

KATARZYNA BYRKA-KITA
MATEUSZ CZERWIŃSKI

PRZEJĘCIE KONTROLI W SPÓŁKACH PUBLICZNYCH – PRZEGLĄD DOTYCHCZASOWYCH ROZWIĄZAŃ PRAWNYCH W POLSCE

Wprowadzenie

Rozwój rynków kapitałowych na całym świecie doprowadził do sytuacji, w której przepisy regulujące konstrukcję prawną oraz obrót poszczególnymi papierami wartościowymi przestały wystarczająco chronić interesy inwestorów, szczególnie tych mniejszościowych. Na przykład ogólny charakter funkcjonowania akcji w Polsce określa Kodeks spółek handlowych (KSH)¹, natomiast w wyjątkowych okolicznościach, gdy akcje przyjmują formę zdematerializowaną i stają się przedmiotem publicznego obrotu, większego znaczenia nabierają: ustawa o publicznej ofercie i obrocie, a także wewnętrzne regulaminy giełd i kodeksy dobrych praktyk. W niniejszym opracowaniu omówiono rozwiązania prawne dotyczące przejęcia kontroli w spółkach giełdowych z wykorzystaniem publicznych wezwań na akcje obowiązujące na polskim rynku kapitałowym w latach 1991–2011.

Główne charakterystyki publicznych wezwań

Uwaga ustawodawców, inwestorów giełdowych i analityków rynkowych w sferze wezwań na akcje, koncentruje się przede wszystkim na takich kwestiach, jak: progi kontroli, następczość i uprzedniość wezwań, sposób ustalania ceny na wezwaniu, a także okoliczności zwalniające z obowiązku ogłaszania wezwania.

Poprzez próg kontroli należy rozumieć taki udział w kapitale akcyjnym uprawniającym do głosu na zgromadzeniu akcjonariuszy, przy którym następuje realne przejęcie kontroli nad spółką, co nie jest tożsame z uzyskaniem statusu podmiotu dominującego w spółce².

¹ Ustawa z dnia 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych (DzU 2000, nr 94, poz. 1037 ze zm.).

² Zgodnie z art. 4, pkt 14 Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej o podmiocie dominującym można mówić dopiero w sytuacji, gdy:

- podmiot posiada bezpośrednio lub pośrednio przez inne podmioty większość głosów w organach innego podmiotu, także na podstawie porozumień z innymi osobami, lub
- jest uprawniony do powoływania lub odwoływania większości członków organów zarządzających lub nadzorczych innego podmiotu, lub
- więcej niż połowa członków zarządu drugiego podmiotu jest jednocześnie członkami zarządu, prokurentami lub osobami pełniącymi funkcje kierownicze pierwszego podmiotu bądź innego podmiotu pozostającego z tym pierwszym w stosunku zależności.

Najczęściej spotykane poziomy głosów w spółce, które realnie umożliwiają sprawowanie nad nią kontroli to 40 oraz 50 procent plus jeden głos. W przypadku silnie rozdrobnionego akcjonariatu, nawet 30 lub $33\frac{1}{3}$ procent głosów daje możliwość decydowania o firmie. Przykłady takich sytuacji zostały przedstawione w tabeli poniżej.

Tabela 1

Wybrane firmy, w których akcjonariusze mają blisko 33-procentowy udział w liczbie głosów na WZA

Spółka	Akcjonariusz	Procent głosów na WZA
Energopol-Południe	Z. Jakubas wraz z podmiotami zależnymi	31,79
Hardex	BBI CAPITAL NFI	31,50
Instal Lublin	BBI CAPITAL NFI	32,93
KGHM	Skarb Państwa	31,76
GPW	Skarb Państwa	35,00

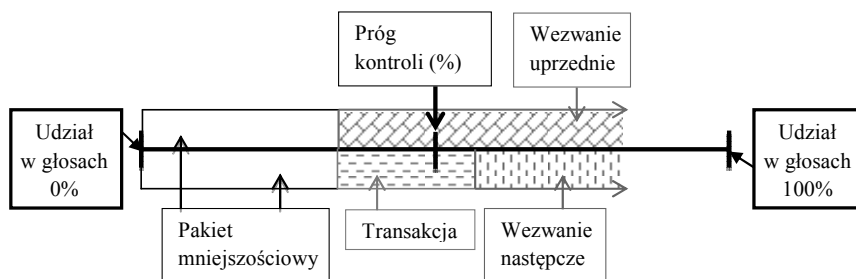
Źródło: A. Koper, E. Wójcik, K. Krasuski: *Wysyp wezwań przed głęboką zmianą przepisów?*, dostępne na stronie: <http://www.parkiet.com/artukul/957735.html>.

Niemniej jednak w takiej sytuacji inwestor dominujący jest narażony na ryzyko, że w pewnym momencie inny podmiot nabędzie większościową liczbę akcji. Efektem będzie utrata kontroli nad spółką oraz przymusowe przyjęcie roli akcjonariusza mniejszościowego. Z własności udziałów kontrolnych, a co za tym idzie, także większościowych wynikają między innymi następujące prerogatywy:

- określanie składu rady nadzorczej,
- nominowanie zarządu i ustalanie zasad wynagradzania zarządu,
- prowadzenie polityki dywidendowej (czy i na jakim poziomie wypłacać dywidendy),
- podejmowanie decyzji dot. debiutu na rynku publicznym oraz wycofaniu się z niego, a także kolejnych emisji akcji,
- zmiany w strukturze finansowania,
- przejmowanie innych podmiotów oraz dysponowanie aktywami przedsiębiorstwa,
- ustanawianie polityki i strategicznego kierunku rozwoju firmy,
- określanie kierunków oraz rodzaju inwestycji kapitałowych,
- sprzedaż pakietu kontrolnego z akceptacją lub też bez zgody udziałowców mniejszościowych,
- wyszukiwanie kandydatów do przejęcia,
- zawiązywanie aliansów strategicznych,
- określanie relacji z dostawcami,
- decyzje dotyczące sprzedaży przedsiębiorstwa,
- zdolność do likwidacji, dokapitalizowania biznesu etc.

Posiadacz udziałów kontrolnych może czerpać wielorakie korzyści z racji bezpośredniego wpływu na poziom i rozkład czasowy przepływów pieniężnych, w tym na sposób i terminy realizacji wydatków, które stanowią pożytki z tytułu własności. Na przykład zwiększenie wydatków reprezentacyjnych przez menadżera będącego jednocześnie dysponentem udziałów kontrolnych, doprowadzi do – przy innych warunkach niezmiennych – redukcji zysku dostępnego wszystkim udziałowcom. Analogiczne w skutkach będą podwyżki wynagrodzeń i wypłaty premii dysponowane przez posiadacza udziałów kontrolnych, a przeznaczone dla niego i osób bezpośrednio z nim związanych. W każdej z wymienionych sytuacji właściciel pakietu kontrolnego generuje korzyści kosztem udziałowców mniejszościowych. W związku z powyższym, regulator rynku, poprzez instytucję wezwania, stara się zabezpieczyć interesy akcjonariuszy mniejszościowych, dając im możliwość odsprzedania akcji po specjalnej cenie, ale przy jednoczesnym poszanowaniu interesów i zamierzeń podmiotu nabywającego.

W związku z istnieniem określonej liczby głosów na WZA, po przekroczeniu której dany właściciel może osiągać ponadprzeciętne korzyści nieprzynależne wszystkim akcjonariuszom, związana jest wątpliwość, czy podmiot taki powinien dokonywać wezwania na akcje po przekroczeniu tego poziomu (wezwanie następcze) czy w momencie, gdy ma zamiar ten próg przekroczyć (wezwanie uprzednie) – rysunek 1. W praktyce bardziej korzystne dla akcjonariuszy mniejszościowych jest wezwanie uprzednie, podczas gdy dla podmiotu przejmującego mniejszym złem jest wezwanie następcze. W takich okolicznościach trudno o prawne rozwiązanie, które pogodzi interesy wszystkich zainteresowanych.



