

ŁUKASZ GŁADKI*

NABYWANIE WARRANTÓW SUBSKRYPCYJNYCH A OBOWIĄZKI INFORMACYJNE DOTYCZĄCE ZNACZNYCH PAKIETÓW AKCJI SPÓŁKI PUBLICZNEJ

I. UNIJNE RAMY PRAWNE

Przewidziane w krajowych regulacjach państw członkowskich UE obowiązki publikacyjne związane z nabywaniem znacznych pakietów akcji i stopniową rozbudową pozycji właścicielskiej (tzw. *stakebuilding*) w spółkach publicznych mają swoje źródło w prawie europejskim, tj. w dyrektywie 2004/109/WE o przejrzystości¹. Dyrektywa ma na celu ochronę inwestorów oraz poprawę funkcjonowania rynku kapitałowego między innymi poprzez zharmonizowanie obowiązków informacyjnych dotyczących nabycia lub zbycia znacznych pakietów akcji (art. 9 i n. dyrektywy). Jak stwierdzono w preambule dyrektywy, informacje dotyczące zmian w zakresie struktury właścicielskiej spółki powinny umożliwiać inwestorom nabywanie lub zbywanie akcji z pełną świadomością zmian w strukturze głosów; powinny one także zwiększyć skuteczność kontroli emitentów akcji oraz ogólną przejrzystość istotnych przepływów kapitału (por. pkt 18 motywów). Uzyskanie informacji o stopniowym budowaniu pozycji właścicielskiej w spółce publicznej ma więc istotne znaczenie zarówno dla samej spółki (a w szczególności członków jej organów kierowniczych), jak i dla pozostałych akcjonariuszy oraz potencjalnych inwestorów. Informacja dotycząca *stakebuildingu* może bowiem wpłynąć na wycenę akcji spół-

* Autor jest doktorantem w Katedrze Polityki Gospodarczej Uniwersytetu Jagiellońskiego, adwokatem.

¹ Dyrektywa 2004/109/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 15 grudnia 2004 r. w sprawie harmonizacji wymogów dotyczących przejrzystości informacji o emitentach, których papiery wartościowe dopuszczone są do obrotu na rynku regulowanym oraz zmieniającej dyrektywę 2001/34/WE (tzw. dyrektywa o przejrzystości), Dz. Urz. UE L 390 z 31 grudnia 2004 r., s. 38.

ki, a także świadczyć o zamiarze ogłoszenia wezwania zmierzającego do przejęcia kontroli nad spółką. Natomiast w interesie akcjonariusza, który rozbudowuje swój pakiet mniejszościowy w spółce (ang. *toehold purchase*), będzie leżeć utrzymanie takich działań jak najdłużej w tajemnicy. Bardzo często powodzenie przejęcia spółki zależy od efektu zaskoczenia jej aktualnego zarządu, gdyż efekt ten może osłabić skuteczność podejmowanych przez zarząd (a także innych znaczących akcjonariuszy) działań obronnych, jak również ryzyko złożenia konkurencyjnego wezwania (w szczególności przez podmiot przyjazny zarządowi, tzw. białego rycerza), co może utrudnić, a nawet udaremnić próbę (wrogiego) przejęcia².

By zrealizować opisane cele, w art. 9 ust. 1 dyrektywy określono procentowe progi głosów w spółce publicznej, których osiągnięcie lub przekroczenie przez akcjonariusza aktualizuje obowiązki informacyjne związane z tzw. znacznymi pakietami akcji. Najniższym procentowym udziałem w ogólnej liczbie głosów skutkującym powstaniem takiego obowiązku jest poziom 5%. Dyrektywa nadto rozszerza obowiązki informacyjne związane z nabywaniem znacznych pakietów akcji także na inne szczegółowo określone przypadki (np. działanie w porozumieniu), jak i transakcje, które wprost nie dotyczą akcji. Artykuł 13 ust. 1 dyrektywy obejmuje wymogami związanymi z upublicznieniem pozycji właścicielskiej transakcje, których przedmiotem są inne aniżeli akcje instrumenty finansowe. Charakter tych ostatnich umożliwia jednak w przewidywalnej przyszłości nabycie akcji spółki publicznej.

Prawidłowe określenie charakteru instrumentów finansowych aktualizujących obowiązki informacyjne stało się w ostatnich latach przedmiotem ożywionej dyskusji. Dotychczasowe brzmienie analizowanego przepisu nie uchroniło bowiem europejskich rynków kapitałowych od działań, które choć formalnie nie stanowiły naruszenia regulacji dotyczących transparentności budowania pozycji właścicielskiej, wywoływały słuszne zastrzeżenia co do sprzeczności z celami wyrażonymi w dyrektywie o przejrzystości. Zgodnie z dotychczasowym brzmieniem art. 13 ust. 1 dyrektywy wymogi zawiadamiania określone w art. 9 należało także stosować do osób fizycznych albo prawnych będących w posiadaniu, w sposób bezpośredni lub pośredni, instrumentów finansowych uprawniających do nabywania, wyłącznie z inicjatywy posiadacza, na podstawie formalnej umowy, akcji już wyemitowanych, z którymi związane są prawa głosu, emitenta, którego akcje dopuszczone są do obrotu na rynku regulowanym. Regulacja ta jednak nie uwzględniała nowych form posiadania akcji, a w szczególności umów swapowych³. Umiejętne wykorzystanie tych ostatnich umożliwia nabywanie praw głosu z akcji spółek publicznych, bez formalnego posia-

² Por. Commission Staff Working Document, *Report on more stringent national measures concerning Directive 2004/109/EC*, SEC (2008) 3033 final, 10 December 2008, s. 12: „The surprise effect of the takeover is key in terms of its success. The notification of intentions at a 10% level takes this surprise effect away. As a result, future bids are more difficult or costly”.

³ M. Bączyk (w:) *System prawa prywatnego*, t. 9, *Prawo zobowiązań — umowy nienazwane*, pod red. W.J. Katnera, Warszawa 2010, s. 679 i n.

dania statusu akcjonariusza. Taka właściwość przywołanych umów została kilkakrotnie wykorzystana na europejskich rynkach kapitałowych celem niejawnego zbudowania pozycji właścicielskiej umożliwiającej dokonanie wrogiego przejęcia.

II. PRZEJĘCIE SPÓŁKI PUBLICZNEJ PRZY WYKORZYSTANIU DERYWATÓW ROZLICZANYCH GOTÓWKOWO: SPRAWA *SCHAEFFLER VS. CONTINENTAL* (STUDIUM PRZYPADKU)

W ostatnich latach na zagranicznych rynkach kapitałowych miały miejsce przypadki spektakularnych przejęć polegających na wykorzystaniu deficytów w unijnych i krajowych regulacjach przez podmioty, które nie ujawniły przedtem swojego zaangażowania w spółce w zakresie uprawniającym do wykonywania głosów choćby na poziomie najniższego progu odnoszącego się do znacznych pakietów akcji.

Najbardziej znanym przykładem realizacji strategii przejęcia, która w doktrynie zagranicznej określana jest obrazowo jako „wślizgnięcie się (wkradnięcie się, wpelnienie)” (ang. *creeping in*; niem. *Anschleichen*) do przejmowanej spółki, jest przypadek wrogiego przejęcia Continental AG (Conti), notowanego na giełdzie we Frankfurcie nad Menem potentata branży części samochodowych, przez relatywnie niewielką spółkę komandytową Schaeffler KG w 2008 r.⁴ Przed ogłoszeniem wezwania zmierzającego do przejęcia kontroli nad Conti, Schaeffler KG posiadała w niej akcje dające jedynie 2,98% ogółu praw głosu oraz instrumenty finansowe (opcje z rozliczeniem rzeczywistym) dające prawo do nabycia 4,98% akcji, które były objęte obowiązkiem informacyjnym przewidzianym w niemieckiej ustawie o obrocie papierami wartościowymi (Wertpapierhandelsgesetz, dalej: WpHG), ustanawiającej najniższy procentowy pułap w ogóle głosów spółki aktualizujący ten obowiązek na poziomie 3% (por. § 21 WpHG). Jednocześnie Schaeffler nabył pochodne instrumenty finansowe (zajmując w nich pozycję długą) **rozliczane gotówkowo** (ang. *cash settled equity swap*), wystawione przez syndykat banków inwestycyjnych kierowany przez bank Merrill Lynch. Instrumenty te stanowiły niepodlegające standaryzacji tzw. **kontrakty o różnicę** (*Contract for Difference* — w skrócie: CfD), których wystawcy zobowiązali się wobec inwestora (tj. Schaeffler KG) do **gotów-**

