicach Cybernetyki 2, Konstruktorskiej 7, Racjonalizacji 7.

Rozbieżności w wycenach nie wpłynęły na odbiór przez MSP wycen Spółki i zmianę sposobu prywatyzacji.

3.2.3.2.7. Sprzedaż na GPW 50% akcji Zespołu Elektrowni Pątnów-Adamów-Konin S.A. w trybie pierwszej oferty publicznej

Prywatyzacja ZE PAK S.A. była kontynuacją procesu rozpoczętego w 1999 r. sprzedażą akcji ZE PAK na rzecz Elektrim S.A. Po nieudanej próbie sprzedaży akcji ZE PAK i kopalń węgla brunatnego KWB Konin i KWB Adamów w jednej transakcji, Minister SP podjął decyzję o prywatyzacji w drodze Pierwszej Oferty Publicznej⁴⁴. W celach prywatyzacji wskazano, że sprzedaż pakietu akcji ZE PAK należących do SP służyła będzie zapewnieniu kontynuacji działalności i rozwoju kompleksu energetycznego w rejonie Konina, rozwojowi konkurencji na krajowym rynku energetycznym, rozwiązaniu sporu akcjonariuszy wokół ZE PAK oraz zapewnieniu takiej struktury transakcji, która zmaksymalizuje przychody budżetu państwa.

Dla powodzenia transakcji koniecznym było doprowadzenie do zmiany statutu Spółki, aby kontrola nad nią wynikała z wielkości posiadanego kapitału, a nie z uprawnień osobistych, jakimi wówczas dysponował Elektrim S.A. oraz rezygnacja przez Elektrim S.A. z uprawnień do nabycia pozostałych akcji Spółki. MSP i Elektrim S.A. zawarły porozumienie, a następnie aneks do umowy prywatyzacyjnej z 1999 r., którymi uregulowano ww. kwestie.

Na doradców prywatyzacyjnych wybrano konsorcjum banków i instytucji finansowych, podobnie jak w innych procesach IPO, zwracając uwagę na ich doświadczenie, obecność na rynkach kapitałowych i działalność na rynku polskim. Prospekt emisyjny, zatwierdzony w dniu 8 października 2012 r., zawierał m.in. informację, że Skarb Państwa zobowiązał się w ramach sprzedawanych akcji zaoferować Elektrim S.A. lub podmiotom powiązanim taką ilość akcji, która zapewni kontrolę nad Spółką.

Ofertą publiczną objęto 26 013 000 akcji spółki ZE PAK będących w posiadaniu Skarbu Państwa. Inwestorom indywidualnym zaoferowano 15% sprzedawanych akcji. Pozostałe akcje zaoferowano inwestorom instytucjonalnym. MSP ustaliło przedział cenowy 26,00 zł do 33,00 zł za jedną akcję. Inwestorzy indywidualni złożyli około 14 tys. zleceń na 5 660 762 akcji, co odpowiadało ok. 21,8% wszystkich objętych ofertą akcji. Po redukcji (o około 31%) inwestorom indywidualnym zaoferowano 3 901 950 akcji, tj. 15% wszystkich akcji objętych ofertą.

W ostatnim dniu budowania księgi popytu, przy cenie 26,00 zł popyt na akcje przekroczył liczbę akcji objętych ofertą, a wskaźnik nadsubskrypcji wyniósł 1,7. Przy cenie 26,20 zł za jedną akcję, wskaźnik nadsubskrypcji wynosił 1,49, natomiast przy cenie wyższej niż 26,20 zł, popyt nie był wystarczający do sprzedaży wszystkich oferowanych akcji. Cenę sprzedaży ustalono na 26,20 zł za akcję.

Minister SP dokonał uznaniowej alokacji wśród inwestorów instytucjonalnych. Priorytetowo potraktowano inwestorów, którzy historycznie angażowali się w oferty Skarbu Państwa, złożyli deklaracje nabycia akcji na początku procesu budowania księgi popytu, deklaracje nabycia większej liczby akcji przy wyższej cenie, a także tych, którzy wyrazili zamiar długoterminowego zaangażo-

⁴⁴ W planie prywatyzacji na lata 2008-2011 r. przyjętym przez Radę Ministrów w kwietniu 2008 r. i zaktualizowanym 10 lutego 2009 r. ujęto sprzedaż całego pakietu (50%) akcji posiadanych przez Skarb Państwa.

wania. Redukcja transzy instytucjonalnej wyniosła średnio 41,9%. Spółka Embud Sp. z o.o. (powiązana z Elektrim S.A.) deklarowała nabycie 443 101 akcji, co zostało uwzględnione w 100%.

W dniu 30 października 2012 r. spółka debiutowała na GPW w Warszawie. Na otwarciu notowań akcje spółki kosztowały 26,20 zł, natomiast na zamknięciu w dniu debiutu 25,90 zł. Po sześciu miesiącach od debiutu kurs akcji ZE PAK wynosił 26,20 zł (nie zmienił się, ale średni kurs w tym czasie wyniósł 27,93 zł), a spadek indeksu WIG-Energetyka w tym czasie wyniósł 9,5%.

3.2.3.2.8. Sprzedaż 86,92% akcji Zakładów Górniczo-Hutniczych Bolesław S.A.⁴⁵ w trybie negocjacji podjętych na podstawie publicznego zaproszenia

W opracowanym przez MSP planie prywatyzacji na lata 2008-2011 zakładano ofertę publiczną ZGH w 2009 r. Następnie IPO ZGH S.A. planowano na 2011 r., co potwierdza zapis w „Kierunkach prywatyzacji majątku Skarbu Państwa w 2011 r.” Prywatyzację ZGH S.A., założono również w planie prywatyzacji na lata 2012-2013.

Podsekretarz Stanu Adam Leszkiewicz w dniu 22 września 2011 r. wyraził zgodę na publikację ogłoszenia o zbyciu pakietu 10 961 600 akcji ZGH (86,92% kapitału zakładowego) w trybie negocjacji na podstawie publicznego zaproszenia. Pozostały pakiet 13,08% akcji był przeznaczony do nieodpłatnego nabycia przez uprawnionych pracowników. Podsekretarz Stanu zaakceptował również Regulamin Zespołu ds. negocjacji⁴⁶. Do zadań Zespołu zgodnie z § 5 ust. 1 Regulaminu należało: prowadzenie negocjacji z potencjalnymi nabywcami oraz przygotowanie rekomendacji dla właściwego członka Kierownictwa w zakresie decyzji dotyczących przebiegu negocjacji i zawarcia umowy sprzedaży akcji ZGH.

W ocenie NIK niecelowa z punktu widzenia maksymalizacji ceny, prowadząca do niegospodarności, była zmiana trybu sprzedaży akcji ZGH. W styczniu 2011 r. zmieniono tryb prywatyzacji, wskazany jeszcze w listopadzie 2006 r., z oferty publicznej na tryb negocjacji podjętych na podstawie publicznego zaproszenia. Trafność koncepcji prywatyzacji ZGH w trybie oferty publicznej potwierdziły wyniki wyceny ZGH metodą porównawczą zarówno wykonane według stanu na 30 czerwca 2011 r., jak i na 31 grudnia 2011 r. Przy założeniu, że cena uzyskana w ofercie publicznej osiągnęłaby tylko 50% ceny ZGH wyznaczonej metodą porównawczą (tj. 45,90 zł), to i tak uzyskane przychody byłby o 283,9 mln zł wyższe od ceny uzyskanej w trybie negocjacji.

NIK zauważa, że MSP nie dysponuje analizą prezentującą argumenty przemawiające za lub przeciw zmianie trybu prywatyzacji. Minister SP wyjaśnił, że wskazanie trybu w planach prywatyzacji nie oznacza nałożenia na MSP obowiązku jego realizacji, a wybrany przez MSP tryb prywatyzacji pozwolił jego zdaniem na uwzględnienie specyfiki działalności ZGH oraz wszelkich zidentyfikowanych przez doradcę ryzyk związanych z działalnością Spółki.

W wyniku postępowania o zamówienie publiczne w czerwcu 2011 r. wybrano wykonawcę analiz przedprywatyzacyjnych i doradcę prywatyzacyjnego. Wycenę wartości ZGH i jej aktualizację wy-

⁴⁵ Dalej: ZGH.

⁴⁶ „Regulamin czynności dokonywanych w trybie art. 33 ust. 1 pkt 3 ustawy o *kip* polegających na prowadzeniu negocjacji podjętych na podstawie publicznego zaproszenia w sprawie zbycia akcji spółki Zakłady Górniczo-Hutnicze „Bolesław” S.A. z siedzibą w Bukowniu”.

konano z zastosowaniem metody zdyskontowanych przyszłych przepływów pieniężnych oraz metody porównań rynkowych⁴⁷. Doradca w wycenie wykonanej według stanu na dzień 30 czerwca 2011 r. rekomendował minimalną wartość spółki w oparciu o metodę DCF na poziomie 414,3 mln zł tj. 32,85 zł za jedną akcję. Wartość ZGH oszacowana metodą porównawczą wynosiła 834,1 mln zł tj. 66,10 zł za akcję, ale nie została uwzględniona w rekomendacji. Wycenę ZGH akceptowała w dniu 26 października 2011 r. Komisja ds. odbioru zamówionych dzieł złożona z pracowników MSP, w tym członków Zespołu ds. negocjacji.

W odpowiedzi na zaproszenie do negocjacji oferty wstępne nabycia akcji ZGH przekazało trzech oferentów. Zespół ds. negocjacji zarekomendował dopuszczenie do dalszego etapu negocjacji (badanie spółki i złożenie ofert wiążących) KGHM S.A. i Stalprodukt S.A., co uzyskało akceptację Podsekretarza Stanu Adama Leszkiewicza w dniu 18 listopada 2011 r. W dniu 24 listopada 2011 r. Podsekretarz Stanu zaakceptował zasady badania *due diligence* ZGH i procedurę złożenia oraz zawartości wiążącej propozycji warunków umowy zakupu akcji ZGH. Podstawowym kryterium oceny ofert wiążących miała być oferowana cena.

Po badaniu Spółki ofertę wiążącą nabycia akcji ZGH złożył tylko Stalprodukt S.A. Oferowana cena za cały zbywany pakiet akcji ZGH wynosiła 361,7 mln zł tj. 33 zł za akcję. Oferent poinformował, iż dopuszcza możliwość podwyższenia oferowanej ceny za jedną akcję spółki ZGH w przedziale 1 do 4 zł za akcję, pod warunkiem udostępnienia na etapie ostatecznych negocjacji warunków umowy, dokumentów dotyczących spółki zależnej ZGH Gradir Montenegro w Czarnogórze oraz innych dokumentów, które nie zostały udostępnione poprzednio. Inwestor złożył też wymagane oświadczenie, że żadne z zaproponowanych parametrów oferty wiążącej nie ulegną pogorszeniu w trakcie prowadzenia negocjacji ostatecznych.

Zespół ds. negocjacji po ocenie oferty wiążącej Stalprodukt S.A. w dniu 8 lutego 2012 r. przekazał Podsekretarzowi Stanu rekomendację dopuszczenia oferenta do dalszych negocjacji. Zespół zaproponował wstępny harmonogram dalszych działań. Efektem tych działań miało być zawarcie w terminie miesiąca umowy sprzedaży akcji ZGH, w miarę możliwości po podwyższonej cenie. Harmonogram miał być uszczegółowiony w trybie roboczym po uzgodnieniu go z oferentem. Rekomendacja zespołu i propozycja harmonogramu uzyskały akceptację Podsekretarza Stanu.

Uzupełniające badanie ZGH Stalprodukt S.A. prowadził przez trzy miesiące od 20 lutego 2012 r., bowiem na wniosek oferenta. Zespół ds. negocjacji dwukrotnie przedłużał okres uzupełniającego badania ZGH i termin złożenia poprawionej oferty wiążącej. Otwarcie poprawionej oferty wiążącej nastąpiło w dniu 22 maja 2012 r. Cena oferowana przez Stalprodukt S.A. nie uległa sygnalizowanemu podwyższeniu, lecz została obniżona z 33 zł do 14 zł za akcję ZGH (do 153,5 mln zł za zbywany pakiet), tj. o 58%. W sytuacji pogorszenia parametrów cenowych i pozacenowych poprawionej ofercie wiążącej procedura przewidywała możliwość odstąpienia Ministra Skarbu Państwa od dalszych negocjacji, ale Zespół ds. negocjacji nie rekomendował Podsekretarzowi Stanu żadnych decyzji w tym zakresie, ani też nie poinformował o tak istotnej zmianie oferty.

W dniu 19 marca 2012 r. doradca przedstawił Dyrektorowi DPR wniosek o aktualizację wyceny ZGH, argumentując to przekazaniem do MSP w lutym i marcu 2012 r. informacji Zarządu ZGH o:

⁴⁷ Dalej również odpowiednio metoda DCF i metoda porównawcza.

- wdrożeniu w spółce bardzo istotnego projektu racjonalizatorskiego,
- zmniejszeniu zawartości cynku w rudzie z 3,50% do 3,36%,
- opracowaniu przez Zarząd aneksu do planu strategicznego ZGH.

Dyrektor DPR w dniu 16 maja 2012 r. zlecił wykonanie aktualizacji wyceny. Doradca 1 czerwca 2012 r. przedstawił aktualizację wyceny według stanu na 31 grudnia 2011 r. Rekomendowana w aktualizacji minimalna wartość ZGH oszacowana metodą DCF wynosiła 247,3 mln zł tj. 19,61 zł za jedną akcję (poprzednio 32,85 zł – spadek o 40%). Nieuwzględniona w rekomendacji wartość ZGH oszacowana metodą porównawczą wynosiła 1 157,7 mln zł tj. 91,80 zł za akcję (poprzednio 66,14 zł – wzrost o 39%)⁴⁸.

Zlecenie w dniu 16 maja 2012 r. przez Dyrektora Departamentu Prywatyzacji - przewodniczącego zespołu ds. negocjacji aktualizacji wyceny ZGH było zdaniem NIK niecelowe. „Wycena wartości spółki Zakłady Górniczo-Hutnicze Bolesław S.A. z siedzibą w Bukownie” przyjęta przez MSP w dniu 26 października 2011 r. mogła stanowić podstawę oceny oferty wiążącej i ostatecznej poprawionej oferty wiążącej z 27 czerwca 2012 r. NIK podkreśla, że zgodnie z harmonogramem zaakceptowanym przez Podsekretarza Stanu umowa sprzedaży akcji ZGH miała być uzgodniona do połowy marca 2012 r. Termin ten został przedłużony przez zespół ds. negocjacji o blisko osiem miesięcy. W ocenie NIK zlecenie aktualizacji wyceny ZGH w okresie jej ważności i na etapie ostatecznego ustalania ceny ze Stalprodukt S.A. miało na celu uzyskanie wyceny z niższą wartością Spółki, co pozwoliło MSP na akceptację niższej ceny oferowanej przez Stalprodukt S.A.

Następnie Zespół ds. negocjacji umożliwił Stalprodukt S.A. złożenie kolejnej oferty cenowej tj. ostatecznej poprawionej oferty wiążącej zakupu akcji ZGH. W dniu 27 czerwca 2012 r. Stalprodukt S.A. zaoferował cenę 20 zł za akcję (219,3 mln zł za zbywany pakiet), ale obniżył kwotę gwarantowanych inwestycji o 60 mln zł, ze 100 mln zł do 40 mln zł.

