

TOMASZ REGUCKI\*

O POTRZEBIE ZMIAN REGULACJI WEZWAŃ  
DO ZAPISYWANIA SIĘ NA SPRZEDAŻ  
LUB ZAMIANĘ AKCJI —  
UWAGI NA PODSTAWIE ANALIZY STRUKTURY WŁASNOŚCI  
POLSKICH SPÓŁEK GIEŁDOWYCH

1. UWAGI WSTĘPNE. MIEJSCE WEZWAŃ  
W SYSTEMIE PRAWNYM

W związku z uzyskaniem statusu spółki publicznej zarówno polski, jak i europejski ustawodawca wiąże wiele konsekwencji, które mają na celu sprawne funkcjonowanie publicznego obrotu papierami wartościowymi. Część z tych szczególnych regulacji spółek publicznych znajduje się w kodeksie spółek handlowych<sup>1</sup>, bardziej doniosłe i istotne rozwiązania umieszczone zostały w ustawach regulujących prawo rynku kapitałowego, zwłaszcza w ustawie o ofercie publicznej<sup>2</sup>. W tym akcie prawnym zawarte są między innymi przepisy dotyczące obowiązków informacyjnych emitentów oraz szczególnie tryb nabywania i zbywania znacznych pakietów akcji.

Obowiązki w zakresie ogłoszenia wezwania są jedną z ważniejszych konsekwencji wiążących się z uzyskaniem przez spółkę statusu spółki publicznej. Wezwanie zdefiniować można jako złożenie oferty nabycia określonej liczby akcji skierowanej do wszystkich dotychczasowych akcjonariuszy. Polski ustawodawca

---

\* Autor jest studentem V roku prawa na Wydziale Prawa i Administracji Uniwersytetu Jagiellońskiego oraz absolwentem studiów licencjackich z zakresu finansów i rachunkowości na Uniwersytecie Ekonomicznym w Krakowie. Autor jest również asystentem naukowym w Instytucie Allerhanda.

<sup>1</sup> Ustawa z dnia 15 września 2000 r. — Kodeks spółek handlowych (Dz.U. Nr 94, poz. 1037 ze zm.).

<sup>2</sup> Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz.U. Nr 184, poz. 1539 ze zm.).

wyróżnia tzw. małe wezwania, mające zastosowanie w sytuacji nabywania określonych pakietów akcji spółki publicznej w krótkim okresie bez przejmowania kontroli nad spółką, oraz ważniejsze, „duże wezwania”, które wiążą się z przejęciem kontroli.

Obowiązek ogłoszenia „małego wezwania” występuje w przypadku nabywania akcji na rynku regulowanym powodującego zwiększenie siły głosu na walnym zgromadzeniu o 10% w okresie krótszym niż 60 dni przez podmiot, którego siła głosu nie przekracza 33%, oraz 5% w okresie krótszym niż 12 miesięcy, w sytuacji gdy podmiot ten dysponuje liczbą akcji zapewniającą ponad 33% głosów (art. 72 ustawy o ofercie publicznej). Przepis ten ma na celu przede wszystkim przeciwdziałanie tzw. efektowi popytowemu, czyli nadmiernemu wzrostowi cen spowodowanemu realizacją zleceń kupna, oraz zwiększenie transparentności rynku<sup>3</sup>. Należy zwrócić uwagę na fakt, iż instytucja „małych wezwań” wprowadzona została na innym stadium rozwoju rynku kapitałowego i w obecnych realiach ma niewielkie uzasadnienie praktyczne. Projekt założeń do projektu nowelizacji ustawy o ofercie publicznej zakłada likwidację „małych wezwań”<sup>4</sup>.

Większe znaczenie ma instytucja „dużych” wezwań przewidziana w art. 73 i 74 ustawy o ofercie publicznej, mająca zastosowanie w razie nabycia takiego pakietu akcji, który umożliwia sprawowanie kontroli nad daną spółką publiczną. Celem niniejszego artykułu jest krytyka polskiej regulacji w zakresie ogłaszania wezwań oraz zaprezentowanie badań dotyczących struktury własności polskich spółek giełdowych. Część empiryczna zawarta w ostatniej części artykułu przedstawi rozproszenie akcjonariatów oraz siłę głosu najsilniejszych akcjonariuszy spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie oraz odpowie na pytanie o pożądaną regulację dotyczącą progu głosów na walnym zgromadzeniu, z którym łączy się sprawowanie kontroli nad spółką.

## 2. DYREKTYWA W SPRAWIE OFERT PRZEJĘCIA JAKO PODSTAWA INSTYTUCJI WEZWAŃ

Europejskim wzorcem normatywnym dla instytucji wezwań jest dyrektywa 2004/25/WE z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie ofert przejęcia<sup>5</sup>. Jej uchwalenie miało na celu przede wszystkim stworzenie jednolitych, transparentnych regulacji

---

<sup>3</sup> M. Mataczyński (w:) *Ustawa o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych. Komentarz*, pod red. T. Sójki, LEX 2010, komentarz do art. 73 ustawy o ofercie publicznej.

<sup>4</sup> Projekt z dnia 5 kwietnia 2011 r. założeń do projektu zmiany ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, s. 17. Projekt jest dostępny na stronie Ministerstwa Finansów: [http://www.mf.gov.pl/\\_files/\\_kapitalowy/zalozenia\\_do\\_oferty.pdf](http://www.mf.gov.pl/_files/_kapitalowy/zalozenia_do_oferty.pdf).

<sup>5</sup> Dyrektywa 2004/25/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie ofert przejęcia (Dz.Urz. UE L 142/12 z 30 kwietnia 2004 r.).

w przypadku przejmowania kontroli nad spółkami publicznymi oraz łączącej się z nimi ochrony interesów akcjonariuszy mniejszościowych<sup>6</sup>.

Ustawodawca europejski wychodzi z założenia, iż w przypadku przejęcia kontroli nad spółką publiczną akcjonariusze mniejszościowi powinni mieć zagwarantowaną możliwość „wyjścia” ze spółki po sprawiedliwej, równej dla wszystkich cenie. Wiąże się to z faktem, iż w przypadku przejęcia kontroli mogą nastąpić określone zmiany w strategii zarządzania spółką, co ma potencjalny wpływ na cenę rynkową akcji. Akcjonariusz „przystępujący” do spółki (nabywający akcje) między innymi poddaje analizie jej sytuację fundamentalną, która w przypadku przejęcia może ulec zmianie. W takim przypadku ustawodawca europejski stwarza akcjonariuszowi możliwość podjęcia decyzji czy w spółce pozostać, czy też na skutek zmiany warunków wycofać się z inwestycji.