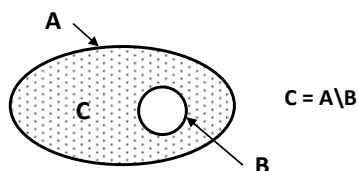
Rys. 1. Schemat działania wezwań następczych i uprzednich

Źródło: opracowanie własne.

Formę zabezpieczenia interesów akcjonariuszy mniejszościowych stanowi specjalna procedura ustalania ceny oferowanej w wezwaniu. Próby przejęcia kontroli nad spółkami publicznymi na rynku kapitałowym, jako całości, występują stosunkowo często, natomiast z perspektywy poszczególnych spółek jest to zjawisko rzadkie, mające miejsce niekiedy tylko raz w całej historii notowań podmiotu. Badania naukowe i analizy dotyczące wpływu

tych zjawisk na kurs akcji koncentrują się przede wszystkim na poszukiwaniu nadzwyczajnych stóp zwrotu³, podczas gdy dla regulatora rynku ważniejsze są stabilność notowań oraz zapewnienie posiadaczom pakietów mniejszościowych godziwej ceny transakcyjnej, która jednocześnie nie podważa ekonomicznego sensu i opłacalności całej transakcji. Dodatkowo organy nadzorujące rynek, poza regulacją wartości transakcji, zaczęły dopuszczać różne formy zapłaty za papiery wartościowe. Możliwe stało się tym samym, aby jedyne niegdyś środki pieniężne występowały w kombinacji z innymi płynnymi instrumentami, jak na przykład publicznymi nieskarbowymi papierami dłużnymi czy derywatami notowanymi na rynku regulowanym.

Operacją, która przede wszystkim skutkuje zwiększeniem stanu posiadania głosów w spółce, jest zakup akcji na rynku, niemniej jednak w zbiorze możliwych zdarzeń znajdują się między innymi: objęcie papierów wartościowych w obrocie pierwotnym, dziedziczenie akcji, nabycie w ramach wnoszenia akcji do spółki w formie wkładu niepieniężnego, połączenie lub podział spółki, nabycie akcji od skarbu państwa. Ustawodawca, tworząc regulacje prawne, uprzywilejowuje wybrane sytuacje, dopuszczając **wyjątki** zwalniające całkowicie z procedury wezwań, jak również **odstępstwa** od wezwania uprzedniego jako swoistej „rekompensaty” dla podmiotu nabywającego za systemowo przyjętą nadrzędność ochrony interesów akcjonariuszy mniejszościowych. Analizowane zjawisko można graficznie przedstawić za pomocą zbiorów (rys. 2).



Rys. 2. Graficzna prezentacja sposobu ustalania zdarzeń prawnych determinujących konieczność ogłoszenia wezwania

Źródło: opracowanie własne.

Najszerszy zbiór zdarzeń prawnych (A) zawiera wszystkie możliwe sytuacje, w wyniku których może dojść do zwiększenia stanu posiadania akcji, a w konsekwencji do przekroczenia progu kontroli. Najmniejszy zbiór B reprezentuje **katalog wyjątków i odstępstw** w rozwiązaniach prawnych. Różnica zbiorów A i B (zbiór C) to operacje, które nie zwalnia-

³ Zob.: M. Lewandowski: *Reakcja rynku kapitałowego na ogłoszenie wezwania do sprzedaży akcji-nadzwyczajne stopy zwrotu*, „Nasz Rynek Kapitałowy” 2000, nr 4; G. Piecek: *Analiza ponadprzeciętnych stóp zwrotu w wyniku reakcji na informacje o przejęciach i fuzjach – badania dotyczące polskiego rynku kapitałowego*, „Nasz Rynek Kapitałowy” 2004, nr 4/5, s. 89–91; A. Perepeczo, D. Zarzecki: *Wyniki badań efektów finansowych przejęć na podstawie danych rynkowych spółek notowanych na warszawskiej Gieldzie Papierów Wartościowych*, [w:] *Zarządzanie finansami. Inwestycje i wycena przedsiębiorstw*, red. D. Zarzecki, Szczecin, 2006, s. 435–445.

ją podmiotu nabywającego od ogłoszenia wezwania i nie uprawniają do przeprowadzenia wezwania następczego. Innymi słowy, w przypadku zdarzeń ze zbioru C, regulator rynku najsilniej chroni interesy akcjonariuszy mniejszościowych, z kolei uwaga inwestorów, zainteresowanych przejęciem kontroli, najsilniej koncentruje się na zbiorze B. Praktyka rynkowa pokazuje, że po pewnym czasie wyjątki (B) stają się regułami, dzięki którym możliwe staje się unikanie ustawowych obowiązków.

Przegląd historycznych rozwiązań prawnych

Analizę publicznych wezwań na akcje, obowiązujących w polskim prawodawstwie od 1991 roku podzielono na okresy, w których istotne elementy przejmowania kontroli, takie jak progi kontroli czy zbiory wyjątków były niezmienniane, co niekiedy pokrywało się z okresami obowiązywania ustaw z uwagi na ich częste nowelizacje. Poniżej przedstawiono akty prawne, które mają kluczowe znaczenie z punktu widzenia przejmowania kontroli nad spółkami publicznymi (tab. 2).

W pierwszym z wyszczególnionych okresów znalazł się akt prawny, który stworzył fundamenty funkcjonowania rynku kapitałowego w Polsce⁴, niemniej jednak w tym okresie nie odnotowano nawet jednego praktycznego zastosowania zaproponowanych uregulowań prawnych w kwestii wezwań na akcje. Przepisy zakładały, że wezwanie do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji zobowiązany jest przeprowadzić podmiot, który **zamierza** nabyć (wezwanie uprzednie), jednorazowo lub w drodze powtarzających się transakcji, akcje w jednej spółce, stając się w ciągu **12 miesięcy** posiadaczem akcji w liczbie zapewniającej mu **osiągnięcie lub przekroczenie 33% głosów** na walnym zgromadzeniu (art. 73 §1), a także każdy, kto **wszedł w posiadanie** (wezwanie następcze) akcji w jednej spółce, reprezentujących **ponad 50% głosów** na walnym zgromadzeniu (art. 87 §1). Zaznaczyć należy, że dopiero przekroczenie drugiego progu kontroli obligowało podmiot nabywający do ogłoszenia wezwania na wszystkie pozostałe akcje spółki przejmowanej, bez jednoczesnego zaznaczenia, czy z obowiązku tego zwolniony jest podmiot, który przekroczył próg 50% na skutek przeprowadzonego wezwania uprzedniego. Domniemywać można, że nawet jeżeli przekroczenie progu 50% nastąpiło w wyniku wcześniejszego wezwania, to podmiot nie jest zwolniony z ogłoszenia wezwania kolejnego na skup wszystkich akcji, ponieważ jedyny wyjątek, jaki przewidział ustawodawca, dotyczy nabycia akcji od skarbu państwa (art. 88). Regulacje w zakresie ceny, jaką zamierza zapłacić wzywający (jak również wartość rzeczy i praw, które wzywający zamierza wydać w zamian za akcje), uzależniono od progu kontroli. Dla wezwania uprzedniego cena oferowana w wezwaniu nie mogła być niższa niż 90 procent średniej ceny rynkowej z ostatnich 3 miesięcy przed ogłoszeniem wezwania (art. 74), podczas gdy dla wezwania następczego dolną granicę stanowiła cena zapłacona przez podmiot nabywający za te akcje w ciągu ostatnich 12 miesięcy albo średnia z ceny rynko-

⁴ Ustawa z dnia 22 marca 1991r. Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych (DzU 1991, nr 35, poz. 155).

wej z ostatnich 30 dni przed ogłoszeniem wezwania, w przypadku braku ceny zapłaconej (art. 87 §2). Do interesujących rozwiązań prawa z 1991 roku należał zapis, że termin do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji nie mógł być krótszy niż 25 dni (art. 79 §1), a ogłoszenie innego wezwania na te same akcje przed upływem wskazanego terminu oznaczało konieczność zaoferowania ceny nie niższej niż 105% ceny oznaczonej w wezwaniu wcześniejszym (art. 80 §1). Z czasem tak jasne, konkretne i łatwe do weryfikacji zapisy ustępowały miejsca bardziej skomplikowanym, co niekoniecznie przekładało się na lepszą ochronę interesów akcjonariuszy mniejszościowych.