Zespół ds. negocjacji⁴⁹, powołany do prowadzenia procesu prywatyzacji ZGH – w ocenie NIK – działał nierzetelnie i przekroczył przyznane mu uprawnienia Zespół dwukrotnie przedłużył potencjalnemu inwestorowi terminy uzupełniającego badania dokumentów Spółki oraz wyrażał zgodę na poszerzenie zakresu tych badań bez akceptacji Podsekretarza Stanu. Wydłużenie terminu badania wiązało się również z wydłużeniem terminu złożenia poprawionej oferty poza horyzont czasowy zamknięcia transakcji zaakceptowany przez Podsekretarza Stanu.

Zespół ds. negocjacji nie rekomendował Podsekretarzowi Stanu dalszego prowadzenia negocjacji ze Stalprodukt S.A. w sytuacji pogorszenia parametrów cenowych i pozacenowych w poprawionej ofercie wiążącej. Bez wymaganej akceptacji Podsekretarza Stanu Zespół umożliwił Stalprodukt S.A. złożenie ostatecznej poprawionej oferty wiążącej i określił datę jej złożenia. NIK podkreśla, że zgodnie z § 5 ust. 1 i 2 *Regulaminu* Zespół ds. negocjacji powołany został do wykonywania czynności w procesie prywatyzacji ZGH oraz przedstawiania stosownych rekomendacji. Podejmowanie decyzji o zmianie harmonogramu oraz kontynuacji lub zakończeniu negocjacji

⁴⁸ Komisja ds. odbioru zamówionych dzieł 9 lipca 2012 r. zaakceptowała i odebrała aktualizację wyceny ZGH.

⁴⁹ Do dnia 5 czerwca 2012 r. funkcję Przewodniczącego Zespołu pełnił Dyrektor Departamentu Prywatyzacji Marcin Zieliński. W prac Zespołu uczestniczyli pracownicy DPR Oskar Hoder, Hubert Szczepaniak i Jacek Czajka. Od dnia 5 czerwca 2012 r. funkcję Przewodniczącego pełnił Wojciech Chmielewski Dyrektor Departamentu Prywatyzacji. Od dnia 16 lipca 2012 r. funkcję Zastępcy Przewodniczącego pełniła Katarzyna Iskra Zastępca Dyrektora DPR.

należało do właściwego członka Kierownictwa MSP. W szczególności od wyłącznej decyzji członka Kierownictwa MSP, a nie Zespołu, zależało kontynuowanie negocjacji w sytuacji naruszenia przez Stalprodukt S.A. oświadczenia, że żaden z zaproponowanych parametrów oferty wiążącej nie ulegnie pogorszeniu w trakcie prowadzenia negocjacji ostatecznych.

W maju i lipcu 2012 r. dwa nowe podmioty wyraziły zainteresowanie udziałem w prywatyzacji ZGH. DPR poinformował potencjalnych inwestorów, że ich udział w prywatyzacji ZGH będzie możliwy w przypadku decyzji Ministra SP o zamknięciu toczącego się procesu i ogłoszeniu ponownego zaproszenia do negocjacji.

W dniu 19 lipca 2012 r. Zespół ds. negocjacji przedstawił Podsekretarzowi Stanu przebieg negocjacji ze Stalprodukt S.A. i informację, że oferowana cena za zbywany pakiet plasuje się powyżej zarekomendowanej przez doradcę minimalnej ceny sprzedaży akcji (215 mln zł) i uzyskał jego akceptację dla dalszych działań (uzgodnienie projektu umowy zbycia akcji ZGH i jego parafowanie).

Minister SP w dniu 7 listopada 2012 r. zaakceptował rekomendację Zespołu i podpisał ze spółką Stalprodukt S.A. umowę sprzedaży akcji ZGH na rzecz Stalprodukt S.A. za cenę 219,3 mln zł pod warunkiem uzyskania zgody UOKiK na koncentrację. Przeniesienie własności akcji ZGH na Stalprodukt S.A. nastąpiło 11 grudnia 2012 r. po uzyskaniu zgody UOKiK.

W ocenie NIK zawarcie przez Ministra SP umowy sprzedaży akcji ZGH za kwotę 219,3 mln zł⁵⁰ było niegospodarne. Wynegocjowana przez zespół ds. negocjacji i zaakceptowana przez Ministra SP kwota była niemal równa wartości inwestycji krótkoterminowych prezentowanych w skonsolidowanym bilansie ZGH na 31 grudnia 2011 r.⁵¹ MSP inicjując proces prywatyzacji określało sytuację ZGH jako stabilną. Zysk netto ZGH według skonsolidowanego bilansu za rok 2011 r. wynosił 87,9 mln zł.

NIK podkreśla, że rozporządzenie Rady Ministrów z 17 lutego 2009 r. w sprawie analizy spółki przeprowadzanej przed zaoferowaniem do zbycia akcji należących do Skarbu Państwa⁵² w § 3 zobowiązuje do sporządzenia oszacowania wartości przedsiębiorstwa spółki przy użyciu co najmniej dwóch metod wyceny. Zgodnie z rozporządzeniem podstawą określenia ceny akcji winno być porównanie wyników oszacowania. Przyjmując ofertę Stalproduktu Minister SP opierał się wyłącznie na rekomendowanej minimalnej wartości ZGH ustalonej metodą dochodową. Oszacowanie ZGH metodą porównawczą, określające wartość zbywanego pakietu na 725,0 mln zł (wycena), a następnie na 1 006,2 mln zł (aktualizacja wyceny), nie zostało przez MSP wzięte pod uwagę.

Komisja MSP ds. odbioru zamówionych dzieł, działała – zdaniem NIK – nierzetelnie, bowiem przyjęła oszacowania wartości spółki ZGH z dnia 30 września 2011 r. i z dnia 1 czerwca 2012 r., mimo braków metodologicznych, sprzeczności założeń i błędów rachunkowych, wpływających na oszacowanie wartości ZGH.

⁵⁰ Wartość 100% akcji ZGH wynosiła 252,3 mln zł.

⁵¹ Pozycja inwestycji krótkoterminowych prezentowanych w bilansie wynosiła 217,4 mln zł w tym 60,0 mln zł stanowiły środki pieniężne i inne aktywa pieniężne, a 54,2 mln zł papiery wartościowe będące aktywami nieoperacyjnymi.

⁵² Dz.U. z 2009 r. Nr 37, poz. 288 ze zm. Rozporządzenie w tej treści obowiązywało dla postępowań wszczętych przed 2 czerwca 2011 r. Od 2 czerwca 2011 r. obowiązywało rozporządzenie Rady Ministrów z 30 maja 2011 r. w sprawie analizy spółki przeprowadzanych przed zaoferowaniem do zbycia akcji należących do Skarbu Państwa (Dz. U. Nr 114, poz. 663).

- W modelu oszacowania wartości Spółki z dnia 30 września 2011 r. wyceny dokonano konsolidując wyniki wyceny poszczególnych spółek grupy ZGH, przy czym np.:
 - ✓ Założono spadek przychodów ZGH w 2012 r., a w latach następnych powrót do poziomu z lat 2010-2011. Dla huty HCM po 2012 r. przychody pozostają na poziomie obniżonym, a w opracowaniu nie wskazano – chociaż ogólnie – powodu przyjęcia odmiennych założeń.
 - ✓ W założeniach wskazano, że warianty II i III uwzględniają dodatkowe koszty i nakłady na ochronę środowiska w ZGH oraz HCM. Warianty II i III pojawiają się również w spółkach Bolesław Recycling i Boloil, ale nie wskazano na jakiej zasadzie i z jakiego powodu zostały utworzone te warianty.
 - ✓ Mimo przyjęcia w metodzie DCF bardzo wysokiej łącznej stopy dyskontowej (od 12,1% do 16,1%), w analizie wrażliwości wyników wyceny nie przedstawiono wpływu wysokości stopy dyskontowej na wynik wyceny, a praktyka wskazuje na decydujący wpływ tego czynnika na wynik wyceny.
 - ✓ Stwierdzono, że analiza prowadzona jest w cenach zmiennych uwzględniających wpływ inflacji na zmienne ekonomiczne, a nominalna stopa procentowa nie wymaga urealnienia, tj. oczyszczenia o zjawiska inflacyjne. Inne z przyjętych założeń oraz dane dotyczące prognozy przychodów i kosztów poszczególnych spółek grupy ZGH wskazują, że w obliczeniach przyjęto ceny stałe, co świadczy, iż przyjęte założenia są niespójne.
 - ✓ W oszacowaniu wskazano warunki stosowania premii za kontrolę, spełnione we wszystkich trzech wariantach wyceny. Po czym bez żadnego uzasadnienia nie zastosowano premii za kontrolę stwierdzając jedynie „*mając na uwadze cel wyceny, na potrzeby niniejszego dokumentu nie założono premii za kontrolę*”.
- W modelu oszacowania wartości Spółki z dnia 1 czerwca 2012 r. wyceny dokonano na podstawie danych skonsolidowanych grupy ZGH, przy czym np.:
 - ✓ Stwierdzono, że z uwagi na prowadzenie rachunku finansowego w cenach stałych, nominalna stopa procentowa wymaga urealnienia, tj. oczyszczenia o zjawiska inflacyjne. W efekcie w metodzie DCF łączna stopa dyskontowa wynosiła od 7,1% do 9,0%. W analizie wrażliwości wyników wyceny nie przedstawiono wpływu wysokości stopy dyskontowej na wynik wyceny, a praktyka wskazuje na decydujący wpływ tego czynnika na wynik wyceny.
 - ✓ W metodzie porównań rynkowych użyto nieaktualnych danych finansowych dotyczących KGHM (dane są przytoczone z poprzedniej wyceny wykonanej na 30 czerwca 2011 r.). Dla pozostałych porównywanych spółek (zagranicznych) dane zaktualizowano.
 - ✓ Niewyjaśniona i niezrozumiała jest prognoza odpisów z zysku grupy na rzecz udziałowców mniejszościowych sięgająca od 29% zysku grupy w wariantcie I do 73% w wariantcie II oraz III. Było to wynikiem skopiowania wysokości tych odpisów z wariantu I do wariantów II i III mimo znacznej zmiany prognozowanych zysków. W efekcie nastąpiło znaczne zaniżenie (ponad 30 mln zł) minimalnej szacowanej wartości akcji ZGH (wariant III). Ze względu na brak użytych przez do-

radcę danych źródłowych niemożliwe było dokładne wyliczenie wielkości tego zaniżenia.

- ✓ Bez żadnego uzasadnienia nie zastosowano premii za kontrolę stwierdzając jedynie „*mając na uwadze cel wyceny, na potrzeby niniejszego dokumentu nie założono premii za kontrolę*”. W oszacowaniu wskazano warunki stosowania premii za kontrolę, spełnione we wszystkich trzech wariantach wyceny. Pominięto przy tym możliwe do uzyskania efekty synergii (odbiorcą 65% produkcji cynku ZGH była grupa Arcelor Mittal, w tym należąca do niej spółka Stalprodukt S.A.).

Skutkiem powyższych nieprawidłowości było przyjęcie błędnie oszacowanej wartości akcji ZGH w negocjacjach sprzedaży akcji Spółki przez Skarb Państwa.

3.2.3.2.9. Sprzedaż na GPW w dniu 24 stycznia 2013 r. 2,00% akcji PKO BP S.A. w trybie budowania przyspieszonej księgi popytu

W dniu 16 stycznia 2013 r. MSP podpisało z Bankiem Gospodarstwa Krajowego S.A. (BGK)⁵³ porozumienie, w którym strony zobowiązały się do wspólnej i przeprowadzonej w tym samym czasie sprzedaży akcji PKO BP S.A., nie wcześniej niż 17 stycznia 2013 r. i nie później niż 31 grudnia 2013 r., w zależności od aktualnej sytuacji makroekonomicznej i koniunktury na rynku kapitałowym.

W dniu 22 stycznia 2013 r. została sporządzona przez Dyrektora DRK notatka, skierowana do Ministra Skarbu Państwa, z wnioskiem o podjęcie decyzji w sprawie wyrażenia zgody na sprzedaż do 1,5% akcji PKO BP S.A. należących do SP, z możliwością zwiększenia do 2,5% akcji Spółki, w trybie przyspieszonej budowy księgi popytu transakcji (ABB) przeprowadzonej wspólnie z BGK. W notatce wskazano następujące argumenty przemawiające za dokonaniem sprzedaży w najszybszym możliwym terminie:

- 17 stycznia 2013 r. upłynął termin zobowiązania Skarbu Państwa i BGK (związany z transakcją przeprowadzoną w lipcu 2012 r.) do niesprzedawania akcji PKO BP S.A.,
- inwestorzy nie spodziewają się takiej transakcji i będzie ona dużym zaskoczeniem dla uczestników rynku,
- od kilku miesięcy utrzymuje się dobra koniunktura na rynku akcji,
- zaplanowano na 2013 r. poziom przychodów z prywatyzacji w wysokości 5 mld zł,
- inwestorzy (w tym fundusze inwestycyjne i emerytalne) dysponują dużymi zasobami gotówki.

Notatka nie precyzowała liczby akcji PKO BP oferowanych do sprzedaży. Wskazywała, że SP posiada akcje stanowiące 33,39% w akcjonariacie Spółki, a zapewnienie władztwa korporacyjnego SP wymaga zachowania minimum 25% udziału. Podsekretarz Stanu Paweł Tamborski i Minister Skarbu Państwa Mikołaj Budzanowski akceptowali przedstawione rekomendacje.

Pismem z dnia 23 stycznia 2013 r. Podsekretarz Stanu Paweł Tamborski poinformował Komisję Nadzoru Finansowego o powzięciu zamiaru zbycia przez SP do 18,75 mln akcji PKO BP S.A. (do 1,5% kapitału zakładowego), z możliwością zwiększenia do 31,25 mln akcji (2,5% akcji spółki) na

⁵³ SP posiadał 417 406 277 akcji PKO BP S.A., stanowiących 33,39% kapitału zakładowego. BGK posiadało 128 102 731 akcji PKO BP S.A., stanowiących 10,25% kapitału zakładowego.

rzecz inwestorów wyłonionych w drodze budowania przyspieszonej księgi popytu oraz wiadomym mu zamiarze zbycia przez BGK do 128 102 731 akcji PKO BP S.A. (10,25% wszystkich akcji Spółki).

Umowy z doradcami zawarto w dniu 23 stycznia 2013 r. W Umowie oferowania i plasowania akcji zawartej z konsorcjum banków inwestycyjnych liczbę oferowanych akcji określono na 11,75% z możliwością zwiększenia do 12,75% (w tym 10,25% stanowiły akcje BGK). Tę samą datę nosi *Porozumienie Dotyczące Podziału Wynagrodzenia* zawarte przez Banki uczestniczące w konsorcjum. Ustalono w nim podział prowizji dla Banków ze wskazaniem dokładnych kwot prowizji dla każdego z uczestników konsorcjum (odpowiadających zbyciu 25 mln akcji posiadanych przez SP i 128 102 731 akcji posiadanych przez BGK po cenie 34,25 zł), przy cenie odniesienia 35,30 zł - kurs zamknięcia z 22 stycznia).