Innym ujęciem funkcji instytucji wezwań jest pojęcie premii za kontrolę (*control premium*). Przyjąć można, iż kontrola sama w sobie ma pewną wartość, która stanowi składową ceny akcji<sup>7</sup>. W momencie nabywania pakietu akcji, z którym wiąże się kontrola nad spółką publiczną, akcjonariusz płaci nie tylko za ułamek kapitału zakładowego, lecz także za możliwość decydowania o przyszłych losach spółki. Dzięki instytucji wezwania oraz regulacjom dotyczącym minimalnej ceny, jaką powinien zaoferować wzywający, akcjonariusze mniejszościowi mają możliwość otrzymania co najmniej takiej ceny za akcję, jaką zapłacił akcjonariusz dominujący, przez co mogą partycypować w premii za kontrolę. Nie byłoby to pewne w razie braku obowiązkowego wezwania z uwagi na możliwy spadek ceny po dokonaniu przejęcia — wezwanie natomiast zapewnia popyt na akcje wszystkich akcjonariuszy mniejszościowych chcących „wyjścia” ze spółki.

Podstawowym przepisem dyrektywy w sprawie ofert przejęcia realizującym powyżej scharakteryzowane cele jest art. 5, który stanowi, iż osoba fizyczna lub prawna, która w wyniku nabycia papierów wartościowych posiada pakiet dający jej kontrolę nad spółką, ma obowiązek złożenia oferty (ogłoszenia wezwania) skierowanej do wszystkich akcjonariuszy i obejmującej wszystkie posiadane przez nich akcje tej spółki. Podkreślić należy, że o ile wezwanie w przypadku przejęcia kontroli ma charakter obowiązkowy, to dyrektywa nie definiuje samego pojęcia kontroli. W szczególności ustalenie progu liczby głosów na walnym zgromadzeniu oznaczającego posiadanie kontroli pozostawione zostało w gestii państw członkowskich, nie można jednak zapominać, iż z celu dyrektywy wynika jednoznacznie, że próg ten nie może być ustalony w taki sposób, by podmiot uzyskujący faktyczną kontro-

<sup>6</sup> Zob. np. M. Mataczyński (w:) *Ustawa..., op. cit.*, komentarz do art. 73 ustawy o ofercie publicznej oraz I. Kuska-Żak, M. Żak: *Komentarz do ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych*, LEX 2006, komentarz do art. 73.

<sup>7</sup> A. Opalski: *Europejskie prawo spółek*, Warszawa 2010, s. 487.

łę nad spółką nie był objęty obowiązkiem ogłoszenia wezwania na sprzedaż lub zamianę wszystkich pozostałych akcji tej spółki<sup>8</sup>.

Analizując przepisy art. 73 i 74 ustawy o ofercie publicznej, stwierdzić należy, iż polska regulacja nie spełnia tych wymogów. Przekroczenie progu 33% wiąże się jedynie z ogłoszeniem wezwania do zapisywania się na sprzedaż jedynie takiej liczby akcji, która może spowodować osiągnięcie progu 66% głosów — nie jest spełniony wymóg objęcia ofertą wszystkich pozostałych akcji przejmowanej spółki. Próg 66% jest natomiast zdecydowanie zbyt wysoki — możliwe jest przejęcie kontroli nad spółką przez nabycie mniejszego pakietu jej akcji. Problem wadliwej implementacji dyrektywy w sprawie ofert przejęcia zostanie szczegółowo omówiony w dalszej części niniejszego artykułu.

### 3. EWOLUCJA INSTYTUCJI „DUŻYCH” WEZWAŃ W PRAWIE POLSKIM

Od początku funkcjonowania polskiego rynku kapitałowego regulacja dotycząca wezwań przeszła znaczne zmiany. W stanie prawnym obowiązującym od 25 kwietnia 1991 do 12 lutego 1994 r., na mocy art. 87 ustawy — Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi i funduszach powierniczych<sup>9</sup> próg kontroli ustanowiony był na poziomie 50%. Następnie do 3 stycznia 1998 r., na mocy nowelizacji<sup>10</sup> przytoczonej powyżej ustawy, kontrola nad spółką publiczną wiązała się z przekroczeniem 33% głosów. Po uchwaleniu ustawy — Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi<sup>11</sup> próg ponownie ustalony został na poziomie 50% (art. 154) i taki stan prawny obowiązywał do uchwalenia obecnie obowiązującej ustawy o ofercie publicznej (od 3 stycznia 1998 do 24 października 2005 r.).

W obecnym stanie prawnym występują dwa progi — 33% głosów oraz 66% głosów. Podmiot przekraczający próg 33% głosów ma obowiązek ogłoszenia wezwania na zamianę lub sprzedaż akcji w takiej jedynie liczbie, która może zapewnić mu osiągnięcie progu 66% głosów. Dopiero przekroczenie progu 66% głosów wiąże się z obowiązkiem ogłoszenia wezwania dotyczącego wszystkich pozostałych akcji (przekroczenie 33% głosów również może wiązać się z ogłoszeniem wezwania na sprzedaż lub zamianę wszystkich akcji, takie wezwanie ma jednak charakter fakultatywny).

Należy zwrócić uwagę na fakt, iż uzasadnienie projektu ustawy o ofercie publicznej nie wyjaśnia, jakimi motywami kierował się ustawodawca, wprowadzając dwa progi kontroli wiążące się z obowiązkiem ogłoszenia wezwania. W uzasadnie-

---

<sup>8</sup> Tak m.in. G. Domański, M. Goszczyk: *Nabycie akcji spółki publicznej — obowiązek ogłaszania wezwań*, Przegląd Prawa Handlowego (dalej: PPH) 2008, nr 4, s. 7 oraz A. Opalski: *Europejskie...*, *op. cit.*, s. 500.

<sup>9</sup> Dz.U. z 1991 r. Nr 35, poz. 155.

<sup>10</sup> Dz.U. z 1994 r. Nr 4, poz. 17.

<sup>11</sup> Dz.U. z 1997 r. Nr 118, poz. 754.

niu znaleźć można jedynie bardzo lakoniczne stwierdzenie, iż art. 69–90 ustawy o ofercie publicznej mają na celu „(...) dostosowanie polskich przepisów do prawa europejskiego, w szczególności przepisów dyrektywy o przejęciach, a równocześnie zapewnienie skuteczniejszej ochrony drobnych akcjonariuszy przez uszczelnienie luk wynikających z dotychczasowych przepisów (...)”. W szczególności nie zostały odrębnie skomentowane kluczowe dla omawianego zagadnienia przepisy art. 73 i 74 ustawy o ofercie publicznej, co może budzić spore wątpliwości co do rzetelności procesu legislacyjnego<sup>12</sup>.

Należy pamiętać, że zasadą w obecnym stanie prawnym jest ogłaszanie wezwań uprzednich, tzn. przejęcie kontroli musi być poprzedzone ogłoszeniem wezwania pod sankcją pozbawienia prawa głosu z wszystkich akcji. Jedynie na zasadzie wyjątku, w przypadkach przewidzianych w art. 73 ust. 2 i art. 74 ust. 2 ustawy o ofercie publicznej wezwanie może mieć charakter następczy, tj. być następstwem uzyskania statusu akcjonariusza dominującego w spółce publicznej. Przesłankami ogłoszenia następczego wezwania są: pośrednie nabycie akcji, objęcie akcji nowej emisji, nabycie akcji w drodze oferty publicznej lub w ramach wnoszenia ich do spółki jako wkładu niepieniężnego, połączenie lub podział, zmiana statutu skutkująca przekroczeniem progu kontroli, wygaśnięcie uprzywilejowania oraz zajęcie innego niż czynność prawna zdarzenia prawnego. Najczęstszym w praktyce przypadkiem jest pośrednie nabycie akcji — uzyskanie statusu podmiotu dominującego nad podmiotem sprawującym kontrolę nad określoną spółką.