Tabela 2

Polskie unormowania prawne w latach 1991–2011 istotne
w kwestii przejmowania kontroli nad spółkami publicznymi

Okres obowiązywania	Nazwa dokumentu	Liczba wszystkich ustaw wraz z nowelizacjami w danym okresie
22.03.1991–12.02.1994	Ustawa z dnia 22 marca 1991 r. – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych (DzU 1991, nr 35, poz. 155).	2
13.02.1994–3.01.1998	Ustawa z dnia 29 grudnia 1993 r. o zmianie ustawy Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych oraz o zmianie niektórych innych ustaw (DzU 1994, nr 4, poz. 17).	1
4.01.1998–23.10.2005	Ustawa z dnia 21 sierpnia 1997 r. – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi (DzU 1997, nr 118, poz. 754).	23
	Ustawa z dnia 23 lipca 1998 r. o zmianie ustawy Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi (DzU 1998, nr 107 poz. 669).	
	Ustawa z dnia 8 grudnia 2000 r. o zmianie ustawy Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi (DzU 2000, nr 122, poz. 1314).	
	Ustawa z dnia 12 marca 2004 r. o zmianie ustawy Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi oraz o zmianie innych ustaw (DzU 2004, nr 64, poz. 594).	
24.10.2005 – obecnie	Ustawa o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (DzU 2005, nr 186, poz. 1539).	4
	Ustawa z dnia 4 września 2008 r. o zmianie Ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych oraz o zmianie innych ustaw (DzU 2008, nr 231, poz. 1547).	

Źródło: opracowanie własne.

W kolejnym, wyróżnionym przez autorów okresie nastąpiła nowelizacja prawa o publicznym obrocie⁵, w której dokonano zmian przede wszystkim w kwestii progów kontroli i sposobu ustalania cen. Zgodnie z nowelą ustawy, inwestor **może nabyć** (wezwanie uprzednie) **10% lub więcej akcji** wyłącznie w drodze publicznego zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji, podczas gdy osoby, które zgromadziły (wezwanie następcze) pakiet dający **ponad 33%** głosów na walnym zgromadzeniu spółki, są obowiązane wezwać do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę pozostałych akcji w tej spółce⁶. Zmian w ustawie dokonano w sposób niedokładny, ponieważ nie wskazano na przykład, czy nabycie 10% akcji nie może nastąpić w pewnym przedziale czasu (jak sugerowałoby odniesienie do pierwotnych zapisów ustawy) czy tylko w postaci transakcji jednorazowej. Dopiero sześć miesięcy po uchwaleniu nowelizacji, w Zarządzeniu Przewodniczącego Komisji⁷ stwierdzono, że „wezwania [...] dokonuje podmiot [...], jeżeli nabycie przez niego akcji dopuszczonych do publicznego obrotu w **okresie krótszym niż 90 dni** spowoduje osiągnięcie lub przekroczenie 10 procent lub więcej ogólnej liczby głosów”. Cena oferowana w wezwaniu, które zostało ogłoszone zgodnie z trybem zarządzenia, nie mogła być niższa niż **średnia cena rynkowa z 90 dni kalendarzowych przed dokonaniem wezwania**. Tym samym zaczęły obowiązywać dwa akty prawne (Prawo o publicznym obrocie i Zarządzenie Przewodniczącego Komisji) określające szczegółowo tryb i sposób przejmowania kontroli nad spółkami publicznymi, ponieważ wezwanie na pozostałe akcje spółki (próg kontroli oraz minimalna cena) w dalszym ciągu regulował art. 82 Prawa o publicznym obrocie. Ten stan prawny trwał do końca 1998 roku.

W kolejnym wyróżnionym okresie obowiązywało nowe prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi⁸. Na jego mocy przywrócono zapis o progu **50%** ogólnej liczby głosów na walnym zgromadzeniu, którego przekroczenie (wezwanie następcze) zobowiązywało do ogłoszenia wezwania na pozostałe akcje spółki (art. 154, pkt 1), chyba że inwestor **zbędzie, przed wykonaniem prawa głosu**, z posiadanych akcji taką liczbę akcji, która spowoduje osiągnięcie nie więcej niż 50% ogólnej liczby głosów na walnym zgromadzeniu (art. 154, pkt 2). Pojawienie się dodatkowej możliwości zwalniającej z obowiązku przeprowadzenia wezwania na pozostałe akcje spółki było rozwiązaniem korzystnym przede wszystkim dla podmiotów, które nabyły znaczący pakiet akcji niekoniecznie z zamiarem przejęcia kontroli w spółce. Do takich sytuacji można zaliczyć na przykład dziedziczenie akcji, kiedy to spadkobierca przekracza próg 50% głosów i nadal pragnie być właścicielem spółki, zachowując znaczący udział, niekoniecznie jednak kontrolny. Przed 1998 rokiem

⁵ Ustawa z dnia 29 grudnia 1993 r. o zmianie ustawy Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych oraz o zmianie niektórych innych ustaw (DzU 1994, nr 4, poz. 17).

⁶ *Przejmowanie spółek giełdowych*, <http://new-arch.rp.pl/arttykul/64196.html>.

⁷ Zarządzenie Przewodniczącego Komisji Papierów Wartościowych z dnia 16 czerwca 1994 r. w sprawie sposobu ogłoszenia publicznego wezwania do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji oraz warunków nabywania tą drogą akcji notowanych na giełdzie (M.P. 1994, nr 36, poz. 314).

⁸ Ustawa z dnia 21 sierpnia 1997 r. Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi (DzU 1997, nr 118, poz. 754).

przekroczenie progu 33 lub 50% wiązało się bezwzględnie z koniecznością ogłoszenia wezwania niezależnie od intencji podmiotu i okoliczności, w jakich dokonał nabycia. Zapis z punktu 2 artykułu 154 to kolejny element **liberalizujący prawo** o publicznym obrocie, a jednocześnie utrudniający ochronę interesów akcjonariuszy mniejszościowych. W ustawie znalazły się także zapisy wprost określające, które transakcje są wyłączone z obowiązku ogłaszania wezwania na pozostałe akcje spółki (art. 158) niekoniecznie tak oczywiste, jak przedstawiona powyżej. Do dotychczasowego zbioru dodano nabycie akcji:

- w wyniku wykonywania zawartej w procesie prywatyzacji umowy ze skarbem państwa, zobowiązującej do objęcia akcji nowej emisji,
- w trybie i na warunkach określonych w przypisach wydanych na podstawie art. 60, ust. 1, pkt 3 (pożyczanie akcji),
- w celu realizacji zadań wymienionych w art. 30, ust. 2, pkt 3 (zapewnienie płynności, obowiązki animatora rynku).