Liczba zbywanych akcji (w tym 25 mln akcji należących do SP, co stanowiło 2,00% kapitału zakładowego) i ich cena (34,25 zł) zostały ustalone w *Aneksie cenowym*, uzgodnionym i podpisanym w dniu 23 stycznia 2013 r. przez Banki i SP (reprezentowany przez Podsekretarza Stanu Pawła Tamborskiego), zgodnie z *Umową oferowania i plasowania akcji*. Alokację akcji pośród tzw. kwalifikowanych inwestorów zatwierdził Podsekretarz Stanu Paweł Tamborski. Przy ustalonej cenie 34,25 zł za akcję popyt (295,1 mln akcji) przewyższał o 92,7% ustaloną liczbę zbywanych akcji (153,1 mln, w tym 25 mln akcji należących do SP).

Liczba zbywanych akcji (w tym 25 mln akcji należących do SP, co stanowiło 2,00% kapitału zakładowego) i ich cena (34,25 zł) zostały ustalone w *Aneksie cenowym*, uzgodnionym i podpisanym w dniu 23 stycznia 2013 r. przez Banki i SP (reprezentowany przez Podsekretarza Stanu Pawła Tamborskiego), zgodnie z *Umową oferowania i plasowania akcji*. Alokację akcji pośród tzw. kwalifikowanych inwestorów zatwierdził Podsekretarz Stanu Paweł Tamborski. Przy ustalonej cenie 34,25 zł za akcję popyt (295,1 mln akcji) przewyższał o 92,7% ustaloną liczbę zbywanych akcji (153,1 mln, w tym 25 mln akcji należących do SP).

Cena 34,25 zł była o 3,5% niższa od średniej ceny z sześciu miesięcy poprzedzających transakcję. W ciągu sześciu miesięcy po transakcji kurs akcji PKO BP wzrósł o 6,1%, a wzrost indeksu WIG-Banki wyniósł 5,4%.

Na podstawie przedstawionych faktur członkowie konsorcjum (banki i instytucje finansowe) otrzymali wynagrodzenie, naliczone zgodnie z umową zawartą z MSP oraz Porozumieniem Dotyczącym Podziału Wynagrodzenia (plasowanie akcji). Uzyskana w procesie ABB 18 lipca cena 34,25 zł była o 2,97% niższa od ceny zamknięcia notowań akcji PKO BP S.A. w dniu poprzednim (35,30 zł) i było to dyskonto, na podstawie którego określono prowizję dla konsorcjum finansowego (0,45% wartości transakcji) w wysokości 3 853 250 zł.

Biuro Kontroli MSP przeprowadziło „Kontrolę prowadzonych przez Departament Rynków Kapitałowych czynności związanych ze zbywaniem akcji Skarbu Państwa notowanych na rynku regulowanym na przykładzie Banku PKO BP S.A.” Biuro wydało pozytywną ocenę dla przeprowadzonych w 2012 i 2013 r. procesów zbycia akcji PKO BP S.A. W wystąpieniu pokontrolnym z dnia 10 kwietnia 2013 r. zwrócono uwagę na:

- brak w MSP jasno sformułowanych procedur postępowania, gdy proces zbycia, należących do Skarbu Państwa akcji, odbywa się na rynku regulowanym,

- potrzebę przejrzystego i w pełni przekonywującego uzasadnienia kryterium wyboru, zaangażowanych w transakcje instytucji finansowych i kancelarii prawnych,
- fakt opracowania przez DRK (w trakcie czynności kontrolnych Biura) projektu dokumentu pt. „Zasady wyboru doradców zatrudnianych w transakcjach realizowanych na Gieldzie Papierów Wartościowych S.A. oraz alokacji akcji wśród inwestorów”.

Przedstawiona do kontroli dokumentacja nie zawierała analiz wszystkich czynników wskazanych w porozumieniu MSP z BGK z dnia 16 stycznia 2013 r. oraz w piśmie do KNF, od których uzależniano podjęcie decyzji o dokonaniu sprzedaży akcji PKO BP S.A. Uniemożliwiło to ustalenie, czy zostały one faktycznie przeprowadzone i jakie zawierały wnioski, a w konsekwencji dokonanie oceny, czy wybór niemal natychmiastowego terminu transakcji był optymalny.

Przedstawiona dokumentacja oraz złożone wyjaśnienia nie pozwoliły na ustalenie dlaczego w dniu 18 lipca 2012 r. podjęto decyzję o sprzedaży właśnie 25 mln akcji PKO BP, a nie innej ich liczby z przedziału 18,75 mln do 31,25 mln, jak zawiadamiał w piśmie do KNF Podsekretarz Stanu Paweł Tamborski.

W lutym 2012 r. jako argument dla szybkiej sprzedaży akcji wskazywano, że rynek nie spodziewa się sprzedaży akcji PGE przez SP. W notatce z lipca 2012 r. stwierdzono, że inwestorzy oczekują na sprzedaż akcji PKO BP. W notatce z 22 stycznia 2013 r. jako jeden z argumentów przemawiających za dokonaniem sprzedaży w najszybszym możliwym terminie wskazano, że inwestorzy nie spodziewają się takiej transakcji – będzie ona dużym zaskoczeniem dla uczestników rynku. Złożone przez MSP wyjaśnienia nie pozwoliły na ustalenie jaki jest faktyczny wpływ oczekiwań rynkowych na podjęcie decyzji o sprzedaży akcji.

3.2.3.2.10. Sprzedaż na GPW 25% akcji Polskiego Holdingu Nieruchomości S.A. w trybie pierwszej oferty publicznej

NIK kontrolę prywatyzacji Polskiego Holdingu Nieruchomości S.A. przeprowadziła⁵⁴ w drugiej połowie 2013 r. Proces prywatyzacji PHN trwał 18 miesięcy, począwszy od podjęcia przez Ministra SP decyzji o prywatyzacji Spółki, do jej debiutu na GPW w dniu 13 lutego 2013 r. Długość tego okresu wynikała z jednej strony z zawieszenia procesu prywatyzacji, w związku z niekorzystnymi warunkami rynkowymi w pierwotnie zaplanowanym terminie debiutu giełdowego Spółki, z drugiej zaś – z długotrwałego przygotowania prospektu emisyjnego przed jego zatwierdzeniem przez Komisję Nadzoru Finansowego. NIK pozytywnie oceniła fakt, że ostatecznie ustalony termin debiutu giełdowego umożliwił sprzedaż akcji Spółki w okresie wzrastającego trendu cen na giełdzie. Cena sprzedaży akcji PHN została ustalona przez Ministra SP na poziomie zapewniającym sprzedaż całego pakietu oferowanych akcji.

Stwierdzone nieprawidłowości polegały przede wszystkim na nierzetelnej współpracy w procesie prywatyzacji pomiędzy departamentami MSP: Departamentem Rynków Kapitałowych (odpowiedzialnym za przygotowanie i przeprowadzenie prywatyzacji Spółki) i Departamentem Nadzoru Właścicielskiego (odpowiedzialnym za nadzór właścicielski nad Spółką). Konsekwencją był brak

⁵⁴ Jej wyniki przedstawiono w *Informacji o wynikach kontroli „Gospodarowanie wybranymi nieruchomościami Skarbu Państwa”*: NIK, czerwiec 2014, Nr ewid. 30/2014/P/13/057/KGP.

reakcji Ministra SP na zidentyfikowane i przedstawione w prospekcie emisyjnym istotne ryzyka, zwłaszcza finansowe, związane z prywatyzacją Spółki.

Najwyższa Izba Kontroli zwróciła uwagę, że pomimo udziału w opracowaniu prospektu emisyjnego renomowanych doradców, działających na rzecz zarówno PHN S.A., jak i MSP, KNF zgłaszała znaczną liczbę uwag do kolejnych wersji prospektu emisyjnego, a ponadto wnoszone były liczne autopoprawki. W ocenie NIK wskazywało to na niedostateczną jakość tego dokumentu. W okresie od złożenia wniosku do zatwierdzenia Prospektu, to jest w okresie siedmiu miesięcy, KNF zgłosiła do prospektu łącznie 96 uwag szczegółowych oraz uwagi o charakterze redakcyjnym, natomiast autorzy Prospektu wnieśli w pięciu kolejnych protokołach zmian, aż 210 autopoprawek. Wydatki związane bezpośrednio z prywatyzacją wyniosły 10,4 mln zł, to jest 4,35% przychodów, w tym 9,98 mln zł (4,18% przychodów) stanowiło wynagrodzenie doradców finansowych (Globalni Współkoordynatorzy i Współtworzący Księgę Popytu). MSP, w wyniku przeprowadzonego postępowania o udzielenie zamówienia publicznego, zawarło ze spółką doradcą umowę, której przedmiotem było świadczenie usług doradczych w procesie restrukturyzacji Spółki w celu doprowadzenia do maksymalizacji jej wartości, w związku z zamiarem zaoferowania jej akcji w drodze IPO. MSP nie potrafiło wskazać w jaki sposób wyniki pracy doradcy zostały wykorzystane przez Ministerstwo oraz przez PHN S.A. dla maksymalizacji wartości tej Spółki w procesie prywatyzacji.

3.2.3.2.11. Sprzedaż na GPW 12,13% akcji Zakładów Azotowych Tarnów S.A. w trybie budowania przyspieszonej księgi popytu

W „Planie prywatyzacji na lata 2012-2013” zakładano kontynuację prywatyzacji spółek sektora chemicznego, w tym zbycie kolejnych pakietów akcji spółek ZAP S.A. i ZAT S.A. Decyzja o sprzedaży akcji miała być uzależniona od sytuacji na rynku kapitałowym.

Grupa Acron, za pośrednictwem spółki zależnej Norica Holding ogłosiła 16 maja 2012 r. wezwanie, którego celem było osiągnięcie 66% udziału w akcjonariacie ZAT S.A. Spółka i rynek oceniły to jako próbę tzw. „wrogiego przejęcia”. Skarb Państwa nie odpowiedział na wezwanie Acron i poparł plany ZAT S.A. dotyczące konsolidacji spółek sektora chemicznego w Grupę Azoty. Konsolidacja była elementem zaktualizowanej strategii rozwoju ZAT S.A., ogłoszonej 13 czerwca 2012 r., która polegała na przejęciu pakietu kontrolnego ZAP S.A. przez ZAT S.A. Pierwszym krokiem konsolidacji było nabycie przez ZAT S.A., w wyniku wezwania z 13 lipca 2012 r., pakietu 10,3% akcji ZAP S.A. Następnym krokiem była zamiana przez Ministra SP w dniu 22 stycznia 2013 r. wszystkich posiadanych akcji ZAP S.A. (50,65% w kapitale zakładowym) na akcje ZAT S.A. W wyniku objęcia nowych akcji łączny udział SP w kapitale zakładowym ZAT S.A. wzrósł z 32,05% do 45,13%.

Konsekwencją decyzji Skarbu Państwa o udziale w konsolidacji spółek sektora chemicznego była konieczność zbycia, w terminie do 24 kwietnia 2013 r., akcji ZAT S.A. do poziomu nie przekraczającego 33% udziału w kapitale zakładowym Spółki. *Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzenia instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych*⁵⁵ w art. 73 ust. 2 stanowiła, że w przypadku gdy przekrocze-

⁵⁵ Dz.U. z 2013 r., poz. 1382 ze zm.

nie prognozy 33% ogólnej liczby głosów w spółce publicznej nastąpiło m.in. w wyniku objęcia akcji nowej emisji, akcjonariusz w terminie trzech miesięcy od przekroczenia 33% ogólnej liczby głosów jest obowiązany do ogłoszenia wezwania do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji tej spółki w licznie powodującej osiągnięcie 66% ogólnej liczby głosów albo, zbycia akcji w liczbie powodującej osiągnięcie nie więcej niż 33% ogólnej liczby głosów. W przypadku niewykonania dyspozycji art. 73 ust. 2 ww. ustawa przewidywała sankcję utraty przez akcjonariusza możliwości wykonania prawa głosu w spółce publicznej ze wszystkich posiadanych akcji tej Spółki.

Minister SP 17 kwietnia 2013 r. sprzedał na GPW pakiet akcji spółki ZAT S.A. stanowiący 12,13% kapitału zakładowego. Sprzedaż nastąpiła na podstawie art. 33 ust.1 pkt. 6 *ustawy o kip* w drodze budowania przyspieszonej księgi popytu i była skierowana do wybranych inwestorów instytucjonalnych. Była to sprzedaż w warunkach przymusowych, co skutkowało uzyskaniem za akcje ZAT ceny 52 zł, niższej o 20% od kursu rynkowego z dnia poprzedzającego transakcję (64,65 zł). Cena sprzedaży była o 4,0% niższa od średniej ceny ważonej obrotem (tzw. VWAP) z sześciu miesięcy (54,17 zł, licząc od 17 kwietnia 2013 r.) oraz o 9% od średniej z cen docelowych rekomendowanych przez analityków rynkowych w okresie 6 miesięcy poprzedzających transakcję (56,71 zł). Od połowy marca 2013 r. kurs akcji znajdował się w silnym trendzie wzrostowym, na co wpływ miał wyjątkowo wysoki obrót akcjami Spółki od początku 2013 r., powodowany zwiększonym popytem generowanym przez spółki zależne podmiotu Norica Holding, które zwiększyły swój udział do 9,68% (24 lutego 2013 r., a następnie do 15,34% (15 kwietnia 2013 r.).

Na tle innych transakcji ABB z lat 2012-2014 sprzedaż akcji ZAT S.A. nastąpiła z najwyższym dyskontem w stosunku do ceny rynkowej. NIK uznała argumentację MSP, że sprzedaż akcji ZAT S.A. w kwietniu 2013 r., w sytuacji rezygnacji ze zwiększenia udziału SP do 66%, była wymuszona wymogami prawnymi oraz dążeniem do pozyskania dla spółki średnio i długoterminowych inwestorów. Od trzech z pięciu inwestorów, którzy nabyli akcje ZAT S.A., uzyskano gwarancje niezbywania akcji (do końca 2013 r. lub przez okres 360 dni od dnia zakupu) oraz prawo pierwszeństwa nabycia od nich akcji Spółki w przypadku decyzji o sprzedaży. Przychody ze sprzedaży akcji ZAT S.A. wyniosły 625 565 616 zł.

NIK zauważa, że sytuacja przymusowej sprzedaży akcji ZAT S.A. nie powstałaby, gdyby Skarb Państwa posiadał wyższy niż 33% udział w kapitale zakładowym ZAT S.A. przed konsolidacją z ZAP S.A.

Według wyjaśnień Ministra Skarbu Państwa⁵⁶, ZAT S.A. zgodnie z planami prywatyzacyjnymi był Spółką przeznaczoną do prywatyzacji. Nie istniały ograniczenia dotyczące sprzedaży jej akcji, a wcześniejsze obniżenie udziału SP w Spółce związane było z realizacją planów prywatyzacyjnych. Dopiero opracowana w 2012 r. przez Zarząd Spółki strategia rozwoju, zakładająca konsolidację w branży nawozowo-chemicznej, spowodowała, że został przyjęty scenariusz budowy narodowego czempiona. Znaczenie Grupy Azoty zostało potwierdzone wpisaniem Spółki na „Listę podmiotów o strategicznym znaczeniu dla gospodarki państwa”, ogłoszoną w sierpniu 2014 r. przez Ministra Skarbu Państwa.

⁵⁶ Pismo z dnia 11 września 2015 r. nr BK.910.102015.