⁴ Por. w polskiej doktrynie M. Mataczyński: *Cywilnoprawne skutki naruszenia obowiązków nabywców znacznych pakietów akcji spółek publicznych*, Warszawa 2011, s. 83 i n. W doktrynie zagranicznej: D. Zetsche: *Hidden Ownership in Europe: BAFin's Decision in Schaeffler v. Continental*, *European Business Organization Law Review* 2009, nr 10, s. 115; T. Baums: *Anschleichen an Übernahmeziele mittels Cash Settled Equity Derivaten — ein Regelungsvorschlag*, White Paper, House of Finance, Frankfurt 2009 (http://www.ilf-frankfurt.de/uploads/media/ILF_WP_097.pdf). Podobna strategia „wkradania się” do przejmowanej spółki została wykorzystana w 2008 r. m.in. także przez spółkę Porsche SE celem przejęcia koncernu Volkswagen AG.

kowej wypłaty (*cash settlement*) równej wzrostowi wartości giełdowej akcji Continental AG (będących instrumentem bazowym derywatu), powiększonej o wartość ewentualnej dywidendy przypadającej na te akcje, wypłaconej w okresie trwania kontraktu. Natomiast inwestora obciążało (oprócz zapłaty prowizji wystawcy derywatu) ryzyko spadku wartości instrumentu bazowego. W takim przypadku był on obowiązany do zapłaty wystawcy kwoty odpowiadającej spadkowi wartości (kursu) instrumentu bazowego, tj. akcji Continental AG. Banki inwestycyjne będące wystawcami CfD nabyły odpowiednią liczbę akcji będących instrumentem bazowym i dających w sumie 28% głosów w Continental AG, formalnie w celu zabezpieczenia (*hedgingu*) przed ryzykiem wahanja ich kursu, przy czym udział każdego z nich plasował się poniżej minimalnego progu aktualizującego obowiązki informacyjne, a więc 3% ogólnej liczby głosów. Dzięki temu cała transakcja mogła zostać ukryta przed uczestnikami rynku, w tym także przed członkami organów Continental AG. W „normalnym” toku rzeczy banki inwestycyjne, zobowiązane do wypłaty różnicy kursu inwestorowi wobec wzrostu ceny giełdowej akcji, powinny były sprzedać na rynku akcje nabyte w celu *hedgingu*, by w ten sposób uzyskać środki finansowe na wypłatę świadczenia dla inwestora. Jednak taka transakcja (z uwagi na znaczną liczbę akcji o wartości około 10 mld euro) doprowadziłaby do istotnego spadku ich kursu, narażając banki na dodatkowe straty. Dlatego też zawarły one z inwestorem (tj. Schaeffler KG) porozumienie, na mocy którego doszło do zamiany rozliczenia gotówkowego na rzeczywiste wydanie (*physical settlement*) akcji Conti reprezentujących łącznie 28% ogółu głosów. Wskutek tego Schaeffler KG niemalże z dnia na dzień stał się właścicielem pakietu akcji Conti dającego w sumie 36% ogółu głosów, a następnie, po ogłoszeniu publicznego wezwania — podwyższył swój udział do 48%, przejmując tym samym nad nią kontrolę.

Postępowanie nadzorcze przeprowadzone przez niemieckiego regulatora rynku papierów wartościowych (BaFin) nie wykazało naruszenia przepisów prawa w zakresie obowiązków informacyjnych stanowiących implementację dyrektywy 2004/109/WE. BaFin doszedł do wniosku, iż derywaty rozliczane co do zasady gotówkowo nie mają charakteru instrumentów finansowych uprawniających do nabywania, wyłącznie z inicjatywy ich posiadacza i na podstawie formalnej umowy, już wyemitowanych przez spółkę akcji dających prawo głosu, dopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym. Tylko bowiem w takim przypadku, zgodnie z art. 13 dyrektywy o przejrzystości oraz odpowiadającemu mu § 25 niemieckiej ustawy o obrocie papierami wartościowymi, aktualizuje się obowiązek informacyjny, chyba że ustawodawstwo krajowe państwa członkowskiego wprowadza dale idące ograniczenia. Tymczasem wspomniane derywaty nie przyznawały ich posiadaczowi roszczenia o wydanie odpowiedniej liczby akcji emitenta, stanowiących jedynie instrument bazowy opcji (*swapu*).

Przejęcie spółki Continental AG przez Schaeffler, a także podobne przypadki przejęć przy zastosowaniu strategii „wkradania się” do przejmowanej spółki, które

zgodnie ze stanowiskiem niemieckiego organu nadzoru nad rynkiem nie naruszały ustawowych obowiązków informacyjnych, stanowiły dla ustawodawcy niemieckiego impuls do podjęcia działań legislacyjnych w celu usunięcia luki ustawowej umożliwiającej realizację tego typu strategii. Na przeszkodzie nie stało prawo europejskie, gdyż standard ochrony wprowadzony na podstawie art. 13 dyrektywy o przejrzystości jest standardem minimalnym, pozwalającym ustawodawcom krajowym na rozszerzenie zakresu obowiązków informacyjnych. Usunięciu tej luki służyło uchwalenie przez niemiecki parlament w 2011 r. nowelizacji ustawy o obrocie papierami wartościowymi⁵. W jej wyniku dookreślono, że obowiązki informacyjne związane z uzyskaniem, przekroczeniem lub utratą odpowiednich progów głosów w spółkach (tj. 5, 10, 15, 20, 25, 30, 50 i 75%) odnoszą się także do nabycia instrumentów finansowych lub innych instrumentów uprawniających do nabycia akcji emitenta, przy czym przez uprawnienie do nabycia akcji rozumie się **również te sytuacje**, w których (i) druga strona instrumentu finansowego **zabezpiecza swoją pozycję** poprzez nabycie akcji stanowiących instrument bazowy danego instrumentu finansowego, tj. dokonuje *hedgingu*, lub (ii) instrument finansowy inkorporuje prawo do zbycia i zobowiązanie do nabycia akcji stanowiących instrument bazowy (opcja *put*)⁶. Rozszerzenie obowiązków informacyjnych na rozliczane gotówkowo instrumenty finansowe zapobiec ma ich wykorzystywaniu w celu „wślizgnięcia się” do spółki publicznej, a więc „ukrytej” („cichej”) rozbudowy w niej pozycji właścicielskiej, z pominięciem ustawowych obowiązków informacyjnych w tym zakresie.

III. NOWELA DYREKTYWY O PRZEJRZYSTOŚCI

Opisana strategia niejawnego przejęcia kontroli nad spółką Continental AG przez Shaeffler, a także inne, podobne działania na zagranicznych rynkach kapitałowych⁷ zmierzające do wrogiego przejęcia spółek publicznych przy wykorzystaniu instrumentów finansowych nie dających co prawda ekonomicznej własności akcji, lecz umożliwiających wpływanie na sposób wykonywania z nich prawa głosu, ujawniły boleśnie lukę w prawodawstwie unijnym i skutkowały ostatecznie przyjęciem w dniu 22 października 2013 r. noweli dyrektywy o przejrzystości⁸. W preambule dyrektywy

⁵ Anlegerschutz- und Funktionsverbesserungsgesetz z 5 kwietnia 2011 r.

⁶ Por. szersze omówienie nowelizacji ustawodawstwa niemieckiego wywołanego m.in. sprawą *Schaeffler v. Continental*, <http://blogs.law.harvard.edu/corpgov/2011/03/01/germany-to-ban-stealth-takeover-strategies>.

⁷ P.-H. Conac: *Cash-settled derivatives as a takeover instruments and the reform of the EU transparency directive*, *The European Financial Market in Transition 2011*, s. 49 i n.; M. Mataczyński: *Cywilnoprawne skutki naruszenia...*, *op. cit.*, s. 88–89.

⁸ Dyrektywa 2013/50/UE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 22 października 2013 r. zmieniająca dyrektywę 2004/109/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie harmonizacji wymogów dotyczących przejrzystości informacji o emitentach, których papiery wartościowe dopuszczane są do obrotu na rynku regulowanym,

nowelizującej wskazano wprost, że dotychczasowe rozwiązania w zakresie obowiązków informacyjnych dotyczących nabywania znacznych pakietów akcji były niewystarczające, a nowe instrumenty finansowe były wykorzystywane do ukrytego gromadzenia akcji w spółkach publicznych, co może prowadzić do nadużyć na rynku i tworzyć fałszywy i mylący obraz własności gospodarczej spółek giełdowych. W celu zagwarantowania, by emitenci i inwestorzy posiadali **pełną wiedzę** na temat struktury własności, definicja instrumentów finansowych w dyrektywie o przejrzystości powinna obejmować **wszystkie instrumenty o skutku gospodarczym podobnym do posiadania akcji i praw do nabywania akcji** (por. pkt 9 motywów). Preambuła dyrektywy nowelizującej odnosi się także *expressis verbis* do instrumentów rozliczalnych gotówkowo (*cash-settled equity swap*) (por. pkt 10 motywów).