#### 4. WADY OBECNEJ REGULACJI

Rozwiązania przyjęte przez ustawodawcę poddane zostały silnej krytyce, porzucając od etapu projektu ustawy o ofercie publicznej<sup>13</sup>, przez cały okres jej obowiązywania<sup>14</sup>.

Należy zauważyć, że istnienie dwóch progów (33% i 66%) pozostaje w sprzeczności z przepisami dyrektywy w sprawie ofert przejęcia i wątpliwe jest, czy taka regulacja przyjęta przez polskiego ustawodawcę realizuje cel tej dyrektywy, którym jest ochrona inwestorów mniejszościowych. W sytuacji dwóch progów kontroli trudno odpowiedzieć na pytanie, który z nich oznacza implementację art. 5 dyrektywy w sprawie ofert przejęcia, a który można potraktować jedynie jako dodatek polskiego ustawodawcy niewynikający z norm unijnych. Jak podkreślono wcześniej,

<sup>12</sup> Projekt ustawy o ofercie publicznej wraz z uzasadnieniem znaleźć można na stronie Sejmu: [http://orka.sejm.gov.pl/Druki4ka.nsf/wgdruku/3970/\\$file/3970.pdf](http://orka.sejm.gov.pl/Druki4ka.nsf/wgdruku/3970/$file/3970.pdf). Cytowany fragment pochodzi ze strony 19 uzasadnienia (s. 137 projektu z uzasadnieniem).

<sup>13</sup> K. Oplustil: *Harmonizacja przepisów o wezwaniach w publicznym obrocie papierami wartościowymi z prawem europejskim. Uwagi de lege ferenda*, Przegląd Legislacyjny 2005, nr 3–4, s. 43–60.

<sup>14</sup> Zob. m.in. M. Romanowski: *Pośrednie nabycie akcji spółki publicznej a publiczne wezwanie*, PPH 2008, nr 1, s. 12–17 oraz G. Domański, M. Goszczyk: *Nabycie akcji spółki publicznej...*, *op. cit.*, s. 4–7.

kluczowym elementem regulacji unijnej jest nałożenie obowiązku ogłoszenia wezwania skierowanego do wszystkich akcjonariuszy i dotyczącego wszystkich pozostałych akcji. Oznacza to, że art. 73 (próg 33%), z uwagi na fakt, iż akcjonariusz przejmujący kontrolę ma obowiązek ogłosić wezwanie na sprzedaż jedynie takiej liczby akcji, która zapewni mu osiągnięcie progu 66% ogółu głosów, nie może stanowić poprawnej implementacji art. 5 dyrektywy. W przypadku progu 66% (art. 74) stwierdzić należy, iż jest on zdecydowanie zbyt wysoki. W świetle regulacji kodeksu spółek handlowych oraz uwzględniając realia rynku kapitałowego, stwierdzić należy, że już posiadanie mniejszej siły głosu niż 66% wiąże się z możliwością wykonywania kontroli nad spółką. Kodeks spółek handlowych stanowi, iż zasadą jest podejmowanie uchwał bezwzględnią większością głosów — między innymi decyzje dotyczące wypłaty dywidendy oraz powoływania członków organów (co *de facto* stanowi sprawowanie kontroli) zapadają większością bezwzględnią. Zważywszy na funkcjonowanie polskiego rynku kapitałowego, zauważyć należy, iż walne zgromadzenia polskich spółek publicznych cechują się niską frekwencją akcjonariuszy mniejszościowych<sup>15</sup>, co przemawia za tezą, że przekroczenie relatywnie niskiego progu głosów umożliwia wykonywanie kontroli nad spółką. Próg 66% głosów, z którym obecnie wiąże się obowiązek ogłoszenia wezwania dotyczącego wszystkich pozostałych akcji, ma charakter fasadowy, gdyż do przejęcia kontroli dochodzi dużo wcześniej, przed momentem przekroczenia tego progu. W szczególności przejęcie kontroli przez nabycie akcji zapewniających 50% głosów na walnym zgromadzeniu nie będzie łączyło się z obowiązkiem ogłoszenia wezwania dotyczącego wszystkich akcji, przez co sam cel dyrektywy, jakim jest ochrona akcjonariuszy mniejszościowych, nie zostanie zrealizowany<sup>16</sup>. Warto podkreślić, iż próg 66%, który uznać należy za próg kontroli w polskim prawie rynku kapitałowego, jest najwyższym ze wszystkich krajów Unii Europejskiej. W żadnym innym kraju próg kontroli nie przekracza 50%<sup>17</sup>.

Nie można zapominać, że częstą praktyką jest przejmowanie kontroli w sposób polegający na przeniesieniu akcji do spółki celowej oraz następnie zbyciu tej spółki. W takiej sytuacji w przypadku przeniesienia na spółkę celową liczby głosów niewiele niższej od 66% i nabycia tej spółki przez podmiot przejmujący, zgodnie z prawem jest ogłoszenie wezwania na sprzedaż lub zamianę akcji w liczbie umożliwiającej osiągnięcie 66% głosów. Przedmiotem wezwania będzie niewielka liczba akcji, co skutkować może pokrzywdzeniem akcjonariuszy mniejszościowych<sup>18</sup>.

Jednym z najważniejszych środków chroniących akcjonariuszy mniejszościowych jest ustalenie odpowiedniej ceny, po której nabywane będą akcje objęte we-

---

<sup>15</sup> K. Oplustil: *Harmonizacja...*, *op. cit.*, s. 53.

<sup>16</sup> Zwracają na to uwagę m.in. G. Domański i M. Goszczyk: *Nabycie akcji spółki publicznej...*, *op. cit.*, s. 4–7.

<sup>17</sup> Zob. uwagi prawno-porównawcze zawarte w dalszej części niniejszego artykułu.

<sup>18</sup> Zauważyć należy, iż nie jest to wyłącznie przypadek teoretyczny. Sytuacja taka miała miejsce m.in. podczas nabycia kontrolnego pakietu akcji banku BPH przez GE Money od UniCredit Italiano. Do spółki celowej (która była przedmiotem transakcji) wniesiono 65,9% akcji, po czym GE Money ogłosił wezwanie na sprzedaż 0,1% akcji. Szerzej: M. Mataczyński (w.): *Ustawa...*, *op. cit.*, komentarz do art. 73 ustawy o ofercie publicznej.



zwaniem. To właśnie otrzymanie odpowiedniej zapłaty za akcje jest ekonomiczną funkcją instytucji wezwań. Problematykę ceny w wezwaniu określa art. 79 ustawy o ofercie publicznej. Należy zauważyć, iż w przypadku bezpośredniego nabycia akcji notowanych na rynku regulowanym przez podmiot przejmujący kontrolę regulacje polskie wydają się zgodne z przepisami i funkcją dyrektywy w sprawie ofert przejęcia. Zgodnie z art. 79 ust. 1 cena proponowana w wezwaniu nie może być niższa od średniej ceny rynkowej z ostatnich sześciu miesięcy, w czasie których był dokonywany obrót na rynku głównym (lub z krótszego okresu, jeżeli obrót był dokonywany przez krótszy okres). Ponadto cena nie może być niższa od maksymalnej ceny, jaką podmiot przejmujący kontrolę, podmioty od niego zależne lub wobec niego dominujące oraz strony zawartego z podmiotem przejmującym kontrolę porozumienia (art. 87 ust. 1 pkt 5) w sprawie wspólnego nabywania akcji spółki lub zgodnego głosowania na walnym zgromadzeniu zapłaciły w ciągu 12 miesięcy poprzedzających wezwanie. W przypadku wezwań dotyczących wszystkich pozostałych akcji spółki (obligatoryjnych przy przekroczeniu progu 66% głosów oraz fakultatywnych w przypadku przekroczenia progu 33% głosów) cena nie może dodatkowo być niższa od średniej ceny rynkowej z trzech miesięcy poprzedzających ogłoszenie wezwania (art. 79 § 3).

