

OPINIA ZARZĄDU EUROPEJSKIE CENTRUM ODSZKODOWAŃ S.A. z siedzibą w Legnicy

w sprawie pozbawienia prawa poboru oraz sposobu ustalenia ceny emisyjnej akcji serii C/D/E sporządzona na podstawie art. 433 § 2 w zw. z § 6 k.s.h.

1. Podstawa prawna

Niniejsza opinia została sporządzona na podstawie art. 433 § 2 k.s.h., stosowanego odpowiednio do emisji papierów wartościowych zamiennych na akcje lub inkorporujących prawo zapisu na akcje zgodnie z art. 433 § 6 k.s.h., w związku z projektami uchwał Nadzwyczajnego Walnego Zgromadzenia („NWZA”) w sprawach: (i) emisji obligacji zamiennych serii A1–A40 oraz warunkowego podwyższenia kapitału zakładowego poprzez emisję akcji serii C (Uchwała nr 4), (ii) emisji warrantów subskrypcyjnych serii A oraz warunkowego podwyższenia kapitału zakładowego (akcje serii D) – Uchwała nr 5, (iii) emisji warrantów subskrypcyjnych serii B oraz warunkowego podwyższenia kapitału zakładowego (akcje serii E) – Uchwała nr 6. Ponadto, w zakresie konstrukcji uchwał dotyczących warunkowego podwyższenia kapitału i warrantów, zastosowanie znajdują art. 448–449 oraz art. 453 k.s.h., zaś w zakresie emisji obligacji – art. 19 ustawy z dnia 15 stycznia 2015 r. o obligacjach. Treść i parametry emisji wynikają z projektów uchwał NWZA opublikowanych wraz z ogłoszeniem o zwołaniu NWZA (raport bieżący ESPI nr 47/2025 z 11 sierpnia 2025 r., załączniki – projekty uchwał).

2. Uzasadnienie pozbawienia prawa poboru (interes Spółki)

Teza: Pozbawienie w całości prawa poboru (i) obligacji zamiennych serii A1–A40, (ii) warrantów subskrypcyjnych serii A i serii B oraz (iii) akcji serii C/D/E emitowanych w ramach warunkowego podwyższenia kapitału leży w obiektywnie uzasadnionym interesie Spółki, a równocześnie nie narusza słuszych interesów dotychczasowych akcjonariuszy (art. 433 § 2 k.s.h.).

2.1. Obowiązki i ratio legis (wykładnia art. 433 § 2 i § 6 k.s.h.)

Zgodnie z art. 433 § 2 k.s.h. zarząd jest obowiązany przedstawić walnemu zgromadzeniu pisemną opinię uzasadniającą: (i) powody pozbawienia prawa poboru oraz (ii) proponowaną cenę emisyjną akcji lub sposób jej ustalenia. Stosownie do art. 433 § 6 k.s.h. obowiązki te mają odpowiednie zastosowanie do emisji papierów wartościowych zamiennych na akcje lub inkorporujących prawo zapisu na akcje (tu: obligacje zamienne i warranty), a także do akcji emitowanych w ramach warunkowego podwyższenia kapitału na potrzeby ich realizacji (serie C/D/E).

2.2. Interes Spółki – uzasadnienie biznesowe, czasowe i kosztowe

- a) **Pewność i szybkość pozyskania finansowania:** Konstrukcja prywatnej emisji skierowanej do jednego inwestora (Loft Capital Limited) umożliwia pozyskanie finansowania transzowego do łącznej kwoty wskazanej w projektach uchwał i ogłoszeniu NWZA, bez konieczności przeprowadzania oferty publicznej i sporządzania prospektu, co ogranicza czas i koszty

transakcyjne oraz ryzyko niepowodzenia subskrypcji przy zachowaniu zgodności z rozporządzeniem 2017/1129 (por. uzasadnienia do uchwał nr 4–6).

- b) **Strukturalna integralność instrumentów:** Obligacje zamienne i warranty są elementem jednej, spójnej struktury finansowania przewidzianej w projektach uchwał nr 4–6; prawo poboru uniemożliwiłoby przypisanie instrumentów do dedykowanego inwestora i realizację warunków (w tym transzowości i formuł cenowych), co zagrażałoby powodzeniu operacji.
- c) **Redukcja ryzyka płynnościowego i kapitałowego:** Finansowanie o charakterze equity-like (konwersja/wykonanie praw na akcje) zmniejsza lewarowanie bilansu i wspiera zdolność do wykonywania obowiązków korporacyjnych i regulacyjnych, w tym realizację strategii po zakończeniu postępowania restrukturyzacyjnego.
- d) **Efektywność kosztowa:** Wyłączenie prawa poboru eliminuje koszty i czasochłonność emisji z prawem poboru w spółce publicznej (prospekt, konsorcjum, gwarancja), które – wobec skali i etapowania finansowania – czyniłyby projekt ekonomicznie i czasowo nieefektywnym.