Na mocy opisanej dyrektywy nowelizującej doszło między innymi do istotnej zmiany regulacji objętej art. 13 dyrektywy o przejrzystości. Ustawodawca unijny zdecydował się na istotne rozszerzenie definicji instrumentów finansowych, w odniesieniu do których aktualizują się obowiązki informacyjne. Na gruncie nowego brzmienia art. 13 ust. 1 są to (i) instrumenty finansowe, które — po upływie terminu zapadalności — na podstawie formalnej umowy bezwarunkowo uprawniają ich posiadacza do nabywania lub uprawniają go do swobodnego decydowania o nabyciu akcji, z którymi związane są prawa głosu, wyemitowanych już przez emitenta, którego akcje dopuszczone są do obrotu na rynku regulowanym (art. 13 ust. 1 lit. a dyrektywy), oraz (ii) instrumenty finansowe, które nie są uwzględnione w lit. a, ale są powiązane z akcjami w niej określonymi, i które mają skutki ekonomiczne podobne do skutków instrumentów finansowych określonych w tej literze, niezależnie od tego, czy uprawniają one do fizycznego rozliczenia. Jednocześnie w art. 13 ust. 1b dyrektywy wskazano przykładowy katalog instrumentów finansowych, które — o ile spełniają dowolny z warunków określonych w art. 13 ust. 1 lit. a lub lit. b — winny być kwalifikowane jako spełniające przesłanki aktualizujące obowiązki informacyjne związane z nabywaniem znacznych pakietów akcji. Wśród wymienionych przykładowych instrumentów znajdują się (i) zbywalne papiery wartościowe, (ii) opcje, (iii) kontrakty terminowe typu *future*, (iv) *swapy*, (v) kontrakty terminowe na stopę procentową, (vi) kontrakty terminowe na różnicę oraz (vii) wszelkie inne kontrakty lub umowy o podobnych skutkach ekonomicznych, które można rozliczyć fizycznie lub gotówko. Dodatkowo, na mocy dodanego przepisu art. 13a dyrektywy, wprowadzono obowiązek konsolidacji, tj. sumowania liczby głosów wynikających z posiadanych akcji oraz instrumentów finansowych określonych w art. 13 dyrektywy. Ujawnieniu podlegają także wszelkie dalsze transakcje, które powodują „zamianę” posiadanych — i upublicznionych już wcześniej przez inwestora zgodnie z art. 13

dyrektywę 2003/71/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie prospektu emisyjnego publikowanego w związku z publiczną ofertą lub dopuszczeniem do obrotu papierów wartościowych oraz dyrektywę Komisji 2007/14/WE ustanawiającą szczegółowe zasady wdrożenia niektórych przepisów dyrektywy 2004/109/WE, Dz. Urz. UE L 294 z 6 listopada 2013 r., s. 13.

dyrektywy — instrumentów finansowych na akcje. Ma to na celu ujawnienie wszelkich zmian w charakterze posiadanych pakietów (por. pkt 11 motywów).

Doprecyzowana i rozszerzona regulacja dyrektywy o przejrzystości ma stanowić niewątpliwe remedium na zaobserwowane na rynkach kapitałowych innowacyjne sposoby finansowania przy użyciu nowych instrumentów finansowych, skutkujące nie tylko nabywaniem przez inwestorów prawa głosu bez formalnego wejścia w posiadanie akcji spółek publicznych, lecz także umożliwiające dokonanie wrogiego przejęcia spółek publicznych bez konieczności angażowania nadmiernie wysokich środków finansowych⁹. Dyrektywa nowelizująca winna zostać transponowana do prawa krajowego państw członkowskich w terminie 24 miesięcy od dnia jej wejścia w życie, a zatem do dnia 26 listopada 2015 r.

IV. POLSKA REGULACJA OBOWIĄZKÓW INFORMACYJNYCH ZWIĄZANYCH Z NABYWANIEM ZNACZNYCH PAKIETÓW AKCJI

Transpozycja prawa unijnego do polskiego porządku prawnego w zakresie obowiązków informacyjnych dotyczących znacznych pakietów akcji ogranicza się wciąż do brzmienia dyrektywy o przejrzystości sprzed noweli z 22 października 2013 r.¹⁰ Implementację postanowień dyrektywy 2004/109/WE stanowi regulacja zawarta w art. 69–71 ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych¹¹. Przepisy te przewidują szczegółowe zasady upubliczniania informacji dotyczących struktury akcjonariatu w spółce publicznej, określając między innymi procentowe progi w ogólnej liczbie głosów na walnym zgromadzeniu spółki publicznej, których osiągnięcie lub przekroczenie powoduje konieczność dokonania stosownego zawiadomienia Komisji Nadzoru Finansowego oraz tej spółki¹². Oprócz powołanych już wyżej zasadniczych celów analizowanej regulacji, wyrażonych w preambule dyrektywy o przejrzystości, w polskiej doktrynie podkreśla się, iż służy ona także ochronie akcjonariuszy mniejszościowych, dla których wejście do

⁹ Teza H. Hu i B. Blacka przywoływana za M. Mataczyńskim: *Cywilnoprawne skutki naruszenia...*, *op. cit.*, s. 90.

¹⁰ Projekt ustawy implementującej dyrektywę z dnia 22 października 2013 r. opracowywany jest przez Ministerstwo Finansów i ma zostać przedłożony Radzie Ministrów w drugim kwartale 2015 r., <http://bip.kprm.gov.pl/kpr/form/r1174,Projekt-ustawy-o-zmianie-ustawy-o-ofercie-publicznej-i-warunkach-wprowadzania-in.html> (dostęp: 5 stycznia 2015 r.).

¹¹ Ustawa z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (t.j. Dz. U. z 2009 r. Nr 185, poz. 1439 ze zm.), dalej zwana „ustawą o ofercie”.

¹² Polski ustawodawca wprowadził aż 10 progów — 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 33% 33 i 1/3%, 50%, 75% oraz 90%.

spółki znacznego akcjonariusza może być sygnałem do podjęcia stosownej decyzji inwestycyjnej¹³. Nabycie znacznego pakietu akcji może bowiem spowodować nie tylko modyfikację strategii działania spółki wobec potencjalnej zmiany członków organu zarządzającego, lecz także może prowadzić do ograniczenia płynności akcji pozostałych akcjonariuszy. W konsekwencji będzie to negatywnie wpływać na wycenę tych papierów wartościowych.

Szczegółowa regulacja art. 69 ustawy o ofercie została w art. 69a doprecyzowana i rozszerzona o dalsze przypadki, w których aktualizują się ustawowe obowiązki informacyjne. Zgodnie z art. 69a ust. 1 pkt 2 powołanej ustawy obowiązki te spoczywają także na podmiotach, które formalnie nie są — jeszcze — akcjonariuszami spółki publicznej. Zmiana w strukturze akcjonariatu i uzyskanie przez te podmioty statusu akcjonariusza jest jednak tylko kwestią czasu, ze względu na nabywanie lub zbywanie instrumentów finansowych, z których wynika bezwarunkowe prawo lub obowiązek nabycia już wyemitowanych akcji spółki publicznej. Poinformowanie o nabyciu znacznego pakietu akcji dopiero w momencie zrealizowania prawa lub wypełnienia obowiązku inkorporowanego w danym instrumencie finansowym byłoby dysfunkcjonalne z punktu widzenia założonych celów zarówno dyrektywy o przejrzystości, jak i krajowych przepisów służących jej implementacji. Proces *stakebuildingu* w spółce publicznej dokonuje się w rzeczywistości już na etapie nabycia pakietu instrumentów finansowych dających bezwarunkowe prawo do nabycia akcji tej spółki. Z tego też względu ustawodawca niejako antycypuje skutek ziszczenia się przesłanki w postaci osiągnięcia lub przekroczenia określonego progu głosów¹⁴.

Podkreślenia wymaga, że naruszenie obowiązków wynikających z art. 69 ustawy o ofercie powoduje daleko idące negatywne konsekwencje, w tym przybierające postać braku możliwości wykonywania prawa głosu z akcji będących przedmiotem czynności prawnej lub innego zdarzenia prawnego powodującego osiągnięcie lub przekroczenie danego progu ogólnej liczby głosów (art. 89 ust. 1 pkt 1 ustawy o ofercie).

Przedmiotowa regulacja jest jednak niewystarczająca. Wedle autora niniejszego artykułu ustawodawstwo polskie, podobnie jak to miało miejsce w przypadku sprawy *Schaeffler v. Continental* w odniesieniu do ustawodawstwa niemieckiego, nie jest w stanie zapobiec sytuacjom, w których ujawnienie znacznego pakietu akcji może nastąpić w chwili, gdy pozycja danego akcjonariusza będzie już na tyle silna, by przeprowadzić wezwanie, a zatem z naruszeniem podstawowej idei dyrektywy o przejrzystości dotyczącej upubliczniania informacji o istotnych zmianach w strukturze akcjonariatu.

