

# Struktura akcjonariatu

PAWEŁ KAWARSKI

Po raz kolejny w krótkiej historii publicznego obrotu papierami wartościowymi w Polsce pojawia się problem, który wymaga ponownej dyskusji, mimo że nie jest nowy. Warto zwrócić uwagę zainteresowanych rynkiem kapitałowym na nieprzebrane strzępki jednego z podstawowych obowiązujących przepisów, dotyczącego obrotu poza giełdą papierów wartościowych akcjami wprowadzonymi do obrotu publicznego.

Na przelomie 1994 i 1995 r. na łamach „Rzeczpospolitej” rozważano skuteczność przeniesienia praw z akcji spółki Krakchemia. Dyskusję rozpoczął Andrzej W. Wiśniewski („Rz” z 9 grudnia 1994 r.), wysuwając twierdzenie o braku przepisu, iż każda transakcja papierami wartościowymi dopuszczonymi do obrotu publicznego stanowi obrót publiczny i musi odbywać się w jego ramach, oraz że zakres obrotu publicznego, tak pierwotnego jak i wtórnego (art. 2 pkt 4 i 5 prawa o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych, dalej p.o.p.w.) nie może wykraczać poza granice definicji obrotu publicznego jako takiego. Wobec tego obrót wtórny tylko wtedy jest publiczny, gdy spełnia również kryteria wskazane w art. 1 p.o.p.w.

Odmienne stanowisko zajęli Zbigniew Mrowiec („Rz” z 26 stycznia 1995 r.) oraz Jan Mojak („Rz” z 22 lutego 1995 r.). Z bogatego uzasadnienia takiego stanowiska, obok wielu argumentów wykładni funkcjonalnej, przytoczymy poglądy, że art. 2 pkt 5 p.o.p.w. rozszerza pojęcie „publiczny obrót” w stosunku do obrotu wtórnego, również gdy chodzi o umowy zawierane w trybie niepublicznym w rozumieniu art. 1 § 1 p.o.p.w. Podzielał pogląd Z. Mrowca, iż każde przeniesienie praw z papierów wartościowych dopuszczonych do obrotu publicznego jest obrotem publicznym.

Rozważania z ub. r. można odnieść obecnie do obrotu akcjami spółki Lech Błotary Wielkopolski. Dla pełnego nawietlenia sprawy należy wrócić do informacji z „Rz” z 28 listopada 1995 r. „Pracownicy sprzedają akcje”, gdzie sygnalizowano zmiany w strukturze akcjonariatu Lecha. Stosownie do tej informacji jeden z akcjonariuszy Lecha — spółka Euro Agro Centrum — w tamtym czasie zakupił od pracowników spółki akcje nabyte przez nich

przednio podczas porywatyżacji firmy. W imieniu EAC umowy z pracownikami zawierał jeden z domów maklerskich. Następnie czytamy, iż w ramach innej transakcji spółka EAC sprzedała spółce Kulczyk Investments BV (Rotterdam) 2.751.816 akcji Lecha.

Opisywane transakcje należy wyjaśnić na tle art. 54 p.o.p.w. Stosownie do § 1 tego przepisu wtórny publiczny obrót papierami wartościowymi odbywa się na giełdach papierów wartościowych. Od zasady tej zachodzi wiele wyjątków, których omówienia wymagają te istotne z punktu widzenia powyższych okoliczności.