NIK nie podziela w pełni opinii wyrażonej w tym wyjaśnieniu. Do maja 2011 r. SP posiadał 52,53% udział w akcjonariacie ZAT S.A. NWZA Spółki w dniu 18 maja 2011 r. wyraziło zgodę na podwyższenie kapitału zakładowego ZAT S.A. w ramach kapitału docelowego. W wyniku emisji nowych akcji, wobec zbycia przez SP przysługujących mu praw poboru, udział SP w kapitale zakładowym ZAT S.A. zmniejszył się do 32,05%. Wpływy z emisji nowych akcji zostały przeznaczone na refinansowanie transakcji nabycia kontrolnego pakietu akcji ZCh Police S.A. w drodze wezwania na sprzedaż akcji oraz odkupienie od Skarbu Państwa 40,86% akcji ZAK S.A. Niewielkie zmniejszenie emisji akcji ZAT S.A. lub objęcie przez SP nawet niewielkiej części akcji nowej emisji (co zresztą było rozważane⁵⁷) pozwoliłoby utrzymać udział SP w kapitale zakładowym ZAT S.A. na poziomie powyżej 33%. Należy też zauważyć, że w wyniku przejęcia przez ZAT S.A. kontroli nad ZCh Police S.A. i ZAK S.A. już wcześniej powstawała najsilniejsza w kraju i w regionie spółka nawozowa, co wpłynęło na działania Grupy Acron.

3.2.3.2.12. Sprzedaż 85% akcji spółki Kopalnie i Zakłady Chemiczne Siarki „Siarkopol” S.A. w trybie negocjacji podjętych na podstawie publicznego zaproszenia

Proces prywatyzacji KiZChS Siarkopol S.A. został wszczęty 24 sierpnia 2009 r. i zgodnie z Planem Prywatyzacji na lata 2008-2011 miał zakończyć się w 2010 r. Z powodów formalnoprawnych MSP unieważniło trzy przetargi na wybór doradcy prywatyzacyjnego, w związku z czym prywatyzacja nie doszła do skutku w zaplanowanym terminie. Ostatecznie w wyniku przetargu nieograniczonego zawarto umowę z doradcą prywatyzacyjnym w dniu 15 lipca 2011 r. Umowa dotyczyła wykonania analiz przedprywatyzacyjnych, doradztwa m.in. przy badaniu i ocenie ofert składanych przez potencjalnych inwestorów, badaniu ich wiarygodności finansowej oraz doradztwa w negocjacjach treści umowy sprzedaży pakietu udziałów Spółki.

Ogłoszenie z zaproszeniem Ministra SP do udziału w negocjacjach dotyczących sprzedaży pakietu akcji Siarkopolu w Grzybowie zostało opublikowane 13 stycznia 2012 r. Spośród siedmiu podmiotów, które odpowiedziały na publiczne zaproszenie do dalszego etapu procesu prywatyzacyjnego dopuszczono czterech potencjalnych inwestorów. Ich oferty wstępne zostały przez Zespół ds. negocjacji uznane za najkorzystniejsze zarówno pod względem cenowym, jak i w aspekcie dalszego funkcjonowania Spółki. Po przeprowadzeniu ograniczonego badania Spółki oferenci złożyli w dniu 24 kwietnia 2012 r. oferty wiążące, na podstawie których wykluczono jeden podmiot oferujący najniższą cenę za akcje Spółki, a z pozostałymi trzema potencjalnymi inwestorami prowadzono dalsze negocjacje warunków umowy. W wyniku tych negocjacji oraz decyzji Kierownictwa MSP jeszcze dwukrotnie korygowano oferty wiążące (w terminach do 14 czerwca i do 5 listopada 2012 r.).

Związki zawodowe w piśmie z 28 sierpnia 2012 r. do MSP wyraziły zaniepokojenie możliwością sprzedaży Spółki poniżej jej rzeczywistej wartości. Wskazano, że zysk netto w 2011 r. wyniósł 62 mln zł, przy przeprowadzonych inwestycjach modernizacyjnych za 40 mln zł i wydatkach na budowę nowoczesnej instalacji siarki nierozpuszczalnej w wysokości 90 mln zł. Zysk netto za siedem miesięcy 2012 r. wyniósł 67 mln zł. Dodatkowo podniesiono, że Siarkopol Grzybów oczekuje na zwrot prawie 35 mln zł unijnych dotacji do budowy instalacji siarki nierozpuszczalnej.

⁵⁷ Komunikat z dnia 7 lipca 2011 r. na stronie internetowej MSP.

Inwestor oferujący najwyższą cenę za pakiet 85% akcji Siarkopolu w Grzybowie został dopuszczony do udziału w negocjacjach, w tym do ograniczonego badania Spółki, po których złożył pierwszą skorygowaną ofertę wiążącą z 14 czerwca 2012 r. Cena zaoferowana za pakiet akcji Spółki była wyższa od ofert pozostałych potencjalnych inwestorów o 32,5% i o 37,7%. Mimo tego, Inwestor nie uzyskał wyłączności negocjacyjnej, od czego uzależniał działania związane ze szczegółowym udokumentowaniem zdolności finansowej do zawarcia transakcji.

W lipcu 2012 r. MSP uzyskało odpowiedź Agencji Bezpieczeństwa Wewnętrznego o braku informacji podważających wiarygodność Inwestora oraz dysponowało pozytywną informacją o wywiązywaniu się Inwestora z zobowiązań zawartych w umowie dotyczącej sprzedaży w 2010 r. akcji Kopalni Odkrywkowych Surowców Drogowych w Kielcach. Decyzją z 2 sierpnia 2012 r. Inwestor został dopuszczony warunkowo do negocjacji równoległych razem z pozostałymi dwoma podmiotami. Warunkiem MSP było przedstawienie dokumentów dotyczących źródeł finansowania transakcji, pozwalających jednoznacznie ocenić jego zdolność finansową. Inwestor w piśmie z dnia 30 sierpnia 2012 r. stwierdził m.in., że jeśli jego oferta odpowiada MSP pod względem zaoferowanej ceny, prosi o udzielenie wyłączności negocjacyjnej i umożliwienie przedłożenia żądanych dokumentów, tj. umowy kredytowej lub decyzji bankowej o udzieleniu kredytu do 31 grudnia 2012 r.

W drugiej skorygowanej ofercie wiążącej, złożonej 5 listopada 2012 r. po dopuszczeniu do poszerzonego badania Spółki, Inwestor obniżył oferowaną cenę, ale cena ta nadal przewyższała pozostałe oferty o 12% i o 15%. Pismem z 9 listopada 2012 r. Inwestor informował, że posiada zabezpieczone środki pieniężne na zakup akcji. MSP wyznaczyło Inwestorowi nowy, kilkudniowy termin na właściwe udokumentowanie możliwości sfinansowania transakcji. MSP nie odpowiedziało na prośbę Inwestora z 30 listopada 2012 r. o określenie nowego terminu na dostarczenie stosownych dokumentów (10 dni od daty doręczenia pisma o wyznaczeniu terminu), z uwagi na wcześniejsze wyznaczenie zbyt krótkiego czasu, lecz w dniu 7 grudnia 2012 r. Minister Skarbu Państwa Mikołaj Budzanowski, na podstawie rekomendacji Zespołu ds. negocjacji, wykluczył Inwestora z dalszych negocjacji. Jako powód wskazano bezskuteczność wielokrotnego wzywania Inwestora do udokumentowania możliwości sfinansowania transakcji nabycia akcji Siarkopolu w Grzybowie.

W grudniu 2012 r. kontynuowano z dwoma pozostałymi inwestorami negocjacje równoległe. W dniu 27 grudnia 2012 r. pełnomocnik kolejnego inwestora, którego oferta cenowa była wyższa, poinformował o wycofaniu się z negocjacji równoległych. Prowadzone w 2013 r. negocjacje z ostatnim pozostałym inwestorem, tj. Grupą Azoty S.A. (poprzednio ZAT S.A.), doprowadziły do parafowania w dniu 4 czerwca 2013 r. projektu umowy sprzedaży pakietu 85% akcji Spółki. W dniu 30 sierpnia 2013 r. został podpisany przez Grupę Azoty S.A., Zarząd Spółki i pracowników pakiet socjalny. W dniu 25 września 2013 r. pomiędzy Skarbem Państwa a Spółką Grupa Azoty S.A. z siedzibą w Tarnowie została zawarta warunkowa umowa sprzedaży 4 675 000 akcji, stanowiących 85% kapitału zakładowego spółki Kopalnie i Zakłady Chemiczne Siarki „Siarkopol” S.A. z siedzibą w Grzybowie, za 320 mln zł (68,50 zł za akcję). Do przeniesienia praw z akcji wymagane było otrzymanie przez inwestora ostatecznej decyzji Prezesa Urzędu Ochrony Konkurencji i Konsumentów, wyrażającej zgodę na dokonanie koncentracji.

Doradca prywatyzacyjny przeprowadził wycenę wartości Siarkopolu w Grzybowie Spółki trzema metodami: mnożników giełdowych, SAN i DCF⁵⁸. Pierwsze *Oszacowanie wartości Spółki* doradca opracował na dzień 30 czerwca 2011 r. (wersja z 10 października 2011 r.) oraz następnie na zlecenie MSP dokonał jej dwukrotnej aktualizacji: na dzień 30 kwietnia 2012 r. (wersja z 7 sierpnia 2012 r.) oraz na 30 kwietnia 2013 r. (sporządzonej w siedmiu wersjach: z 7 i 31 lipca 2013 r., z 19 sierpnia 2013 r. oraz z 9 i 12 września 2013 r.)⁵⁹. Wszystkie wersje drugiej *Aktualizacji oszacowania wartości Spółki* zostały sporządzone już po parafowaniu projektu umowy sprzedaży pakietu akcji Siarkopolu w Grzybowie, a akceptacja ostatniej wersji przez Zespół ds. odbioru dzieł nastąpiła w przeddzień podpisania umowy. Zlecenie doradcy drugiej aktualizacji w dniu 24 maja 2013 r. uzasadniono potrzebą potwierdzenia, że cena wynegocjowana za akcje Spółki będzie satysfakcjonująca dla Skarbu Państwa również na dzień realizacji potencjalnej transakcji.

Uzyskana cena 320 mln zł była wyższa od ceny minimalnej rekomendowanej przez doradcę w *Aktualizacji oszacowania wartości Spółki* według stanu na 30 kwietnia 2013 r. (wersja z 12 września 2013 r.) o 18%, a od wyceny metodą DCF o 82%. Wycena metodą mnożnikową przewyższała uzyskaną cenę o 20%, a wycena metodą SAN o 45%.

3.2.3.2.13. Sprzedaż na GPW 32,66% akcji Energa S.A. w trybie pierwszej oferty publicznej

Prywatyzację Energa S.A. w drodze IPO przewidywał Plan Prywatyzacji na lata 2012-2013. Cele prywatyzacji Energa S.A. wynikały z kierunków prywatyzacji na 2012 r., w których m.in. podkreślano rozwój rynku kapitałowego poprzez wzrost kapitalizacji GPW. Proces prywatyzacji nie przewidywał pozyskania kapitału dla Spółki, natomiast uzyskanie statusu Spółki Publicznej notowanej na GPW, otwierało późniejsze możliwości pozyskiwania kapitału poprzez giełdę. SP oferował sprzedaż do 141 522 067 akcji stanowiących 34,2% udziału w kapitale zakładowym.

Prospekt emisyjny zakładał sprzedaż inwestorom indywidualnym 20% oferowanych akcji z możliwością zwiększenia o 5%⁶⁰, przy czym transzę detaliczną podzielono na dwie części. Na 5% oferty zapisy mogli składać tzw. duzi inwestorzy indywidualni (do 6 000 akcji na osobę), a na 15% pozostali inwestorzy indywidualni (do 1 500 akcji na osobę). Skierowanie 5% oferty do grupy dużych inwestorów indywidualnych było nowym rozwiązaniem, niestosowanym dotychczas w IPO. Spotkało się ono z dużym zainteresowaniem, ponieważ zapisy przyjmowano do wyczerpania przewidzianej puli akcji, co nastąpiło już w dniu 19 grudnia 2013 r. (pierwszym dniu przyjmowania zapisów), a przyjęte zapisy wymusiły ponad 55% redukcję. Popyt wygenerowany przez pozostałych inwestorów indywidualnych spowodował konieczność redukcji i ustalenie maksymalnego przedziału na poziomie 452 akcji.

Cenę maksymalną w wysokości 20 zł ustalono, jako górną granicę przedziału 15-20 zł za akcję. Po przeprowadzeniu procesu budowy księgi popytu dla inwestorów instytucjonalnych, w czasie którego przedział cenowy zawężono do 16,50-17,00 zł, ostateczną cenę sprzedaży ustalono na

⁵⁸ Wartość akcji Spółki określona w wycenie oraz dwóch aktualizacjach metodą mnożników giełdowych wynosiła kolejno 48,60 zł, 43,90 zł i 82,40 zł, metodą SAN 72,80 zł, 76,90 zł i 99,50 zł, zaś metodą DCF średnio 39,00 zł, 55,90 zł i 37,50 zł (w siódmej wersji, w pierwszej było to 57,50 zł). Rekomendacje doradcy ceny minimalnej: 50,30 zł, 55,90 zł i 58,20 zł.

⁵⁹ Trzykrotnie ustalono inny wynik wyceny Spółki metodą DCF.

⁶⁰ Zwiększono o 2,22%.

17,00 zł za akcję. Wskaźnik nadsubskrypcji wynosił 2,86. Na oferowanych 110 076 012 akcji dla inwestorów instytucjonalnych, przy cenie 17,00 zł inwestorzy instytucjonalni wygenerowali popyt na 315 246 297 akcji. Ostateczny przydział całej puli akcji oferowanych, był następujący: inwestorzy indywidualni 24 369 952 akcji co stanowiło 17,22 % oferty, duzi inwestorzy indywidualni 7 076 103 (5% oferty), inwestorzy instytucjonalni 95 923 806 (67,8% oferty). Pozostałe 14 152 206 akcji (10% oferty) rozdzielono opcją „nadprzydziału” dla potrzeb procesu stabilizacji kursu po debiucie, a 6 286 317 z nich skupiono w okresie stabilizacji.

Pierwsze notowanie akcji Energa S.A. odbyło się w dniu 11 grudnia 2013 r. Kurs otwarcia wyniósł 16,95 zł, a kurs zamknięcia pierwszego dnia wyniósł 16,09 zł za akcję – czyli spadł o 5,4% poniżej ceny emisyjnej. Zgodnie z warunkami prospektu w dniu debiutu oraz innych trzech dniach miesiąca grudnia 2013 r. dokonywano stabilizacji kursu poprzez skup akcji. W styczniu 2014 r., do końca okresu stabilizacji, kurs kształtował się w przedziale 16-17 zł. Po sześciu miesiącach od debiutu kurs akcji Energa S.A. wynosił 20,80 zł (22,4% więcej od ceny w IPO, średni kurs w tym czasie wyniósł 17,49 zł), a wzrost indeksu WIG-Energetyka w tym czasie wyniósł 21,3%.

Ostatecznie po wykonaniu i rozliczeniu opcji stabilizacji, Skarb Państwa zbył 135 235 750 akcji (na 141 522 067 akcji oferowanych) i osiągnął przychody w wysokości 2 300 210 tys. zł⁶¹ oraz dochód z tytułu odsetek 321 tys. zł.