¹³ S. Jakszuk (w:) *Prawo rynku kapitałowego. Komentarz*, pod red. M. Wierzbowskiego, L. Sobolewskiego, P. Wajdy, Warszawa 2012, s. 325.

¹⁴ K. Haładaj: *Ustawa o ofercie publicznej. Komentarz*, Warszawa 2009, s. 416.

Budowanie pozycji właścicielskiej w spółce publicznej przy zastosowaniu transakcji swapowych rozliczanych gotówkowo, a nie przez fizyczną dostawę instrumentu bazowego (akcji), wymyka się bowiem spod regulacji art. 69a ust. 1 pkt 2 ustawy o ofercie. Nie może ulegać wątpliwości, że przedmiotem analizowanych transakcji nie są instrumenty finansowe inkorporujące bezwarunkowe prawo do nabycia akcji, z których można wykonywać prawo głosu w spółce publicznej. Akcje — w przypadku umów swapowych — są jedynie instrumentem bazowym, w odniesieniu do którego następuje wycena świadczenia zastrzeżonego na rzecz inwestora. Ich istota polega na tym, że jeżeli wartość giełdowa akcji będących instrumentem bazowym wzrośnie, inwestor uzyska świadczenie pieniężne obliczone w odniesieniu do różnicy między umówionym kursem akcji a kursem z dnia zamknięcia swapu. W konsekwencji są to transakcje na instrumentach pochodnych, których jedynie wartość uzależniona pozostaje od dóbr (walorów) będących przedmiotem klasycznego obrotu prawnego¹⁵. W doktrynie co prawda wskazuje się, że potencjalnie działanie takie mogłoby zostać objęte obowiązkiem informacyjnym w oparciu o treść art. 87 ust. 1 pkt 3 lit. a ustawy o ofercie¹⁶, a to z uwagi na dorozumiane porozumienie między inwestorem a stroną umowy swapowej (najczęściej banku) co do nabycia akcji na zlecenie inwestora. Nie można jednak pomijać faktu, że w żadnej z mających miejsce w przeszłości prób przejęć spółek publicznych z wykorzystaniem transakcji swapowych rozliczanych gotówkowo nie doszło do ukarania stron tych transakcji przez któregokolwiek z europejskich regulatorów rynku. Wynikać to może z istniejącej wątpliwości co do zakresu pojęcia „porozumienie”. Również na gruncie prawa polskiego stanowiska przedstawicieli doktryny w tym zakresie są rozbieżne. Tytułem przykładu A. Chłopecki stoi na stanowisku, że przedmiotowe porozumienie winno przybrać postać swoistego węzła prawnego i niewystarczające jest na przykład uznanie autorytetu inwestora lub uprzejmość wobec niego posiadacza akcji¹⁷. Bardziej restrykcyjne stanowisko prezentuje M. Michalski, który wskazuje, że wprowadzenie w art. 87 ust. 1 pkt 3 lit. a ustawy o ofercie rozróżnienia na działanie „na zlecenie osoby trzeciej” i „na rzecz osoby trzeciej” uzasadnia objęcie obowiązkiem informacyjnym także określone stany faktyczne zachodzące poza relacją kontraktową¹⁸.

Analiza polskiej regulacji obowiązków informacyjnych dotyczących nabywania znacznych pakietów akcji prowadzi do dalej idących wniosków w zakresie braku jej koherentności. Należy sądzić, że regulacja zawarta w art. 69–71 ustawy o ofercie nie obejmuje swoim zakresem — wbrew dominującym wypowiedziom

¹⁵ M. Bączyk (w:) *System prawa prywatnego...*, op. cit., s. 671.

¹⁶ Tak M. Mataczyński: *Cywilnoprawne skutki naruszenia...*, op. cit., s. 85–87.

¹⁷ A. Chłopecki (w:) *Ustawa o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych. Komentarz*, pod red. A. Chłopeckiego, M. Dyla, LEX 2014, komentarz do art. 87.

¹⁸ M. Michalski (w:) *Ustawa o ofercie publicznej. Komentarz*, pod red. M. Michalskiego, Warszawa 2014, s. 527.

przedstawicieli doktryny¹⁹ — również warrantów subskrypcyjnych. Okoliczność ta ma istotne znaczenie już choćby z tego powodu, że warranty mogą być emitowane jako okazicielskie papiery wartościowe, których obrót wymyka się spod kontroli emitenta, a nadto dopuszcza się ich emisję w celach odmiennych od zamierzonego przez ustawodawcę i standardowego²⁰ przeznaczenia tych papierów wartościowych (np. emisja nieodpłatnych warrantów subskrypcyjnych w ramach warunkowego podwyższenia kapitału zakładowego wyłącznie w celu wyeliminowania ryzyka braku rejestracji podwyższenia kapitału zakładowego²¹).

V. PRZESŁANKI POWSTANIA OBOWIĄZKÓW INFORMACYJNYCH NA PODSTAWIE ART. 69A UST. 1 PKT 2 USTAWY O OFERCIE

Artykuł 69a ust. 1 pkt 2 ustawy o ofercie wprowadza regulację, na mocy której obowiązki informacyjne określone w art. 69 ustawy spoczywają również na podmiocie, który osiągnął lub przekroczył określony próg ogólnej liczby głosów w związku z nabywaniem lub zbywaniem instrumentów finansowych, z których wynika bezwarunkowe prawo lub obowiązek nabycia już wyemitowanych akcji tej spółki publicznej. Analizowany przepis rozszerza zatem obowiązki informacyjne na transakcje dokonywane niejako na przedpolu nabycia znacznego pakietu akcji spółki publicznej. Ustawodawca — w ślad za dyrektywą o przejrzystości w brzmieniu sprzed noweli z dnia 22 października 2013 r. — wskazuje dwie kumulatywne przesłanki konieczne do aktualizacji przedmiotowego obowiązku publikacyjnego. Pierwszą z nich jest inkorporowanie w instrumencie finansowym będącym przedmiotem obrotu **bezwarunkowego prawa lub obowiązku** nabycia akcji spółki publicznej. Drugą — bezwarunkowe prawo lub obowiązek winno być związane z akcjami spółki publicznej **już wyemitowanymi**.

Przez pojęcie bezwarunkowości należy rozumieć roszczenie o nabycie akcji, które nie jest w żaden sposób uzależnione od jakichkolwiek okoliczności i przesłanek (także o charakterze *conditio iuris*)²². Za akcje „już wyemitowane” uznać na-

¹⁹ Por. w szczególności S. Jakszuk (w:) *Prawo...*, pod red. M. Michalskiego, *op. cit.*, s. 332 oraz 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. 69a; odmiennie A. Famirski (w:) *Ustawa o ofercie...*, pod red. M. Michalskiego, *op. cit.*, s. 418.

²⁰ Warranty subskrypcyjne mają bowiem z reguły charakter długoterminowych papierów wartościowych — por. J. Frąckowiak, A. Kidyba, W. Popiołek, M. Spyra (w:) *System prawa handlowego*, t. 2, *Prawo spółek handlowych*, pod red. S. Włodyki, Warszawa 2012, s. 991.

²¹ M. Goszczyk: *Zmiany statutu i kapitału w spółce akcyjnej. Art. 430–458 KSH. Komentarz*, Warszawa 2009, s. 364.

²² Artykuł 13 ust. 1 dyrektywy o przejrzystości w tym zakresie posługuje się bardziej klarownym pojęciem „wyłącznie z inicjatywy posiadacza” (*on such holder's own initiative alone*).

leży natomiast tylko akcje istniejące w momencie nabycia lub zbycia instrumentu finansowego, tj. takie, które zostały już wydane akcjonariuszom²³. Co istotne, porównanie treści polskiej regulacji zawartej w art. 69a ust. 1 pkt 2 ustawy o ofercie z treścią art. 13 ust. 1 dyrektywy o przejrzystości — w brzmieniu sprzed noweli z 22 października 2013 r. — nie pozostawia żadnych wątpliwości, iż polska regulacja ograniczająca obowiązek z art. 69 ust. 1 pkt 2 ustawy o ofercie do akcji już wyemitowanych nie stanowi omyłki przy transpozycji dyrektywy do polskiego porządku prawnego. Także ustawodawca wspólnotowy odniósł obowiązek informacyjny do nabywania instrumentów finansowych dających prawo do nabycia akcji już wyemitowanych (*already issued*). Nie sposób nadto nie zwrócić uwagi, że art. 13 ust. 1 dyrektywy o przejrzystości w brzmieniu po noweli z dnia 22 października 2013 r. również ogranicza obowiązki informacyjne do transakcji na instrumentach finansowych odnoszących się do akcji już wyemitowanych.