Większych problemów nastęrcza przypadek przejęcia kontroli przez pośrednie nabycie akcji spółki przejmowanej. Częstą praktyką na rynku kapitałowym jest bowiem przenoszenie odpowiedniego pakietu akcji do utworzonej w tym celu spółki celowej, która następnie jest przedmiotem transakcji. W takim przypadku trudności natury praktycznej wiążą się z określeniem najwyższej ceny, jaką podmiot przejmujący zapłacił za akcje. W przypadku gdy akcje spółki przejmowanej stanowią jedyne aktywa spółki celowej, rachunek jest prosty, natomiast w razie gdy spółka celowa posiada jeszcze inne aktywa, trudno jest jednoznacznie określić cenę zapłaconą za akcje spółki przejmowanej<sup>19</sup>. Warto dodać, że plany ustawodawcze wiążą się z bardziej precyzyjną regulacją obliczania ceny w wezwaniu w przypadku pośredniego przejęcia kontroli<sup>20</sup>. Proponowaną zmianą jest ustalanie ceny przez podmiot uprawniony do badania sprawozdań finansowych w oparciu o wartość godziwą<sup>21</sup> akcji przejmowanej spółki.

---

<sup>19</sup> Na problem ten zwraca uwagę m.in. M. Mataczyński (w:) *Ustawa..., op. cit.*, komentarz do art. 79 ustawy o ofercie publicznej.

<sup>20</sup> Zob. projekt z dnia 5 kwietnia 2011 r. założeń do projektu zmiany ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, [http://www.mf.gov.pl/files/\\_kapitalowy/zalozenia\\_do\\_oferty.pdf](http://www.mf.gov.pl/files/_kapitalowy/zalozenia_do_oferty.pdf), s. 25.

<sup>21</sup> Wartość godziwa jest pojęciem z zakresu rachunkowości. Zgodnie z art. 28 ust. 6 ustawy o rachunkowości za wartość godziwą przyjmuje się kwotę, za jaką dany składnik aktywów mógłby zostać wymieniony, a zobowiązanie uregulowane na warunkach transakcji rynkowej pomiędzy zainteresowanymi, dobrze poinformowanymi i niepowiązаныmi ze sobą stronami. Jest to pojęcie szersze i w założeniu bardziej obiektywne od pojęcia samej wartości rynkowej. Szerzej: B. Nadolna (w:) *Komentarz do ustawy o rachunkowości*, pod red. T. Kiziukiewicz, Warszawa 2003, s. 195.

Kolejnym, bardziej teoretycznym zagadnieniem będącym przedmiotem sporów doktrynalnych jest pytanie o obowiązek ogłoszenia wezwania w przypadku nabywania akcji własnych. Zauważyć należy, iż nabywanie akcji własnych dopuszczone jest w przypadkach określonych w ustawie, stanowiących wyjątek od generalnej zasady zakazującej nabywania akcji własnych (art. 362 § 1 k.s.h.). Jednak *de lege lata* obowiązek ogłoszenia wezwania w razie nabycia znacznego pakietu akcji własnych nie został wyłączony, co może nasuwać wątpliwości, czy nabywanie akcji własnych przez ogłoszenie wezwania nie stanowi „innego przypadku przewidzianego w ustawie”, o którym mowa w art. 362 § 1 pkt 9 k.s.h. Konieczne w tym kontekście jest uzyskanie odpowiedzi na pytanie, jak rozumieć ustawowe wyrażenie „przekroczenie (danego progu) ogólnej liczby głosów”, w szczególności, czy nabycie akcji, z których prawo głosu nie jest wykonywane, również stanowi przekroczenie tegoż progu.

W odniesieniu do obowiązków informacyjnych wiążących się ze znacznymi pakietami akcji oraz tzw. małych wezwań (obecnie art. 69 i 72 ustawy o ofercie publicznej) Sąd Najwyższy na gruncie art. 147, 149 oraz 151 ustawy — Prawo o publicznym obrocie papierami wartościowymi zajął stanowisko, że obowiązki te: „(...) dotyczą akcji spółki publicznej, które pozwalają realizować wynikające z nich prawo w postaci głosowania na walnym zgromadzeniu”<sup>22</sup>. Uchwała ta poddana została słusznej krytyce<sup>23</sup>, wskazującej, iż nabycie akcji własnych z uwagi na możliwość zmiany układu sił na walnym zgromadzeniu (co jest informacją istotną dla uczestników obrotu) powinno być poddane obowiązkom informacyjnym.

Sytuacja ogłaszania wezwania na własne akcje jest niewątpliwie odmienna, jednak konstrukcja normatywna obydwu instytucji jest tożsama — ustawodawca wiąże konsekwencje z nabyciem pakietu akcji reprezentującego określoną liczbę głosów w spółce publicznej. Wprowadzenie rozróżnienia pomiędzy obowiązkami informacyjnymi w zakresie nabywania znacznych pakietów akcji a nakazem w zakresie ogłoszenia wezwania ma silne podstawy teleologiczne (obowiązki informacyjne związane z nabyciem pakietu akcji własnych są uzasadnione z uwagi na zmianę układu sił na walnym zgromadzeniu, podczas gdy ogłaszanie wezwania na zakup akcji własnych jest niepożądane, jako że samo nabywanie akcji własnych nie powinno co do zasady mieć miejsca), nie posiada natomiast podstaw normatywnych. *De lege lata* konsekwentne jest przyjęcie, iż jeżeli nakłada się na spółkę obowiązki informacyjne związane z nabyciem akcji własnych, to również powinno się nałożyć obowiązki w zakresie ogłaszania wezwań związanych z nabywaniem akcji własnych. Mając to na uwadze, zasadne jest postulowanie odpowiedniej modyfikacji ustawy o ofercie publicznej polegającej na włączeniu nabywania akcji własnych do sytua-

---

<sup>22</sup> Uchwała Sądu Najwyższego z dnia 27 marca 2003 r., I KZP 6/03, Orzecznictwo Sądu Najwyższego — Izba Karna i Wojskowa 2003, nr 3–4, poz. 30.