W odniesieniu do wezwań uprzednich, dla których zachowany został próg 10% oraz tryb przeprowadzania wezwania według Zarządzenia Przewodniczącego Komisji (obowiązywało do 25 grudnia 1998 r.), nie było konieczne ogłoszenie wezwania, jeśli podmiot miał zamiar nabyć akcje w obrocie pierwotnym lub w pierwszej ofercie publicznej (art. 152, ust. 3). Podniesienie drugiego progu kontroli oraz rozszerzenie katalogu wyjątków to tylko część zmian. Poza wymienionymi przypadkami, zgodnie z nową ustawą, cena oferowana w wezwaniu za pozostałe akcje spółki (wezwanie następcze) nie może być niższa od „**średniej ceny rynkowej z ostatnich sześciu miesięcy** przed dniem ogłoszenia wezwania albo – jeżeli obrót akcjami będącymi przedmiotem wezwania był dokonywany na rynku regulowanym przez okres krótszy niż sześć miesięcy – od średniej ceny z tego okresu” (art. 155, pkt 1). Oznacza to wydłużenie dotychczasowego okresu o około 150 dni (5 miesięcy), zlikwidowanie jednocześnie zapisu o cenie zapłaconej przez nabywającego za akcje spółki w ciągu 12 miesięcy poprzedzających wezwanie i wprowadzenie możliwości przejścia kontroli nad spółką po godziwej cenie w czasie pierwszych 30 dni notowań jej akcji.

Większość rozwiązań prawnych w dotyczących wezwań, zapoczątkowanych pod koniec 1997 roku, nie zmieniła się aż do 2005 roku, jednakże w wybranych obszarach, mniej istotnych z punktu widzenia przejścia kontroli nad spółkami publicznymi, doszło do korekt. Poniżej zaprezentowano ich zbiorcze zestawienie (tab. 3).

Podsumowując wyżej przedstawiony przegląd historycznych rozwiązań prawnych, należy stwierdzić, że zmiany zapisów w znacznej mierze były determinowane posunięciami inwestorów podczas, gdy powinny je przewidywać, by zapobiegać ewentualnym nieprawidłowościom. Rozwój rynku kapitałowego, wzrost dbałości o jakość dobrych praktyk w obszarze *corporate governance* oraz wejście Polski do Unii Europejskiej i wynikała z tego konieczność dostosowania prawodawstwa polskiego do unijnego⁹ spowodowała koniecz-

⁹ Dyrektywa 2004/25/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie ofert przejęcia (Dz.Urz. UE L 142 z 30.04.2004 r., PL.ES rozdz. 17, t. 02).

Tabela 3

Istotne zmiany w prawie dotyczące przejęcia kontroli na polskim rynku kapitałowym w latach 1998–2004

Dokument	Zmiany
Ustawa z dnia 23 lipca 1998 r. o zmianie ustawy „Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi” (DzU 1998, nr 107, poz. 669)	Zarządzenie Przewodniczącego Komisji Papierów Wartościowych o szczegółowym trybie przeprowadzania wezwań zastąpiło rozporządzenie Rady Ministrów (art. 1, pkt 31a)
Ustawa z dnia 8 grudnia 2000 r. o zmianie ustawy „Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi” (DzU 2000, nr 122, poz. 1314)	Posiadanie kwitów depozytowych na akcje w liczbie przewyższającej 50% głosów, również zobowiązuje do ogłoszenia wezwania na pozostałe akcje (art. 4, pkt 85) Przywrócono i rozszerzono zapis, że cena oferowana w wezwaniu na pozostałe akcje nie może być niższa niż najwyższa cena, jaką za akcje będące przedmiotem wezwania zapłacił bezpośrednio (pośrednio) wzywający lub podmioty występujące z nim w porozumieniu w okresie 12 miesięcy przed ogłoszeniem wezwania (art. 4, pkt 86) Podniesiono poziom zabezpieczenia, jakie trzeba ustanowić przed ogłoszeniem wezwania, do 100% wartości akcji, które mają być przedmiotem nabycia (art. 4, pkt 84b)
Ustawa z dnia 12 marca 2004 r. o zmianie ustawy „Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi” oraz o zmianie innych ustaw (DzU 2004, nr 64, poz. 594)	W art. 158, pkt 4 wykreślono kwestię pożyczania papierów wartościowych o dużym znaczeniu w liczbie głosów w celu zabezpieczenia płynności rozliczania transakcji jako wyjątku odstąpienia od obowiązku ogłaszania wezwania, ale dodano inny – art. 5, ust. 1, pkt 2. Papiery wartościowe dopuszczone do publicznego obrotu na rynku regulowanym, które zostały nabyte w celu realizacji zadań związanych z organizacją rynku regulowanego, są wyłączone spod obowiązku ogłaszania wezwania (jeśli stanowią one znaczący udział w liczbie głosów danej spółki)

Źródło: opracowanie własne.

ność podzielenia dotychczasowego prawa o publicznym obrocie na dwa akty prawne, którymi są:

- Ustawa o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (DzU 2005, nr 186, poz. 1539),
- Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (DzU 2005, nr 183, poz. 1538).

Przedmiotem rozważań będzie pierwsza z nich, bowiem tylko w niej zawarte są regulacje dotyczące ogłaszania i przeprowadzania wezwań.

Aktualnie obowiązujące rozwiązania prawne

Nowa ustawa o ofercie¹⁰ wprowadza dwustopniowy podział określający obowiązki i przywileje uczestników rynku oraz rozbudowuje zasady ustalania ceny na wezwaniu. Najbardziej istotna zmiana dotyczy sytuacji, w której nabywca akcji zostaje zmuszony do ogłoszenia wezwania do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę wszystkich pozostałych akcji danej spółki – w myśl zapisów nowej ustawy musi się to odbyć **wraz z przekroczeniem progu 66%** (wezwanie uprzednie) ogólnej liczby głosów w spółce, a nie 50%, jak to miało miejsce wcześniej (art. 74, ust. 1)¹¹. Kolejną ważną modyfikacją jest zapis mówiący o tym, że inwestor aby nie być zmuszonym do skupowania wszystkich pozostałych akcji, musi zmniejszyć stan posiadania do 66% liczby głosów w **terminie trzech miesięcy**, a nie, jak było poprzednio, **przed wykonaniem prawa głosu**, z tym jednak zastrzeżeniem, że dotyczy to tylko sytuacji innych niż kupno akcji na wtórnym rynku zorganizowanym (art. 75, ust. 2). Uznać zatem można, że przez dwa miesiące możliwa jest kontrola strategiczna, dokonywanie zmian w działalności spółki, a jednocześnie inwestor nie jest zmuszony do odkupienia pozostałych akcji. Następnie, pomiędzy drugim a trzecim miesiącem, albo inwestor sam pozbędzie się nadwyżki ponad 66% głosów, albo pozostali akcjonariusze, śledząc decyzje nowego nabywcy, dobrowolnie odsprzedadzą pozostałe akcje po najniższej możliwej cenie. Wezwanie nie będzie również konieczne, jeśli nadwyżka udziału w liczbie głosów ponad 66% zostanie „usunięta” w przeciągu trzech miesięcy w wyniku podwyższenia kapitału zakładowego, zmiany statutu spółki lub wygaśnięcia uprzywilejowania akcji.