Jednocześnie, mimo złożoności jurystycznej warrantów subskrypcyjnych oraz istotnych rozbieżności co do ich typologii oraz natury prawnej, w literaturze przedmiotu dominuje pogląd, że instrumentami finansowymi, których nabywanie lub zbywanie powoduje aktualizację obowiązku z art. 69a ust. 1 pkt 2 ustawy o ofercie są między innymi warranty. Wypowiedzi te nie zawierają jednak żadnej pogłębionej analizy w tym zakresie.

Należy przyjąć, że kwalifikowanie warrantów jako instrumentów finansowych bezwarunkowo uprawniających do nabycia już wyemitowanych akcji spółki publicznej jest wyrazem falsyfikacji natury prawnej analizowanych papierów wartościowych. W szczególności stanowisko to pomija zarówno rozbieżności co do typologii warrantów, jak i istotne różnice w uprawnieniach inkorporowanych w warrantach w zależności od powiązania ich emisji z warunkowym podwyższeniem kapitału zakładowego (art. 448–452 k.s.h.) albo instytucją kapitału docelowego (art. 444–447 k.s.h.).

Wybór jednej z powyższych procedur podwyższenia kapitału zakładowego w celu przeprowadzenia emisji warrantów subskrypcyjnych rodzi znaczące różnice w ocenie skutków prawnych wynikających z objęcia tych papierów wartościowych. W przypadku prowadzenia emisji warrantów subskrypcyjnych w ramach warunkowego podwyższenia kapitału zakładowego, warranty subskrypcyjne inkorporują prawo do objęcia akcji spółki emitującej warranty. W razie natomiast dokonania wyboru drogi alternatywnej, to jest powiązania warrantów subskrypcyjnych z instytucją kapitału docelowego, posiadacz takiego instrumentu finansowego uzyska uprawnienie do dokonania zapisu na akcje emitenta warrantów²⁴. Istotnym zatem z punktu widzenia przedmiotu niniejszego artykułu jest rozstrzygnięcie, czy nabycie warrantów subskrypcyjnych prowadzi będzie do nabycia takiego instrumentu fi-

²³ A. Famirski (w:) *Ustawa o ofercie...*, pod red. M. Michalskiego, *op. cit.*, s. 418.

²⁴ M. Michalski (w:) *System prawa prywatnego*, t. 19, *Prawo papierów wartościowych*, pod red. A. Szumańskiego, Warszawa 2006, s. 713 oraz M. Goszczyk: *Zmiany statutu...*, *op. cit.*, s. 372–373.

nansowego, który inkorporuje prawo do nabycia **już wyemitowanych akcji** spółki publicznej, a nadto, iż prawo to **ma charakter bezwarunkowy**. Aby udzielić odpowiedzi na tak postawione pytania, konieczne jest dokonanie oceny instytucji warunkowego podwyższenia kapitału oraz kapitału docelowego, w szczególności w kontekście (i) momentu emisji akcji oraz (ii) bezwarunkowości prawa posiadacza warrantu subskrypcyjnego do nabycia akcji spółki emitującej warranty subskrypcyjne.

VI. CHARAKTER PRAWNY WARRANTÓW SUBSKRYPCYJNYCH

Zgodnie z art. 453 § 2 kodeksu spółek handlowych²⁵ w celu podwyższenia kapitału zakładowego spółka może emitować papiery wartościowego imienne lub na okaziciela uprawniające ich posiadaczy do zapisu lub objęcia akcji, z wyłączeniem prawa poboru (warranty subskrypcyjne). Wprowadzenie do kodeksu spółek handlowych przywołanej powyżej definicji ustawowej warrantów subskrypcyjnych²⁶ bynajmniej nie rozwiązuje problemów odnoszących się do oceny ich natury jurystycznej. W polskiej doktrynie prawa brak jest zgodności co do typologii analizowanego papieru wartościowego, a także charakteru inkorporowanych w nim uprawnień. Niebudzący sporu jest jedynie fakt, że warrantom należy przyznać przymiot papierów wartościowych oraz należy zaliczyć je do grupy instrumentów finansowych (por. art. 3 pkt 1 lit. a ustawy o obrocie instrumentami finansowymi)²⁷.

Wedle M. Romanowskiego²⁸ na gruncie prawa polskiego można wyróżnić wyłącznie jeden typ warrantu subskrypcyjnego — uprawniającego do objęcia akcji. Tym samym kwestionowana jest możliwość powiązania warrantu subskrypcyjnego z uprawnieniem do zapisu na akcje, a wyodrębnienie w art. 453 § 2 k.s.h. takiego uprawnienia wynikać ma z omyłki ustawodawcy w zakresie tłumaczenia na język polski pojęcia *subscription right*.

Za jednym typem warrantu, choć wewnętrznie zróżnicowanym, opowiada się natomiast I. Gębusia²⁹. Autorka wskazuje, że wyłączna definicja warrantu subskrypcyjnego wynika z art. 453 § 2 k.s.h. i posiada ona walor ogólnosystemowy, co przemawiać ma za jednolitym typem warrantu subskrypcyjnego. Jednocześnie z przedmiotowej definicji ustawowej wynikać ma wedle autorki, że warrant może zostać powiązany bądź z uprawnieniem do złożenia zapisu na akcje, bądź z upraw-

²⁵ Ustawa z dnia 15 września 2000 r. — Kodeks spółek handlowych (t.j. Dz. U. z 2013 r. poz. 1030 ze zm.), dalej: k.s.h.

²⁶ Nowelizacja wprowadzająca instytucję warrantów subskrypcyjnych do kodeksu spółek handlowych weszła w życie w dniu 15 stycznia 2004 r. na mocy ustawy z dnia 12 grudnia 2003 r. (Dz. U. Nr 229, poz. 2276).

²⁷ Ustawa z dnia 25 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (t.j. Dz. U. z 2010 r. Nr 211, poz. 1384 ze zm.), dalej: „ustawa o obrocie”.

²⁸ M. Romanowski: *Warunkowe podwyższenia kapitału zakładowego*, Warszawa 2004, s. 134.

²⁹ I. Gębusia: *Warranty subskrypcyjne*, Warszawa 2011, s. 20.

nieniem do objęcia akcji. W konsekwencji powyższego oraz uwzględniając wykładnię systemową, uznać należy, iż uprawnienie do zapisu na akcje może być realizowane w ramach instytucji docelowego kapitału zakładowego, zaś uprawnienie do objęcia akcji w ramach warunkowego podwyższenia kapitału zakładowego.

Jeszcze inny pogląd prezentowany w literaturze przedmiotu dzieli warranty subskrypcyjne na dwa odrębne typy — uprawniające do złożenia zapisu na akcje oraz uprawniające do objęcia akcji³⁰. Wreszcie w ramach poglądu akceptującego dwurodzajowość warrantów A. Kidyba³¹, wskazując wyraźnie na dwa odrębne źródła analizowanego instrumentu finansowego (art. 444 § 7 oraz art. 453 § 2 k.s.h.), wyróżnia warrant uprawniający do zapisu na akcje oraz warrant uprawniający do objęcia akcji, przy czym ten ostatni zwany jest warrantem „szerszym”, bowiem tak ukształtowany papier wartościowy ma także obejmować prawa związane z zapisem na akcje (warrant „węższy”).

Na powyżej zarysowaną istotną rozbieżność dotyczącą typologii warrantów subskrypcyjnych nakłada się dodatkowo (i) niejednorodność poglądów co do charakteru wierzytelności inkorporowanej w warrantach oraz (ii) brak zgodności przedstawicieli doktryny co do zakresu uprawnień wynikających z prawa do zapisu na akcje.

Dominujące stanowisko doktryny przyjmuje istotne podobieństwo między warrantem subskrypcyjnym a umową opcyjną³², co znajduje odzwierciedlenie w proponowanych definicjach tego instrumentu finansowego. Przykładowo M. Romanowski przyjmuje, że warrant subskrypcyjny to prawo objęcia nowych akcji emitenta po z góry ustalonej cenie w określonym czasie³³. W tak zarysowanej definicji można zatem wyróżnić elementy konstrukcyjne opcji, tj. prawo, a nie obowiązek do żądania w określonym czasie kupna określonej liczby określonych wartości³⁴, oraz cenę wykonania (*exercise price*), która jest niezmienna i ustalona w momencie wystawienia opcji³⁵. Powyższe prowadzi winno do stwierdzenia, że warranty inkorporują wierzytelność niepieniężną w postaci prawa do objęcia akcji lub zapisu na akcje³⁶. Odmienne stanowisko prezentuje jednak A. Szumański, który warranty emitowane odpłatnie określa mianem „przedpłaty” na akcje, utożsamiając uprawnienie wynikające z warrantu z uprawnieniem inkorporowanym w obligacjach za-

³⁰ S. Sołtysiński, M. Mataczyński (w:) *Kodeks spółek handlowych. Spółka akcyjna. Komentarz do artykułów 301–490*, t. III, pod red. S. Sołtysińskiego, A. Szajkowskiego, A. Szumańskiego, J. Szwai, Warszawa 2013, s. 1703; S. Sołtysiński, T. Sójka (w:) *Kodeks spółek handlowych. Spółka akcyjna...*, pod red. S. Sołtysińskiego, A. Szajkowskiego, A. Szumańskiego, J. Szwai, *op. cit.*, s. 1755; M. Michalski: *Natura jurystyczna warrantów subskrypcyjnych*, *Przegląd Prawa Handlowego* 2005, nr 5, s. 26; M. Goszczyk: *Zmiany statutu...*, *op. cit.*, s. 472–473.