<sup>23</sup> Głosy krytyczne opublikowali M. Dyl (PPH 2004, nr 1) oraz T. Sójka (PPH 2004, nr 9), głosem aprobującą M. Romanowski (PPH 2004, nr 5). Krytyczne stanowisko zajmuje również m.in. M. Mataczyński (w:) *Ustawa..., op. cit.*, komentarz do art. 69 ustawy o ofercie publicznej.



cji wyłączających obowiązek ogłoszenia wezwania (art. 75). Jest to szczególnie ważne z uwagi na fakt, iż niedopełnienie obowiązków informacyjnych oraz obowiązków w zakresie ogłoszenia wezwania łączy się nie tylko z sankcjami cywilnymi (pozbawienie prawa głosu jest bez znaczenia, jako że spółka i tak nie wykonuje prawa głosu z akcji własnych), lecz także z sankcjami administracyjnymi — za naruszenie obowiązków z art. 69 oraz art. 72–74 przewidziana jest kara pieniężna w wysokości do 1 000 000 zł (art. 97 ustawy o ofercie publicznej).

Kolejnym problemem związanym ze stosowaniem ustawy o ofercie publicznej jest model „uprzednich” wezwań. Jak trafnie podkreślono w projekcie założeń do projektu nowelizacji ustawy o ofercie publicznej, wezwania „następcze”, które miały być wyjątkiem, stały się regułą<sup>24</sup> między innymi z uwagi na wspomnianą wcześniej praktykę przejmowania kontroli nad spółkami publicznymi w sposób pośredni. Zrezygnowanie z wezwań uprzednich jest zatem pożądane, a założenia do projektu w tym zakresie zasługują na aprobatę.

## 5. UWAGI PRAWNOPORÓWNAWCZE

W 24 państwach Unii Europejskiej (z przedstawionej w niniejszej części analizy wyłączone zostały Polska oraz Bułgaria i Rumunia, które przystąpiły do wspólnoty na początku 2007 r.) próg kontroli zawiera się w przedziale od 25% do 50% głosów w spółce lub udziału w kapitale zakładowym<sup>25</sup>. Najczęściej występującym progiem kontroli jest próg 30%, który został przyjęty przez 11 państw: Austrię, Czechy, Cypr, Finlandię, Holandię, Hiszpanię, Irlandię, Niemcy, Szwecję, Wielką Brytanię i Włochy. Niższy próg — 25% występuje w dwóch państwach — na Węgrzech i w Słowenii. Próg na poziomie 1/3 głosów lub kapitału zakładowego (określony jako 33%, 33,33% lub 1/3) przyjęły Grecja, Francja, Luksemburg, Holandia i Słowacja. Czterdziestoprocentowy próg występuje w Czechach i na Litwie, podczas gdy pięćdziesięcioprocentowy w Danii, Estonii, na Łotwie i Malcie.

Warto podkreślić, iż w większości państw europejskich (tak jak w Polsce) przy obliczaniu siły danego akcjonariusza i stwierdzeniu posiadania kontroli w spółce pod uwagę bierze się liczbę głosów na walnym zgromadzeniu. Innym dopuszczalnym rozwiązaniem, występującym we Włoszech, jest powiązanie kontroli z określonym udziałem w kapitale zakładowym. We Francji natomiast istotne są oba kryteria — zarówno przekroczenie 1/3 liczby głosów, jak i posiadanie akcji przekraczających 1/3 kapitału zakładowego wiążą się z obowiązkiem ogłoszenia wezwania.

<sup>24</sup> Projekt z dnia 5 kwietnia 2011 r. założeń do projektu zmiany ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych, [http://www.mf.gov.pl/\\_files/\\_kapitalowy/zalozenia\\_do\\_oferty.pdf](http://www.mf.gov.pl/_files/_kapitalowy/zalozenia_do_oferty.pdf), s. 17.

<sup>25</sup> Przedstawione w niniejszej części dane pochodzą z: *Report on the implementation of the Directive on Take-over Bids, Commission Staff Working Document*, [http://ec.europa.eu/internal\\_market/company/docs/takeover-bids/2007-02-report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/company/docs/takeover-bids/2007-02-report_en.pdf).

Powyżej przedstawione zostały progi kontroli w poszczególnych państwach członkowskich. Należy pamiętać, iż w kilku państwach wprowadzono pewne szczególne rozwiązania modyfikujące nieco próg kontroli lub rozszerzające obowiązek ogłoszenia wezwania. Na Węgrzech przekroczenie progu 25% głosów wiąże się z obligatoryjnym ogłoszeniem wezwania, tylko gdy żaden inny akcjonariusz nie dysponuje powyżej 10% głosów, w przeciwnym razie progiem kontroli jest 33% głosów. W Portugalii przekroczenie 1/3 głosów wiąże się z domniemaniem posiadania kontroli, które może zostać obalone. Wtedy progiem kontroli jest 50% głosów. W Finlandii występują dwa progi kontroli — 33% i 50%, obydwa wiążące się z obowiązkiem ogłoszenia wezwania na sprzedaż wszystkich pozostałych akcji (co w przeciwieństwie do polskiego rozwiązania jest poprawną implementacją dyrektywy).

W innych państwach (przede wszystkim w Belgii, Danii i Estonii) poza przekroczeniem określonej liczby głosów występują inne przesłanki łączące się z posiadaniem kontroli i obowiązkiem ogłoszenia wezwania. Najważniejszą z nich jest możliwość powoływania większości członków zarządu, rady nadzorczej lub rady dyrektorów.

## 6. POJĘCIE KONTROLI NA GRUNCIE POLSKIEGO RYNKU KAPITAŁOWEGO NA PODSTAWIE BADAŃ EMPIRYCZNYCH

### 6.1. UWAGI WSTĘPNE

Jak zaznaczono wcześniej, ustawodawca unijny pozostawił państwom członkowskim dowolność w zakresie ustalenia, jaka siła głosu na walnym zgromadzeniu stanowi kontrolę nad spółką. Istotne jest, aby określenie właściwego progu kontroli uwzględniało zarówno specyfikę polskiego rynku kapitałowego, jak i analizę prawno-porównawczą pozostałych państw Unii Europejskiej.

Na potrzeby niniejszego artykułu analizie zostały poddane składy akcjonariatów wszystkich spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie<sup>26</sup>. Analiza danych udzielić miała odpowiedzi na następujące pytania:

- Jak wygląda rozproszenie akcjonariatów spółek notowanych na warszawskiej giełdzie?
- Jaką siłą głosu dysponują najsilniejsi akcjonariusze w notowanych spółkach<sup>27</sup>?
- Jaki próg głosów na walnym zgromadzeniu stanowi sprawowanie faktycznej kontroli, biorąc pod uwagę regulacje kodeksu spółek handlowych?

---

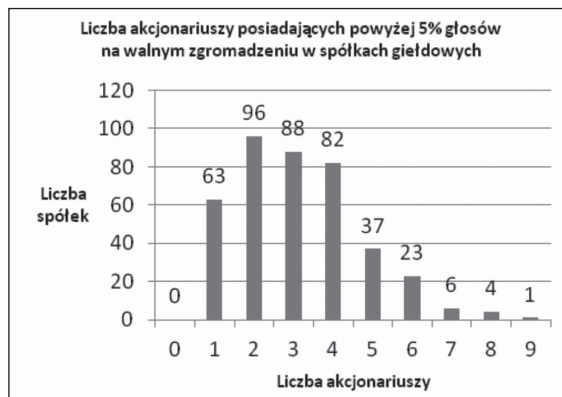
<sup>26</sup> Przeprowadzone badania opierają się na stanie z dnia 29 marca 2011 r. Dane pochodzą ze strony Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie, [www.gpw.pl](http://www.gpw.pl).