Drugi próg wprowadzony zapisami ustawy to 33% udziału w liczbie głosów, którego **chęć (zamiar) przekroczenia** (wezwanie uprzednie) zmusza podmiot nabywający do ogłoszenia wezwania do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji tej spółki w liczbie zapewniającej 66% ogólnej liczby głosów (art. 73, ust. 1). Zaznaczone jest przy tym, że jednoczesne przekroczenie progu 33 i 66% (np. z 15 do 75%) może się odbyć tylko według zasad wymienionych wyżej, dotyczących przekroczenia progu 66%. Dla progu 33% również ma zastosowanie zapis, że nie będzie konieczne ogłaszanie wezwania, jeżeli podmiot w ciągu trzech miesięcy zbędzie taką liczbę akcji, która daje nadwyżkę ponad 33% głosów lub nadwyżka zniknie z wyniku podwyższenia kapitału, zmiany statutu lub wygaśnięcia uprzywilejowania (art. 73, ust. 2).

Dla obydwu progów pojawia się identyczny zapis odnośnie do dziedziczenia akcji (art. 73, ust. 3 i art. 74, ust. 5). Otóż jeżeli przekroczenie któregośkolwiek z wymienionych progów nastąpi w wyniku dziedziczenia akcji, to nie trzeba ogłaszać wezwania, jeżeli po takim objęciu spadku udział podmiotu w ogólnej liczbie głosów nie uległ dalszemu zwiększeniu.

¹⁰ Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (DzU 2005, nr 186, poz. 1539).

¹¹ Wezwanie na pozostałe akcje spółki zmieniło również charakter z następczego na uprzednie.

Kolejne zmiany, na które należy zwrócić uwagę, dotyczą „tradycyjnych” zapisów o maksymalnie dopuszczalnej liczbie głosów, których można stać się posiadaczem w określonym czasie. Przepisy te pojawiają się od pierwszej ustawy – prawa o obrocie papierami wartościowymi. Nowa ustawa dopuszcza nabycie akcji spółki w liczbie powodującej zwiększenie udziału w ogólnej liczbie głosów:

- **o mniej niż 10% w okresie krótszym niż 60 dni** (wcześniej było 90 dni), jeśli **podmiot wcześniej posiadał akcje dające co najwyżej 33%** ogólnej liczby głosów albo,
- **o mniej niż 5% w okresie krótszym niż 12 miesięcy**, jeśli **podmiot wcześniej posiadał akcje dające więcej niż 33%** ogólnej liczby głosów,

bez konieczności ogłaszania wezwania (art. 72, ust. 1).

Dodatkowy warunek mówi, że jeżeli nabycie będzie większe niż dopuszczalne, ale zajdzie na skutek zdarzenia prawnego, niebędącego czynnością prawną (na przykład niezależnie od woli nabywcy, decyzją administracyjną, konstytucyjnym orzeczeniem sądowym lub działaniem czynnym, ale bez woli), to nabywca ma znów **trzy miesiące** od daty zajścia zdarzenia na zbycie takiej liczby akcji, która spowoduje, że udział w ogólnej liczbie głosów nie zwiększy się o wspomniane 5 lub 10% (art. 72, ust. 2).

Powyżej omówiono zmiany w ustawodawstwie dotyczące progów kontroli oraz uprzedności wezwań, niemniej jednak modyfikacje wprowadzono również w części, która definiuje sytuacje wykluczające konieczność ogłaszania wezwań. W tym przypadku zapisy podzielono na trzy grupy dotyczące wyżej wymienionych progów – 5 (10), 33 i 66% – każdemu nadając różny zbiór wyjątków. Analizę rozpoczęto od progu najwyższego, ponieważ katalog wykluczeń w jego przypadku jest najmniej rozbudowany (ale jednocześnie dotyczy wszystkich niższych progów). Obowiązek ogłaszania wezwania nie powstanie (niezależnie od wielkości transakcji, zmian progu itp.) w przypadku nabywania akcji:

- a) wprowadzonych do alternatywnego systemu obrotu, które nie są przedmiotem ubiegania się o dopuszczenie do obrotu na rynku regulowanym lub nie są dopuszczone do tego obrotu;
- b) od podmiotu wchodzącego w skład tej samej grupy kapitałowej;
- c) w trybie określonym przepisami prawa upadłościowego i naprawczego oraz w postępowaniu egzekucyjnym;
- d) zgodnie z umową o ustanowienie zabezpieczenia finansowego, zawartą przez uprawnione podmioty;
- e) obciążonych zastawem w celu zaspokojenia zastawnika uprawnionego na podstawie innych ustaw do korzystania z trybu zaspokojenia polegającego na przejęciu na własność przedmiotu zastawu;
- f) w drodze dziedziczenia pod warunkiem, że nie dojdzie do dalszego zwiększania udziału w głosach.

Ogólnie wszystkie wymienione wykluczenia są nowe w stosunku do wcześniejszych rozwiązań prawnych. Wachlarz możliwości, dla których nie jest konieczne ogłaszanie we-

zwań po przekroczeniu progów 5 (10) i 33%, rozszerza się o nabycie akcji od skarbu państwa:

- g) w wyniku pierwszej oferty publicznej (co jest zachowaniem status quo poprzedniej ustawy);
- h) w okresie 3 lat od dnia zakończenia sprzedaży przez skarb państwa akcji w wyniku pierwszej oferty publicznej (art. 75, ust. 2).

O ile podpunkt „g” nie budzi wątpliwości, bowiem został przeniesiony z poprzedniej ustawy, to podpunkt „h” jest nowy. Oznacza to, że przez podmiot, który nabył od skarbu państwa akcje podczas pierwszej oferty publicznej, może w ciągu kolejnych 3 lat nabywać od skarbu państwa kolejne pakiety akcji i dojść, na przykład, do 66 procent udziału w głosach bez konieczności ogłaszania wezwań, oczywiście, jeśli SP będzie przeprowadzał taką sprzedaż.

Dodatkowemu uchyleniu obowiązku ogłaszania wezwania podlega zwiększenie udziału w ogólnej liczbie głosów o 5 (10)%:

- i) jeśli nabycie takie powstanie w obrocie pierwotnym lub w ramach wniesienia wkładu niepieniężnego lub w przypadku połączenia lub podziału spółki, to wezwania nie trzeba ogłaszać (art. 75, ust. 1).

Warto podkreślić, że zapisy odnośnie do progów mówią wyraźnie – obowiązek ogłoszenia wezwania powstaje w sytuacji chęci przekroczenia progu 33 lub 66%, a nie, na przykład, gdy inwestor posiadał 40% głosów i zmienia stan posiadania o 7%. Wtedy stosuje się zapisy odnośnie do 5 i 10%. Od czasu obowiązywania nowej ustawy znacząco wzrosła potencjalna liczba transakcji nabycia, która podlega obowiązkowi ogłoszenia wezwania. Niemniej jednak zwiększył się również katalog ustępstw i wyjątków, co istotnie zmniejsza ochronę interesów akcjonariuszy mniejszościowych.

W odniesieniu do ceny obowiązującej w wezwaniu we wszystkich sytuacjach zachowano dotychczasowe rozwiązania, rozszerzając je o następujące zapisy:

- a) średnia cena rynkowa została zdefiniowana jako średnia arytmetyczna ze średnich, dziennych cen ważonych wolumenem obrotu;
- b) w przypadku gdy nie jest możliwe ustalenie średnich cen z okresu ostatnich 6 miesięcy (lub krótszego) lub w przypadku spółki, w stosunku do której otwarte jest postępowanie układowe lub upadłościowe, cena proponowana w wezwaniu nie może być niższa od wartości godziwej;
- c) cena proponowana w wezwaniu nie może być już niższa nie tylko od ceny, jaką za akcje, będące przedmiotem wezwania, podmiot obowiązany do jego ogłoszenia, podmioty od niego zależne lub wobec niego dominujące lub podmioty będące stronami zawartego z nim porozumienia zapłaciły w okresie 12 miesięcy przed ogłoszeniem wezwania, ale również od wartości rzeczy i praw, które podmioty wymienione wcześniej wydały w zamian za akcje będące przedmiotem wezwania w tym okresie;

d) specjalnie potraktowano sytuacje, gdy zostanie przekroczony próg 66 procent, ponieważ w takim wezwaniu cena akcji nie może być niższa niż średnia z ostatnich 3 miesięcy obrotu akcjami (art. 79, ust. 1–3).