³¹ A. Kidyba: *Komentarz aktualizowany do art. 301–633 ustawy z dnia 15 września 2000 r. Kodeks spółek handlowych*, LEX 2014, komentarz do art. 453.

³² I. Gębusia: *Warranty...*, *op. cit.*, s. 24 oraz cytowana tam literatura.

³³ M. Romanowski: *Warunkowe podwyższenie...*, *op. cit.*, s. 134.

³⁴ A. Chłopecki: *Opcje i transakcje terminowe. Zagadnienia prawne*, Warszawa 2001, s. 25.

³⁵ *Ibidem*, s. 27.

³⁶ I. Gębusia: *Warranty...*, *op. cit.*, s. 19.

miennych lub obligacjach z prawem pierwszeństwa³⁷. Stanowisko to podziela także W. Popiołek, wedle którego warranty powiązane z warunkowym podwyższeniem kapitału zakładowego emitowane są odpłatnie, jako że wymiana ich na akcje nowej emisji zakłada zaliczenie należności z tytułu pokrycia warrantu na poczet akcji³⁸. Wydaje się, że podobny pogląd do stanowiska A. Szumańskiego i W. Popiołka prezentuje także A. Kidyba, określając uprawnienie z warrantu jako wierzytelność podlegającą konwersji na akcje w ramach instytucji warunkowego podwyższenia kapitału zakładowego³⁹.

Przeważająca część doktryny uznaje także, że inkorporowane w warrancie prawo zapisu na akcje, które może być zrealizowane w ramach instytucji kapitału docelowego, nie nakłada na zarząd emitenta zobowiązania co do podjęcia uchwały o podwyższeniu kapitału zakładowego⁴⁰. Udzielone zarządowi upoważnienie do podwyższenia kapitału w ramach instytucji kapitału docelowego nie ulega bowiem przekształceniu w zobowiązanie w związku z emisją warrantów subskrypcyjnych. Uprawnienie posiadacza warrantu z prawem zapisu na akcje zaktualizuje się zatem tylko wtedy, gdy zarząd emitenta zdecyduje się skorzystać z udzielonego mu przez walne zgromadzenie upoważnienia do podwyższenia kapitału zakładowego. Odmiennie w tym zakresie stanowisko przyjmuje M. Goszczyk. Autor proponuje przyjęcie wykładni, według której uprawniony z warrantu powiązanego z instytucją kapitału docelowego może żądać, aby spółka (tj. emitent warrantów) przyjęła od niego zapis na akcje także wtedy, gdy w momencie zgłoszenia tego żądania zarząd nie podjął jeszcze uchwały o podwyższeniu kapitału zakładowego. W tej sytuacji spółka winna przedsięwziąć wszelkie kroki celem zrealizowania uprawnienia posiadacza warrantu, tj. podjąć uchwałę o podwyższeniu kapitału zakładowego. Z tak ukształtowanego warrantu wynikałoby zatem zobowiązanie spółki do przeprowadzenia emisji akcji⁴¹. Stanowisko to zostało podzielone przez T. Sójkę⁴², który wskazuje, że skoro uprawniony ma prawo złożenia zapisu, to spółka obowiązana jest uczynić wszystko, aby mu to umożliwić.

Przeprowadzona powyżej syntetyczna analiza wypowiedzi doktryny w zakresie natury prawnej warrantów subskrypcyjnych wskazuje, że jakiegokolwiek uproszczone wnioski dotyczące tych papierów wartościowych obarczone będą ryzykiem istotnego błędu. Na gruncie doktryny polskiej nie sposób bowiem jednoznacznie przesądzić, czy istnieje jeden typ warrantu, czy też mamy do czynienia z dwoma

³⁷ A. Szumański (w:) *Prawo spółek*, pod red. W. Pyziola, A. Szumańskiego, I. Weiss, Bydgoszcz–Kraków 2004, s. 616.

³⁸ W. Popiołek (w:) *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, pod red. J. Strzępki, Warszawa 2013, komentarz do art. 448.

³⁹ A. Kidyba: *Komentarz aktualizowany do art. 301–633...*, *op. cit.*, komentarz do art. 448.

⁴⁰ I. Gębusia: *Warranty...*, *op. cit.*, s. 17, 90, 115, 131; M. Michalski (w:) *System prawa prywatnego*, pod red. A. Szumańskiego, *op. cit.*, s. 717; M. Michalski: *Natura jurystyczna...*, *op. cit.*, s. 7.

⁴¹ M. Goszczyk: *Zmiany statutu...*, *op. cit.*, s. 474.

⁴² T. Sójka: *Umowa objęcia akcji*, Warszawa 2012, s. 257.

rodzajami tego papieru wartościowego — uprawniającego do zapisu na akcje w powiązaniu z instytucją kapitału docelowego lub do objęcia akcji w ramach warunkowego podwyższenia kapitału. Brak jest także jednolitości w zakresie charakteru uprawnień wynikających z analizowanych instrumentów finansowych.

VII. WARRANTY SUBSKRYPCYJNE OPIEWAJĄCE NA PRAWO ZAPISU NA AKCJE

Istotą instytucji kapitału docelowego (art. 444–447 k.s.h.) jest zamieszczenie w statucie spółki upoważnienia dla zarządu spółki akcyjnej do dokonania podwyższenia kapitału zakładowego. Walne zgromadzenie przenosi swoją kompetencję na rzecz zarządu w zakresie podwyższenia kapitału zakładowego, przy czym kodeks spółek handlowych precyzuje warunki takiego upoważnienia (maksymalna wysokość podwyższenia, czas trwania upoważnienia, sposób pokrycia akcji). Upoważnienie udzielone przez walne zgromadzenie na rzecz zarządu nie przybiera postaci uchwały emisyjnej; decyzja w przedmiocie dokonania emisji akcji zostaje podjęta w przyszłości przez organ zarządzający z odwołaniem się do upoważnienia znajdującego się w statucie spółki. Potwierdza to wprost treść art. 446 § 1 zd. 1 k.s.h., zgodnie z którym uchwała zarządu podjęta w granicach statutowego upoważnienia **zastępuje** uchwałę walnego zgromadzenia o podwyższeniu kapitału zakładowego. Dalsza część procedury podwyższenia, po podjęciu uchwały emisyjnej przez zarząd, jest zbieżna ze zwykłym podwyższeniem kapitału zakładowego, a zatem przeprowadza się subskrypcję akcji zgodnie z przepisami art. 434–440 k.s.h., w tym osoby uprawnione dokonują zapisów na akcje nowej emisji. Wpis do rejestru podwyższenia kapitału następuje po zakończeniu subskrypcji, objęciu akcji i dokonaniu wpłat na ich pokrycie. Wpis do rejestru ma charakter konstytutywny.

W przypadku kapitału docelowego procedura emisji i realizacji uprawnień z warrantów subskrypcyjnych będzie obejmować zatem następujące etapy:

- a) podjęcie uchwały w kwestii upoważnienia zarządu do podwyższenia kapitału zakładowego z wykorzystaniem instytucji kapitału docelowego (art. 444 § 1 k.s.h.);
- b) podjęcie przez walne zgromadzenie lub zarząd (na podstawie art. 444 § 7 k.s.h.)⁴³ uchwały w kwestii emisji warrantów subskrypcyjnych;
- c) objęcie warrantów subskrypcyjnych przez uprawnionych;
- d) podjęcie uchwały przez zarząd w sprawie podwyższenia kapitału zakładowego w ramach instytucji kapitału docelowego;

⁴³ S. Sołtysiński, M. Mataczyński (w:) *Kodeks spółek handlowych. Spółka akcyjna...*, pod red. S. Sołtysińskiego, A. Szajkowskiego, A. Szumańskiego, J. Szwai, *op. cit.*, s. 1703.

- e) realizacja uprawnień z warrantów poprzez złożenie zapisów na akcje nowej serii oraz
- f) objęcie akcji nowej serii.

