

Czym jest prospekt emisyjny

PAWEŁ KAWARSKI

Prospekty emisyjne zawierają często na stronie tytułowej stwierdzenie: „Prospekt nie stanowi oferty w rozumieniu art. 66 kodeksu cywilnego”. Wiele przemawia za odstąpieniem od tej praktyki. Po pierwsze – stwierdzenie takie nie zmienia charakteru prospektu, niezależnie od tego, jaki jest jego status, gdyż obowiązują tu bezwzględnie przepisy k.c.; po drugie – istniejące ryzyko, że takie stwierdzenie może okazać się błędne; po trzecie – nie daje ono odpowiedzi na pytanie, co prospekt faktycznie stanowi.

Prospekt emisyjny jest załącznikiem do wniosku o wyrażenie zgody na wprowadzenie papierów wartościowych do obrotu publicznego (art. 68 ust. 1 i 2 ustawy z 21 sierpnia 1997 r. – Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi; Dz. U. nr 118, poz. 754, dalej: *popw*). Z kolei wniosek ten może być wynikiem zamiaru emitenta ogłoszenia publicznie propozycji objęcia papierów wartościowych w celu podwyższenia kapitału akcyjnego, skierowanej do nabywców oznaczonych indywidualnie, grupowo lub nie oznaczonych (rynek pierwotny), albo wynikiem zamiaru właściciela papierów wartościowych ich sprzedaż (rynek wtórny).

Mozna precyzyjniej

Na wstępie uważa naturę językową. Doslownie brzmienie sformułowania „prospekt nie stanowi oferty” skłania do wniosku, iż jest ono prawdziwe. Termin „oferta” zdefiniowany jest w art. 66 k.c.: „Kto oświadczył drugiej stronie wolę zawarcia umowy, określając w oświadczeniu jej istotne postanowienia (oferta), i oznaczył termin, w ciągu którego oczekiwany będzie odpowiedź, ten jest oferta związany aż do upływu oznaczonego terminu”. **Oferta jest więc oświadczeniem o woli zawarcia umowy, natomiast dokument zawierający ofertę nie jest ofertą. Wobec tego istotnie „prospekt nie stanowi oferty”.**

Często oświadczenie o woli zawarcia umowy przekazywane jest drugiej stronie pisemnie, dlatego potocznie mówi się o dokumencie zawierającym oświadczenie o ofercie tak jak o samej ofercie. Dla uniknięcia takiego nieporozumienia, w celu precyzyjnego oddania zagadnienia, sformułowanie powinno brzmieć: „Informacja i oświadczenia zawarte w prospekcie nie stanowią oferty w rozumieniu art. 66 k.c.”. W dalszej części postaram się wykazać, że w istocie jest odwrotnie.

Sprzedaż mniej dyskusyjna

Gdy chodzi o sprzedaż papierów wartościowych, sprawa wydaje się mniej dyskusyjna. Przedmiotem sprzedaży jest istniejący papier wartościowy (prawo majątkowe) o konkretnej cenie i propozycja sprzedaży stosunkowo łatwo może być rozpatrzona w kategoriach art. 66 k.c. Zasadniczo nie ma wątpliwości, że oświadczenie o woli sprzedaży danych papierów wartościowych (spelniające przesłanki ww. przepisu) skierowane do oznaczonej osoby po publicznym obrotem papierami wartościowymi stanowi ofertę w rozumieniu k.c. Z chwilą otrzymania przez składającego oświadczenia o jej przyjęciu dochodzi do zawarcia umowy (art. 70 § 1 k.c.).

Różnice w okolicznościach towarzyszących składaniu podobnych oświadczeń w obrocie publicznym są natury technicznej i nie zmieniają ich materialnego charakteru. Szerszy zakres i sformalizowany sposób przedstawiania takich informacji niż w obrocie niepublicznym (prospekt emisyjny) oraz szczególne zasady postępowania (pośrednictwo domu maklerskiego i zgoda Komisji Papierów Wartościowych)

są podcykowane nie oznaczonym kręgiem potencjalnych nabywców oraz przepisami regulującymi obrót publiczny i bynajmniej nie niweczą ofertowego charakteru oświadczenia sprzedawcy. Do zawarcia umowy dochodzi najczęściej nie w wyniku otrzymania przez składającego ofertę oświadczenia o jej przyjęciu, lecz przez przystąpienie przez przyjmującego ofertę do wykonania umowy (art. 70 § 1 k.c.), tj. złożenia zamówienia i opłacenia ceny akcji zgodnie z procedurą opisaną w prospekcie emisyjnym.

Należałoby wobec tego zgodzić się, że podobne oświadczenie składane w sytuacji, gdy papiery wartościowe są przedmiotem obrotu publicznego, jest również ofertą. Na poparcie takiego twierdzenia można przytoczyć uzasadnienie postanowienia Sądu Najwyższego z 8 września 1995 r. (sygn. III CZP 102/95): „Jeżeli warunki nabycia akcji (...) zamieszczone zostały nie w odrębnym dokumencie nazwanym ofertą, ale w prospekcie emisyjnym, to także stanowią element oferty (art. 66 § 1 k.c.). W razie jej przyjęcia bez zastrzeżeń przez drugą stronę wchodzi w skład treści umowy nabycia akcji” (OSNC 1995 z. 12, poz. 182).

