

Regulacja wezwań do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji a pokrzywdzenie akcjonariuszy mniejszościowych

Wstęp

Obecnie obowiązujące przepisy konstytuujące polskie prawo rynku kapitałowego zostały wprowadzone w 2005 roku. Jedną z bardziej doniosłych instytucji tej gałęzi prawa są obowiązki związane ze znacznymi pakietami spółek publicznych, a zwłaszcza wezwania do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji.

Wezwania mają swoje umocowanie w prawie europejskim – jest to najważniejsza instytucja dyrektywy 2004/25/WE w sprawie ofert przejęcia. Zarówno na etapie polskiego procesu legislacyjnego, jak i przez cały okres obowiązywania ustaw dotyczących prawa rynku kapitałowego w doktrynie prawa handlowego zgłaszano zastrzeżenia dotyczące poprawności implementacji tychże przepisów. Niespełna 8 lat od wejścia w życie polskich regulacji warto przypomnieć główne zarzuty zgłaszane pod adresem polskich rozwiązań oraz zastanowić się nad ich zasadnością.

Celem artykułu jest analiza przejęć w obrocie giełdowym i ocena, na ile polskie regulacje powodować mogą zakłócenia w poprawnym funkcjonowaniu rynku kapitałowego. Artykuł ma charakter empiryczny – analizie poddano wszystkie dokumenty wezwań z lat 2008–2012 i zbadano szereg zmiennych z nimi związanych, przede wszystkim premie za kontrolę (*control premiums*) i wpływ przepisów prawa rynku kapitałowego na ich kształtowanie się. Do analizy dokumentów wezwań wykorzystano proste metody statystyki opisowej – miary położenia: średnią arytmetyczną, medianę oraz pierwszy i trzeci kwartył. Premię za kontrolę obliczano jako różnicę pomiędzy ceną ogłoszoną w wezwaniu a średnią ceną z okresu 6 miesięcy poprzedzających wezwanie. Dokonano również szacunkowego stopnia pokrzywdzenia akcjonariuszy na skutek obecnie obowiązującej regulacji, przedstawiając premie za kontrolę skorygowane o stopę redukcji zapisów w wezwaniach.

* Mgr, Instytut Allerhanda, Plac Sikorskiego 2/7, 31-115 Kraków, regucki@allerhand.pl

1. Dyrektywa *Takeover Bids*

W dniu 21 kwietnia 2004 roku uchwalona została dyrektywa 2004/25/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie ofert przejęcia [Dyrektywa, 2004] zawierająca podstawowe regulacje związane z transakcjami dużych pakietów spółek notowanych na giełdach państw członkowskich. Kluczowe znaczenie dla omawianej dyrektywy, a także dla ładu korporacyjnego państw członkowskich ma art. 5, który stanowi o obowiązku ogłaszania wezwań. Zgodnie z tym przepisem, każdy podmiot, który w wyniku nabycia odpowiedniego pakietu papierów wartościowych uzyskał kontrolę nad spółką notowaną w obrocie giełdowym, ma obowiązek ogłoszenia wezwania obejmującego wszystkie pozostałe akcje tejże spółki. Wezwanie jest niczym innym jak ofertą nabycia akcji skierowaną przez podmiot przejmujący do wszystkich pozostałych akcjonariuszy. Jest to środek ochrony interesów akcjonariuszy mniejszościowych¹, który ma na celu zapewnienie, że mogą na tych samych warunkach odnosić korzyść z premii za kontrolę. Innymi słowy, w sytuacji zmiany kontroli nad spółką, której akcje są notowane na rynku regulowanym, jej dotychczasowi akcjonariusze mają zagwarantowane prawo „wyjścia” ze spółki – zbycia akcji i tym samym zakończenia inwestycji.

Kolejnym ważnym elementem regulacji wezwań jest ustalenie odpowiedniej ceny w ogłoszonym wezwaniu. Dyrektywa w art. 5 ust. 4 stanowi, iż godziwą cenę stanowi najwyższa cena zapłacona przez oferenta za te same papiery wartościowe w ustalonym przez państwa członkowskie okresie przed rozpoczęciem oferty. Tym samym ustawodawca europejski zapewnił inwestorom możliwość otrzymania za akcje co najmniej takiej ceny, jaką zapłacił oferent w związku z dokonanym przejęciem kontroli.