<sup>27</sup> Wcześniejszą analizę polskiego rynku kapitałowego w zakresie struktury własności znaleźć można w: P. Tamowicz, M. Dzierżanowski: *Ownership and Control of Polish Listed Corporations*, artykuł dostępny na stronie: <http://ssrn.com/abstract=386822>.

## 6.2. ANALIZA EMPIRYCZNA

Wstępną obserwacją jest mała liczba znaczących akcjonariuszy (powyżej 5% głosów na walnym zgromadzeniu) w spółkach giełdowych. Z 400 notowanych spółek w 82,25% z nich występowało co najwyżej czterech dużych akcjonariuszy. Jeden duży akcjonariusz występował w 63 spółkach (15,75%), dwóch akcjonariuszy w 96 spółkach (24%), trzech w 88 spółkach (22%), czterech w 82 spółkach (20,5%). Jedynie w 71 spółkach występowało pięciu lub więcej akcjonariuszy reprezentujących ponad 5% głosów na walnym zgromadzeniu. Szczegółowe wyniki przedstawiają tabela oraz wykres.

Liczba akcjonariuszy	Liczba spółek		Łącznie	
0	0			
1	63	15,75%	63	15,75%
2	96	24,00%	159	39,75%
3	88	22,00%	247	61,75%
4	82	20,50%	329	82,25%
5	37	9,25%	366	91,50%
6	23	5,75%	389	97,25%
7	6	1,50%	395	98,75%
8	4	1,00%	399	99,75%
9	1	0,25%	400	100,00%
	400			



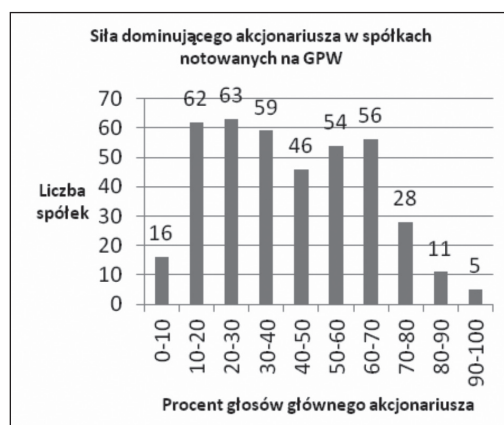
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych ze strony [www.gpw.pl](http://www.gpw.pl).

Kolejnym, dużo istotniejszym zagadnieniem jest siła głosu głównego akcjonariusza na walnym zgromadzeniu. Zaobserwować można, iż najsilniejsi akcjona-

riusze spółek warszawskiej giełdy w zdecydowanej większości dysponują mniejszą liczbą niż 50% ogółu głosów.

W największej liczbie spółek siła głównego akcjonariusza plasowała się w przedziałach 10–20% (62 spółki, co stanowi 15,5% ogółu), 20–30% (63 spółki — 15,75%) oraz 30–40% (59 spółek — 14,75%). Najsilniejsi akcjonariusze posiadali mniej niż 40% głosów w połowie notowanych spółek. Analizując próg 66% głosów, który można uznać za próg kontroli przyjęty przez polskiego ustawodawcę (pamiętając o wadliwej implementacji dyrektywy i podnoszonej krytyce), zauważyć należy, iż jedynie w 64 spółkach (16%) został on przekroczony przez głównego akcjonariusza. Świadczy to dobitnie o wadliwości polskiej regulacji oraz o słuszności głosów względem niej krytycznych. Szczegółowe dane przedstawiają tabela oraz wykres.

Liczba głosów (%) dominującego akcjonariusza i liczba spółek					
0–10	16	4,00%	0–100	400	100,00%
10–20	62	15,50%	10–100	384	9,00%
20–30	63	15,7%	20–100	322	80,50%
30–40	59	14,75%	30–100	259	64,75%
40–50	46	11,50%	40–100	200	50,00%
50–60	54	13,50%	50–100	154	38,50%
60–70	56	14,00%	60–100	100	25,00%
70–80	28	7,00%	70–100	44	11,00%
80–90	11	2,75%	80–100	16	4,00%
90–100	5	1,25%	90–100	5	1,25%
	400				



Źródło: opracowanie własne na podstawie danych ze strony [www.gpw.pl](http://www.gpw.pl).

Średnia siła głównego akcjonariusza wynosi 42,07%, mediana wynosi 39,94%<sup>28</sup> (niewielka różnica pomiędzy średnią a medianą świadczy o równomiernym rozkładzie). Kontynuując analizę, należy zwrócić uwagę na wartości kwartyli — pierwszy kwartyl wyniósł 24,16%, kwartyl trzeci 59,69%. Oznacza to, że jedynie w przypadku jednej czwartej spółek siła głosu dominującego akcjonariusza przekraczała 59,69%<sup>29</sup>, co pokrywa się z wcześniejszą obserwacją i potwierdza wniosek dotyczący zbyt wysokiego progu kontroli w ustawie o ofercie publicznej.

<b>Średnia</b>				42,078
<b>Mediana</b>				39,935
	1			24,155
<b>Kwartyle</b>	2			39,935
	3			59,685

Źródło: opracowanie własne na podstawie danych ze strony www.gpw.pl.

Podsumowując powyższe rozważania, podkreślić należy, że w spółkach notowanych na giełdzie najsilniejsi akcjonariusze posiadają w większości liczbę głosów oscylującą w okolicach 40% głosów.

W następnej kolejności odpowiedzieć należy na pytanie, co w praktyce oznacza sprawowanie kontroli i jaka siła głosu na walnym zgromadzeniu zapewnia kontrolę w spółce publicznej w realiach polskiego rynku kapitałowego. Zgodnie z kodeksem spółek handlowych uchwały co do zasady podejmowane są bezwzględnie większością głosów (art. 414 k.s.h.), w niektórych przypadkach natomiast większość ta została przez ustawodawcę podniesiona.

Sprawowanie kontroli wiąże się z możliwością podjęcia wielu działań mających fundamentalne znaczenie dla funkcjonowania spółki. Najważniejszymi z nich są możliwość powoływania członków organów spółki, wypłata dywidendy oraz rozstrzygnięcie w sprawach dotyczących ustroju spółki.