Subskrypcja publiczna

Nieco trudniejsza sytuacja zachodzi w ocenie charakteru propozycji objęcia papierów wartościowych w toku subskrypcji publicznej. Inny podmiot kieruje propozycję objęcia papierów wartościowych, prawnie wiążącą do zbywców i będącą przysługą świadczenia subskrybentowi po dopełnieniu wielu czynności przez niego i emitenta. Jednakże w tym wypadku oświadczenia zawarte w prospekcie odczytać należy jako zobowiązanie się emitenta do określonego działania, stosownie do zapisów prospektu, względem osoby, która złoży zapis i opłaci akcje. W wyniku podjęcia odpowiednich czynności dochodzi do zawarcia umowy z emitentem i subskrybent nabycia rozszczenie o przydział papierów wartościowych zgodnie z zasadami ich przydziału opisanymi w prospekcie emisyjnym. Oświadczenia zawarte w prospekcie nie tracą charakteru oferty ze względu na możliwość przydzielenia papierów wartościowych w mniejszej ilości niż określona przez subskrybenta w zapisie lub nieprzydzielenia mu ich w ogóle, pod warunkiem że był o takiej ewentualności uprzedzony. Niejakim potwierdzeniem nabycia rozszczenia w wyniku przystąpienia do wykonania umowy – wbrew omawianemu zastrzeżeniu – jest zamieszczenie w prospektach publicznie wiążących dokumentem zawierającym informację o ofercie.

Na poparcie twierdzenia o ofertowym charakterze danych zawartych w prospekcie emisyjnym można przytoczyć przepis art. 164 § 1 *popw*: „W razie zmiany danych zawartych w prospekcie wpływającej na wartość lub cenę papieru wartościowego osoba, która nabyła papiery wartościowe w obrocie pierwotnym, może utylić się od skutków prawnych złożonego zapisu, chyba że działała w złej wierze”.

Działalność emitenta

Jest zrozumiałe, że od zaofiarowania papierów wartościowych (zarówno w obrocie pierwotnym, jak i wtórnym), a w praktyce już od dnia sporządzenia prospektu emisyjnego, do ewentualnego przyjęcia oferty sytuacja spółki, a przez to wartość spółki przypadająca na daną jednostkę papieru wartościowego, ulega zmianie (w dalszych rozważaniach uwagi o sprzedaży papierów wartościowych w obrocie wtórnym dotyczą również ich

objęcia w obrocie pierwotnym). Powstaje pytanie, czy działalność spółki, a także w pewnym zakresie sprzedawcy papierów wartościowych, podlega rygorom od momentu przedstawienia oferty oraz czy ewentualnie okres ten jest ograniczony. W szczególności chodzi o ograniczenia zapobiegające pomniejszeniu wartości spółki bez jednoczesnej zmiany ceny oferowanych papierów.

Potencjalny inwestor oczekuje, że działalność emitenta w najbliższym okresie po sporządzeniu i opublikowaniu prospektu nie będzie podlegała radykalnym zmianom mogącym ujemnie wpłynąć na wartość oferowanych papierów wartościowych w stosunku do ceny oferowanej za te pa-

piętych emient lub sprzedawca papierów wartościowych powinien unikać: zmiany przedmiotu przedsiębiorstwa, inny sposób podziału zysku za ostatni rok obrotowy, zmiana daty nabycia prawa do dywidendy przez nowych nabywców, zaciągnięcie zobowiązań znacznie przekraczających rozmiar ostatnich zobowiązań, zawarcie umów o zakreślenie i na warunkach odbiegających od umów dotychczas zawieranych przez spółkę lub na warunkach odbiegających od rynkowych, podjęcie przez walne zgromadzenie (w dotychczasowym składzie akcjonariuszy) uchwał zmieniających sytuację (uprawnienia) nowych akcjonariuszy, sprzedaż znacznych pakietów papierów wartościowych przez dotychczas-



RYŚ. JACEK FRANKOWSKI

Art. 66 § 1. Kto oświadczył drugiej stronie wolę zawarcia umowy, określając w oświadczeniu jej istotne postanowienia (oferta), i oznaczył termin, w ciągu którego oczekiwany będzie odpowiedź, ten jest oferta związany aż do upływu oznaczonego terminu.

§ 2. Gdy termin nie był oznaczony, oferta złożona w obecności drugiej strony albo za pomocą telefonu lub innego środka bezpośredniego porozumiewania się na odległość przestaje wiązać, jeżeli nie zostanie przyjęta niezwłocznie; złożona w inny sposób przestaje wiązać z upływem czasu, w którym składający ofertę mógł w zwykłym toku czynności otrzymać odpowiedź wysłaną bez nieuzasadnionego opóźnienia.

piery. Jeśli w nie sprzyjających okolicznościach po ogłoszeniu oferty cena sprzedaży papieru wartościowego nie uległaby odpowiedniej zmianie, inwestor po jego zakupie mógłby ponieść stratę.