Po trzech latach od wprowadzenia ustawy o ofercie dokonano jej nowelizacji¹², w której dodano zapisy o pośrednim przejęciu kontroli nad spółką publiczną. Dla progów 33 i 66% poszerzono katalog sytuacji uprzywilejowanych, które umożliwiały przeprowadzenie wezwania po przekroczeniu progu (wezwanie następcze) o **pośrednie nabycie akcji** oraz **objęcie akcji nowej emisji**. Poza tym zobowiązany do ogłoszenia wezwania następczego albo zmniejszenia zaangażowania w spółce w terminie trzech miesięcy był nie tylko akcjonariusz, ale również „**podmiot, który pośrednio nabył akcje**” (art. 1, pkt 61 i 62).

Wśród wyjątków uprawniających do przejmowania kontroli bez konieczności ogłoszenia wezwania poprawiono dwa zapisy. Przede wszystkim, zapisy ustawy o ofercie nie dotyczą spółek, których akcje wprowadzone są wyłącznie do alternatywnego systemu obrotu albo nie są przedmiotem **obrotu zorganizowanego**, a nie, jak było dotychczas, akcji niedopuszczonych lub nie będących przedmiotem ubiegania się o dopuszczenie do obrotu na **rynku regulowanym**. W kolejnym punkcie uściślono, że nie jest konieczne ogłoszenie wezwania w przypadku nabywania akcji od podmiotu wchodzącego w skład tej samej grupy kapitałowej nawet, jeżeli nabycie to nastąpiło w sposób opisany w art. 5 ustawy o ofercie (art. 1, pkt 63), czyli jako „objęcie papierów wartościowych w obrocie pierwotnym lub w ramach subskrypcji lub sprzedaży na podstawie pierwszej oferty publicznej (art. 1, pkt 6)”.

Nowa ustawa to wreszcie rozwinięcie kwestii wezwania na zamianę akcji, które to stanowi szczególną szansę efektywnego wykorzystania posiadania aktywów i możliwości prawnych podczas przejmowania kontroli w spółkach publicznych. W ustawie o ofercie z 2005 roku, jako pierwszej, wskazano możliwe substytuty środków pieniężnych, które można przekazywać w zamian za akcje (głosy) przejmowanej spółki. Zgodnie z art. 76, ust. 1 ustawy o ofercie „w zamian za akcje będące przedmiotem wezwania do zapisywania się na zamianę akcji mogą być nabywane wyłącznie:

- zdematerializowane: akcje innej spółki, kwity depozytowe, listy zastawne,
- obligacje emitowane przez skarb państwa.”

Oznacza to, że zbiór instrumentów, jakie można wymienić za akcje, to przede wszystkim płynne papiery wartościowe. Dodatkowo ustęp drugi tego samego artykułu wskazuje, że „w przypadku, gdy przedmiotem wezwania mają być wszystkie pozostałe akcje spółki, wezwanie musi przewidywać możliwość sprzedaży akcji przez podmiot zgłaszający się w odpowiedzi na to wezwanie, po cenie ustalonej zgodnie z art. 79, ust. 1–3”, czyli według procedury wymienionej wyżej, w podpunktach a–d. Wymieniona „możliwość sprzedaży akcji” sugeruje, że przeprowadzając wezwanie na pozostałe akcje, wzywający pozostawia

¹² Ustawa z dnia 4 września 2008 r. o zmianie Ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych oraz o zmianie innych ustaw (DzU 2008, nr 231, poz. 1547).

wybór sposobu zapłaty (gotówka, papiery wartościowe) za akcje drugiej stronie transakcji. W takiej sytuacji należy oczekiwać, że większość inwestorów będzie wolała otrzymać środki pieniężne niż mniej lub bardziej płynny instrument finansowy. Ten zapis praktycznie zlikwidował możliwość ogłoszenia wezwania na zamianę pozostałych akcji spółki. Mimo iż ustawa o ofercie umożliwia przeprowadzenie wezwania do zapisywania się na zamianę akcji spółki w zamian za akcje nowej emisji bez konieczności angażowania środków finansowych, to utrudnienia prawne i ekonomiczne powodują, że korzystanie z niej nie jest powszechne, a de facto – incydentalne¹³. Opisywane bariery mogłyby być zlikwidowane na skutek zmian w KSH zezwalających na obejmowanie akcji własnych przez spółkę akcyjną (której akcje są zdematerializowane) celem następczego ich – przez taką spółkę – zafektowania w drodze wezwania do zapisywania się na zamianę akcji na podstawie art. 72, 73 oraz 74 ustawy o ofercie.

Propozycje zmian dotyczących trybu przeprowadzania wezwań

W konsekwencji praktyk obserwowanych na rynku giełdowym przy przejmowaniu spółek, Urząd Komisji Nadzoru Finansowego (UKNF) przekazał 17 lipca 2009 roku do Ministerstwa Finansów *Projekt ustawy o zmianie ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych oraz ustawy o obrocie instrumentami finansowymi*. Przygotowana przez UKNF nowelizacja ustawy zakłada, że:

- obowiązek ogłoszenia wezwania na wszystkie akcje spółki publicznej powstaje **po przekroczeniu** (wezwanie następcze) progu **33%** (zamiast 66%) głosów oraz
- przy obliczaniu ceny oferowanej w wezwaniu powinna być także uwzględniana wartość nabywanych udziałów lub akcji innej spółki (tzw. wehikułu), która jest w posiadaniu akcji przejmowanej pośrednio spółki publicznej oraz
- inwestorzy będą mogli nabywać znaczne pakiety akcji w wyniku wezwań ogłaszanych dobrowolnie¹⁴.

Trzeba jednak podkreślić, że UKNF nie posiada inicjatywy ustawodawczej, lecz jedynie wspomaga Ministerstwo Finansów od strony merytorycznej. Oficjalny projekt założeń do projektu zmian w ustawie ukazał się we wrześniu 2010 roku, po czym został przekazany do uzgodnień międzysektorowych i konsultacji z instytucjami reprezentującymi środowi-

¹³ W okresie obowiązywania ustawy o ofercie, tj. w latach 2005–2011 przeprowadzono tylko jedno wezwanie na zamianę akcji. Spółka MNI Telecom, podmiot zależny od MNI SA, wezwał w grudniu 2009 r. akcjonariuszy firmy Hyperion SA do zamiany akcji. Za nabywane 10% akcji MNI Telecom płaciło akcjami podmiotu dominującego, a zatem nie była to dosłownie opisywana sytuacja. MNI Telecom musiało wcześniej przeznaczyć środki finansowe na zakup akcji MNI SA, aby później dokonać ich zamiany na akcje Hyperion SA. Szerzej: U. Zielińska: *1,7 akcji MNI za papier Hyperiona*, *Gazeta Giełdy „Parkiet”*, 11.12.2009; *MNI Telecom wezwało na akcje Hyperiona*, <http://www.parkiet.com/artykul/877780.html>.

