

Centralna Tabela Ofert Papierów Wartościowych

Publicznie, ale poza giełdą

PAWEŁ KAWARSKI

Stosunkowo niedawno rozpoczęto obrót akcjami pierwszego spółki na regulowanym wtórnym rynku pozagiełdowym prowadzonym w formie Centralnej Tabeli Ofert. Artykuł jest próbą przybliżenia niektórych zagadnień dotyczących wprowadzenia papierów wartościowych do pozagiełdowego wtórnego obrotu publicznego i udzielenia odpowiedzi na pojawiające się pytania, a także zaproszeniem do dyskusji.

Wprowadzenie papierów wartościowych do pozagiełdowego obrotu wtórnego wymaga zgody Komisji Papierów Wartościowych. Emitent lub wprowadzający musi dopełnić czynności analogicznych jak ten, kto ubiega się o uzyskanie zgody na wprowadzenie papierów do obrotu publicznego, upowazniającej następnie do wystąpienia z wnioskiem o dopuszczenie do notowań giełdowych. Emitent lub wprowadzający składa do Komisji wniosek (zawierający określenie firmy i siedziby emitenta, dane o wprowadzanych do obrotu publicznego papierach, ich rodzaju, wartości nominalnej, liczbie, przewidywanej dacie sprzedaży, oznaczenie podmiotu prowadzącego przedsiębiorstwo maklerskie oferującego w obrocie papiery będące przedmiotem wniosku), memorandum informacyjne, odpis statutu, uchwałę o emisji oraz decyzję właściwego organu emitenta o ubieganiu się o wprowadzenie papierów wartościowych do obrotu publicznego (art. 50 § 1, 2 i 3 prawa o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych, dalej p.o.p.w.). Zakres informacji, których zamieszczenie w memorandum informacyjnym jest konieczne, jest większy niż zamieszczanych w prospekcie emisyjnym (por. rozporządzenie Rady Ministrów z 11 października 1994 r. w sprawie szczegółowych warunków, jakim powinien odpowiadać prospekt emisyjny i memorandum informacyjne, Dz. U. nr 128, poz. 631 ze zm., dalej rozporządzenie o prospekcie). Nie jest wymagane, aby wniosek ten był złożony do Komisji za pośrednictwem podmiotu prowadzącego przedsiębiorstwo maklerskie (art. 50 § 3 p.o.p.w.).

Przepisy stawiają więc nieco niższe wymagania emitentowi (wprowadzającemu), który ubiega się o wprowadzenie papierów wartościowych wyłącznie do obrotu pozagiełdowego. Jednakże należy się spodziewać, że wynikiem tych niższych wymagań będzie większy zakres przysługujących uprawnień. Istotnie, możemy wskazać co najmniej dwa takie ograniczenia. Po pierwsze — stosownie do nazwy — akcje tego emitenta nie będą mogły być przedmiotem obrotu giełdowego. Po drugie — bilizny nie upowaznia „do sprzedaży papierów wartościowych” w drodze pierwszej oferty publicznej (art. 50 § 4 p.o.p.w.). Do tego bowiem niezbędne będzie złożenie wniosku do Komisji za pośrednictwem podmiotu prowadzącego przedsiębiorstwo maklerskie, do którego załączony zostanie prospekt emisyjny (art. 50 § 4 p.o.p.w.). Tu pojawiają się istotne przeszkody w interpretacji tego przepisu, wbrew bowiem narzucającym się podczas jego pierwszego

czytania przypuszczeniem, nie chodzi tu o zakaz emisji nowych akcji.

Trudności interpretacyjne

P.o.p.w. w art. 2 pkt 3a podaje definicję „pierwszej oferty publicznej”. Jest to „oferowanie przez wprowadzającego nabycia papierów, jeżeli oferta ma charakter publiczny”. Z kolei wprowadzający to osoba będąca właścicielem papierów, występująca z wnioskiem o dopuszczenie ich do publicznego obrotu (art. 2 pkt 2a p.o.p.w.). W związku z tymi definicjami zgoda na pozagiełdowy wtórny obrót publiczny nie upowazniająca „do sprzedaży papierów wartościowych w drodze pierwszej oferty publicznej” oznacza, że wprowadzający jest uprawniony do oferowania nabycia praw z emitowanych w serii papierów, któ-

który stanowi, iż Komisja wyrażając zgodę na wprowadzenie akcji do obrotu, może określić, w jakim czasie po opublikowaniu memorandum informacyjnego, może być rozpoczęta sprzedaż papierów wartościowych w publicznym obrocie, oraz termin ważności memorandum. Do sprzedaży dochodzi zawsze po uprzednim zaoferowaniu papierów, skoro nie można ich „zaoferować”. Co więcej, już w chwili złożenia wniosku do KPW emitent wskazuje podmiot prowadzący przedsiębiorstwo maklerskie oferujące w obrocie papiery wartościowe będące przedmiotem wniosku (art. 50 § 1 p.o.p.w.).