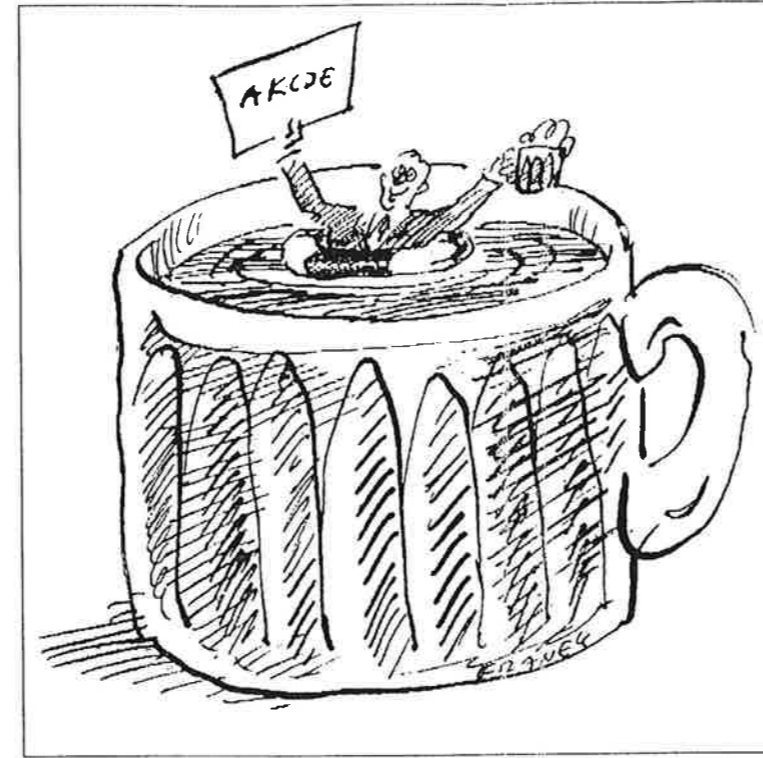
Po pierwsze — wtórny publiczny obrót może zachodzić bezpośrednio między osobami fizycznymi (art. 54 § 3 pkt 1 p.o.p.w.). Jednak w wypadku Lecha w pierwszym rodzaju umów (pracownicy v. EAC) stronami były osoby fizyczne (pracownicy) oraz osoba prawna, a w drugim (EAC v. Kulczyk Investments BV) — osoby prawne.

Rola domu maklerskiego w pierwszym wypadku jest drugorzędna, nawet gdy weźmie się pod uwagę przepis art. 1 § 2 p.o.p.w. Obowiązkowe pośrednictwo podmiotów prowadzących przedsiębiorstwa maklerskie w publicznym obrocie papierami wartościowymi oznacza, że jest konieczne, gdy obrót ten dokonuje się na giełdzie papierów wartościowych, ale nie oznacza, że takie pośrednictwo jest wystarczające, gdy obrót ten miałby dokonywać się poza giełdą. W ten sposób biuro maklerskie pełniło jedynie funkcję pełnomocnika EAC do zawarcia umowy sprzedaży ze zbywającymi pracownikami. Takie czynniki jak ustalenie sztywnej ceny zakupu czy brak płynności transakcji nie zapewniają spełnienia warunków przewidzianych w art. 57 p.o.p.w., których zachowanie jest niezbędne do uzyskania przez przedsiębiorstwo maklerskie zezwolenia na wtórny publiczny obrót określonymi papierami wartościowymi (art. 54 § 4 p.o.p.w.).

Po drugie — przenoszenie praw z papierów wartościowych jest dopuszczalne we wtórnym publicznym obrocie między podmiotem dominującym a podmiotem zależnym (art. 54 § 3 pkt 2 p.o.p.w.). Istotną jest tu informacja w ww. artykule, że Jan Kulczyk jest właścicielem w 100 proc. spółki Kulczyk Investments BV oraz że „przez EAC jest praktycznie właścicielem Lecha”. Wnio-

sić należy z tej informacji, iż udział J. Kulczyka w spółce Euro Agro Centrum jest na tyle poważny, że należy wykluzyć stosunek dominacji między tą spółką a Kulczyk Investments BV i odwrotnie, co uniemożliwiłoby uznanie, że doszło do zawarcia ważnej umowy między powołanymi spółkami.

South African Breweries zakupiła pewną część udziałów w tej spółce), oraz uchwałę ostatniego walnego zgromadzenia akcjonariuszy, która upoważniła zarząd do wystąpienia do Komisji Papierów Wartościowych z wnioskiem o wycofanie akcji spółki z obrotu publicznego.



RYŚ. JACEK FRANKOWSKI

Obrót prawami z papierów wartościowych wprowadzonymi do publicznego obrotu na zasadach określonych w art. 54 § 3 p.o.p.w. ma charakter publiczny, mimo że wyłączony zostaje obowiązek pośredniczenia w obrocie przez podmioty prowadzące przedsiębiorstwa maklerskie (R. Czerniawski, W. Wierzbowski: Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych. Komentarz, Wydawnictwo Prawnicze, Warszawa 1996).