Podsumowując instytucję wezwań w prawie europejskim, należy zauważyć, że opiera się ona na dwóch kluczowych elementach: (1) umożliwieniu inwestorom zbycia akcji w sytuacji zmiany kontroli nad spółką oraz (2) ustaleniu ceny godziwej, którą jest najwyższa cena zapłacona przez oferenta za akcje przejmowanej spółki. Warto podkreślić, że wezwanie zgodnie z przepisami dyrektywy musi być adresowane do wszystkich pozostałych akcjonariuszy (wykluczone jest zatem ogłaszanie jakiegokolwiek rodzaju „selektywnego” wezwania) i musi dotyczyć wszystkich akcji (niezgodne z prawem europejskim jest przeprowadzanie jakiejkolwiek formy redukcji i w efekcie uchylenie się od obowiązku nabycia wszystkich akcji od wszystkich zainteresowanych tym inwestorów). Warto również

¹ Dyrektywa w art. 5 *expressis verbis* stanowi, iż instytucja wezwań ma na celu właśnie ochronę interesów akcjonariuszy mniejszościowych. Por. też pkt 2 preambuły dyrektywy w sprawie ofert przejęcia.

zauważyć, że dyrektywa tworzy jedynie pewne ramy, w granicach których państwa członkowskie mają dowolność w ustalaniu krajowych regulacji (dotyczy to zwłaszcza określenia progu głosów, z którym wiąże się sprawowanie kontroli lub dodatkowych regulacji w zakresie ustalenia godziwej ceny).

2. Polskie regulacje w zakresie wezwań na sprzedaż lub zamianę akcji

Na wstępie należy powiedzieć, że polski ustawodawca znacznie rozbudował regulacje poświęcone wezwaniom w porównaniu do europejskiego wzorca normatywnego. Ponadto kluczowe instytucje związane z wezwaniem zostały implementowane niepoprawnie, tworząc pole do nadużyć oraz pokrzywdzenia akcjonariuszy mniejszościowych. Jest wysoce wątpliwe, czy polskie regulacje w najmniejszym stopniu realizują cel dyrektywy w sprawie ofert przejęcia.

Problematykę wezwań regulują przepisy art. 72–81 Ustawy z dnia 29 lipca 2005 roku o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych [ustawa, 2005]. Polski ustawodawca wprowadził dwie kategorie wezwań – tzw. małe wezwania oraz duże wezwania. Małe wezwania nie nawiązują do dyrektywy w sprawie ofert przejęcia, są instytucją mającą swoje korzenie wyłącznie w naszym porządku prawnym. Nie są również związane z przejęciem kontroli w spółce, dotyczą mniejszych pakietów, a ich celem jest przede wszystkim stabilizacja ceny². Można dodać, że instytucja ta została wprowadzona na innym stadium rozwoju rynku kapitałowego, ma obecnie marginalne znaczenie i plany ustawodawcy wiążą się z jej zniesieniem [Projekt, 2011].

Dużo bardziej doniosły charakter ma instytucja dużych wezwań, tj. takich, które łączą się z przejęciem kontroli nad daną spółką. Ta instytucja ma swoje umocowanie w art. 5 dyrektywy w sprawie ofert przejęcia.

Jak wyjaśnione zostało w powyższych akapitach, do polskiego ustawodawcy należy ustalenie progu kontroli w spółkach publicznych i w granicach ram ustalonych przez dyrektywę ma on w tej materii dużą dowolność. Niestety obecne przepisy wychodzą poza przepisy dyrektywy, stojąc w jawnej sprzeczności z jej podstawowymi celami. W polskim pra-

² Zgodnie z art. 72 nabycie akcji spółki publicznej w liczbie powodującej zwiększenie udziału w ogólnej liczbie głosów o 10% w ciągu 12 miesięcy przez podmiot, którego udział w ogólnej liczbie głosów jest niższy niż 33% oraz 5% w ciągu 2 miesięcy przez podmiot, którego udział w ogólnej liczbie głosów jest wyższy niż 33%, może nastąpić wyłącznie w drodze wezwania.

wie rynku kapitałowego [ustawa, 2005, art 73 i 74] zdecydowano się bowiem na wprowadzenie dwóch progów – 33% i 66% głosów, przy czym przekroczenie tego pierwszego może nastąpić w związku z wezwaniem, którym objęta jest taka liczba akcji, która może zapewnić osiągnięcie drugiego progu. Dopiero przekroczenie drugiego progu (66%) wiąże się z wezwaniem, które dotyczy wszystkich pozostałych akcji spółki.

Rozwiązanie przyjęte przez polskiego ustawodawcę polegające na utworzeniu dwóch progów spotkało się w doktrynie z dużą krytyką [Oplustil, 2005; Goszczyk i Domański, 2008; Romanowski 2008, Mataczyński 2010; Regucki 2012]. Podkreślano, że żadnego z opisanych progów nie można uznać za poprawną implementację art. 5 dyrektywy. Próg 33% nie wiąże się z wezwaniem, które obejmowałoby wszystkie pozostające w obrocie akcje, natomiast próg 66% głosów jest zbyt wysoki – osiągnięcie dużo mniejszego udziału w ogólnej liczbie głosów na walnym zgromadzeniu pozwala na realne sprawowanie kontroli [Regucki 2012]. Tak więc przyjęta regulacja nie zapewnia należytej (wymaganej przepisami dyrektywy) ochrony akcjonariuszom mniejszościowym, prowadzi do sytuacji, w której po przejęciu kontroli część akcjonariuszy nie może sprzedać akcji po godziwej cenie i przez to nie może czerpać korzyści z premii za kontrolę.