Jak zostało to już wskazane powyżej, w doktrynie dominuje stanowisko, że z uwagi na treść uprawnienia inkorporowanego w warrencie subskrypcyjnym powiązany z instytucją kapitału docelowego, **emitent (tj. spółka) nie jest zobowiązany do przeprowadzenia nowej emisji akcji celem umożliwienia uprawnionym z warrantów dokonania zapisu na akcje**. Zarząd może skorzystać ze swojego uprawnienia do podwyższenia kapitału zakładowego, lecz nie musi⁴⁴. Zarząd zobowiązany jest jedynie do umożliwienia złożenia posiadaczowi warrantu zapisu na akcje **w sytuacji, gdy taka emisja będzie miała miejsce**⁴⁵. Posiadaczowi warrantu w takiej sytuacji przysługuje zatem jedynie roszczenie majątkowe o zawarcie umowy subskrypcyjnej **w sytuacji, gdy emitent dokonuje podwyższenia kapitału zakładowego**⁴⁶. Stanowisko A. Goszczyka i T. Sójki uznać należy wedle autora niniejszego artykułu jedynie za postulaty *de lege ferenda*, bowiem brak jest dostatecznych podstaw do konstruowania na podstawie obowiązujących przepisów prawa roszczenia o umożliwienie złożenia zapisu na akcje, a więc w rzeczywistości roszczenia o podjęcie przez zarząd emitenta uchwały o podwyższeniu kapitału zakładowego w ramach instytucji kapitału docelowego. Jest to tym bardziej wątpliwe, gdy weźmie się pod uwagę przywoływana przez M. Goszczyka zasadę, według której spółka nie może się zobowiązać do tego, że zostanie podjęta uchwała o podwyższeniu kapitału zakładowego⁴⁷. I. Gębusia wskazuje również, że w takim przypadku brak jest podstaw do sięgania po konstrukcję roszczenia wywiedzonego z art. 64 kodeksu cywilnego⁴⁸, bowiem wyrok sądu nie może zastąpić uchwały walnego zgromadzenia bądź uchwały zarządu⁴⁹.

W konsekwencji należy przyjąć, że nie można wykluczyć sytuacji, w której mimo skutecznego objęcia warrantów inkorporujących uprawnienie do złożenia zapisu na akcje nigdy nie będzie możliwości ich zrealizowania, a to wobec braku podjęcia przez zarząd stosownej uchwały emisyjnej w ramach udzielonego na podstawie art. 444 § 1 k.s.h. upoważnienia. Samo upoważnienie do podjęcia takiej uchwały zawarte w statucie spółki nie stanowi bowiem zobowiązania zarządu do jej podjęcia.

Już zatem tylko z powyższych względów⁵⁰ **brak jest możliwości kwalifikowania warrantów opiewających na prawo zapisu na akcje jako instrumentów**

⁴⁴ I. Gębusia: *Warranty...*, *op. cit.*, s. 17.

⁴⁵ M. Michalski (w:) *System prawa prywatnego*, pod red. A. Szumańskiego, *op. cit.*, s. 717; M. Michalski: *Natura jurystyczna warrantów subskrypcyjnych*, *Przegląd Prawa Handlowego* 2005, nr 5, s. 7.

⁴⁶ I. Gębusia: *Warranty...*, *op. cit.*, s. 39.

⁴⁷ M. Goszczyk: *Zmiany statutu...*, *op. cit.*, s. 474–475; podobnie I. Gębusia: *Warranty...*, *op. cit.*, s. 87.

⁴⁸ Ustawa z dnia 23 kwietnia 1964 r. — Kodeks cywilny (t.j. Dz. U. z 2014 r. poz. 121 ze zm.), dalej: k.c.

⁴⁹ I. Gębusia: *Warranty...*, *op. cit.*, s. 88 oraz s. 131.

⁵⁰ Uzasadnienie A. Famirskiego przedstawione (w:) *Ustawa o ofercie...*, pod red. M. Michalskiego, *op. cit.*, s. 418, wykluczające warranty subskrypcyjne z katalogu instrumentów finansowych, o których mowa w art. 69a

finansowych inkorporujących bezwarunkowe prawo lub obowiązek nabycia akcji spółki publicznej. Zdekodowanie ustawowych⁵¹ uprawnień posiadacza takich warrantów subskrypcyjnych wyklucza bowiem możliwość przymuszenia emitenta do „wydania” na rzecz posiadacza warrantów akcji. W rzeczywistości możliwość realizacji przez posiadacza warrantu uprawnienia do zapisu na akcje uzależniona jest od wyłącznej woli emitenta, a dokładniej jego organu zarządzającego, który nie jest zobligowany do przeprowadzenia emisji akcji nowej serii. W praktyce okazać się może, iż uprawnienie w okresie swojej ważności⁵² nie będzie mogło być zrealizowane ze względu na niepodjęcie przez zarząd emitenta uchwały emisyjnej. Skoro zatem po stronie emitenta nie istnieje zobowiązanie do przeprowadzenia emisji akcji nowej serii, to w konsekwencji brak jest możliwości przypisania uprawnieniu inkorporowanemu w warrancie subskrypcyjnym charakteru bezwarunkowego w rozumieniu art. 69a ust. 1 pkt 2 ustawy o ofercie.

Niezależnie od powyższego wniosku, fałszyfikującego przesłankę bezwarunkowego prawa lub obowiązku nabycia akcji, należy wskazać, że także druga z kumulatywnych przesłanek określonych w art. 69a ust. 1 pkt 2 ustawy o ofercie nie zostanie spełniona w przypadku objęcia warrantów subskrypcyjnych powiązanych z instytucją kapitału docelowego. Jak zostało to bowiem wskazane powyżej, w chwili emisji i obejmowania warrantów subskrypcyjnych w obrocie prawnym nie istnieją akcje, co do których prawo zapisu inkorporowane zostało w wyemitowanych warrantach. Normatywny kształt procedury obejmowania warrantów subskrypcyjnych opiewających na prawo zapisu na akcje prowadzi do konstatacji, iż w przypadku powiązania warrantów subskrypcyjnych z instytucją kapitału docelowego **nabywca warrantu nie uzyskuje w momencie nabycia tego instrumentu finansowego uprawnienia do nabycia akcji już wyemitowanych.** W przypadku instytucji kapitału docelowego emisja akcji, o których mowa w art. 69a ust. 1 pkt 2 ustawy o ofercie, zostanie ewentualnie zainicjowana przez organ zarządzający w oparciu o upoważnienie zawarte w statucie dopiero na etapie realizacji uprawnień z warrantu subskrypcyjnego (a zatem w okresie późniejszym niż nabycie samego warrantu subskrypcyjnego).

Przeprowadzenie transakcji na przedmiotowych papierach wartościowych **nie spowoduje zatem aktualizacji obowiązków informacyjnych związanych z nabywaniem znacznych pakietów akcji.**

ust. 1 pkt 2 ustawy o ofercie, wyłącznie z uwagi na brak powiązania z akcjami już wyemitowanymi, błędnie generalizuje (ujednolica) warranty subskrypcyjne i tym samym nieprawidłowo pomija brak bezwarunkowego prawa lub obowiązku do nabycia akcji spółki publicznej w przypadku warrantów emitowanych w związku z instytucją kapitału docelowego.

⁵¹ Poza zakresem niniejszego artykułu znajdują się rozważania dotyczące dopuszczalności wprowadzenia umownych regulacji mających na celu przymuszenie emitenta do dokonania podwyższenia kapitału zakładowego oraz ewentualnego wpływu takich relacji kontraktowych na aktualizację obowiązków informacyjnych.

⁵² Zgodnie z art. 453 § 3 pkt 4 k.s.h. uchwała o emisji warrantów winna określać m.in. termin wykonania prawa z warrantu, z tym że nie może on być dłuższy niż 10 lat, przy czym należy pamiętać o ograniczeniach czasowych związanych z instytucją kapitału docelowego, o których mowa w art. 444 § 7 k.s.h.

VIII. WARRANTY SUBSKRYPCYJNE EMITOWANE W RAMACH WARUNKOWEGO PODWYŻSZENIA KAPITAŁU ZAKŁADOWEGO

W przypadku instytucji warunkowego podwyższenia kapitału zakładowego spółki akcyjnej momentem definiującym ten proces jest podjęcie przez walne zgromadzenie uchwały o warunkowym podwyższeniu kapitału. Uchwała o kapitale warunkowym, odmiennie niż w przypadku zwykłego podwyższenia kapitału zakładowego lub instytucji kapitału docelowego, wpisywana jest do rejestru przedsiębiorców jeszcze przed objęciem akcji i wpis ma — wedle dominującego stanowiska — charakter konstytutywny⁵³. Tak ukształtowana procedura ma wyeliminować ryzyko braku rejestracji podwyższenia kapitału zakładowego i konieczności zwrotu przez emitenta wkładów wniesionych w zamian za objęcie akcji⁵⁴. Do emisji akcji, a w konsekwencji powstania praw akcyjnych, dochodzi dopiero z chwilą wydania dokumentów akcji na rzecz uprawnionych⁵⁵ (alternatywnie — zapisania na rachunku papierów wartościowych⁵⁶).