¹⁴ A. Płociński, *Giełdowe wezwania do zmiany*, <http://giełda.onet.pl/giełdowe-wezwania-do-zmiany,18489,3103824,1,news-detal>.

ska rynku kapitałowego. Ostateczna wersja została opublikowana przez Ministerstwo Finansów 13 stycznia 2011 roku.

Ustawodawca ostatecznie przystał na wymienione wyżej propozycje UKNF, przez co w istotny sposób zmienia się organizacja publicznych wezwań na akcje. Nowy podział przewiduje wezwania dobrowolne i obowiązkowe. „Zakłada się w projektowanej regulacji, że nabycie akcji spółki publicznej, będących w obrocie zorganizowanym, będzie mogło nastąpić w wyniku wezwania do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji tej spółki (wezwanie dobrowolne) ogłoszonego na co najmniej 5% ogólnej liczby głosów. Oznacza to, że wezwanie dobrowolne będzie występować jako:

- wezwanie do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę wszystkich pozostałych akcji,
- niebędące wezwaniem na wszystkie pozostałe akcje, lecz ogłaszane na co najmniej 5 % ogólnej liczby głosów w spółce publicznej¹⁵.

Wezwania obowiązkowe będą dotyczyły tylko sytuacji, gdy akcjonariusz (lub podmiot, który pośrednio nabył akcje) stanie się posiadaczem $33\frac{1}{3}$ lub 66% ogólnej liczby głosów w spółce publicznej, której akcje zostały dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym. Przymusowe będzie ogłoszenie takiego wezwania na wszystkie pozostałe akcje spółki, chyba że nabycie dotyczyło **akcji wprowadzonych wyłącznie do alternatywnego systemu obrotu** albo **niebędących przedmiotem obrotu na rynku regulowanym** lub nastąpiło w wyniku **dziedziczenia** w terminie trzech miesięcy od przekroczenia progu. Nie jest jeszcze pewne, jak ustawodawca ostatecznie odniesie się do pozostałych sytuacji z katalogu wyjątków i pozostałych elementów istotnych z punktu widzenia przejmowania kontroli w spółkach publicznych, ale już od 2010 roku trwają dyskusje nad kolejnymi zmianami w prawie i obserwuje się pierwsze reakcje inwestorów na propozycje Ministerstwa Finansów i UKNF.

Wezwania w praktyce – problemy i nadużycia

Liczba poprawek w prawie o publicznym obrocie, a obecnie w ustawie o ofercie wynika z faktu, że polski rynek papierów wartościowych wciąż posiada skromne doświadczenia w sferze przeprowadzania wezwań. Poniżej przytoczono przykłady mogące stanowić przyczynek do dyskusji na temat wpływu liberalizacji regulacji prawnych dotyczących nadzoru korporacyjnego na interes wszystkich akcjonariuszy, nie tylko mniejszościowych.

W sierpniu 2007 roku firma SIA Alta Capital Partners (SIA ACP) przejęła spółkę Central European Confectionary Holdings (CECH), nabywając pośrednio 65,5% akcji Zakładów Przemysłu Cukierniczego „Mieszko” SA, co było zgodne z art. 73, ust. 2 ustawy o ofercie, ale jeszcze w kwietniu tego samego roku CECH posiadał 0,67% więcej głosów „Mieszka”

¹⁵ *Projekt założeń do projektu zmiany ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych z dnia 13 stycznia 2011 r.*, Ministerstwo Finansów, s. 17.

i ta niewielka różnica była dla SIA ACP bardzo kłopotliwa. Zarząd spółki przejmującej nabyłby w takiej sytuacji łącznie 66,17% akcji, co zobowiązałoby SIA ACP do ogłoszenia wezwania na pozostałe akcje „Mieszka”¹⁶. Co istotne, zarząd jeszcze na długi czas przed transakcją zadeklarował Komisji Nadzoru Finansowego, że zgodnie z art. 74, ust. 2 ustawy o ofercie po nabyciu spółki CECH sprzeda akcje stanowiące nadwyżkę, czyli 0,17% akcji „Mieszka”. KNF uznał, że w takim przypadku doszłoby do naruszenia art. 73, w związku z czym zaapelował do SIA ACP o zmianę stanowiska i zaproponował: zmniejszenie w ciągu trzech miesięcy zaangażowania w „Mieszku” do poniżej 33%, albo ogłoszenie wezwania na resztę akcji. Zarząd SIA ACP ostatecznie wybrał wariant trzeci i przekonał swój przyszły podmiot zależny do sprzedaży niewielkiego pakietu akcji, w efekcie czego przejął mniej niż 66% akcji Mieszka, a na 273 800 akcji konieczne do wypełnienia obowiązku wynikającego z art. 74, ust. 2 ustawy o ofercie ogłosił wezwanie oferując minimalną możliwą cenę – 3,50 złotych. Bazę odniesienia dla ceny zaproponowanej inwestorom mniejszościowym, mogłaby stanowić wartość akcji „Mieszka”, po jakiej zostały one nabyte od CECH-u, jednakże obecnie ustawa o ofercie nie uwzględnia ceny akcji w transakcji pośredniego nabycia. Ponadto, gdyby nie istniał tak rozbudowany katalog sytuacji uprzywilejowujących ogłoszenie wezwania następczego w miejsce uprzedniego, to wezwanie SIA ACP musiałoby być skierowane do wszystkich akcjonariuszy z jedną wspólną ceną i każdy z nich miałby równe prawo na nie odpowiedzieć. Podobna sytuacja miała miejsce w 2010 roku, gdy litewska firma NG Investicija nabyła 18 000 akcji reprezentujących 100% w kapitale zakładowym spółki „Kenya 2010” Holding B.V., która de facto była spółką celową CECH-u z jedynym majątkiem w postaci 65,9% akcji „Mieszka”. Ponownie pośrednie nabycie mniej niż 66% zobowiązywało nowy podmiot dominujący do ogłoszenia wezwania następczego jedynie na 0,1% akcji bez konieczności zaoferowania pozostałym akcjonariuszom ceny wyższej niż zapłacona w transakcji przejścia spółki „Kenya 2010”, a przede wszystkim odbierało szansę „wyjścia” z inwestycji większej grupie inwestorów.

Transakcje pośredniego nabycia lub wnoszenia akcji aportem do spółek celowych stały się powszechną normą na polskim rynku kapitałowym. Normą, która według prawa była tylko sytuacją uprzywilejowującą.

Dochodzi również do sytuacji, w których spółki przejmowane wydają komunikaty, które później kwestionują ich właściciele, jak to miało miejsce w przypadku Clean & Carbon Energy. Giełdowa spółka w komunikacie bieżącym z 4 października 2010 roku sygnalizowała, że z chwilą rejestracji przez sąd uchwały o podwyższeniu kapitału, w związku z przekroczeniem progu 66% głosów, na podmiotach Texass Ranch Company i Amentum Holdings będzie ciążył obowiązek ogłoszenia wezwania na pozostałe akcje spółki. Ustawowy termin wykonania obowiązku wynikającego z art. 74 ustawy o ofercie minął 3 lutego 2011 roku, a spółki wciąż nie przeprowadziły wezwania i nie poniosły z tego tytułu

¹⁶ SIA ACP wezwie do sprzedaży 274 tys. walorów, <http://www.parkiet.com/arttykul/525619.html>.

