

Opinia Zarządu dla Nadzwyczajnego Walnego Zgromadzenia Vistula & Wólczanka S.A., zwołanego na dzień 4 września 2008 roku uzasadniająca powody pozbawienia dotychczasowych akcjonariuszy w całości prawa poboru w odniesieniu do akcji serii G, a także uzasadnienie sposobu ustalenia ich ceny emisyjnej.

Działając na podstawie Art. 433 §2 Kodeksu spółek handlowych, Zarząd Vistula & Wólczanka S.A. ("**Spółka**") - wobec proponowanego podwyższenia kapitału zakładowego Spółki o kwotę nie wyższą niż 1.604.362 złote (jeden milion sześćset cztery tysiące trzysta sześćdziesiąt dwa złote), w drodze emisji nie więcej niż 8.021.810 (osiem milionów dwadzieścia jeden tysięcy osiemset dziesięć) akcji zwykłych na okaziciela serii G o wartości nominalnej 20 groszy każda ("**Akcje Serii G**") z pozbawieniem dotychczasowych akcjonariuszy w całości prawa poboru w odniesieniu do emisji Akcji Serii G - przedstawia Nadzwyczajnemu Walnemu Zgromadzeniu Spółki zwołanemu na dzień 4 września 2008 r. poniższą opinię.

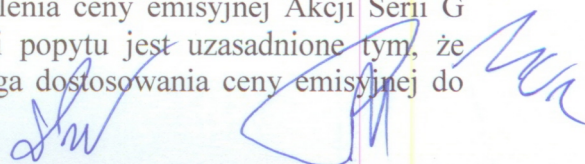
1. W wyniku emisji Akcji Serii G Spółka planuje uzyskać środki finansowe na spłatę kredytu zaciągniętego w Fortis Bank Polska S.A. na podstawie umowy o linię odnawialną z dnia 8 maja 2008 roku na sfinansowanie zakupu akcji stanowiących 66% kapitału zakładowego spółki W. Kruk S.A., z siedzibą w Poznaniu, w wyniku wezwania ogłoszonego w dniu 5 maja 2008 roku, o terminie spłaty do dnia 14 października 2008 roku oraz na spłatę kredytu zaciągniętego w Fortis Bank SA/NV z siedzibą w Brukseli na podstawie umowy o linię nieodnawialną z dnia 27 czerwca 2008 roku na częściowe sfinansowanie ww. kredytu zaciągniętego w Fortis Bank Polska S.A., o terminie spłaty do dnia 30 września 2008 roku.

2. Emisja Akcji Serii G ma nastąpić w drodze zmiany uchwał podjętych podczas Zwyczajnego Walnego Zgromadzenia Spółki w dniu 30 czerwca 2008 roku, które do dnia sporządzenia niniejszej opinii nie zostały wykonane.

3. Pozbawienie dotychczasowych akcjonariuszy prawa poboru w odniesieniu do Akcji Serii G ma na celu umożliwienie zaoferowania akcji w drodze subskrypcji prywatnej w rozumieniu art. 431 § 2 pkt. 1 Kodeksu spółek handlowych inwestorom kwalifikowanym w rozumieniu Ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz spółkach publicznych z dnia 29 lipca 2005 r. (Dz. U. Nr 184 poz. 1539, z późn. zm.). Akcje Serii G stanowią mniej niż 10% wszystkich akcji Spółki dopuszczonych do obrotu na GPW S.A. co umożliwia maksymalne skrócenie czasu koniecznego na przeprowadzenie emisji i dopuszczenie Akcji Serii G do obrotu na Giełdzie Papierów Wartościowych.

4. Zgodnie ze sporządzonymi przez Zarząd projektami uchwał, inwestorom kwalifikowanym, którzy (A) będą posiadali akcje Spółki na koniec dnia poprzedzającego dzień ustalenia przez Zarząd ceny emisyjnej Akcji Serii G, którego data zostanie wskazana przez Zarząd ("**Dzień Własności Akcji**") oraz (B) w ramach budowania księgi popytu wyrażą deklarację zainteresowania objęciem Akcji Serii G po cenie, która nie będzie niższa niż cena emisyjna Akcji Serii G ustalona przez Zarząd po zakończeniu procesu budowania księgi popytu, będzie przysługiwało prawo pierwszeństwa objęcia Akcji Serii G w liczbie jednej Akcji Serii G za każde dziesięć Akcji wcześniejszych emisji posiadanych w Dniu Własności Akcji. Zasada pierwszeństwa objęcia Akcji Serii G premiuje dotychczasowych akcjonariuszy Spółki będących inwestorami kwalifikowanymi.

5. Wysokość ceny emisyjnej Akcji Serii G zostanie ustalona przez Zarząd Spółki na podstawie księgi popytu po uzyskaniu akceptacji Rady Nadzorczej Spółki, przy czym wskazany w projekcie uchwały jej dolny limit jest znacząco wyższy od aktualnej ceny rynkowej akcji Spółki. Przyznanie uprawnienia do ustalenia ceny emisyjnej Akcji Serii G Zarządowi Spółki w oparciu o wyniki budowy księgi popytu jest uzasadnione tym, że skuteczne przeprowadzenie emisji Akcji Serii G wymaga dostosowania ceny emisyjnej do



popytu na oferowane akcje, który zostanie zgłoszony przez inwestorów instytucjonalnych. Ze względu na uzależnienie popytu od wielu niezależnych od Spółki czynników, Zarząd Spółki chciałby posiadać swobodę w ustaleniu ceny emisyjnej Akcji Serii G celem pozyskania możliwie wysokich środków finansowych dla Spółki poprzez uzyskanie maksymalnej ceny emisyjnej.

6. W opinii Zarządu Spółki wyłącznie przeprowadzenie emisji Akcji Serii G w trybie subskrypcji prywatnej z wyłączeniem prawa poboru umożliwi Spółce odpowiednie szybkie pozyskanie środków z emisji Akcji Serii G, co pozwoli na uregulowanie części zobowiązań kredytowych wskazanych powyżej.

7. Wskazane czynniki sprawiają, że pozbawienie dotychczasowych akcjonariuszy w całości prawa poboru Akcji Serii G jest ekonomicznie uzasadnione i będzie leżeć w interesie Spółki, co w konsekwencji zwiększać będzie jej wartość dla wszystkich akcjonariuszy.

PREZES ZARZĄDU
Vistula & Wólczanka S.A.
Michał Wójcik

WICEPREZES ZARZĄDU
Vistula & Wólczanka S.A.
Grzegorz Piłch

WICEPREZES ZARZĄDU
Vistula & Wólczanka S.A.
Mateusz Zmijewski