Co do zasady (jeżeli statut nie stanowi inaczej) powoływanie członków rady nadzorczej (którzy w razie braku odmiennych uregulowań statutowych są właściwi do powoływania zarządu) odbywa się na podstawie uchwały podjętej bezwzględnie

<sup>28</sup> Średnia arytmetyczna jest jednym z najprostszych sposobów opisu danego zbioru, określa się ją jako sumę wartości jednostek podzieloną przez ich liczbę. Mediana (wartość środkowa) jest to ta wartość badanej cechy, która dzieli szereg statystyczny ułożony od wartości najmniejszej do największej na dwie równe części co do liczebności. Liczba jednostek, którym odpowiada wartość cechy mniejsza od mediany, jest taka sama jak liczba jednostek, którym odpowiada wartość większa od mediany. Kwartyle natomiast dzielą tak ułożony szereg statystyczny w odpowiedniej proporcji pod względem liczebności jednostek — pierwszy kwartyl to wartość cechy jednostki usytuowanej w jednej czwartej szeregu, trzeci kwartyl to wartość cechy jednostki usytuowanej w trzech czwartych szeregu, mediana jest drugim kwartylem. Szerzej: B. Podolec (w:) *Statystyka ogólna*, pod red. M. Woźniaka, Kraków 2002, s. 31–45.

<sup>29</sup> *Ibidem*, s. 42.

większością głosów. Również decyzja o wypłacie dywidendy zapada większością bezwzględną (ponad 50% głosów oddanych). W przypadku istotnej zmiany przedmiotu działalności ustawa wymaga dwóch trzecich głosów oddanych, natomiast do zmiany statutu czy też podjęcia uchwały w sprawie połączenia lub podziału spółki wymagana większość to trzy czwarte głosów oddanych (art. 415, 416, 506, 522, 541 k.s.h.).

Mając na uwadze powyższe stwierdzenia, uzasadnione jest wyróżnienie dwóch rodzajów kontroli:

- „właściwej” kontroli polegającej na możliwości powoływania członków organów (o której można mówić w sytuacji posiadania 50% głosów na walnym zgromadzeniu);
- „silnej” kontroli, z którą wiąże się możliwość istotnej zmiany przedmiotu działalności, zmiany statutu czy też połączenia lub podziału (75% głosów na walnym zgromadzeniu).

W spółkach publicznych akcjonariusze mniejszościowi (z wyjątkiem akcjonariuszy instytucjonalnych, takich jak fundusze inwestycyjne czy otwarte fundusze emerytalne) z reguły rzadko decydują się na udział w walnym zgromadzeniu<sup>30</sup>, a w każdym przypadku dysponują małą liczbą głosów, przez co ich decyzje nie są istotne przy podejmowaniu uchwał. Mając to na uwadze, przedstawiona poniżej analiza siły akcjonariuszy spółek giełdowych pomija głosy akcjonariuszy mniejszościowych, opierając się na założeniu, iż nie biorą oni udziału w głosowaniach. Udział rozproszonego akcjonariatu w walnym zgromadzeniu wydaje się raczej sytuacją wyjątkową, przez co przyjęcie założenia o nieuwzględnianiu głosów akcjonariuszy mniejszościowych nie zniekształca wyników analizy.

W poniższej analizie spółki notowane na warszawskiej giełdzie podzielone zostały na kategorie ze względu na siłę dominującego akcjonariusza przy założeniu, że w głosowaniu biorą udział wyłącznie akcjonariusze posiadający co najmniej 5% głosów. Na potrzeby niniejszej pracy sporządzony został wskaźnik siły akcjonariusza dominującego<sup>31</sup>, przyjmujący wartości od 0 do 1. Wskaźnik powyżej 0,5 informuje, że akcjonariusz posiada właściwą kontrolę, tj. może sam podjąć kluczowe decyzje dotyczące między innymi powoływania członków organów spółki oraz wypłaty dywidendy. Wskaźnik powyżej 0,75 oznacza, że akcjonariusz posiada silną kontrolę nad spółką, która umożliwia mu dodatkowo zmianę profilu spółki, dokonanie zmian w statucie czy też podjęcie decyzji o połączeniu lub podziale.

Wśród 400 spółek giełdowych w 262 (65,5%) najsilniejszy akcjonariusz posiadał co najmniej „właściwą” kontrolę (wskaźnik siły powyżej 0,5), z czego w 162 (40,5%) była to „silna” kontrola (wskaźnik siły powyżej 0,75), a w 100 (25%) wyłącznie kontrola „właściwa” (wskaźnik siły w przedziale 0,5–0,75).

---

<sup>30</sup> K. Oplustil: *Harmonizacja...*, *op. cit.*, s. 53.

<sup>31</sup> Wskaźnik ten informuje, jaką siłą na walnym zgromadzeniu dysponuje akcjonariusz dominujący, przy założeniu, że jedynie akcjonariusze posiadający powyżej 5% ogółu głosów biorą udział w walnym zgromadzeniu.



Wskaźnik siły	
0–0,5	138
0,5–0,75	100
0,75–1	162
	400

Źródło: opracowanie własne na podstawie www.gpw.pl.

Następnym krokiem jest analiza liczby głosów akcjonariusza dominującego przy uwzględnieniu podziału spółek na dwie kategorie: spółek, w których istnieje „właściwa” kontrola, oraz spółek, w których istnieje „silna” kontrola.

W pierwszej kategorii spółek najsilniejszy akcjonariusz posiadał średnio 40,81% ogółu głosów na walnym zgromadzeniu przy medianie wynoszącej 41,38%. Pierwszy kwartyl wyniósł 33%, co oznacza, iż w 75% spółek z tej kategorii główny akcjonariusz posiadał większy udział głosów niż 33%. Trzeci kwartyl wyniósł 50,73% — jedynie 25% spółek z tej kategorii posiadało dominującego akcjonariusza dysponującego większą siłą niż 50,73%.

W drugiej kategorii spółek (silna kontrola) średnia siła dominującego akcjonariusza wyniosła 59,5%, mediana 62%, pierwszy kwartyl 50,98%, trzeci kwartyl 71,06%. Naturalnie wyniki są wyższe niż w pierwszej kategorii, warto jednak podkreślić, iż nawet gdyby były one jedynymi wynikami analizy, nie uzasadniałyby ustanowienia progu 66%, który obowiązuje obecnie. Przedstawione wyniki ilustruje tabela.

	„Właściwa” kontrola	„Silna” kontrola	Kontrola ogółem
<b>Średnia</b>	<b>40,8104</b>	59,5037037	52,36885496
<b>1. Kwartyl</b>	<b>33</b>	50,98	<b>40,415</b>
<b>Mediana</b>	<b>41,38</b>	62,005	53
<b>3. Kwartyl</b>	50,7325	71,075	65,9675

Źródło: opracowanie własne na podstawie www.gpw.pl.

Rozważając ustanowienie właściwego progu kontroli, warto skupić się na kontroli „właściwej” lub kontroli ogółem (która występuje w spółkach, gdzie istnieje akcjonariusz posiadający kontrolę „właściwą” lub „silną”). Możliwość powoływania członków organów spółki oraz wypłata dywidendy (które łączą się z kontrolą właściwą) spełniają przesłanki sprawowania kontroli nad podmiotem gospodarczym. Nie ma potrzeby odwoływania się do kryterium „silnej” kontroli. Możliwości, które się z nią łączą, stanowią niewątpliwie wzmocnienie pozycji naj-

silniejszego akcjonariusza, jednak do sprawowania kontroli wystarczą działania, które podmiot może podjąć, posiadając bezwzględną większość głosów na walnym zgromadzeniu.