Ostatnio ukazały się informacje w dziennikach „Rzeczpospolita” z 30 maja 1996 r. oraz „Parkiet” z 4 czerwca 1996 r. o zmianach w składzie udziałowców Kulczyk Investments BV, która jest akcjonariuszem Lecha (spółka

Charakterystyczne, że tym razem zmiany w strukturze akcjonariatu zachodzą nie bezpośrednio, lecz pośrednio. Być może ktoś z kręgu spółki zorientował się, że transakcje zakupu akcji Lecha przez Kulczyk Investments BV w listopadzie 1995 r. mogą zostać zakwestionowane, dlatego dla uniknięcia niejasności wybrano obecnie inny tryb transakcji. Jeśli podniesione wątpliwości okazałyby się uzasadnione, SAB — nabywca udziałów Kulczyk Investments BV — nie mógłby skutecznie utrzymywać, że jest pośrednim akcjonariuszem Lecha. Powszechnie podzielany jest pogląd, iż nabycie papierów wartościowych wprowadzonych do publicznego obrotu niezgodnie z art. 54

p.o.p.w. jest nieważne z mocy prawa (art. 58 kodeksu cywilnego). Ponieważ sankcją dla wadliwie zawartych transakcji jest ich nieważność, nie możemy mówić o zmianach akcjonariuszy spółki Lech.

Najbardziej interesujące jest, że sprawa obrotu akcjami Lecha może znaleźć ciekawy ciąg dalszy, ze względu na uchwałę walnego zgromadzenia akcjonariuszy o wycofaniu akcji spółki z obrotu publicznego, co istotnie ułatwiło by i umożliwiło obrót tymi akcjami.

KPW w świetle obecnych przepisów praktycznie nie ma wpływu na stwierdzenie ważności zawieranych umów, ma jedynie uprawnienie stosowania kar administracyjnych do przedsiębiorstwa maklerskiego, zgodnie z art. 25 § 1 p.op.w. (w tym wypadku biuro maklerskie, które pośredniczyło w zawieraniu omawianych umów, tak zostało ukarane). Uprawnień dla KPW, których wykonanie rodziłoby skutki cywilnoprawne wobec stron umowy, nie daje art. 7 p.o.p.w. Nie wskazano takich uprawnień w rozdziale 5 „Wprowadzanie papierów wartościowych do publicznego obrotu” czy w rozdziale 6 „Wtórny publiczny obrót papierami wartościowymi”. Zarządzenie przewodniczącego KPW z 30 lipca 1991 r. w sprawie zasad i trybu prowadzenia przez KPW ewidencji papierów wartościowych wprowadzonych do publicznego obrotu (M. P. nr 26, poz. 183) dotyczy spraw wyłącznie ewidencyjnych, a nie kontrolnych, i nie rozwiązuje zagadnienia. Zarządzenie wskazuje jedynie, jakie dane dotyczące emitenta podlegają wpisowi do ewidencji i co jest podstawą do wykreślenia z niej papierów wartościowych. Pozostałoby wytoczenie powództwa cywilnego przez przewodniczącego KPW na podstawie art. 55 i nast. kodeksu postępowania cywilnego. w zw. z art. 13 p.o.p.w.

Akcje Lecha, jak każdej spółki publicznej, znajdują się w Krajowym Depozycie Papierów Wartościowych, po złożeniu tam przez emitenta lub wprowadzającego (art. 50a § 2 p.o.p.w.). Do zadań Krajowego Depozytu należy m.in. przechowywanie i rejestracja papierów wartościowych będących w publicznym obrocie, prowadzenie kont depozytowych dla podmiotów uprawnionych do przechowywania w nim papierów wartościowych, rejestracja na kontaktach depozytowych transakcji między uprawnionymi, nadzór nad zgod-

nością wielkości emisji z liczbą papierów wartościowych w obiegu (art. 71d p. o.p.w.). Szczegółowo zadania te reguluje rozporządzenie Rady Ministrów z 18 kwietnia 1995 r. w sprawie zasad działania KDPW (Dz. U. nr 56, poz. 293). O ile Krajowy Depozyt również nie posiada kompetencji do stwierdzania ważności umowy sprzedaży zawieranej poza obrotem giełdowym, o tyle w praktyce w toku swoich czynności może daną transakcję zakwestionować.