Co więcej, polski ustawodawca przyjął model wezwań uprzednich, to znaczy takich, które są ogłaszane przed przejęciem spółki, model wezwań następczych dopuszczalny jest jako wyjątek w przewidzianych przez prawo przypadkach (najczęściej będzie to tzw. pośrednie nabycie akcji, czyli przejęcie w transakcji poza rynkiem regulowanym podmiotu, który bezpośrednio kontroluje spółkę giełdową [ustawa, 2005, art. 73 ust. 2 i art. 74 ust. 2]. W prawie europejskim to wezwania następcze są normatywną regułą, zaś wezwania uprzednie wyjątkiem od niej.

Niemniej przyjęta struktura normatywna sama w sobie nie jest błędna (można co najwyżej zastanawiać się nad jej celowością), problemem pozostaje w dalszym ciągu istnienie dwóch progów. Regulacja ta stwarza pole do nadużyć zwłaszcza w połączeniu z wezwaniem następczymi, związanymi z pośrednim przejęciem spółki. Pośrednie przejęcia, które stworzone zostały jako normatywny wyjątek, stały się niemalże regułą w praktyce – duża część transakcji (zwłaszcza przekroczenia pierwszego progu, tj. 33% głosów) ma charakter pośredniego przejęcia i tym samym łączy się z wezwaniem następczym³. W przypadku wezwań następczych podmiot przejmujący ma obowiązek ogłosić wezwanie dotyczące tylu akcji, ile potrzeba mu do osiągnięcia 66% głosów. W wielu przypadkach pośrednio nabywany udział kapitałowy wynosi niewiele mniej niż 66%, zatem we-

³ Zagadnienia te zostaną rozwinięte w empirycznej części niniejszego artykułu.

zwanie obejmuje niecały 1% wszystkich akcji. W takiej sytuacji ochrona akcjonariuszy mniejszościowych staje się całkowicie fasadowa.

Jak podkreślono w poprzedniej części, instytucja wezwań opiera się na dwóch zasadniczych elementach – obowiązku ogłoszenia wezwania, które dotyczy wszystkich akcji, oraz ustaleniu godziwej ceny. Pierwszy z tych elementów nie funkcjonuje w polskim systemie prawnym, należy zatem rozważyć, czy regulacje dotyczące ceny w wezwaniu można uznać za poprawne.

Zasadniczo przepisy w zakresie ustalenia ceny w wezwaniu zostały poprawnie implementowane w przepisach ustawy o ofercie publicznej (art. 79). Zgodnie z ust. 2 przywołanego przepisu cena ogłoszona w wezwaniu nie może być niższa od najwyższej ceny zapłaconej przez oferenta w okresie 12 miesięcy przed wezwaniem oraz najwyższej wartości rzeczy lub praw, które oferent wydał za akcje będące przedmiotem wezwania w tym samym okresie. Regulacje te stanowią pewne minimum ochrony inwestorów, które zostało przewidziane przez prawo europejskie, niemniej polskie przepisy rozszerzają tę ochronę, wprowadzając dodatkowe kryteria ustalania ceny w wezwaniu.

Zgodnie z art. 79 ust. 1 cena co do zasady nie może być również niższa niż średnia cena danych papierów wartościowych z okresu 6 miesięcy przed ogłoszeniem wezwania. Co więcej, na mocy art. 79 ust. 3, w przypadku wezwań, które dotyczą wszystkich akcji danej spółki cena nie może być również niższa od średniej ceny papierów wartościowych z okresu 3 miesięcy poprzedzających wezwanie. Ta regulacja, jakkolwiek zgodna z prawem europejskim, może nieco dziwić. Wydaje się, że ustawodawca stara się wprowadzić w tym przepisie silniejszą ochronę dla akcjonariuszy spółek, których akcje są przedmiotem wezwań dotyczących wszystkich akcji, niż dla innych wezwań (w szczególności tych, które obejmują jedynie akcje umożliwiające osiągnięcie progu 66% głosów). Rozwiązanie to może dziwić, gdyż wprowadza jakiegoś rodzaju „stopniowność” ochrony interesów akcjonariuszy – najsilniejszą ochroną objęci są akcjonariusze spółek, które są przedmiotem wezwania na sprzedaż wszystkich akcji, a nieco mniejszą ochroną akcjonariusze spółek będących przedmiotem pozostałych wezwań (dużych wezwań, które nie dotyczą wszystkich akcji, oraz małych wezwań). Takie rozwiązanie nie wydaje się uzasadnione z tej przyczyny, że akcjonariusze spółek będących przedmiotem wezwania powinni mieć zapewnioną odpowiednią, jednakową ochronę – cena akcji w wezwaniu powinna odpowiadać godziwej cenie. Godziwa, właściwa cena za akcje będące przedmiotem wezwania nie ma stopniowalnego charakteru, cena nie może być „bardziej” lub „mniej” godziwa. Cena po-