2.3. Analiza alternatyw i przesłanki odmowy prawa poboru

Zarząd rozważył alternatywę emisji z zachowaniem prawa poboru (RHS). Alternatywa ta jest nieadekwatna z uwagi na: (i) brak możliwości odwzorowania transzowości i warunków cenowych instrumentów dłużnych/pochodnych (obligacje zamienne, warranty) w formule RHS; (ii) ryzyko niedojścia emisji do skutku przy braku gwarancji objęcia; (iii) znacząco wyższe koszty i czas (prospekt). W konsekwencji realizacja finansowania na warunkach rynkowych określonych w projektach uchwał nr 4–6 wymaga wyłączenia prawa poboru dla wszystkich instrumentów tworzących tę strukturę.

2.4. Ochrona interesów dotychczasowych akcjonariuszy

Wyłączeniu prawa poboru towarzyszą mechanizmy ograniczające potencjalnie niekorzystne skutki dla akcjonariuszy: (i) minimalna cena emisyjna (nie niższa niż wartość nominalna akcji – 0,10 zł), (ii) formuły cenowe oparte na VWAP z wielosesyjnych okresów (minimalizujące wpływ krótkoterminowych wahań), (iii) transzowość (rozłożenie w czasie), (iv) limit maksymalnej liczby akcji serii C/D/E (po 11.200.000 każda). Mechanizmy te wynikają *expressis verbis* z projektów uchwał nr 4–6.

2.5. Konkluzja

Wyłączenie prawa poboru w projektowanym zakresie jest konieczne i proporcjonalne do celu, jakim jest skuteczne i efektywne kosztowo pozyskanie finansowania na warunkach rynkowych określonych w uchwałach nr 4–6; spełnia wymogi art. 433 § 2 i § 6 k.s.h. oraz uwzględnia słusze interesy akcjonariuszy poprzez zastosowane zabezpieczenia.

3. Sposób ustalenia ceny emisyjnej akcji

3.1. Akcje serii C (konwersja obligacji zamiennych – Uchwała nr 4)

Cena emisyjna akcji serii C („Conversion Price”) równa jest najwyższej z następujących wartości:

- a) 93% najniższego „Daily VWAP” z 10 kolejnych Dni Sesyjnych bezpośrednio poprzedzających dzień złożenia przez obligatariusza oświadczenia o zamianie obligacji na akcje serii C („Theoretical Conversion Price”);
- b) 50% średniej arytmetycznej ceny zamknięcia akcji Spółki z ostatnich 3 miesięcy poprzedzających dzień złożenia oświadczenia o zamianie;
- c) wartość nominalna akcji Spółki (0,10 zł);

przy czym stosuje się obcięcie miejsc dziesiętnych po drugim miejscu (truncation). [Uchwała nr 4, § 3 ust. 8]

3.2. Akcje serii D (wykonanie warrantów serii A – Uchwała nr 5)

Cena emisyjna („Warrant Exercise Price”) równa jest:

- a) dla Warrantów przydzielonych w związku z pierwszą „Tranche” – niższej z: 4,80 zł lub 120% najniższego „Daily VWAP” z 15 kolejnych Dni Sesyjnych bezpośrednio poprzedzających datę doręczenia przez inwestora zawiadomienia o subskrypcji pierwszej Tranche;
- b) dla Warrantów przydzielonych w związku z każdą kolejną „Tranche” – 120% najniższego „Daily VWAP” z 15 kolejnych Dni Sesyjnych poprzedzających datę doręczenia zawiadomienia o subskrypcji danej Tranche;

z zastosowaniem truncation po drugim miejscu dziesiętnym i z zastrzeżeniem, że cena nie może być niższa niż 0,10 zł (Uchwała nr 5, § 3 ust. 7).

3.3. Akcje serii E (wykonanie warrantów serii B – Uchwała nr 6)

Cena emisyjna akcji serii E równa jest ich wartości nominalnej (0,10 zł), z zastrzeżeniem korekt „anti-dilution” przewidzianych w Schedule 4 do Issuance Agreement, stanowiących integralną część warunków emisji warrantów serii B przyjętych Uchwałą nr 6 (Uchwała nr 6, § 3 ust. 7).

4. Wpływ planowanych emisji na strukturę akcjonariatu, rozwodnienie, sytuację finansową oraz mechanizmy ochronne

4.1. Maksymalna liczba akcji i rozwodnienie (jawny rachunek)

Z uchwał nr 4–6 wynika limit emisji: do 11.200.000 akcji serii C, do 11.200.000 akcji serii D oraz do 11.200.000 akcji serii E, łącznie do 33.600.000 akcji. Przy obecnym kapitale 5.600.000 akcji:

- a) łączna liczba akcji po pełnej realizacji praw: $5.600.000 + 33.600.000 = 39.200.000$,
- b) udział dotychczasowych akcjonariuszy w kapitale po pełnym wykonaniu praw: $5.600.000 / 39.200.000 = 14,2857\%$,
- c) maksymalne rozwodnienie udziału „starego” akcjonariatu: 85,7143% (w ujęciu udziałowym).