W IPO Energa S.A. po raz pierwszy zastosowano sprzedaż akcji dla dużych inwestorów indywidualnych, stosując m.in następujące zasady:

- zapisy były przyjmowane do czasu wyczerpania puli akcji przydzielonych (7 076 103 akcji), nie później niż do 2 grudnia 2013 r.,
- jeden inwestor (osoba) mógł nabyć maksymalnie 6 000 akcji po ustalonej cenie maksymalnej 20 zł za akcję, czyli maksymalnie za kwotę 120 tys. zł,
- inwestorzy składający zapis na akcje musieli je opłacić najpóźniej w momencie zapisu.

Prospekt emisyjny opublikowano w dniu 18 grudnia 2013 r., a zapisy na akcje rozpoczęto od dnia następnego. Wysoki popyt spowodował, że zapisy zakończono w dniu ich rozpoczęcia, w związku z wyczerpaniem się tej puli akcji. MSP wyjaśniło, iż jego intencją było jak najwcześniejsze wysłanie inwestorom pozytywnego sygnału o atrakcyjności oferty (wyczerpanie tej puli akcji). NIK zwraca jednak uwagę, na ustalenie terminu rozpoczęcia przyjmowania zapisów bezpośrednio po opublikowaniu prospektu. Przy ograniczonej liczbie akcji, na które można było złożyć zapisy, mogło to spowodować, iż część potencjalnych inwestorów nie zdążyła zapoznać się z kilkusetstronicowym prospektem, dokonać analizy przed podjęciem decyzji, a także przygotować środków finansowych. Może wskazywać także na preferowanie inwestorów indywidualnych z otoczenia Spółki, sprzedającego lub doradców, którzy odpowiednio wcześniej posiadali te informacje.

⁶¹ W grudniu 2013 r. Skarb Państwa zrealizował przychody w kwocie 2 165 288 tys. zł, oraz w styczniu 2014 r. (po rozliczeniu opcji stabilizacji) w kwocie 134 923 tys. zł.

3.2.3.2.14. Sprzedaż na GPW 37,9% akcji Ciech S.A. w trybie odpowiedzi na wezwanie do sprzedaży

W dniach 17 grudnia 2013 r., 13 i 17 stycznia oraz 3 marca 2014 r. zostały sporządzone przez Zastępcę Dyrektora Departamentu Przekształceń Własnościowych i Prywatyzacji notatki (ze spotkania lub informacyjne) z rozmów z przedstawicielami firm Kulczyk Investments S.A. i BXR. Obie spółki wyrażały zainteresowanie nabyciem akcji Ciechu i informowały o rozważanej możliwości ogłoszenia wezwania do sprzedaży. Przedstawiciele MSP poinformowali BXR m.in. o oczekiwaniu MSP, że cena nabycia proponowana w wezwaniu będzie większa niż średni ważony wolumenem kursu akcji z sześciu miesięcy (VWAP) poprzedzających ogłoszenie wezwania.

W dniu 13 marca 2014 r. została sporządzona przez Zastępcę Dyrektora DPWiP notatka, skierowana do Ministra Skarbu Państwa, z wnioskiem o *akceptację działań zmierzających do wyboru doradcy finansowego oraz doradcy prawnego na potrzeby sprzedaży akcji Ciech S.A. w Wezwaniu*. Doradca finansowy miał być wyłoniony w drodze zapytania skierowanego do firm inwestycyjnych, które są podmiotami o ugruntowanej pozycji na polskim rynku finansowym oraz przygotowują raporty analityczne o Spółkach. Zaproponowano zatrudnienie kancelarii prawnej, która doradza MSP podczas zawierania umów z PIR dotyczących wnoszenia akcji spółek SP na podwyższenie kapitału zakładowego PIR w celu ich sprzedaży. SP posiadał akcje Ciech stanowiące 37,82% udziału w kapitale zakładowym Spółki. Pozostałymi akcjonariuszami posiadającymi ponad 5% udział w kapitale Ciech było OFE PZU Złota Jesień (9,17%) i ING OFE (8,65%). Wskazano, że w lutym 2011 r. SP uczestniczył w podwyższeniu kapitału zakładowego Ciech przy cenie emisyjnej akcji ustalonej na 19,20 zł za akcję. DPWiP przedstawił też wycenę akcji metodą mnożnikową (27,66 zł) oraz rekomendacje sporządzone przez analityków branżowych w czasie czterech ostatnich miesięcy przed wezwaniem: od 25,40 zł (Dom Maklerski BDM S.A.) do 38,90 zł (ING Bank) – wartość średnia 32,50 zł, mediana 34,60 zł. Przedstawiono też cztery komentarze analityków dotyczące ceny po ogłoszeniu wezwania przez KI Chemistry. Trzech komentatorów uznało proponowaną cenę za zbyt niską w stosunku do oczekiwań rynkowych (w tym jeden wskazał potencjalne ryzyko dla dalszego wzrostu kursu akcji Ciech), a jeden za atrakcyjną. Podsekretarz Stanu Paweł Tamborski, Podsekretarz Stanu Rafał Baniak i Minister Skarbu Państwa Włodzimierz Karpiński akceptowali przedstawione rekomendacje dotyczące wyboru doradców z datą 26 marca 2014 r.

DPWiP zwrócił się w dniu 19 marca 2014 r. z zapytaniem do 17 firm, czy są one zainteresowane świadczeniem usług doradztwa finansowego w związku z ogłoszonym wezwaniem. W dniu 26 marca DPWiP sporządziło Notatkę skierowaną do Ministra Skarbu Państwa, z wnioskiem o wybór firmy ING Securities S.A. jako doradcy finansowego MSP w procesie sprzedaży akcji Ciech S.A. w odpowiedzi na wezwanie. 10 podmiotów nie złożyło oferty, w tym cztery poinformowały o potencjalnym konflikcie interesów. Oferta ING Securities S.A. była najniższa cenowo spośród siedmiu złożonych ofert (od 100 tys. zł do 10 mln zł) i uzyskała najwięcej punktów podczas oceny ofert. W dniu 14 kwietnia 2014 r., po uzyskaniu akceptacji projektu przez właściwe komórki organizacyjne MSP, została zawarta ze spółką ING Securities S.A. umowa „na pełnienie roli doradcy w procesie odpowiedzi na potencjalne wezwanie na zapisywanie się na sprzedaż akcji Ciech S.A.” Wezwanie nastąpiło 5 marca 2014 r.

W dniu 26 marca 2014 r. MSP podpisało ze spółką Polskie Inwestycje Rozwojowe S.A. porozumienie, w którym strony przyjęły wzór *Porozumienia w sprawie zbycia akcji stanowiących aport*

wnoszony do PIR przez Skarb Państwa, stanowiący Załącznik Nr 1 do Porozumienia. W dniu 31 marca 2014 r., po uzyskaniu akceptacji projektu przez właściwe komórki organizacyjne MSP, została zawarta umowa, ze spółką komandytową Weil, Gotshal & Manages – Paweł Rymarz, o świadczenie usług doradztwa prawnego w związku z zamiarem wniesienia przez Zleceniodawcę akcji Ciech jako wkład niepieniężny na objęcie akcji nowej emisji PIR.

W dniu 25 kwietnia 2014 r. DPWiP poinformował Ministra SP m.in. o wydłużeniu terminu odpowiedzi na wezwanie do 30 maja 2014 r. oraz, że w związku z możliwością zmiany warunków wezwania, a zwłaszcza oferowanej ceny za akcję, doradca finansowy nie złożył ostatecznej wersji rekomendacji.

Wersja robocza opracowania doradcy („Prezentacja dla Ministerstwa Skarbu Państwa [Wycena Ciech S.A.] DRAFT”), nosząca datę 23 kwietnia 2014 r., zawierała rekomendację „Zważywszy, że cena proponowana przez KI jest bliska przedziałowi uzyskanemu z wycen rekomendujemy rozważenie odpowiedzi na wezwanie⁶² przez MSP”. Wyniki wyceny do rekomendacji przedstawiono w następujący sposób:

- Wartość wyceny z modelu DCF w przedziale między 29,70 zł a 31,30 zł na akcję (środek przedziału to 30,50 zł na akcję).
- Przedział wyceny uzyskany na podstawie mnożników porównywalnych spółek oraz porównywalnych transakcji jest między 37 a 38 zł;
 - 38 zł to jest środek przedziału wyceny metodą porównywalnych spółek (przy czym wycena na mnożnikach średnich w cyklu dałaby wycenę na poziomie ok. 30 zł);
 - 37 zł to jest środek przedziału wyceny metodą porównywalnych transakcji (bez premii za kontrolę).
- Wynikowy przedział wycen znajduje się między 30,50 a 38 zł na akcję.

Doradca wskazał następujące argumenty „Za i przeciw sprzedaży akcji w wezwaniu”:

- ✓ (za) Możliwość zbycia całego pakietu akcji MSP w jednej transakcji,
- ✓ (za) Cena proponowana przez KI nie odbiega znacząco od wyceny DCF,
- ✓ (za) Brak widoków na kontrofertę ze strony inwestora strategicznego,
- ✓ (za) Możliwość wypłacenia dywidendy i zwiększenia ceny wyjścia z inwestycji,
- ✓ (przeciw) Spółka zrestrukturyzowana i w początkowym etapie dyskontowania,
- ✓ (przeciw) Cena w wezwaniu poniżej wyceny mnożnikowej,
- ✓ (przeciw) Brak premii za kontrolę,
- ✓ (przeciw) Brak chęci ze strony inwestorów instytucjonalnych do wyjścia ze spółki po proponowanej cenie.

Wycena według porównywalnych transakcji z premią za kontrolę na poziomie ok. 25% (tego wyniku doradca nie ujął w uzasadnieniu rekomendacji, ale znajduje się w kilku innych miejscach opracowania) wskazywała na przedział 50,80 do 54,60 zł (środek przedziału to 52,70 zł). Doradca nie wskazał powodów nieuwzględnienia w wycenie premii za kontrolę w jakiegokolwiek wysokości, chociaż jej brak w cenie wezwania wskazywano jako argument przeciw sprzedaży.

⁶² „Odpowiedź na Wezwanie” oznacza sprzedaż akcji po cenie proponowanej przez Wzywającego, „nie odpowiedzenie na wezwanie” oznacza brak akceptacji dla proponowanej ceny i nieprzystąpienie do transakcji.

Podsekretarz Stanu Rafał Baniak 23 maja 2014 r. zaakceptował propozycje sposobu głosowania przedstawiciela Skarbu Państwa podczas WZA Ciech w dniu 23 maja 2014 r. Skarb Państwa m.in. zgłosił wniosek o wypłatę dywidendy w wysokości 1,13 zł na akcję. Wniosek Zarządu Ciech, niezaakceptowany przez Radę Nadzorczą, dotyczył przeniesienia całości zysku za 2013 r. na kapitał zapasowy. Wniosek SP uzyskał akceptację WZA.

W wersji roboczej opracowania doradcy („*Prezentacja dla Ministerstwa Skarbu Państwa [Wycena Ciech S.A.]*”), noszącej datę 28 maja 2014 r., rekomendacja i jej uzasadnienie nie uległy zmianie w porównaniu do wersji poprzedniej. Nie zmienił się też „wynikowy przedział cen” między 30,50 zł a 38 zł za akcję, chociaż zmieniono wyniki wyceny mnożnikowej:

- Przedział wyceny uzyskany na podstawie mnożników porównywalnych spółek segmentu sodowego wynosił między 29,20 a 35,70 zł na akcję, przy średniej wynoszącej 32,45 zł na akcję (poprzednio było to 38 zł);
- Przedział wyceny uzyskany na podstawie mnożników porównywalnych transakcji wynosił między 35,70 zł a 40,50 zł przy średniej na poziomie 38,10 zł (bez premii za kontrolę) - (poprzednio było to 37 zł);

oraz dodano następujący zapis:

- Wziąwszy jednak pod uwagę spory rozrzut wycen, sporządziliśmy także średnią ważoną wycen, zorientowaną na większy udział metody fundamentalnej – 50% dla metody DCF oraz stosując 30% wagę dla mnożników porównywalnych spółek i 20% dla mnożników transakcyjnych – tak otrzymana średnia ważona wycena to 1,7 mld zł na 100% akcji spółki, tj. 32,60 zł na akcję.

Wycena uzyskana na podstawie mnożników porównywalnych spółek zdecydowanie spadła (do 32,40 zł z 38 zł) w wyniku ograniczenia porównania do spółek sodowych, podczas gdy w poprzedniej wersji uwzględniano również zdywersyfikowane spółki chemiczne i polskie spółki chemiczne. Wycena wg porównywalnych transakcji z premią za kontrolę (tego wyniku doradca nie ujął w uzasadnieniu rekomendacji, ale znajduje się w kilku innych miejscach opracowania) wskazywała na przedział 47,10 zł do 52,80 zł (środek przedziału to 49,95 zł, poprzednio było to 52,70 zł). Przy doprowadzeniu do porównywalności przyjęto wprowadzić premię za kontrolę na poziomie ok. 20% (poprzednio było to ok. 25%), ale do porównań wprowadzono nową transakcję, o parametrach gorszych niż średnia transakcji ujmowanych wcześniej. Doradca nie wskazał powodów nieuwzględnienia w wycenie premii za kontrolę w jakiegokolwiek wysokości, chociaż jej brak w cenie wezwania nadal wskazywano jako argument przeciw sprzedaży. W „Podsumowaniu wycen” wskazano m.in. wzrost notowań Ciech. Cena VWAP na 27 maja 2014 r. w wysokości 31,70 zł, była wyższa o 7,5% od ceny wezwania (29,50 zł równe VWAP na 4 marca 2014 r.).

W ostatecznej, podpisanej przez doradcę, wersji opracowania („*Prezentacja dla Ministerstwa Skarbu Państwa Wycena Ciech S.A.*”), noszącej datę 29 maja 2014 r., rekomendacja i jej uzasadnienie uległy pewnej zmianie w porównaniu do wersji poprzedniej. Obecnie tekst rekomendacji otrzymał brzmienie: „*Zważywszy, że cena proponowana przez KI wraz z dywidendą mieści się w górnej części przedziału uzyskanego z wycen rekomendujemy pozytywną odpowiedź na Wezwanie przez MSP*”.

W porównaniu do wersji z dnia poprzedniego zmienił się „wynikowy przedział cen” do między 29,30 zł a 32,40 zł za akcję (poprzednio 30,50 do 38 zł). W wycenie DCF wskazano przedział między 28,50 zł a 30,10 zł (poprzednio 29,70 zł do 31,30 zł), co było wynikiem decyzji o przeznaczeniu 65 mln zł (1,13 zł na akcję) na wypłatę dywidendy. Wyniki wycen na podstawie mnożników porównywalnych spółek oraz porównywalnych transakcji przedstawiono niezmienione, chociaż „bieżące mnożniki rynkowe” różniły się od przedstawionych w wersji z 28 maja 2014 r. Wskazano też: *„Wziąwszy jednak pod uwagę spory rozrzut wycen, sporządziliśmy także średnią ważoną wycen, zorientowaną na większy udział metody fundamentalnej – 50% dla metody DCF oraz stosując 30% wagę dla mnożników porównywalnych spółek i 20% dla mnożników transakcyjnych – tak otrzymana średnia ważona wycena to 1,7 mld zł na 100% akcji spółki, tj. 32 zł (poprzednio 32,60 zł) na akcję”*.