winna być odpowiednia w każdym wezwaniu, niezależnie od jego typu, dlatego też należałoby odpowiedzieć na pytanie o sens art. 79 ust. 3. Jeżeli uznane zostanie, że z uwagi na specyfikę polskiego rynku kapitałowego akcjonariusze wymagają zwiększonej ochrony, wtedy należy rozszerzyć hipotezę art. 79 ust. 3 na wszystkie rodzaje wezwań, nie tylko wezwania, których przedmiotem są wszystkie akcje danej spółki. W przeciwnym razie uznać należy, że wprowadzanie dodatkowej ochrony w postaci wymogu, aby cena nie była niższa od średniej ceny z okresu 3 miesięcy jest zbędne – w takim wypadku zasadny będzie postulat likwidacji tego wymogu. W każdej sytuacji rozróżnianie ceny w wezwaniach obejmujących wszystkie akcje oraz obejmujących akcje, których nabycie umożliwia osiągnięcie progu 66% głosów na walnym zgromadzeniu jest rozwiązaniem niepraktycznym, które trudno uzasadnić.

3. Empiryczna analiza wezwań na polskim rynku kapitałowym

W następnej kolejności warto poddać omawianą tematykę analizie empirycznej, która przedstawi rynek przejęć w publicznym obrocie oraz udzieli odpowiedzi na pytanie o faktyczne pokrzywdzenie inwestorów w związku z ogłaszaniem wezwań. Na potrzeby niniejszego artykułu analizie poddane zostały wszystkie wezwania, jakie miały miejsce na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie w latach 2008–2012.

W tym miejscu należy również przypomnieć, że system corporate governance w Polsce zaliczany jest do systemów kontroli wewnętrznej (określanych także jako *insider control model* czy też *bank-based system*) [Oplustil, 2010]. Cechą tego systemu jest m.in. duża koncentracja własności (wysoki udział głosów głównego akcjonariusza) oraz mniejsza rola publicznych emisji papierów wartościowych w finansowaniu podmiotów gospodarczych (co objawia się m.in. mniejszymi rozmiarami rynku kapitałowego). Konsekwencją takiego stanu jest mniej rozwinięty rynek kontroli nad spółkami (*market for corporate control*) i w efekcie mniejsza liczba wezwań i przejęć na rynku kapitałowym, niż ma to miejsce w krajach o rynkowo zorientowanym systemie corporate governance. Niemniej wezwania w Polsce nie są rzadkością, i pomimo faktu, że są mniej liczne niż w krajach o innym modelu ładu korporacyjnego (zwłaszcza w krajach anglosaskich) nie można odmówić tej instytucji doniosłości również na gruncie polskiej gospodarki.

W latach 2008–2012 miało miejsce łącznie 112⁴ wezwań do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji. Warto przeanalizować bardziej szczegó-

⁴ Od 2008 r. kolejno: 13, 29, 25, 19 oraz 26 w 2012 r.

łowo, jakie rodzaje wezwań były ogłaszane w podanym okresie. Jak opisane zostało w poprzedniej części, podstawowy podział to podział na duże wezwania (tzw. wezwania majoryzacyjne, mające na celu zmianę kontroli w spółce) oraz małe wezwania (dotyczące niewielkich pakietów akcji). Ponadto warto wyodrębnić wezwania, które dotyczą wszystkich akcji spółki, nie mają na celu zmiany kontroli, ale prowadzą w efekcie do wycofania spółki z giełdy⁵. Statystykę wezwań z uwzględnieniem różnych ich kategorii przedstawia tablica 1.

Tablica 1. Statystyka wezwań na GPW w latach 2008–2012

Duże wezwania				Małe wezwania		
66% głosów (art. 73)		100% głosów (art. 74)		Dematerializacja (art. 91)	10% głosów (art. 72 ust. 1 pkt 1)	5% głosów (art. 72 ust. 1 pkt 2)
Uprz.	Nast.	Uprz.	Nast.			
17	26	30	10			
43		40		9	17	3
92				20		
112						

Źródło: Opracowanie własne.

W tym miejscu można poczynić kilka wstępnych obserwacji. Po pierwsze, małe wezwania mają na polskim rynku kapitałowym raczej marginalne znaczenie. Większość z i tak niewielkiej liczby małych wezwań (13 z nich, co stanowi 65%) było wezwaniami spółek nabywających akcje własne w ramach procedury *buy-back*. W dalszej części niniejszego artykułu przedmiotem analiz będą wyłącznie duże wezwania.