Istnieją więc podstawy twierdzenia, że działalność emitenta podlega pewnym ograniczeniom, które mogłyby ochronić inwestora przed podejmowaniem przez emitenta i osoby trzecie czynności zmierzających do pogorszenia sytuacji inwestora w stosunku do tej, w jakiej znalazłby się on, gdyby takich czynności nie podjęto. **Nie chodzi tu o przedstawienie zamkniętego katalogu takich działań, lecz o wytyczenie kryterium, na podstawie którego można by dokonać ich każdorazowej oceny w konkretnych okolicznościach.** Zakaz podejmowania pewnych czynności nie dotyczyłby sytuacji, gdy inwestor został o nich uprzedzony w prospekcie lub zasady zmiany w działalności lub położeniu emitenta z przyczyn od niego niezależnych.

W ujęciu pozytywnym emitent jest uprawniony do podejmowania jedynie czynności, które nie wykraczają poza zwykły zarząd właściwy dla danej spółki, które można określić m.in. na podstawie prospektu emisyjnego. Jako przykład czy postulat można przytoczyć kilka czynności,

poza przyjęte kryteria, nie są opatrzone rygorem nieważności. Jednakże jeśli nabywca papieru wartościowego udowodni, iż konkretne czynności materialnie modyfikują sytuację spółki, a pośrednio wartość oferowanego papieru wartościowego na jego niekorzyść (po przyjęciu oferty, a przed zaistnieniem możliwości sprzedaży), **przynajmniej mu będzie roszczenie o naprawienie szkody.** Nie można również wykluczyć zwrotu całej kwoty wydatkowanej na nabycie danego papieru wartościowego, ze względu na trudności w wyycenie różnic, róż szkody (wyznaczenie skali utraty wartości przez papier wartościowy) przy chociażby potencjalnej możliwości jej zaistnienia. W tym kierunku zmierza przepis art. 164 § 1 *popw* przyznający nabywcy papieru wartościowego w obrocie pierwotnym uprawnienie do uchylenia się od skutków prawnych złożonego zapisu w razie zmiany danych zawartych w prospekcie, wpływającej na wartość lub cenę papieru wartościowego.

Zakres ochrony inwestorów

Należy pozytywnie odnieść się do przyznania inwestorowi nabywającemu papiery wartościowe w obrocie pierwotnym uprawnienia do uchylenia się od skutków prawnych złożonego zapisu w razie zmiany danych zawartych w prospekcie, wpływającej na wartość lub cenę papieru wartościowego. Ponieważ jednak propozycja nabycia papierów wartościowych zarówno w obrocie pierwotnym, jak i wtórnym stanowi ofertę zawarcia umowy, zniesienie uprawnień inwestora do odstąpienia od umowy nabycia tych papierów w obrocie wtórnym, wynikające z art. 164 § 1 *popw*, nie ma wyiszczającej podstawy. **Nie ma powodu, by różnicować pozycję inwestora względem oferującego papiery wartościowe w zależności od rodzaju obrotu, w którym nabycia on partycypuje.**

Mozna wyrazić zastrzeżenie również co do trybu, w jakim inwestor może skorzystać z omawianego uprawnienia. Zgodnie z art. 164 § 2 i 3 *popw* uchylenie się od skutków prawnych zapisu następuje przez oświadczenie na piśmie złożone w miejscu przyjęcia zapisu w ciągu 14 dni od dnia ogłoszenia o zmianie danych zawartych w prospekcie. Wymóg złożenia odpowiedniego oświadczenia jedynie w miejscu przyjęcia zapisu w stosunkowo krótkim czasie jest zbyt daleko idący (np. po złożeniu zapisu inwestor może być obecny w miejscu składania zapisu). Wydaje się, że wystarczające byłoby złożenie oświadczenia w jednym z miejsc, w których przyjmowane były zapisy, tym bardziej że skutki przyjęcia zapisu (uchylenie się od jego skutków) nie dotyczą podmiotu, który przyjął zapis, lecz emitenta; podmioty przyjmujące zapisy pełnią rolę jedynie pośredników. Trudno wskazać inne przyczyny takiego rozwiązania niż wyгода podmiotów przyjmujących zapisy, lecz przecież nie po to uprawnienie takie wprowadzono.

Omawiane ograniczenia dotyczące inwestorów nabywających papiery wartościowe w obrocie publicznym w dochodzie ich praw, zawarte w *popw* (w zasadzie powtarzające regulacje poprzedniej ustawy), wydają się niezadawalające. Wobec tego, a także niezależnie od przepisów ustawy, należy klerować odpowiednio postulaty do emitentów w celu wypracowania standardów postępowania względem inwestorów w publicznym obrocie papierami wartościowymi.

Autor jest radcą prawnym