Doradca zmienił argumenty „Za i przeciw sprzedaży akcji w wezwaniu”:

- (za) Możliwość zbycia całego pakietu akcji MSP w jednej transakcji – dodano „(przy możliwości redukcji)”,
- (za) Cena proponowana przez KI powyżej wyceny DCF – poprzednio: nie odbiega znacząco od wyceny DCF,
- (za) Brak perspektyw na kontrofertę ze strony inwestora strategicznego,
- Usunięto zapis „możliwość wypłacenia dywidendy i zwiększenia ceny wyjścia z inwestycji”, bowiem WZA zdecydowało o wypłacie dywidendy,
- (przeciw) Spółka zrestrukturyzowana i w początkowym etapie dyskontowania – dodano „dodatnich wyników”,
- (przeciw) Brak premii za kontrolę,
- Usunięto zapis „cena w wezwaniu poniżej wyceny mnożnikowej”,
- Usunięto zapis „brak chęci ze strony inwestorów instytucjonalnych do wyjścia ze spółki po proponowanej cenie”.

Z opracowania usunięto wyniki wyceny wg porównywalnych transakcji z premią za kontrolę (poprzednie wyliczenia uwzględniały taką premię w wysokości 20-25%). Usunięto też zapis wskazujący VWAP na 27 maja 2014 r. w wysokości 31,70 zł. Doradca wprowadził wyliczenie ceny VWAP na 5 marca 2014 r. powiększonej o 14% premii za kontrolę tj. 33,60 zł, ale wyniku tego nie ujęto w żaden sposób w „wynikowym przedziale cen”. Brak premii za kontrolę w cenie wezwania wskazywano nadal jako argument przeciw sprzedaży (jeden z dwóch pozostawionych). Obliczenia wskazują, że cena VWAP na 27 maja 2014 r. powiększona o 14% premii za kontrolę wynosiła 36,14 zł.

W dniu 30 maja 2014 r. została sporządzona przez DPWiP notatka, skierowana do Ministra Skarbu Państwa, w sprawie odpowiedzi na wezwanie. DPWiP przedstawiło wyniki wycen sporządzonych przez doradcę i rekomendowało sprzedaż przez SP wszystkich możliwych do zbycia akcji Ciech. W notatce nie przedstawiono argumentów przeciw odpowiedzi na wezwanie. Podsekretarz Stanu Paweł Tamborski i Minister Skarbu Państwa Włodzimierz Karpiński akceptowali przedstawioną rekomendację.

SP sprzedał w odpowiedzi na wezwanie 19 972 900 akcji Ciech (37,9% kapitału zakładowego) po cenie 31 zł za akcję, tj. za kwotę 619 159 900 zł.

Cena 31,00 zł była o 4,9% wyższa od średniej ceny z sześciu miesięcy poprzedzających wezwania. W okresie wezwania, tj. od 5 marca do 30 maja 2014 r., średni kurs akcji Ciech wynosił 31,90 zł, tj. był o 8% wyższy od średniego kursu z sześciu miesięcy poprzedzających datę wezwania i od pierwotnej ceny w wezwaniu (29,50 zł) oraz o 2,9% wyższy od podwyższonej ceny wezwania (31,00 zł). W ciągu sześciu miesięcy po transakcji cena akcji Ciech wzrosła do 44,50 zł (wzrost w ciągu sześciu miesięcy o 45%), podczas gdy Indeks WIG-Chemia spadł w tym czasie o 8,1%.

Zdaniem NIK decyzja Ministra Skarbu Państwa, o odpowiedzi na wezwanie KI Chemisty do sprzedaży akcji Ciech po cenie 31 zł za akcję, była działaniem niegospodarnym, ponieważ:

- Spółka Ciech została zrestrukturyzowana z udziałem Skarbu Państwa i znajdowała się w początkowym etapie dyskontowania dodatnich wyników;
- Cena proponowana w wezwaniu była niższa od bieżących notowań Ciech;
- Cena proponowana w wezwaniu nie uwzględniała premii za przejęcie kontroli nad Spółką;
- Kurs akcji Ciech znajdował się od 13 września 2011 r. w trendzie rosnącym (wzrost w ciągu 2,5 roku z 10,83 zł do 31 zł, tj. o niemal 200%) i nic nie wskazywało na zakończenie lub zmianę tego trendu;
- Większość analityków rynkowych stwierdzała, że cena proponowana w wezwaniu jest niesatysfakcjonująca.

MSP wyjaśniło sprzedaż akcji Ciech, w odpowiedzi na wezwanie, nieudanymi wcześniejszymi próbami sprzedaży tych akcji i brakiem innej perspektywy na szybkie wyjście z akcjonariatu Spółki.

Działania MSP, dotyczące analizy wezwania do sprzedaży akcji Ciech, NIK ocenia jako nierzetelne. Doradca finansowy stwierdził⁶³, że różnice pomiędzy wersjami jego opracowań z 28 i 29 maja 2014 r. zostały zdeterminowane rozmową z przedstawicielami MSP i uwagami do poprzedniej wersji wyceny. W ocenie NIK działanie MSP zmierzało do wskazania przez doradcę niższej wyceny akcji Ciech, co miało uzasadnić pozytywną odpowiedź Ministra Skarbu na wezwanie. W Notatce DPWiP w sprawie odpowiedzi na wezwanie, skierowanej w dniu 30 maja 2014 r. do Ministra Skarbu Państwa, nie przedstawiono:

- Sformułowanych przez doradcę argumentów przeciw odpowiedzi na wezwanie, ani też takiej analizy Departamentu;
- Ocen, że zarówno bieżąca cena akcji Ciech na GPW, jak i cena VWAP na 27 maja 2014 r. jest wyższa od podwyższonej ceny w wezwaniu;
- Pełnej analizy rynkowej: kurs akcji Ciech znajdował się od września 2011 r. w trendzie rosnącym i nie było oznak zakończenia lub zmiany tego trendu;
- Wpływu decyzji SP na powodzenie wezwania;
- Możliwości odpowiedzi na wezwanie sprzedażą części akcji posiadanych przez SP.

Działaniem rzetelnym byłoby przedstawienie celowości transakcji z punktu widzenia realizacji zadań i planów MSP przy jednoczesnej negatywnej ocenie ceny proponowanej w wezwaniu.

⁶³ Wyjaśnienia ING Securities dla NIK z dnia 8 września 2015 r.

Niecelowe i niegospodarne było zawarcie w dniu 31 marca 2014 r. umowy z kancelarią prawną, w związku z zamiarem wniesienia akcji Ciech jako wkład niepieniężny Skarbu Państwa na objęcie nowej emisji akcji PIR, ponieważ:

- Wcześniej, w dniu 26 marca 2014 r. pomiędzy Skarbem Państwa i PIR zostało już zawarte „Porozumienie dotyczące przyjęcia wzoru Porozumienia w przedmiocie zbycia akcji w ramach odpowiedzi na wezwanie stanowiących aport wnoszony do PIR S.A. przez Skarb Państwa”;
- Dokumentacja prywatyzacyjna nie wskazuje by MSP podjęło jakiegokolwiek dalsze działania w kierunku wniesienia aportu;
- Wybrana kancelaria prawna realizowała już, na podstawie wcześniejszych umów ze SP, działania związane z wnoszeniem akcji SP do PIR.

Dokumentacja prywatyzacyjna tej transakcji, poza fakturą z dnia 13 czerwca 2014 r. na kwotę 72 752,04 zł wystawioną przez kancelarię prawną, nie zawiera żadnych dokumentów świadczących o realizacji zleconych prac. MSP w złożonych wyjaśnieniach nie wskazało żadnych działań wykonanych przez kancelarię prawną w ramach zawartej z nią umowy.

MSP zlecając ING Securities S.A. doradztwo przy odpowiedzi na wezwanie nie wzięło pod uwagę potencjalnej możliwości wystąpienia konfliktu interesów. OFE ING będący znaczącym udziałowcem Ciech (8,65% akcji) był podmiotem z tej samej grupy kapitałowej, co zatrudniony przez MSP doradca finansowy ING Securities. OFE ING mógł być zainteresowany tym, aby SP odpowiedział na wezwanie. Sprzedaż akcji Ciech przez Skarb Państwa stwarzała możliwość przyspieszenia trendu wzrostowego akcji Ciech, co też nastąpiło. NIK zwraca uwagę, iż OFE ING nie odpowiedział na wezwanie, lecz przeciwnie, w krótkim czasie zwiększył swoje zaangażowanie do 9,48%. Należy też zauważyć, że analityk ING Banku w analizie z 17 stycznia 2014 r. przedstawił dla akcji Ciech rekomendację⁶⁴ „kupuj” z ceną docelową 38,90 zł.

3.2.3.2.15. Sprzedaż na GPW w dniu 2 lipca 2014 r. 0,32% akcji PGE Polska Grupa Energetyczna S.A. w trybie budowania przyspieszonej księgi popytu

MSP 26 marca 2014 r. podpisało z PIR porozumienie, w którym strony przyjęły wzór Porozumienia w sprawie zbycia akcji stanowiących aport wnoszony do PIR przez SP, stanowiący Załącznik Nr 1 do Porozumienia.

W dniu 16 kwietnia 2012 r. została sporządzona notatka dla Ministra Skarbu Państwa, akceptowana przez Radcę Ministra Koordynującego prace Departamentu Spółek Kluczowych (DSK), z wnioskiem o podjęcie decyzji w sprawie wniosku zarządu PIR o dokapitalizowanie Spółki. DSK rekomendował dokapitalizowanie PIR na poziomie proponowanym przez Zarząd tj. 1,8 mld zł. DSK uznał przy tym, że zarówno termin, jak i ostateczna wysokość dokapitalizowania, będą zależały od rekomendacji DPWiP w sprawie możliwości przeprowadzenia sprzedaży akcji przez MSP oraz sytuacji rynkowej. Podsekretarz Stanu i Minister SP akceptowali przedstawione rekomendacje. W dniu 26 czerwca 2014 r. zarząd PIR zaktualizował wniosek z 4 kwietnia, podnosząc proponowaną wysokość podwyższenia kapitału zakładowego PIR do 1,99 mld zł, a 1 lipca DSK re-

⁶⁴ http://www.ciechgroup.com/PL/Inwestorzy/Strony/Rekomendacje_analitykow.aspx [02.10.2015].

komendował dokapitalizowanie PIR na minimalnym poziomie wskazywanym przez Zarząd, tj. 1,05 mld zł. Podsekretarz Stanu akceptował przedstawioną rekomendację.

Po uzyskaniu akceptacji projektu przez właściwe komórki organizacyjne MSP, w dniu 16 maja 2014 r. została zawarta z kancelarią prawną umowa o świadczenie usług prawnych przy wniesieniu przez SP akcji jednej ze spółek jako wkład niepieniężny na objęcie akcji nowej emisji PIR oraz przy zbyciu tych akcji oraz akcji SP w ramach procedury ABB na rynku regulowanym prowadzonym przez GPW S.A.

Opracowanie z czerwca 2014 r. przygotowane przez konsorcjum doradców finansowych (banki inwestycyjne), pn. *Materiały do dyskusji*, zawiera analizę ogólnej sytuacji na rynku akcyjnym, analizę notowań akcji PKO BP i PGE na tle notowań branżowych oraz zestawienie cen docelowych i rekomendacji analityków giełdowych i brokerów. Przedstawiono opinię, że najlepszym terminem przeprowadzenia oferty jest któryś z trzech pierwszych tygodni lipca 2014 r.

W notatce z 1 lipca 2014 r. skierowanej do Ministra Skarbu Państwa, z wnioskiem o podjęcie decyzji w sprawie sprzedaży akcji PGE w trybie ABB, wskazano m.in. następujące przesłanki dla proponowanych działań:

- minimalna proponowana wysokość dokapitalizowania PIR w kwocie 1,05 mld zł jest przewidywaną wartością zobowiązań inwestycyjnych, których podjęcie w ocenie PIR jest wysoce prawdopodobne w III kwartale 2014 r.,
- za przeprowadzeniem transakcji w jednej ze spółek (PKO BP, PZU, PGE) przemawiają okoliczności makroekonomiczne oraz ryzyko pogorszenia się sytuacji na polskim rynku kapitałowym po zmianach w otwartych Funduszach Emerytalnych (OFE),
- przedstawiona analiza rynkowa pozwala na rekomendowanie sprzedaży do 3,5% akcji PGE (z czego 3,18% poprzez wniesienie na podwyższenie kapitału zakładowego PIR w celu sprzedaży i 0,32% na rzecz SP) poprzez transakcję typu ABB na rynku regulowanym.

Przy aktualnych wówczas cenach rynkowych (21,90 zł cena zamknięcia w dniu 1 lipca 2014 r.) oraz dyskoncie prognozowanym w przedziale 8-10% środki uzyskane ze sprzedaży miały być nie niższe niż rekomendowana wartość podwyższenia kapitału PIR. DRK rekomendował też proponowany (wybrany w drodze własnej selekcji) skład konsorcjum banków inwestycyjnych. Dla konsorcjum banków zaproponowano wynagrodzenie od 0,5% do 1,0% od wartości transakcji w postaci prowizji uzależnionej od dyskonta ceny w ABB (odpowiednio od 8,0% i więcej do 0,99% i mniej). Rekomendowano wniesienie 59 441 629 akcji PGE (3,18%) na podwyższenie kapitału zakładowego PIR oraz sprzedaż przez SP 6 mln akcji PGE (0,32%) w transakcji ABB przeprowadzanej wspólnie z PIR. Rekomendacje zostały zaakceptowane przez Podsekretarza Stanu i Ministra SP.

W dniu 1 lipca 2014 r. zawarto z konsorcjum banków inwestycyjnych *Umowę oferowania i plasowania akcji*. Za cenę referencyjną przyjęto kurs zamknięcia notowań akcji PGE w dniu poprzednim, tj. 21,65 zł.

Liczba zbywanych akcji (65 441 629 mln tj. 3,50% wszystkich akcji PGE) została potwierdzona, a cena (20,25 zł) została ustalona w *Aneksie cenowym (Pricing Supplement)*, uzgodnionym i podpisanym w dniu 2 lipca 2014 r. przez Banki, PIR i SP, zgodnie z *Umową oferowania i plasowania akcji*. Przy ustalonej cenie 20,25 zł za akcję popyt (123,3 mln akcji) przewyższał o 88,4% ustalo-

na liczbę zbywanych akcji. Przychód SP z transakcji wyniósł 121,5 mln zł. Po transakcji udział SP w kapitale zakładowym PGE wynosił 58,38%.

Uzyskana w procesie ABB 2 lipca 2014 r. cena 20,25 zł była o 6,47% niższa od ceny zamknięcia notowań akcji PGE w dniu poprzednim (21,65 zł) i było to dyskonto, na podstawie którego określono prowizję SP dla konsorcjum finansowego (0,7% wartości transakcji) w wysokości 850 500 zł.

Wartość aportu SP do PIR została wyliczona jako iloczyn liczby wnoszonych akcji PGE (59 441 629) i średniej ceny ważonej (19,23 zł), po której akcje były przedmiotem obrotu na GPW w okresie sześciu miesięcy poprzedzających dzień wniesienia wkładu i wyniosła 1 143 062 525,67 zł. Przychód PIR ze zbycia tych akcji wyniósł 1 203 692 987,25 zł, tj. był wyższy o 60 630 461,58 zł od wartości aportu. W dniu 25 lipca 2014 r. Sąd Rejonowy wydał postanowienie o wpisaniu w KRS informacji o wniesieniu aportu o wartości 1 143 062 525 zł i stosownym podwyższeniu wysokości kapitału zakładowego PIR.