Warto skupić się tu na wezwaniach z pierwszych dwóch grup (wezwania na akcje w liczbie zapewniającej osiągnięcie progu 66% głosów lub 100% głosów), tj. tych, które mają na celu przejęcie kontroli nad spółką.

Analizując liczbę dużych wezwań, łatwo zauważyć dysproporcję pomiędzy wezwaniami uprzednimi i następczymi w każdej z kategorii (66% głosów i 100% głosów). W wezwaniach, których przedmiotem są wszystkie akcje spółki, dominują wezwania uprzednie (75%), podczas gdy w wezwaniach, których przedmiotem jest pakiet akcji zapewniający do 66% głosów, przeważają (60,5%) wezwania następcze, tj. takie, które ogłaszane są już po osiągnięciu progu 33% głosów w wyniku pośredniego nabycia akcji (czyli nabycia pakietu kontrolnego w spółce, która dysponuje określonym, dużym pakietem akcji spółki przejmowanej) i mające za przedmiot

⁵ Wezwania poprzedzające dematerializację akcji [Ustawa o ofercie publicznej art. 91].

pozostałe akcje, których posiadaczowi brakuje do osiągnięcia progu 66% głosów. W takich sytuacjach *de facto* istnieje również możliwość uniknięcia ogłoszenia wezwania poprzez nabycie pakietu akcji niewiele mniejszego od takiego, który zapewnia 66% głosów na walnym zgromadzeniu i ogłoszenie wezwania na niewielką część akcji pozostających w obrocie. W następnej kolejności warto odpowiedzieć na pytanie, jak duża jest skala takiej praktyki i przez to, w jak wielu transakcjach przejść dochodzi do pokrzywdzenia inwestorów. Kolejna analiza odpowiada na pytanie, ile głosów średnio łączy się z pakietem akcji będącym przedmiotem wezwania w przypadku dużych wezwań. Innymi słowy, liczby w tabelicy 2 przedstawiają średni procent głosów, który oferenci próbują „nabyć”, ogłaszając wezwanie.

Tabela 2. Udział głosów objęty dużymi wezwaniemami – podział na kategorie

	Średnia	1. Kwartył	Mediana	3. Kwartył
66% głosów – uprzednie (art. 73 ust. 1)	60,26%	54,95%	64,8%	66%
66% głosów – następcze (art. 73 ust. 2)	2,995%	0,05%	0,2113%	2,3225%
100% głosów – uprzednie (art. 74 ust. 1)	83,31%	72,79%	100%	100%
100% głosów – następcze (art. 74 ust. 2)	20,37%	3,22%	18,675%	33,2825%

Źródło: Opracowanie własne.

Wezwania, których przedmiotem jest 100% głosów na walnym zgromadzeniu, nie budzą większych zastrzeżeń. Warto zauważyć, że w większości przypadków oferent nie dysponował przed wezwaniem żadnymi akcjami (mediana na poziomie 100% głosów). Takie wezwania stanowią niejako „klasyczny” przykład *Takeover Bid*, w którym podmiot przejmujący, nie posiadając akcji spółki, ogłasza wezwanie na wszystkie akcje, chcąc przejąć kontrolę. Dotychczasowi akcjonariusze mają zagwarantowaną możliwość sprzedania akcji (wycofania się z inwestycji) i w równym stopniu mogą czerpać korzyści z premii za kontrolę. Również w przypadku wezwań następczych (których jest zdecydowanie mniej) nie dochodzi do pokrzywdzenia akcjonariuszy mniejszościowych, jako że przedmiotem wezwania są wszystkie pozostające w obrocie akcje.

Kwestie te zupełnie inaczej przedstawiają się w przypadku wezwań, których przedmiotem jest pakiet akcji pozwalający na osiągnięcie 66% głosów na walnym zgromadzeniu. Należy zwrócić uwagę zwłaszcza na wezwania następcze i liczbę głosów wynikających z akcji objętych wezwaniem. Średnio głosy związane z akcjami objętymi wezwaniem stanowiły zaledwie 2,995% wszystkich głosów. Oznacza to, że praktyką na polskim rynku kapitałowym stało się pośrednie nabywanie dużego pakietu akcji

(bliskiego 66% głosów) i następnie ogłaszanie wezwania jedynie na niewielką część akcji. Mediana w przypadku wezwań następczych z art. 73 ust. 2 ustawy o ofercie publicznej wyniosła 0,2113% co oznacza, że w połowie (!) przypadków takich wezwań ich przedmiotem było mniej niż 0,21% głosów. W 18 z 26 (69%) przypadków omawianych wezwań następczych udział oferenta w ogólnej liczbie głosów na walnym zgromadzeniu przed wezwaniem wynosił co najmniej 65%, co oznacza, że wezwaniem objęte zostało najwyżej 1% głosów. W takich przypadkach ogłoszenie wezwania ma charakter fasadowy i nie realizuje jakiegokolwiek funkcji. Jest to rażący przykład złej regulacji prowadzącej do wypaczenia ekonomicznego sensu określonej instytucji.