Powyższa analiza empiryczna pozwala na sformułowanie następujących tez:

- Próg kontroli w żadnym wypadku nie powinien być ustanowiony na poziomie wyższym niż 50%. Połowa ogółu głosów, nawet przy założeniu udziału w walnym zgromadzeniu wszystkich akcjonariuszy (co wydaje się założeniem mało realistycznym), oznacza możliwość sprawowania realnej kontroli nad spółką.
- Próg kontroli w żadnym wypadku nie powinien być ustanowiony na poziomie niższym niż 30%. Taki próg byłby zbyt niski, zarówno biorąc pod uwagę wcześniejsze tezy prawnoporównawcze, jak i uwzględniając specyfikę polskiego rynku kapitałowego. W zdecydowanej większości spółek notowanych na GPW (tj. 260 spółek stanowiących 65% ogółu) najsilniejszy akcjonariusz posiadał więcej niż 30% głosów.
- Ustalenie progu kontroli wiązać się musi z pewną dozą arbitralności. Nie można obiektywnie stwierdzić, od jakiego procenta ogółu głosów zaczyna się sprawowanie kontroli w spółce publicznej. Najlepszym rozwiązaniem wydaje się przyjęcie progu kontroli na poziomie 33% lub 40%.
- 33% jest wartością równą pierwszemu kwartylowi siły głosu głównych akcjonariuszy obliczonemu dla spółek, w których występuje akcjonariusz sprawujący właściwą kontrolę. Oznacza to, iż trzy czwarte obecnych przypadków właściwej kontroli uznane zostałyby (w potencjalnym stanie prawnym) za kontrolę w rozumieniu ustawy i łączyłyby się z nimi obowiązek ogłoszenia wezwania.
- 40% jest wartością równą pierwszemu kwartylowi siły głosu najsilniejszych akcjonariuszy, obliczonemu dla spółek, w których występuje jakakolwiek kontrola (właściwa lub silna), oraz średniej arytmetycznej siły głosu głównych akcjonariuszy w spółkach, w których występuje właściwa kontrola. Ponadto biorąc pod uwagę, iż cechą polskiego rynku kapitałowego (jako rynku w dalszym ciągu młodego) jest niewielkie rozproszenie akcjonariatu w spółkach publicznych i stosunkowo duża siła dominujących akcjonariuszy, ustalenie wyższego progu niż na rynkach zachodnich ma pewne uzasadnienie.

## 7. WNIOSKI

Jak argumentowano w niniejszym opracowaniu, przepisy dotyczące wezwań w spółkach publicznych wymagają nowelizacji.

Najważniejszym zagadnieniem jest ustanowienie odpowiedniego progu kontroli, z którym wiązałby się obowiązek ogłoszenia wezwania na sprzedaż lub zamianę wszystkich pozostałych akcji. W założeniach do projektu nowelizacji ustawy o ofercie publicznej przewiduje się wprowadzenie progu na poziomie 33 1/3%. Choć

propozycja ta zasługuje na aprobatę, to warto jednak rozważyć ustanowienie progu na poziomie wyższym, wynoszącym 40%.

Wątpliwości dotyczące wezwań w przypadku nabywania znacznych pakietów akcji własnych również wymagają jasnego rozstrzygnięcia ustawodawcy, polegającego na wyłączeniu sytuacji nabywania akcji własnych spod obowiązku ogłaszania wezwań (co nie wyklucza zasadności pozostawienia tego obowiązku w odniesieniu do obowiązków informacyjnych wiążących się ze znacznymi pakietami akcji).

Na aprobatę zasługuje również pomysł zakładający rezygnację z wezwań uprzednich na rzecz wezwań następczych. Projekt zakłada kategorię wezwań dobrowolnych (do tej pory nieuregulowanych ustawowo, dopuszczanych jednak przez doktrynę), co oznacza, że w praktyce będzie istniała możliwość przejęcia kontroli przez wezwanie uprzednie, nie będzie ono jednak miało charakteru obligatoryjnego.

Podkreślić należy, iż niniejsze opracowanie dotyczy jedynie pewnego wycinka zagadnień związanych z przejęciem kontroli i obowiązkowymi wezwaniami. Poza zakresem niniejszej pracy znalazło się wiele niezwykle istotnych kwestii.

Szerszych badań wymaga analiza prawno-porównawcza dotycząca siły dominujących akcjonariuszy oraz rozproszenia akcjonariatów na rynkach regulowanych innych krajów. Takie badania udzieliłyby odpowiedzi o faktyczne podobieństwa i różnice w strukturze akcjonariatów pomiędzy naszym rynkiem kapitałowym a rynkami starszymi i bardziej rozwiniętymi<sup>32</sup>.

Jednym z kluczowych zagadnień wezwań związanych z funkcją ochrony akcjonariuszy mniejszościowych jest ustalenie odpowiedniej ceny w wezwaniu. O ile w przypadku bezpośredniego przejęcia kontroli regulacje art. 79 ustawy o ofercie publicznej wydają się jasne oraz odpowiednie, tak wielu problemów natury praktycznej nastęrcza problem pośredniego przejęcia kontroli i ustalenia faktycznej ceny, jaką zapłacono za akcje przejmowanej spółki.

Dyrektywa w sprawie ofert przejęcia jest dużym kompromisem, który został uchwalony po burzliwych dyskusjach. Nie można zapominać, że pojawiają się również głosy krytyczne względem samej idei obligatoryjnych wezwań w przypadku przejęcia spółki<sup>33</sup>. Zabranie głosu w tej niezwykle ciekawej dyskusji stanowiłoby jednak postulat skierowany do europejskiego ustawodawcy, co znacznie wykracza poza ramy niniejszego artykułu.

<sup>32</sup> Dobry przykład takiej analizy to: M. Becht: *Reciprocity in Takeovers*, European Corporate Governance Institute Working Paper Series 14/2003, [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=463003](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=463003).

<sup>33</sup> Zob. L. Enriques: *The Mandatory Bid Rule in the Takeover Directive: Harmonization Without Foundation?*, *European Company and Financial Law Review* 2004, Vol. 1, No. 4, s. 440–457.

TOMASZ REGUCKI

ON THE NECESSITY TO AMEND THE POLISH REGULATIONS  
REGARDING THE MANDATORY BID —  
REMARKS ON THE BASIS OF ANALYSIS OF THE OWNERSHIP STRUCTURE  
OF THE COMPANIES LISTED ON THE WARSAW STOCK EXCHANGE

S u m m a r y

The main focus of the article are the Polish regulations on takeover bids. Six years after adoption of the recent Polish capital market laws numerous questions concerning the correct implementation of the Takeover Bids Directive remain outstanding.

First of all, it is not clear whether the duty to make a takeover bid applies to the public company buying its own stocks. Secondly, in Poland, unlike in other European countries, a percentage of voting rights that implicates the exercise of control over a company and thus an obligation to announce a takeover bid is not specified.

The article criticizes the current Polish regulation as inconsistent with the European law. It also presents an empirical analysis of voting rights' power of dominant investors in the companies listed on Warsaw Stock Exchange and attempts to determine the level of percentage share of voting rights that ensures the exercise of the actual control over a public company.

The article concludes with *de lege ferenda* recommendations that include the call for revision of the Polish capital market laws in order to provide for a full harmonization with the European law.