Czy zatem w wypadku obrotu na rynku pozagiełdowym nie ma oferty ze strony wprowadzającego? Otóż jakikolwiek obrót, tj. zawarcie umowy sprzedaży, może dojść do skutku w wyniku złożenia



RYŚ. MICHAŁ KORSUN

przeciwnych ofert. Każde oświadczenie woli jednej ze stron przysiętej umowy będzie uznane za ofertę niezależnie od tego, przez kogo zostanie złożona (osobiscie czy przez osobę działającą na rachunek oferenta), i niezależnie od jej treści, jeżeli zmierza do zawarcia umowy. W odróżnieniu od ofert dotychczas spotykanych na rynku publicznym (które można zdefiniować jako „sprzedaż w jak najszybszym terminie po najlepszej cenie”), przedstawiane na rynku pozagiełdowym będą mieć nieco inną treść („sprzedam, o ile otrzymam ofertę zakupu po najlepszej cenie”). Niemniej wystawienie do sprzedaży papierów wartościowych na rynku pozagiełdowym pozostaje ofertą wyczerpującą dyspozycję art. 2 pkt 3a p.o.p.w.

Pierwsze memorandum

Informacyjne

Przedstawie rozwiązanie tego zagadnienia, jakie przytę autorzy jednego z pierwszych opublikowanych memorandum informacyjnych w rozumieniu p.o.p.w.

Na wstępie sporządzający memorandum, którym jest sama spółka, stwierdza, że do przedmiotowych papierów wartościowych nie ma zastosowania wymóg przedstawienia informacji o wprowadzającym

papieru do obrotu publicznego. Nie można tego uznać za stwierdzenie prawdziwe, mimo ustawowej definicji zawartej w powołanym art. 2 pkt 2a p.o.p.w. Być może powodem takiego rozwiązania redakcyjnego w omawianym memorandum było „wyłączenie” zastosowania do właścicieli przedmiotowych papierów zakazu przeprowadzenia pierwszej oferty publicznej („oferowanie przez wprowadzającego nabycia praw z emitowanych w serii papierów wartościowych”) — jeśli nie ma wprowadzającego, to można oferować papiery? Z drugiej strony, na obronę przyjętego w omawianym memorandum przepisu należy wskazać, że § 24 ust. 1 pkt 9 lit. b) rozporządzenia o prospekcie wskazuje, że w memorandum informacyjnym wymieniać należy wyłącznie imiona i nazwiska osób fizycznych działających w imieniu wprowadzającego, a więc może autor memorandum założyć, że chodzi tu wyłącznie o wprowadzających, którymi są osoby fizyczne. Na marginesie zauważamy, że powołany przepis rozporządzenia zupełnie nie odpowiada treści i niekorzystnie odbiega od przepisu § 8 ust. 1 pkt 3 tego aktu, odnoszącego się do danych o wprowadzającym zamieszczanych w prospekcie emisyjnym.

Uchwała zarządu spółki stanowi, iż „wprowadzenie akcji do regulowanego pozagiełdowego publicznego obrotu papierami wartościowymi nie jest połączone z pierwszą ofertą publiczną”. Stormułowac to, mimo że jest zresztą nie ujęte, wobec katerycznych postanowień ustawy nie może być skuteczne, ponieważ możliwość obrotu akcjami zawsze jest połączona z uprzednim ich zaoferowaniem.

Na koniec zauważać należy, że autorzy memorandum piszą o rozpoczęciu „kwotowań” akcji na rynku pozagiełdowym; pojęcie to odpowiada terminowi „obrotu”. Być może i tu użycie innego niż regulaminowy terminu miało zniwelować ofertowy charakter transakcji.

Te uwagi absolutnie nie wartościują użycia w memorandum sformułowań, wnosząc należy bowiem, że były one podyktowane wyłącznie wadliwymi przepisami ustawy. Wadliwym dlatego, że emitent lub wprowadzający, aby skorzystać z ustawowych rozwiązań, musi uciekać się do stylizowanych wybiegów, które w ostatecznym efekcie nie zmieniają sedna sprawy.