Faktyczna ochrona inwestorów przedstawia się nieco lepiej w przypadku wezwań uprzednich, które dotyczą pakietu akcji zapewniającego 66% na walnym zgromadzeniu [ustawa, 2005, art 73 ust.1]. Warto zauważyć, że przedmiotem tych wezwań w badanym okresie były stosunkowo duże pakiety akcji – mediana na poziomie 64,8% informuje, że w połowie przypadków takich wezwań przedmiotem był pakiet akcji zapewniający od 64,8% do 66% głosów. Pomijając wielokrotnie przytaczany w niniejszym artykule fakt niezgodności polskiej regulacji z prawem europejskim, należy zauważyć, że w razie dużego pakietu akcji będących przedmiotem wezwania ryzyko związane z pokrzywdzeniem inwestorów jest mniejsze (co z drugiej strony nie znaczy, że nie ma go w ogóle).

Z uwagi na obecne regulacje może pojawić się sytuacja, w której inwestorzy nie mogą sprzedać tylu akcji objętych wezwaniem, ile by chcieli. Zgodnie z obowiązującymi przepisami, w przypadku, gdy liczba akcji określona w wezwaniu jest mniejsza od liczby akcji na które złożono zapisy stosuje się redukcję zapisów. Fakt wystąpienia redukcji w dużym wezwaniu bezpośrednio świadczy o pokrzywdzeniu akcjonariuszy mniejszościowych, gdyż nie mogą oni sprzedać podmiotowi wzywającemu tylu akcji, ile by chcieli i do sprzedaży których powinni być uprawnieni zgodnie z art. 5 dyrektywy w sprawie ofert przejęcia. W tym miejscu warto zaprezentować empiryczną analizę redukcji w wezwaniach ogłoszonych w badanym okresie⁶ znajdującą się w tablicy 3.

Warto zauważyć, że duże wezwania charakteryzowały się częstą redukcją, a stopę redukcji uznać należy za wysoką. Z grupy wezwań obejmujących akcje zapewniające do 66% głosów ponad połowę (51,16%) stanowiły takie wezwania, w których nastąpiła redukcja. Oznacza to, że z grupy wszystkich dużych wezwań aż 26% (22 z 83) objętych było redukcją (co, jak zaznaczano, jest sytuacją niezgodną z prawem europejskim).

⁶ Nie wszystkie spółki podają stopę redukcji po ogłoszonym wezwaniu – z 22 wezwań, w których miała miejsce redukcja, wartość stopy redukcji podana została w 15 przypadkach. Wartości średniej i mediany zostały policzone dla tych 15 przypadków.

Tablica 3. Redukcja w dużych wezwaniach na GPW w latach 2008–2012

	Liczba	Liczba wezwań, w których miała miejsce redukcja	Średnia stopa redukcji	Mediana stóp redukcji
Duże wezwania (art. 73)	43	22 (51,16%)	52,163%	43,46%
Uprzednie (art. 73 ust. 1)	17	9 (52,94%)	21,05%	23,06%
Następcze (art. 73 ust. 2)	26	13 (50%)	79,38%	93,575%

Źródło: Opracowanie własne.

Kolejną obserwacją jest fakt, że połowa wezwań następczych wiązała się z redukcją zapisów. W tym miejscu należy podkreślić, że nie tylko przeprowadzenie redukcji może wiązać się z pokrzywdzeniem akcjonariuszy mniejszościowych. W przypadku pięciu wezwań następczych (19,23%) nie zgłoszono ani jednego zapisu. Można przypuszczać, że duża część z tych sytuacji wynikała z faktu, że inwestorzy widząc bardzo małą liczbę akcji objętych wezwaniem, rezygnowali z zapisu. W normalnej sytuacji (gdymy wezwaniem objęte były wszystkie pozostałe akcje) zapisów byłoby więcej.

W dalszej kolejności przeanalizować należy średnie i mediany stóp redukcji. Jak wskazano, trzeba uznać, że były one wysokie. W przypadku wezwań uprzednich średnia redukcja wyniosła 21,05%, a mediana stóp redukcji 23,06%. Dla wezwań następczych średnia wyniosła 79,38%, a mediana aż 93,575% – oznacza to, że w połowie przypadków stopa redukcji wyniosła ponad 93%.

Kluczowym elementem przejęć dokonywanych w obrocie giełdowym jest premia za kontrolę. Najprościej mówiąc, jest to część wartości akcji stanowiących pakiet kontrolny, która wynika bezpośrednio z możliwości sprawowania kontroli nad przejmowanym podmiotem.