żadnych konsekwencji, tłumacząc się tym, że w żaden sposób nie są ze sobą powiązane¹⁷. Kwestią sporną jest spółka Amentum Holdings, podmiot zarejestrowany na Cyprze, którego domniemanym akcjonariuszem dominującym jest jednocześnie właściciel Texass Ranch Company. Przedstawiciele C&C Energy tłumaczą, że nie wiedzą, kto sprawuje kontrolę nad Amentum Holdings, podczas gdy, jak już wcześniej wspomniano, w październiku opublikowali komunikat, z którego wynikało zupełnie co innego. Kolejne niejasności w akcjonariacie C&C Energy wynikają z faktu, że dwie wyżej wymienione spółki nabywają akcje obejmując nowe emisje w zamian za wnoszone aportem nieruchomości, co również stanowi odstępstwo od zasady wezwania uprzedniego. Obecnie w spółce pojawił się kolejny cypryjski inwestor: Geo Resources Limited, który 4 marca 2010 roku nabył poza rynkiem giełdowym 55 mln akcji C&C Energy (tj. 32,08% głosów) od Texass Ranch Company, co teoretycznie mogło nastąpić tylko poprzez ogłoszenie wezwania na akcje (art. 72 ustawy o ofercie) i będzie przedmiotem badania przez KNF.

Podsumowanie

Podsumowując należy podkreślić, iż upowszechnianie wiedzy o instytucji publicznego wezwania na akcje, a nawet szerzej, o procesach przejmowania kontroli nad spółkami publicznymi jest istotne nie tylko dla bezpośrednich stron takich transakcji. Dodatkowo znajomość tych procesów ułatwia inwestowanie również mniejszym graczom rynkowym, wykorzystującym zarówno wiedzę o wycenie przedsiębiorstw, jak i analizie technicznej. Warto tu przytoczyć wypowiedź Roberta Nejmana dla „Rzeczpospolitej” w 1998 roku¹⁸: „W końcu I półroczu br. w portfelach DWS spory udział miały akcje spółek, w których głównym inwestorem jest Michał Sołowow. Tu dobór był głównie fundamentalny – twierdzi. – Np. PLI, czyli dziś Nomi, świadomie kupowałem jako inwestycję długoterminową. Obserwowałem rozwój spółki i polskiego rynku supermarketów budowlanych. Doszedłem do wniosku, że wcześniej czy później dojdzie do próby przejęcia kontroli nad tą firmą. Na dodatek pod względem technicznym spółka dobrze rokowała, a główni inwestorzy dokupowali akcje. Zająłem, więc pozycję i czekałem – opowiada. – Przyznam szczerze, że wezwanie przyszło za szybko i cena w związku z tym jest niższa niż się spodziewałem. Sądziłem, że do wezwania może dojść w 1999 r., gdy Nomi będzie miało ok. 40 supermarketów. Oczekiwałem, że wtedy wzywający może zaproponować nawet 20 zł za akcję.”

Literatura

Dyrektywa 2004/25/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie ofert przejęcia (Dz.Urz. UE L 142 z 30.04.2004, PL.ES rozdz. 17, t. 02).

¹⁷ Właściciele C&C Energy znaleźli sposób, żeby uniknąć wezwania, <http://www.parkiet.com/artykul/1028271.html>.

¹⁸ T. Świderek: *Efekty widać po wynikach*, „Rzeczpospolita” z 1.11.1998 r.

- Koper A., Wójcik E., Krasuski K.: *Wysyp wezwań przed głęboką zmianą przepisów?*, <http://www.parkiet.com/artykul/957735.html>.
- Kropielnicka A., Dominiak T.: *Jak wygląda wrogie przejęcie od kuchni*. „Polska”, http://www.polska-times.pl/pieniadze/gielda/64068_jak-wyglada-wrogie-przejecie-od-kuchni_id,t.html?cookie=1.
- MNI Telecom wezwało na akcje Hyperiona, <http://www.parkiet.com/artykul/877780.html>.
- Naszkowska K.: *Twarda sztuka z tego Kruka*. „Gazeta Wyborcza”, <http://wyborcza.pl/2029020,75480,5547179.html>.
- Płociński A.: *Gieldowe wezwania do zmiany*, <http://gielda.onet.pl/gieldowe-wezwania-do-zmiany,18489,3103824,1,news-detaj>.
- Projekt założeń do projektu zmiany Ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych z dnia 13 stycznia 2011 r., Ministerstwo Finansów.
- Przejmowanie spółek giełdowych*, <http://new-arch.rp.pl/artykul/64196.html>.
- SIA ACP wezwie do sprzedaży 274 tys. walorów*, <http://www.parkiet.com/artykul/525619.html>.
- Szostek A.: *Duże pakiety akcji*, „Rzeczpospolita” 1994.
- Świderek T.: *Czy giełda dba o interes inwestorów*, „Rzeczpospolita” 1995.
- Świderek T.: *Efekty widać po wynikach*, „Rzeczpospolita” 1998.
- Ustawa z dnia 12 marca 2004 r. o zmianie ustawy Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi oraz o zmianie innych ustaw (DzU 2004, nr 64, poz. 594).
- Ustawa z dnia 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych (DzU 2000, nr 94, poz. 1037 z późn. zm.).
- Ustawa z dnia 21 sierpnia 1997 r. Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi (DzU 1997, nr 118, poz. 754).
- Ustawa z dnia 22 marca 1991 r. Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych (DzU 1991, nr 35, poz. 155).
- Ustawa z dnia 23 lipca 1998 r. o zmianie ustawy Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi (DzU 1998, nr 107, poz. 669).
- Ustawa z dnia 29 grudnia 1993 r. o zmianie ustawy Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych oraz o zmianie niektórych innych ustaw (DzU 1994, nr 4, poz. 17).
- Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej (DzU 2005, nr 186, poz. 1539).
- Ustawa z dnia 4 września 2008 r. o zmianie Ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, oraz o zmianie innych ustaw (DzU 2008, nr 231, poz. 1547).
- Ustawa z dnia 8 grudnia 2000 r. o zmianie ustawy Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi (DzU 2000, nr 122, poz. 1314).
- Wezwania do zapisywania się na zamianę akcji: duże możliwości i wiele problemów*, „Rzeczpospolita” 2007.
- Wezwania do zapisywania się na sprzedaż akcji spółki W. Kruk Spółka Akcyjna*, Raport bieżący 13/2008, Vistula Group SA.

Właściciele C&C Energy znaleźli sposób, żeby uniknąć wezwania, <http://www.parkiet.com/artykul/1028271.html>.

Zarządzenie Przewodniczącego Komisji Papierów Wartościowych z dnia 16 czerwca 1994 r. w sprawie sposobu ogłoszenia publicznego wezwania do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji oraz warunków nabywania tą drogą akcji notowanych na giełdzie (M.P. 1994, nr 36, poz. 314).

Zielińska U.: *1,7 akcji MNI za papier Hyperiona*, „Gazeta Giełdy Parkiet” (dostęp 11.12.2009).

dr Katarzyna Byrka-Kita

mgr Mateusz Czerwiński

Uniwersytet Szczeciński

Katedra Inwestycji i Wyceny Przedsiębiorstw

Streszczenie

W niniejszym opracowaniu omówiono rozwiązania prawne dotyczące przejęcia kontroli w spółkach giełdowych z wykorzystaniem publicznych wezwań na akcje obowiązujące na polskim rynku kapitałowym w latach 1991–2011 oraz przedstawiono zmiany proponowane w projekcie ustawy. Ponadto zaprezentowano przykłady wpływu liberalizacji regulacji prawnych dotyczących nadzoru korporacyjnego na interes wszystkich akcjonariuszy, nie tylko mniejszościowych.

TAKEOVERS IN POLISH PUBLIC COMPANIES – REVIEW OF THE FORMER AND CURRENT LEGISLATION IN POLAND

Summary

In this article there was presented legislation concerning takeovers and acquisitions in public companies binding in Poland from 1991 to 2011. Furthermore there were discussed changes proposed in a bill. Last subsection was devoted to examples of law liberalization influence on shareholders wealth.