Nowa emisja

Powstaje pytanie, w jakim trybie, po pokonaniu przez emitenta lub wprowadzającego przeszkód związanych z wprowadzeniem papierów wartościowych do obrotu pozagiełdowego, dochodzi do emisji nowych akcji.

Uzasadniona jest taka wykładnia przepisów p.o.p.w., według której nowa emisja emitenta, którego akcje są przedmiotem pozagiełdowego obrotu publicznego, jest dopuszczalna już po sporządzeniu memorandum informacyjnego. Pomimo że zgoda na pozagiełdowy wtórny obrót nie upowaznia tylko do sprzedaży papierów w drodze pierwszej oferty publicznej, która, jak pamiętamy, nie dotyczy zaoferowania objęcia nowych akcji (art. 50 § 4 w zw. z art. 2 pkt 3a p.o.p.w.). Słowo „wtórny” na określenie dopuszczalnego obrotu nie może oznaczać niemożliwości emisji nowych akcji w tym

trybie, lecz jedynie, iż akcje objęte w jej ramach mogą być następnie przedmiotem obrotu wyłącznie na rynku pozagiełdowym. I. Weiss opisując emisję nowych akcji nie stawia warunku sporządzenia prospektu emisyjnego, poprzestając na memorandum informacyjnym jako wystarczającym („Emisja S/1994). Dodatkowym argumentem za takim stanowiskiem jest § 25 ust. 1 pkt 1 oraz pkt 11 lit. a) rozporządzenia o prospekcie mówiący m.in. o wartości nominalnej i cenowej emisji papierów wprowadzanych do publicznego obrotu wtórnego (gdy jest tylko sprzedawca już wyemitowanych akcji, to nie sprzedaje już wyemitowanych akcji, to nie ma „ceny emisyjnej”). Uzasadnione i wydawać się może, że zatem sporządzenie memorandum informacyjnego w celu przeprowadzenia emisji nowych akcji, jeśli będą one następnie przedmiotem obrotu wyłącznie na rynku pozagiełdowym. Ponadto „w wypadku emisji akcji” spółka zamieszcza w memorandum informację o wymaganych w jej działalności koncesjach (§ 25 ust. 1 pkt 17 rozporządzenia o prospekcie).

W przeciwnym razie, tzn. wymagania o emitentów, których papiery wartościowe są w obrocie pozagiełdowym, sporządzenia prospektu emisyjnego dla wyemitowania akcji, doszłoby do zmaginalizowania obrotu pozagiełdowego. Istnieją poważne podstawy, by przypuszczać, że emitenci spełniając kryteria dopuszczenia na rynek giełdowy, będą z tej możliwości szeroko korzystać, a na rynku pozagiełdowym notowane będą akcje starszych serii niewielkiej liczby spółek.

Niezbędne zmiany

Rozwiązania przyjęte przez p.o.p.w. w odniesieniu do regulowanego pozagiełdowego wtórnego publicznego obrotu papierami wartościowymi są wysoce niepraktyczne. Praktycznie rzecz biorąc, konsekwentne zastosowanie odpowiednich przepisów wyklucza zaoferowanie papierów przez ich właściciela na tym rynku, jeżeli nie były zaoferowane uprzednio w drodze objęcia nowej emisji. W związku z tym konieczna jest niezwłoczna interwencja ustawodawcy, w szczególności zmiana art. 2 pkt 3a oraz art. 50 § 4 p.o.p.w. przy okazji najbliższej zapowiadanej nowelizacji.

Przepis o pierwszej ofercie publicznej jest tyłem fineryjny, ile zbeđny. Czy ograniczenie polegające na zakazie dostępu do rynku giełdowego nie jest tu wystarczające i należy go uzupełnić zakazem emisyjnej „pierwszej oferty publicznej”? Z kolei wymóg sporządzenia prospektu emisyjnego przez emitenta z rynku pozagiełdowego jest raczej zbyt daleko idącą ochroną inwestorów, przez ryżkiem. Godzi się oni na to do pewnego stopnia, obejmując akcje tych emitentów. Zbyt surowe wymagania mogą już na wstępie sparalizować rynek, który nie będzie atrakcyjną alternatywą dla giełdy.

Autor jest radcą prawnym