Krajowy Depozyt może odmówić zmiany stanu kont depozytowych prowadzonych dla biur maklerskich jako jego uczestników, gdy „nabywcy” akcji Lecha wnoszą będą w swoich biurach maklerskich, na podstawie nieważnych umów, o przeniesienie akcji do innego biura (§ 12 i 13 rozporządzenia). Ze względu na uprawnienie nadzoru nad zgodnością wielkości emisji z liczbą akcji w obrocie może on wydać podmiotowi maklerskiemu zalecenie usunięcia stwierdzonych w toku kontroli uchybień oraz zawiadomić KPW oraz Giełdę Papierów Wartościowych (§ 24, 27 i 28 rozporządzenia). Krajowy Depozyt może również odmówić dokonania czynności, która wynika z innej nieważnej czynności prawnej.

Ze względu na treść powołanych relacji prasowych można wnosić, iż KDPW nie skorzystał z przysługujących mu uprawnień kontrolnych lub akcjonariusze Lecha z zaleceń KDPW nie wyciągnęli odpowiednich wniosków.

Z chwilą uchylenia decyzji zawierającej zgodę na wprowadzenie papierów wartościowych do obrotu publicznego, gdy następuje wydanie papierów wartościowych z Krajowego Depozytu, nie ma on możliwości kontroli uprawnień do papierów wartościowych, gdy odbiera je emitent, którego nieważne umowy sprzedaży jego akcji nie dotyczą, i nie może odmówić ich wydania. Kwestią otwartą jest badanie uprawnień do papierów wartościowych wprowadzającego, jako drugiego z podmiotów zobowiązanego do złożenia papierów wartościowych w Krajowym Depozycie (art. 50a § 2 p.o.p.w.). Rozporządzenie nie reguluje zagadnień wydawania papierów wartościowych z Depozytu po ich wykreśleniu z ewidencji papierów wartościowych wprowadzonych do publicznego obrotu.

Powyższe rozważania pomijają inne interesujące zagadnienie, mianowicie czy wniosek emitenta o uchylenie decyzji zawierającej zgodę na wprowadzenie akcji do obrotu publicznego jest dla KPW wiążący, ze względu na brak odpowiedniego przepisu w przedmiotowej ustawie (podstawą działania organów administracji mogą być jedynie przepisy prawa). Gdy płynność obrotu akcjami emitenta nie jest jednym z warunków uzyskania zgody na wprowadzenie akcji do obrotu publicznego, brak możliwości obrotu akcjami Lecha (na co powołuje się prezes spółki EAC) nie może być wiążącym Komisję uzasadnieniem wniosku o uchylenie decyzji zawierającej zgodę na wprowadzenie papierów wartościowych do obrotu publicznego. Jeżeli tak uzasadniony wniosek podlegałby oddaleniu, Lechowi pozostałoby jedynie przeprowadzenie nowej emisji niepublicznej (uchylenie zgody z mocy prawa zgodnie z art. 52d p.o.p.w.). Wykluczyć należy niedopełnienie obowiązków informacyjnych przez spółkę w celu osiągnięcia tego samego skutku, ponieważ jest to zagrożone sankcją nie tylko uchylenia decyzji zawierającej zgodę, ale także karą pieniężną do 500.000 zł (art. 52b p.o.p.w.). Art. 27 wymienia jedynie przyczyny wygaśnięcia zezwolenia na prowadzenie przedsiębiorstwa maklerskiego; przepisu zawierającego katalog przesłanek uchylenia decyzji o zgodzie na wprowadzenie papierów wartościowych do publicznego obrotu brak.

Jeżeli wyżej przedstawione wątpliwości są uzasadnione, rozpatrywanie wniosku przez KPW oraz procedura wydania akcji podmiotom uprawnionym przez KDPW będzie znakomitą okazją do usunięcia niejasności. Nawet gdyby przedstawione rozważania okazały się nietrafne na skutek niepodanych w powołanych artykułach danych szczegółowych — co mogłoby wyjaśnić oświadczenie spółki — z punktu widzenia rangi omawianego przepisu warto przyjrzeć się szczegółowo sprawie, by w przyszłości podobne zagadnienia nie były już problemem dla spółek publicznych i ich akcjonariuszy. Mimo upływu czasu sprawa akcji Lecha nie jest zakończona i należy jej poświęcić więcej uwagi ze względu na precedensowy charakter.

Autor jest aplikantem radcowskim