Biorąc pod uwagę powyższe stwierdzenia, należy się zastanowić, jak w najbardziej trafny sposób określić wysokość premii za kontrolę na polskim rynku kapitałowym. Zgodnie z art. 79 ust. 1 ustawy o ofercie publicznej cena proponowana inwestorom w wezwaniu nie może być niższa od średniej rynkowej ceny danych akcji z okresu 6 miesięcy poprzedzających wezwanie. Zgodnie z art. 79 ust. 7 ustawy o ofercie publicznej jest to średnia ważona wolumenem obrotu. Wydaje się, że obliczając *control premium* ta cena jest również najlepszą, jaką można wykorzystać do analiz – uwzględnia stosunkowo szeroki horyzont czasowy oraz, przede wszystkim, wolumen obrotu i tym samym informuje, jaką cenę inwestorzy średnio zapłacili za akcje w sześciomiesięcznym okresie czasu poprzedzającym wezwanie.

W tym ujęciu premię za kontrolę stanowi zatem różnica pomiędzy ceną za akcje zaoferowaną inwestorom w wezwaniu a średnią ceną rynkową ważoną wolumenem obrotu w okresie 6 miesięcy przed ogłoszeniem tegoż wezwania. Premie za kontrolę w badanym okresie prezentuje tablica 4.

Tablica 4. Control premiums na polskim rynku kapitałowym w latach 2008–2012

Typ wezwania	Średnia premia za kontrolę
Duże wezwania ogółem (art. 73–74)	25,19%
66% głosów – ogółem (art. 73)	25,71%
66% głosów – wezwania uprzednie (art. 73 ust. 1)	23,02%
66% głosów – wezwania następcze (art. 73 ust. 2)	27,57%
100% głosów – ogółem (art. 74)	24,7%
100% głosów – wezwania uprzednie (art. 74 ust. 1)	24,25%
100% głosów – wezwania następcze (art. 74 ust. 2)	26,02%

Źródło: Opracowanie własne.

Jak widać, różnice w premiach za kontrolę są znikome. Do pokrzywdzenia akcjonariuszy dochodzi w momencie ustalania liczby akcji objętych wezwaniem, nie zaś ustalania samej ceny. Zła regulacja wezwań, która umożliwia redukcję zapisów, powoduje, iż część akcjonariuszy nie może odnosić korzyści z *control premium*. Wynika z tego, że premie za kontrolę przedstawione w powyższej tabeli są zawyżone, gdyż nie wszyscy akcjonariusze byli w stanie otrzymać swój udział. W dalszej kolejności warto dokonać pewnej korekty wysokości premii za kontrolę, która uwzględni fakt, że część akcjonariuszy nie mogło mieć udziału w *control premium*. Różnica pomiędzy powyżej przedstawionymi wynikami a wynikami skorygowanymi o fakt przeprowadzenia redukcji może stanowić pewien wyznacznik pokrzywdzenia akcjonariuszy mniejszościowych – taki zabieg odpowie, o ile średnio stratni są inwestorzy z powodu złej regulacji wezwań. Skorygowana wielkość *control premium* (CP_{CORR}) otrzymana zostanie po zmniejszeniu wysokości premii za kontrolę (CP) o stopę redukcji (r), w sytuacji, gdy redukcja ta miała miejsce⁷, zgodnie ze wzorem:

$$CP_{CORR} = CP * (1 - r) \quad (1)$$

⁷ W sytuacjach, gdy doszło do redukcji, a nie była podana stopa redukcji, przyjmowano średnią wartość dla pozostałych obserwacji.

Tym sposobem otrzymano wysokość premii za kontrolę, która została rzeczywiście uzyskana przez inwestorów. Wyniki prezentuje tablica 5.

Tablica 5. Skorygowana wielkość premii za kontrolę

Typ wezwania	CP	CP _{CORR}	Różnica
Duże wezwania ogółem (art. 73–74)	25,19%	22,9%	2,29 pkt proc.
66% głosów – ogółem (art. 73)	25,71%	21,07%	4,64 pkt proc.
66% głosów – wezwania uprzednie (art. 73 ust. 1)	23,02%	19,37%	3,65 pkt proc.
66% głosów – wezwania następcze (art. 73 ust. 2)	27,57%	22,25%	5,32 pkt proc.

Źródło: Opracowanie własne.

Przedstawione dane wyraźnie pokazują, że pokrzywdzenie inwestorów wynikające z wadliwej regulacji wezwań nie jest wyłącznie teorią. Efektywnie premie za kontrolę inwestorów, których akcje były przedmiotem wezwań majoryzacyjnych, były niższe, niż miałyby to miejsce w przypadku poprawnej implementacji art. 5 dyrektywy w sprawie ofert przejęcia, tzn. w razie zawarcia w ustawie wymogu, aby wezwaniem były objęte wszystkie akcje przejmowanej spółki.

W powyższym tekście zwracano uwagę, iż empirycznie obserwowalne obniżenie faktycznej wysokości premii za kontrolę nie jest jedynym efektem, który powoduje pokrzywdzenie inwestorów. W rzeczywistości straty inwestorów na skutek błędnej regulacji mogły okazać się dużo większe.