Uzyskana cena 20,25 zł była o 5,2% wyższa od średniej ceny z sześciu miesięcy poprzedzających transakcję. W ciągu sześciu miesięcy po transakcji kurs akcji PGE spadł o 5,2%, a wzrost indeksu WIG-Energetyka wyniósł 3,9%.

3.2.3.3. Prawdliwość księgowania przychodów prywatyzacyjnych

Księgowość MSP w miesiącu sprzedaży akcji spółek notowanych na rynku z konta 030 *Długoterminowe aktywa finansowe* w korespondencji z kontem 759 *Koszty finansowe dotyczące przychodów z prywatyzacji* wyksięgowywała wartość nominalną sprzedanych akcji, a różnicę pozostawiała na koncie 030 w korespondencji z kontem 800 *Fundusz jednostki* (powstała w wyniku przeszacowania akcji na 31 grudnia roku poprzedniego) wyksięgowywała łącznie z nową ustaloną wartością szacunkową akcji w dniu 31 grudnia roku, w którym miała miejsce sprzedaż akcji danej spółki. Księgowość MSP nie księgowała na bieżąco w miesiącu sprzedaży całkowitej wartości sprzedawanych w latach 2012-2014 akcji (tylko część wartości nominalnej) niżej wymienionych spółek giełdowych: PGE Polska Grupa Energetyczna S.A. - dwukrotnie, Ciech S.A., Zakłady Azotowe w Tarnowie-Mościskach S.A., PKO Bank Polski S.A. - dwukrotnie, BGŻ S.A. Ogółem kwota stwierdzonych nieprawidłowości wyniosła 6 909 417 446,00 zł (kwota ustalona na podstawie wartości rynkowej spółek na dzień 31 grudnia roku poprzedzającego sprzedaż akcji) lub 6 961 412 442,50 zł (kwota ustalona na podstawie wartości rynkowej spółek na dzień sprzedaży akcji). I tak:

- w lipcu 2014 nie wyksięgowano z konta 030 w korespondencji z kontem 800-1 akcji PGE S.A. o wartości 37 680 000 zł według wartości rynkowej na koniec poprzedniego roku lub wartości rynkowej z dnia sprzedaży 61 500 000 zł;
- w czerwcu 2014 r. nie wyksięgowano z konta 030 akcji Ciech S.A. o wartości 520 294 045 zł według wartości rynkowej na koniec poprzedniego roku lub wartości rynkowej z dnia sprzedaży 519 295 400 zł;
- w kwietniu 2013 r. nie wyksięgowano z konta 030 akcji Zakładów Azotowych w Tarnowie-Mościskach S.A. o wartości 549 152 281,20 zł i 39 120 000 zł według wartości rynkowej na koniec poprzedniego roku lub wartości rynkowej z dnia sprzedaży 527 815 076 zł i 37 600 000 zł;

- w styczniu 2013 r. nie wyksięgowano z konta 030 akcji PKO S.A. o wartości 897 500 000 zł według wartości rynkowej na koniec poprzedniego roku lub wartości rynkowej z dnia sprzedaży 831 250 000 zł;
- w sierpniu 2012 r. nie wyksięgowano z konta 030 akcji BGŻ S.A. o wartości 503 641 119,80 zł według wartości rynkowej na koniec poprzedniego roku lub wartości rynkowej z dnia sprzedaży 786 251 966,50 zł;
- w lipcu 2012 r. nie wyksięgowano z konta 030 akcji PKO S.A. o wartości 2 956 400 000 zł według wartości rynkowej na koniec poprzedniego roku lub wartości rynkowej z dnia sprzedaży 2 992 500 000 zł;
- w lutym 2012 r. nie wyksięgowano z konta 030 akcji PGE S.A. o wartości 1 405 630 000 zł według wartości rynkowej na koniec poprzedniego roku lub wartości rynkowej z dnia sprzedaży 1 205 200 000 zł (7,08%).

Zgodnie z *ustawą z dnia 29 września 1994 r. o rachunkowości*⁶⁵ (art. 4, 14, 18, 20 i 24) oraz § 18 ust. 2 *rozporządzenia ministra finansów z dnia 5 lipca 2010 r. w sprawie szczególnych zasad rachunkowości oraz planów kont dla budżetu państwa, budżetów jednostek samorządu terytorialnego, jednostek budżetowych, samorządowych zakładów budżetowych, państwowych funduszy celowych oraz państwowych jednostek budżetowych mających siedzibę poza granicami Rzeczypospolitej Polskiej*⁶⁶ pozostała na koncie 030 różnica powstała po wyksięgowaniu tylko części wartości nominalnej sprzedanych akcji należy wyksięgować w korespondencji z kontem 800 w miesiącu sprzedaży akcji danej spółki.

Według wyjaśnień⁶⁷ Dyrektor Departamentu Budżetu i Finansów MSP księgowania MSP są zgodne z polityką rachunkowości ujętą w *Zarządzeniu nr 34 dyrektora generalnego MSP z dnia 22 grudnia 2014 r. w sprawie zasad rachunkowości w MSP* (§ 1 ust. 15) oraz *Zarządzeniem nr 49 MSP z dnia 16 listopada 2010 r. w sprawie postępowania komórek organizacyjnych MSP w sprawach dotyczących ewidencji akcji i udziałów SP, z których uprawnienia wykonuje minister właściwy do spraw SP lub inne podmioty na podstawie pełnomocnictwa udzielonego przez ministra właściwego do spraw SP*.

W ocenie NIK wskazane zarządzenia nie zapewniają zgodności stosowanej w MSP polityki rachunkowości z obowiązującymi przepisami prawa oraz prawidłowego księgowania sprzedaży akcji spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych.

3.2.3.4. Koszty kontrolowanych transakcji

Istotnym czynnikiem dla oceny procesów prywatyzacji są poniesione koszty tych działań. W pierwszym okresie prywatyzacji (lata 1991-1995) przekraczały one nawet 10% uzyskiwanych przychodów. W kolejnych następował trwały zniżkowy trend wskaźnika kosztów prywatyzacji w stosunku do uzyskiwanych przychodów. W 2011 r. koszty w wysokości 159,7 mln zł stanowiły 1,22% uzyskanych przychodów (13 059 mln zł). W latach 2012-2014 koszty w wysokości 108,8 mln zł stanowiły 0,75% uzyskanych przychodów (14 558 mln zł). Przychody i koszty 15 transakcji objętych kontrolą przedstawiono w tabeli nr 3.

⁶⁵ Dz. U. z 2013 r., poz. 330 ze zm.

⁶⁶ Dz. U. z 2013 r., poz. 289.

⁶⁷ Pismo z dnia 31 lipca 2015 r. nr DBiF.3121.91.2015.TW.

Tabela nr 3: Przychody i koszty prywatyzacji w kontrolowanych transakcjach

L.p.	Nazwa spółki	Data	Przychody (mln zł)	Koszty (mln zł)	udział kosztów
1	PGE Polska Grupa Energetyczna S.A.	2014-07-02	121,5	0,99	0,82%
2	Ciech S.A.	2014-05-30	619,2	0,42	0,07%
3	ENERGA S.A.	2014-01-14	134,9	27,84	1,21%
		2013-12-11	2 165,3		
4	Kopalnie i Zakłady Chemiczne Siarki "Siarkopol" S.A.	2013-09-25	320,0	0,69	0,22%
5	Zakłady Azotowe w Tarnowie-Mościcach S.A.	2013-04-19	625,6	2,89	0,46%
6	Polski Holding Nieruchomości S.A.	2013-02-13	238,6	10,38	4,35%
7	Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski S.A.	2013-01-24	856,3	3,92	0,46%
8	Zakłady Górniczo-Hutnicze "Bolesław" S.A.	2012-12-11	219,3	0,00 ⁶⁸	0,00%
9	Zespół Elektrowni "Pątnów-Adamów-Konin" S.A.	2012-10-30	681,5	12,98	1,90%
10	Meble Emilia Sp. z o.o.	2012-09-20	115,1	0,15	0,13%
11	Bank Gospodarki Żywnościowej S.A.	2012-08-02	797,2	1,63	0,20%
12	Powszechna Kasa Oszczędności Bank Polski S.A.	2012-07-18	3 087,5	23,23	0,75%
13	Polski Holding Farmaceutyczny S.A.	2012-06-25	602,2	0,00	0,00%
14	Kopalnia Węgla Brunatnego "Konin"	2012-05-28	175,5	1,98	1,13%
	Kopalnia Węgla Brunatnego "Adamów"				
15	PGE Polska Grupa Energetyczna S.A.	2012-02-23	2 515,2	12,73	0,51%
Razem			13 274,9	99,83	0,75%

Koszty objętych kontrolą 15 transakcji w latach 2012-2014, poniesione przez Skarb Państwa, stanowiły 0,75% uzyskanych przychodów i były o ok. 60 mln zł niższe od kosztów poniesionych w 2011 r. przy niemal takim samym poziomie uzyskanych przychodów. W umowach zawartych z doradcami prawnymi, dotyczących sprzedaży akcji PGE S.A. w 2012 i 2014 r., BGŻ S.A. w 2012 r., PHN w 2013 r. i Ciech S.A. w 2014 r. nie zawarto wymogu przedstawienia sprawozdania lub chociaż wykazu wykonanych prac. Postanowienia w tym zakresie zawierały np. umowy na doradztwo zawarte przy sprzedaży akcji PKO BP S.A. w 2012 i 2013 r. Dokumentacja prywatyzacyjna oraz wyjaśnienia MSP nie pozwoliły na stwierdzenie czy, kiedy i jakie prace wykonały kancelarie przy trzech transakcjach.

⁶⁸ Koszty prywatyzacji wynosiły 1 363 tys. zł i stanowiły 0,62% przychodu uzyskanego ze zbycia akcji ZGH. MSP poniosło koszty ogłoszenia prasowego w wysokości 2,8 tys. zł, a pozostałe koszty prywatyzacji pokryła spółka ZGH S.A.

Ustalone nieprawidłowości wskazują, że koszty poniesione w latach 2012-2014 mogły być niższe o co najmniej 1,82 mln zł:

- Niecelowość i niegospodarność zatrudnienia kancelarii prawnej w procesie podejmowania decyzji w sprawie odpowiedzi na wezwanie do sprzedaży akcji BGŻ przedstawiono na str. 32 *Informacji*. Zbędny wydatek z tego tytułu wyniósł 69 212,56 zł. Kancelaria prawna otrzymała wynagrodzenie nie przedstawiając wykazu (nie wymagała tego umowa) zrealizowanych prac i działań.
- Niecelowość i niegospodarność zatrudnienia globalnych banków inwestycyjnych, w szczególności w trybie bezprzetargowym, jako doradców odpowiedzialnych za wsparcie MSP w procesie podejmowania decyzji w sprawie odpowiedzi na wezwanie do sprzedaży akcji BGŻ przedstawiono w pkt. na str. 32 *Informacji*. Zbędny wydatek z tego tytułu wyniósł 1 000 000 mln zł.
- Przy prywatyzacji PHN S.A. w 2013 r. MSP, w wyniku przeprowadzonego postępowania o udzielenie zamówienia publicznego, zawarło umowę, której przedmiotem było świadczenie usług doradczych w procesie restrukturyzacji PHN S.A. w celu doprowadzenia do maksymalizacji jej wartości, w związku z zamiarem zaoferowania jej akcji w drodze IPO. MSP nie potrafiło wskazać w jaki sposób wyniki pracy doradcy zostały wykorzystane przez Ministerstwo lub przez PHN S.A. dla maksymalizacji wartości tej Spółki w procesie prywatyzacji. Zbędny wydatek z tytułu zawartej umowy wyniósł 681 600 zł.
- Niecelowość i niegospodarność zatrudnienia kancelarii prawnej w procesie podejmowania decyzji w sprawie odpowiedzi na wezwanie do sprzedaży akcji Ciech przedstawiono na str. 58 *Informacji*. Zbędny wydatek z tego tytułu wyniósł 72 752,04 zł. Kancelaria prawna otrzymała wynagrodzenie nie przedstawiając wykazu (nie wymagała tego umowa) zrealizowanych prac i działań.

3.2.4. Wykonanie wniosków pokontrolnych wcześniejszych kontroli dotyczących prywatyzacji

3.2.4.1. Wnioski pokontrolne dotyczące prywatyzacji Uzdrowiska Wysowa S.A.

W 2013 r. Najwyższa Izba Kontroli przeprowadziła kontrolę prywatyzacji Uzdrowiska Wysowa S.A. Stwierdzone nieprawidłowości dotyczyły nierzetelnego analizowania i odbierania przez pracowników MSP niektórych z zamówionych dzieł (*Strategia prywatyzacji* i *Oszacowanie wartości*) oraz niecelowego zlecenia doradcy wyceny Uzdrowiska Wysowa metodą likwidacyjną. NIK negatywnie z punktu widzenia celowości i rzetelności oceniła akceptację przez MSP oszacowań wartości Spółki.

Najwyższa Izba Kontroli wniosowała⁶⁹ do Ministra Skarbu Państwa m.in. o:

1. Zapewnienie rzetelnego odbioru opracowań przez komisje ds. odbioru zamówionych dzieł.
2. Wskazanie w *Zarządzeniu Ministra SP* z dnia 19 lipca 2011 r. w sprawie dokonywania i odbioru analiz w procesie prywatyzacji momentu, od którego powinien zostać liczony bieg terminu sporządzenia rekomendacji przez członków komisji ds. odbioru zleconych analiz.

⁶⁹ Wystąpienie pokontrolne z dnia 7 sierpnia 2013 r. znak KGP – 4112-01-01/2013.

Według wyjaśnień Dyrektora Biura Kontroli MSP⁷⁰ Ministerstwo realizowało wnioski pokontrolne sformułowane przez NIK w związku z kontrolami prywatyzacji JSW S.A., Uzdrowiska Wysowa S.A. oraz PHN S.A.

Realizując wniosek rzetelnego odbioru analiz sformułowany po kontroli prywatyzacji Uzdrowiska Wysowa S.A. w MSP m.in. dokonano w 2014 r. zmiany Zarządzenia Nr 34 z 19 lipca 2011 r. w sprawie dokonywania i odbioru analiz w procesie prywatyzacji.

W dniu 26 marca 2014 r. weszło w życie Zarządzenie Nr 13 MSP zmieniające zarządzenie w sprawie dokonywania i odbioru analiz w procesie prywatyzacji. W zarządzeniu dodano zapis określający bieg terminu sporządzenia rekomendacji przez członków komisji od daty przekazania dzieła do właściwego departamentu (§ 6 ust. 15).

MSP nie potrafiło zapewnić rzetelnego odbioru opracowań przez komisje ds. odbioru zamówionych dzieł. W szczególności dotyczy to oszacowań wartości prywatyzowanych spółek. Ustalenia kontroli przedstawione w pkt. 3.2., dotyczące prywatyzacji Kopalni Węgla Brunatnego Adamów, Meble Emilia Sp. z o.o., Zakładów Górniczo-Hutniczych „Bolesław” S.A., wskazały na nierzetelność analizowania i odbierania przez pracowników MSP niektórych z zamówionych dzieł.