Uwaga: liczby te obrazują scenariusz skrajny (100% konwersji/wykonań w granicach uchwał). Rzeczywista skala rozwodnienia zależeć będzie od zakresu konwersji/wykonań w ramach kolejnych transz.

4.2. Korzyści z planowanej struktury finansowania

- a) Wzmocnienie kapitałowe i elastyczność: zamienność/objęcia akcji przesuwają finansowanie w kierunku kapitału własnego, poprawiając wskaźniki zadłużenia i elastyczność bilansu.
- b) Redukcja ryzyka refinansowania: możliwość konwersji obligacji na akcje ogranicza ryzyko odnowienia/rolowania długu.
- c) Płynność rynku: wzrost free float może długoterminowo sprzyjać płynności i stabilności kursu.
- d) Transzowość: rozłożenie w czasie ogranicza jednorazowy wpływ podaży akcji na rynek.

4.3. Mechanizmy ochronne dla akcjonariuszy

- a) „Floor”: cena emisyjna akcji nie może być niższa niż wartość nominalna (0,10 zł).
- b) Formuły VWAP: ceny oparte na średnich ważonych wolumenem z wielosesyjnych okresów (10/15 sesji) minimalizują wpływ chwilowych wahań.
- c) Limity liczby akcji: $3 \times 11.200.000$ jako twardy górny pułap z uchwał.
- d) Rozłożenie w czasie: emisje w transzach umożliwiają rynkową absorpcję podaży.

4.4. Wpływ na strukturę kapitałową i komunikację z rynkiem

Pełna realizacja instrumentów zwiększy kapitały własne Spółki i może poprawić zdolność kredytową. Z uwagi na status spółki publicznej, Spółka będzie raportowała istotne etapy wykonania instrumentów (transze, konwersje, wykonanie warrantów) zgodnie z MAR/ESPI i RMF GPW; harmonogram czynności i obowiązków informacyjnych odzwierciedla „pakiet NWZA” (sekcja harmonogram/obowiązki raportowe).

5. Analiza alternatyw i ryzyk (RHS vs. emisja prywatna transzowa)

5.1. Emisja z prawem poboru (RHS) – ocena

Zalety: utrzymanie proporcji udziałów i prawa poboru dotychczasowych akcjonariuszy.

Wady: konieczność prospektu i długiego procesu ofertowego, brak gwarancji powodzenia subskrypcji, brak kompatybilności z instrumentami dłużnymi/pochodnymi (obligacje zamienne, warranty), trudność odwzorowania transzowości i formuł cenowych.

5.2. Emisja prywatna transzowa do inwestora dedykowanego – ocena

Zalety: szybkość, pewność alokacji, możliwość parametryzacji cen (VWAP, floor), integracja z obligacjami zamiennymi i warrantami, redukcja kosztów i ryzyka wykonawczego.

Wady/ryzyka: potencjalne rozwodnienie w przypadku pełnej realizacji praw; ryzyko łagodzone przez mechanizmy ochronne i limity wskazane w pkt 4.3.

5.3. Konkluzja

Z uwagi na cele finansowania, wymagania konstrukcyjne i warunki rynkowe, emisja prywatna transzowa przewidziana w uchwałach nr 4–6 jest rozwiązaniem efektywnym i proporcjonalnym, a wyłączenie prawa poboru stanowi warunek konieczny jej przeprowadzenia zgodnie z interesem Spółki.

6. Wniosek

Mając na względzie: (i) ratio legis art. 433 § 2 i § 6 k.s.h., (ii) szczegółowe parametry i zabezpieczenia przewidziane w projektach uchwał nr 4–6, (iii) przedstawioną analizę alternatyw oraz (iv) jawny rachunek potencjalnego rozwodnienia, Zarząd rekomenduje podjęcie uchwał wyłączających w całości prawo poboru obligacji zamiennych serii A1–A40, warrantów subskrypcyjnych serii A oraz B oraz akcji serii C/D/E, a także przyjęcie sposobów ustalania ceny emisyjnej akcji serii C/D/E w brzmieniu odpowiadającym projektom uchwał nr 4–6. Rekomendowane rozwiązania są konieczne dla skutecznego pozyskania finansowania na warunkach rynkowych, a jednocześnie zawierają mechanizmy ochronne ograniczające potencjalnie niekorzystne skutki dla dotychczasowych akcjonariuszy.