Zakończenie

Artykuł miał na celu ukazanie, w jaki sposób wadliwe przepisy prawa rynku kapitałowego negatywnie wpływają na procesy gospodarcze zachodzące w obrocie giełdowym. Z zaprezentowanej analizy wynika, że nieprawidłowa regulacja wezwań powoduje wadliwe funkcjonowanie polskiego ładu korporacyjnego. Nowelizacja przepisów ustawy o ofercie publicznej jest koniecznością, zwłaszcza w obliczu w dalszym ciągu dynamicznie rozwijającego się polskiego rynku kapitałowego. Przybywająca z roku na roku liczba spółek notowanych na warszawskiej giełdzie oraz jej stale rosnąca kapitalizacja powodują, że przejęć na rynku kapitałowym z każdym rokiem również będzie coraz więcej. Prawidłowa regulacja wezwań (a tym samym rynku kontroli nad spółkami) bezsprzecznie należy do priorytetów na nadchodzące lata.

Literatura

1. Domański G., Goszczyk M. (2008), *Nabycie akcji spółki publicznej – obowiązek ogłaszania wezwań*, „Przegląd Prawa Handlowego” nr 4.
2. Dyrektywa 2004/25/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie ofert przejęcia (Dz Urz UE z dnia 30 kwietnia 2004 r., L 142/12), s. 20–31.
3. Mataczyński M. (2010) [w:] Mataczyński M., Skoczylas A., Sójka T., Waclawiak-Wejman A., Zawłocki R., *Ustawa o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych. Komentarz*, Sójka T. (red.), Wydawnictwo Wolters Kluwer.
4. Oplustil K. (2005), *Harmonizacja przepisów o wezwaniach w publicznym obrocie papierami wartościowymi z prawem europejskim. Uwagi de lege ferenda*, „Przegląd Legislacyjny”, nr 3–4.
5. Oplustil K. (2010), *Instrumenty nadzoru korporacyjnego (corporate governance) w spółce akcyjnej*, C.H. Beck, Warszawa.
6. *Projekt założeń do projektu zmiany ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych* (2011), Ministerstwo Finansów.
7. Regucki T. (2012), *O potrzebie zmian regulacji wezwań do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji – uwagi na podstawie struktury własności polskich spółek giełdowych*, „Transformacje Prawa Prywatnego”, nr 3.
8. Romanowski M. (2008), *Pośrednie nabycie akcji spółki publicznej a publiczne wezwanie*, „Przegląd Prawa Handlowego”, nr 1.
9. Ustawa z dnia 29 lipca 2005 o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, Dz. U. Nr 184, poz. 1539 z późn. zm.

Podziękowania

Autor chciałby podziękować kierownictwu Instytutu Allerhanda za nieocenione wsparcie oraz inspirujące dyskusje, bez których artykuł ten nie mógłby powstać.

Streszczenie

Artykuł przedstawia problematykę regulacji wezwań na polskim rynku kapitałowym. W pierwszej części opisano przepisy dyrektywy w sprawie ofert przejęcia jako głównego aktu prawa europejskiego regulującego tę problematykę, a w drugim rozdziale dokonano krytycznej analizy obowiązujących przepisów prawa polskiego. Wskazano, że polskie regulacje stanowią wadliwą implementację przepisów europejskich, nie realizują celu tychże przepisów i stwarzają duże ryzyko pokrzywdzenia akcjonariuszy mniejszościowych. W trzeciej części przed-

stawiono wyniki przeprowadzonych badań empirycznych dotyczących wezwań ogłoszonych na polskim rynku kapitałowym w okresie pięciu lat. Analiza dostarczyła odpowiedzi na pytania o rozmiary polskiego rynku przejęć giełdowych, strukturę wezwań oraz skalę zjawiska pokrzywdzenia akcjonariuszy mniejszościowych.

Słowa kluczowe

wezwania, premia za kontrolę, dyrektywa w sprawie ofert przejęcia

Polish mandatory bid regulations and the detriment of minority shareholders (Summary)

This article presents issues regarding mandatory bids on Polish capital market. The first chapter describes the regulations of the Directive on Takeover Bids as the main instrument of European law regarding the issues discussed, whereas the second chapter includes a critical analysis of the current Polish capital market laws. It was indicated that Polish regulation represent defective implementation of European legislation, which do not pursue the objectives of this legislation and therefore creates a high risk of unfair treatment of minority shareholders. The third section presents the results of empirical studies on the Takeover Bids on Polish capital market within five years. The analysis provided answers to questions about the size of the Polish stock market acquisitions, the structure of bids and the scale of the phenomenon of minority shareholders unfair treatment.

Keywords

Takeover Bids, control premium, directive on Takeover Bids