3.2.4.2. Wnioski pokontrolne dotyczące prywatyzacji JSW S.A.

W 2012 r. Najwyższa Izba Kontroli przeprowadziła kontrolę prywatyzacji Jastrzębskiej Spółki Węglowej S.A. Nieprawidłowości dotyczyły niestosowania przejrzystych zasad przydziału sprzedawanych akcji inwestorom instytucjonalnym, a także przyjęcia niecelowych, z punktu widzenia interesów Skarbu Państwa, zasad rozliczania kosztów prac doradców finansowych. MSP nie ustaliło z konsorcjum doradczym zakresu i podziału rodzajowego kosztów na finansowane z ustalonego ryczałtu oraz na koszty zwracane po przedstawieniu faktur i zestawień. Niecelowe było ustalenie dwóch równoległych źródeł finansowania prac doradców (ryczałt i zwrot uzasadnionych wydatków). Prowadziło to do braku przejrzystości w kwalifikowaniu kosztów do poszczególnych źródeł finansowania, niemożności dokładnej oceny ich zasadności, a w skrajnym przypadku mogło spowodować podwójne finansowanie tych samych wydatków. Ponadto Minister SP nie zapewnił bieżącego dokumentowania kluczowych działań prywatyzacyjnych. Uniemożliwiło to prześledzenie przebiegu procesów decyzyjnych, w wyniku których ustalono cenę sprzedaży akcji JSW, a tym samym uzasadnienia podjęcia tej decyzji.

Najwyższa Izba Kontroli wniosowała⁷¹ do Ministra Skarbu Państwa o:

1. Formalne ustalenie przejrzystych kryteriów wyboru inwestorów instytucjonalnych i zasad przydziału dla nich akcji w przyszłych działaniach prywatyzacyjnych.
2. Bieżące dokumentowanie co najmniej kluczowych decyzji podejmowanych w procesach prywatyzacji za pośrednictwem GPW S.A.
3. Dokonywanie szczegółowych analiz skutków decyzji gwarantujących przywileje pracownicze na wielkość przychodów z prywatyzacji.

⁷⁰ Wyjaśnienie Dyrektora Biura Kontroli MSP z 9 lipca 2015 r. znak: BK.0910.10.2015.

⁷¹ Wystąpienie pokontrolne z dnia 8 stycznia 2013 r. znak KGP – 4101-04-01/2012.

4. Ustalanie takich zasad zwrotu kosztów doradcom finansowym, które umożliwią szczegółową ich weryfikację lub ustalanie wynagrodzenia jedynie w formie ryczałtowej.
5. Dokonywanie płatności zgodnie z ustaleniami zawartych umów.
6. Należyte dokumentowanie czynności kontroli finansowej w ramach kontroli zarządczej.

W związku z wnioskiem pokontrolnym NIK sformułowanym po kontroli prywatyzacji JSW S.A. we wrześniu 2013 r. Minister SP formalnie wprowadził zasady alokacji akcji w transakcjach prywatyzacyjnych realizowanych za pośrednictwem GPW S.A. Jednocześnie Minister wprowadził również zasady wyłonienia doradców finansowych i prawnych w ww. transakcjach. W transakcjach realizowanych za pośrednictwem GPW S.A. MSP dokumentowało kluczowe decyzje dotyczące m.in.: wszczęcia procesu prywatyzacji, wyboru konsorcjum doradców, alokacji, ceny sprzedaży akcji, wymagające zgody Ministra SP (lub osoby przez niego upelnomocnionej Sekretarza lub Podsekretarza Stanu w MSP), wyrażonej w drodze akceptacji notatki z wnioskiem o podjęcie decyzji oraz podpisania odpowiednich umów. Datę luty 2013 r. nosi dokument MSP „Zasady pomyselnego przeprowadzenia sprzedaży pakietu akcji w formule przyspieszonej budowy księgi popytu”.

Ustalenia kontroli transakcji realizowanych w latach 2013-2014 nie wykazały nieprawidłowości związanych z realizacją wskazanych wniosków.

3.2.4.3. Wnioski pokontrolne dotyczące prywatyzacji PHN S.A.

W 2013 r. Najwyższa Izba Kontroli przeprowadziła kontrolę prywatyzacji Polskiego Holdingu Nieruchomości S.A. Najwyższa Izba Kontroli wniosowała⁷² do Ministra Skarbu Państwa o:

1. Zapewnienie rzetelnej współpracy i wymiany informacji pomiędzy departamentami Ministerstwa zaangażowanymi w proces prywatyzacji spółek Skarbu Państwa, zwłaszcza w przypadkach zidentyfikowania ryzyk w procesie prywatyzacji.
2. Dokonywanie analiz umożliwiających ocenę efektów wykonania zawieranych umów, w szczególności umów dotyczących podniesienia wartości spółek.
3. Doprowadzenie do ostatecznego rozliczenia należności SP od PHN S.A. z tytułu niewłaściwego określenia liczby akcji wydanych pracownikom Spółki w procesie prywatyzacji.

Ustalenia kontroli transakcji przeprowadzonych w latach 2013-2014 nie wykazały nieprawidłowości związanych z realizacją pierwszego wniosku.

Realizując trzeci wniosek pokontrolny sformułowany po kontroli prywatyzacji PHN S.A. Minister SP zawarł w marcu 2014 r. ugodę z WHN S.A. W wykonaniu ugody, WHN S.A. przeniósł 117 614 akcji PHN S.A. na rachunek SP. W dniu 21 maja 2014 r. (termin wypłaty dywidendy) Skarb Państwa otrzymał dywidendę od PHN S.A. za 2013 r. w wysokości 70,5 mln zł. Kwota ta obejmowała również dywidendę ze 117 614 akcji PHN S.A. otrzymanych od WHN S.A. tytułem ugody.

Ustalenia kontroli dotyczące umów zawieranych z kancelariami prawnymi, w szczególności przy sprzedaży akcji Ciech S.A., wskazują, że MSP nie dokonuje analiz umożliwiających ocenę efektów wykonania zawieranych umów. Wynikiem braku takich analiz jest m.in. brak w wielu umo-

⁷² Wystąpienie pokontrolne z dnia 29 stycznia 2014 r. znak KGP – 4101-04-01/2013.

wach postanowień dotyczących wymogu przedstawiania sprawozdań z wykonanych prac i ich efektów lub przynajmniej wykazu wykonanych czynności.

3.2.4.4. Wnioski pokontrolne dotyczące prywatyzacji przedsiębiorstw farmaceutycznych

NIK przeprowadziła w 2011 r. kontrolę procesów prywatyzacji w sektorze farmaceutycznym (P/11/046), w tym kontrolę działalności Polskiego Holdingu Farmaceutycznego S.A. Mimo odstąpienia od koncepcji konsolidacji spółek sektora farmaceutycznego, którą miał realizować PHF, Minister SP zdecydował o kontynuacji działania Holdingu, powierzając mu zadanie sprywatyzowania spółek zależnych do końca 2011 r. Niezrealizowanie tego zadania w wyznaczonym terminie uniemożliwiło planowane na 2011 r. postawienie PHF w stan likwidacji. W wyniku kontroli do Ministra SP skierowano m.in. wniosek o wszczęcie likwidacji Polskiego Holdingu Farmaceutycznego S.A. po sfinalizowaniu sprzedaży Warszawskich Zakładów Farmaceutycznych Polfa S.A. i przejęcie prowadzenia prywatyzacji Tarchomińskich Zakładów Farmaceutycznych Polfa S.A. bezpośrednio przez MSP.

Ustalenia kontroli potwierdziły realizację tego wniosku pokontrolnego.

4. Informacje dodatkowe o przeprowadzonej kontroli

4.1. Przygotowanie kontroli

Zgodnie z metodologią NIK, przy planowaniu kontroli, ryzyka określono następująco:

Ryzyko horyzontalne – niska jakość usług publicznych:

- Brak powiązania celów operacyjnych z celami strategicznymi.
- Niewłaściwe programowanie – brak jasności co do celów oraz sposobu ich osiągnięcia.
- Zarządzanie zorientowane na osiąganie rezultatów prywatyzacji za wszelką cenę.

Ryzyko branżowe – nieefektywne gospodarowanie majątkiem publicznym:

- Niecelowa prywatyzacja niektórych podmiotów.
- Sprzedaż akcji za zaniżoną cenę.
- Nadmierne koszty prywatyzacji.

Analizę ryzyka dla obszarów objętych kontrolą przeprowadzono na podstawie wyników wcześniejszych kontroli prywatyzacyjnych. Ponadto wykorzystano informacje uzyskane na posiedzeniach komisji sejmowych, ze źródeł dostępnych w internecie oraz publikacjach prasowych.

Przed przystąpieniem do badań oszacowano ryzyko wystąpienia nieprawidłowości w obszarach objętych kontrolą. Ryzyko wysokie lub średnie zdiagnozowano w czterech obszarach:

1. Brak jasności co do celów prywatyzacji wybranych spółek oraz sposobu ich osiągnięcia.
2. Planowane przychody z prywatyzacji w latach 2012-2014 zostały uzyskane głównie w wyniku prywatyzacji podmiotów innych niż wskazane w planach prywatyzacji.
3. Akceptacja zbyt niskiej wyceny zbywanych akcji lub ustalenie zbyt niskiej ceny zbywanych akcji.
4. Nadmierne koszty doradztwa przy prywatyzacji.
5. Niepełne lub nieterminowe egzekwowanie zleconych prac.
6. Niezastosowanie kar umownych w przypadku wadliwego wykonania prac doradczych.
7. Niewykonanie lub niepełne wykonanie wniosków pokontrolnych, informowanie Izby o wykonaniu wniosków niezgodne ze stanem faktycznym.

W związku z powyższym, zakres przedmiotowy kontroli objął przede wszystkim ww. zagadnienia.

4.2. Postępowanie kontrolne i działania podjęte po zakończeniu kontroli

Kontrolę, w okresie od dnia 20 maja 2015 r. do dnia 11 września 2015 r. przeprowadził Departament Gospodarki, Skarbu Państwa i Prywatyzacji.

Do Ministra Skarbu Państwa skierowano w dniu 5 października 2015 r. wystąpienie pokontrolne. Wystąpienie zawierało uwagi dotyczące kontrolowanej działalności oraz wnioski o podjęcie działań w celu wyeliminowania stwierdzonych nieprawidłowości i uchybień:

Minister Skarbu Państwa złożył w dniu 64 zastrzeżenia do wystąpienia pokontrolnego. Uchwałą Nr 69/2015 z dnia 24 listopada 2015 r. Kolegium Najwyższej Izby Kontroli uwzględniło 8 zastrzeżeń w całości oraz częściowo 13 zastrzeżeń. Uchwała Kolegium NIK oraz tekst jednolity wystąpienia zostały przekazane Ministrowi Skarbu Państwa w dniu 4 grudnia 2015 r.

Do czasu sporządzenia niniejszej Informacji Minister Skarbu Państwa nie poinformował NIK o realizacji wniosków pokontrolnych lub działaniach podjętych w celu ich realizacji.

Najwyższa Izba Kontroli od grudnia 2015 r. współpracuje z Prokuraturą Apelacyjną w Warszawie w związku z prowadzonym śledztwem w sprawie podejrzenia przyjęcia przez osobę pełniącą funkcję publiczną korzyści majątkowej w zamian za pomoc przy zbywaniu akcji Skarbu Państwa tj. o czyn określony w art. 228 § 1 i 229 § 1 ustawy z dnia 6 czerwca 1997 r. Kodeks karny⁷³.

⁷³ Dz. U. z 1997 r. Nr 88, poz. 553 ze zm.

Załączniki**Załącznik nr 1 – Lista osób zajmujących kierownicze stanowiska, odpowiedzialnych za kontrolowaną działalność**

Lp	Jednostka kontrolowana	Kierownik jednostki kontrolowanej
1.	Ministerstwo Skarbu Państwa	Andrzej Czerwiński, Minister Skarbu Państwa od 15 czerwca 2015 r. Włodzimierz Karpiński, Minister Skarbu Państwa od 24 kwietnia 2013 r. Mikołaj Budzanowski, Minister Skarbu Państwa od 18 listopada 2011 r.

Załącznik nr 2 – Wykaz organów, którym przekazano informację o wynikach kontroli

1. Prezydent Rzeczypospolitej Polskiej
2. Marszałek Sejmu Rzeczypospolitej Polskiej
3. Marszałek Senatu Rzeczypospolitej Polskiej
4. Prezes Rady Ministrów
5. Wicepremier – Minister Rozwoju
6. Prezes Trybunału Konstytucyjnego
7. Rzecznik Praw Obywatelskich
8. Komisja do Spraw Kontroli Państwowej Sejmu RP
9. Komisja do Spraw Energii i Skarbu Państwa Sejmu RP
10. Komisja Gospodarki i Rozwoju Sejmu RP
11. Komisja Finansów Publicznych Sejmu RP
12. Komisja Gospodarki i Rozwoju Senatu RP
13. Komisja Gospodarki Narodowej i Innowacyjności Senatu RP
14. Szef Kancelarii Prezydenta RP
15. Szef Kancelarii Prezesa Rady Ministrów
16. Szef Kancelarii Sejmu
17. Szef Kancelarii Senatu
18. Minister Skarbu Państwa
19. Minister Finansów

Załącznik nr 3 – Wykaz ważniejszych aktów prawnych

1. Ustawa z dnia 30 sierpnia 1996 r. o komercjalizacji i prywatyzacji (Dz. U. z 2015 r. poz. 747).
2. Ustawa z dnia 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych (Dz. U. z 2013 r. , poz. 1030 ze zm.).
3. Ustawa z dnia 8 sierpnia 1996 r. o zasadach wykonywania uprawnień przysługujących Skarbowi Państwa (Dz. U. z 2012 r., poz. 1224 ze zm.).
4. Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz. U. z 2014 r. poz. 94 ze zm.).
5. Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz. U. z 2013 r. poz. 1382).
6. Ustawa z dnia 18 marca 2010 r. o szczególnych uprawnieniach ministra właściwego do spraw Skarbu Państwa oraz ich wykonywaniu w niektórych spółkach kapitałowych lub grupach kapitałowych prowadzących działalność w sektorach energii elektrycznej, ropy naftowej oraz paliw gazowych (Dz. U. Nr 65, poz. 404 ze zm.).
7. Ustawa z dnia 29 stycznia 2004 r. Prawo zamówień publicznych (Dz. U. z 2013 r., poz. 907 ze zm.).
8. Ustawa z dnia 29 sierpnia 2009 r. o finansach publicznych (Dz. U. z 2013 r., poz. 885 ze zm.).
9. Rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 30 maja 2011 r. w sprawie szczegółowego trybu zbywania akcji Skarbu Państwa (Dz. U. Nr 114, poz. 664).
10. Rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 30 maja 2011 r. w sprawie analiz spółki przeprowadzanych przed zaoferowaniem do zbycia akcji należących do Skarbu Państwa (Dz. U. Nr. 114, poz. 663).
11. Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 5 lipca 2010 r. w sprawie szczególnych zasad rachunkowości oraz planów kont dla budżetu państwa, budżetów jednostek samorządu terytorialnego, jednostek budżetowych, samorządowych zakładów budżetowych, państwowych funduszy celowych oraz państwowych jednostek budżetowych mających siedzibę poza granicami Rzeczypospolitej Polskiej (Dz. U. z 2013 r., poz. 289).