Instytucja warunkowego podwyższenia kapitału zakładowego może zostać wykorzystana między innymi w celu przyznania praw do objęcia akcji przez posiadaczy warrantów subskrypcyjnych⁵⁷. Wątpliwości w doktrynie wywołuje jednak określenie najwcześniejszego momentu, w którym możliwe staje się przyznanie inkorporowanych w warrantach subskrypcyjnych praw do akcji. M. Goszczyk wskazuje, że przyznanie praw do objęcia akcji w ramach warunkowo podwyższonego kapitału nie może nastąpić wcześniej aniżeli sam wpis uchwały o warunkowym podwyższeniu do rejestru⁵⁸. Podobne stanowisko zajmuje T. Sójka⁵⁹. Wydaje się, że przedmiotowy pogląd obecnie ostatecznie podziela także S. Sołtysiński, który podnosi, że dopiero z chwilą rejestracji uchwały warunkowo podwyższającej kapitał spółka uzyskuje możliwość kreowania na rzecz beneficjentów praw do objęcia akcji⁶⁰, choć w innym miejscu stwierdza, że przedmiotowe uprawnienia powinny

⁵³ S. Sołtysiński (w:) *Kodeks spółek handlowych. Spółka akcyjna...*, pod red. S. Sołtysińskiego, A. Szajkowskiego, A. Szumańskiego, J. Szwai, *op. cit.*, s. 1741; M. Goszczyk: *Zmiany statutu...*, *op. cit.*, s. 365; M. Bieniak (w:) J. Bieniak, M. Bieniak, G. Nita-Jagielski, K. Oplustil, R. Pabis, A. Rachwał, M. Spyra, G. Suliński, M. Tofel, R. Zawłocki, *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, Warszawa 2012, s. 1309; I.B. Mika (w:) *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, pod red. Z. Jary, Warszawa 2014, komentarz do art. 448; odmiennie A. Kidyba: *Komentarz aktualizowany do art. 301–633...*, *op. cit.*, komentarz do art. 450, który przyjmuje deklaratoryjny charakter wpisu z uwagi na jedynie informacyjną jego rolę.

⁵⁴ M. Goszczyk: *Zmiany statutu...*, *op. cit.*, s. 361.

⁵⁵ S. Sołtysiński, T. Sójka (w:) *Kodeks spółek handlowych. Spółka akcyjna...*, pod red. S. Sołtysińskiego, A. Szajkowskiego, A. Szumańskiego, J. Szwai, *op. cit.*, s. 1728.

⁵⁶ Art. 451 § 2 k.s.h.

⁵⁷ Art. 448 § 2 pkt 3 k.s.h.

⁵⁸ M. Goszczyk: *Zmiany statutu...*, *op. cit.*, s. 365.

⁵⁹ T. Sójka: *Umowa objęcia...*, *op. cit.*, s. 249 i n.

⁶⁰ S. Sołtysiński, T. Sójka (w:) *Kodeks spółek handlowych. Spółka akcyjna...*, pod red. S. Sołtysińskiego, A. Szajkowskiego, A. Szumańskiego, J. Szwai, *op. cit.*, s. 1732.

zostać ustanowione najpóźniej na tym samym walnym zgromadzeniu, na którym podejmuje się uchwałę o kapitale warunkowym⁶¹. Natomiast M. Romanowski, mimo że wyklucza możliwość kreowania i wykonywania praw do objęcia akcji przed rejestracją warunkowego podwyższenia kapitału, dopuszcza możliwość przyznania praw warunkowych (ekspektatyw), które po wpisie do rejestru kapitału warunkowego przekształcą się w prawa „bezwarunkowe”⁶².

Nie przesądzając, które z powyższych stanowisk jest prawidłowe, należy wskazać, że przyjęcie możliwości ustanawiania praw do objęcia akcji jeszcze przed wpisem uchwały o kapitale warunkowym do rejestru implikuje konieczność stwierdzenia, że podobnie jak w przypadku warrantów z prawem zapisu na akcje, tak wyemitowane warranty nie inkorporują bezwarunkowego prawa lub obowiązku nabycia akcji emitenta. W tej sytuacji — do czasu rejestracji uchwały o warunkowym podwyższeniu — brak jest możliwości skutecznego zrealizowania przedmiotowego uprawnienia przez beneficjentów, tj. skutecznego nabycia praw akcyjnych. Te ostatnie mogą dopiero powstać po rejestracji podwyższenia kapitału warunkowego⁶³. Tym samym, **nie mogąc wykluczyć ryzyka braku zgłoszenia uchwały o kapitale warunkowym do rejestru lub oddalenia takiego zgłoszenia, należy wskazać, że tak wyemitowanym warrantom nie będzie można przypisać bezwarunkowego charakteru uprawnienia do nabycia akcji emitenta**. Ich objęcie zatem nie będzie prowadziło do aktualizacji obowiązku informacyjnego z art. 69a ust. 1 pkt 2 ustawy o ofercie.

Przyjęcie stanowiska odmiennego, wykazującego brak możliwości kreowania praw do objęcia akcji przed rejestracją uchwały o warunkowym podwyższeniu, bądź też nabycie warrantów uprzednio wyemitowanych już po dniu wpisu do rejestru uchwały o warunkowym kapitale, aktualizuje pytanie o bezwarunkowość uprawnienia wpisanego w tak nabywany papier wartościowy. Kuszące jest poprzestanie na stwierdzeniu, że skoro sama instytucja wskazuje na **warunkowy** charakter podwyższenia kapitału, to warrant emitowany w ramach tej operacji kapitałowej inkorporuje uprawnienie warunkowe. Warunkiem tym jest bowiem opłacenie i objęcie akcji przez uprawnionego z warrantu. Bez dokonania tych czynności nie dojdzie bowiem do definitywnego podwyższenia kapitału zakładowego, a w konsekwencji do wydania i powstania praw akcyjnych. W sferze sporu pozostaje, czy mamy do czynienia z warunkiem w rozumieniu art. 89 k.c., a jeśli tak, to czy tak sformułowany warunek jest warunkiem potestatywnym, tj. w pełni zależnym od woli beneficjenta⁶⁴. Kwestia ta jednak z punktu widzenia prowadzonej analizy obowiązków

⁶¹ S. Sołtysiński, T. Sójka (w:) *Kodeks spółek handlowych. Spółka akcyjna...*, pod red. S. Sołtysińskiego, A. Szajkowskiego, A. Szumańskiego, J. Szwai, *op. cit.*, s. 1729 i przywołane tam stanowisko R. Czerniawskiego: *Kodeks spółek handlowych: Przepisy o spółce akcyjnej*, Warszawa 2004, s. 655.

⁶² M. Romanowski: *Warunkowe podwyższenie...*, *op. cit.*, s. 332.

⁶³ Jest to oczywista konsekwencja przyjęcia konstytutywnego charakteru wpisu uchwały o kapitale warunkowym.

⁶⁴ M. Bieniał (w:) J. Bieniał, M. Bieniał, G. Nita-Jagielski, K. Oplustil, R. Pabis, A. Rachwał, M. Spyra, G. Suliński, M. Tofel, R. Zawłocki: *Kodeks spółek handlowych...*, *op. cit.*, s. 1305; W. Popiołek (w:) *Kodeks spółek handlowych...*, pod red. J. Strzępki, *op. cit.*, komentarz do art. 448.

informacyjnych dotyczących nabywania znacznych pakietów akcji nie posiada istotnego znaczenia, gdyż niezależnie od przyjętej wykładni uznać należy, że prawo posiadacza warrantu do objęcia akcji — po dniu rejestracji kapitału warunkowego — ma charakter bezwarunkowy⁶⁵. Tym samym w **przypadku emisji bądź nabycia warrantu powiązanego z instytucją kapitału warunkowego po dniu rejestracji uchwały o warunkowym podwyższeniu zaktualizuje się pierwsza z przesłanek obowiązku informacyjnego z art. 69a ust. 1 pkt 2 ustawy o ofercie**. Wykładnia ta pozostaje także w zgodzie z treścią dyrektywy o przejrzystości w brzmieniu sprzed 22 października 2013 r., która w art. 13 ust. 1 odwołuje się nie do pojęcia bezwarunkowości, lecz do sytuacji „wyłącznej inicjatywy posiadacza instrumentu finansowego” („on such holder’s own initiative alone”).

Mając powyższe na względzie, konieczne staje się zweryfikowanie, czy w odniesieniu do tak zdefiniowanych warrantów subskrypcyjnych aktualizuje się druga, kumulatywna przesłanka obowiązku informacyjnego związanego z nabywaniem znacznych pakietów akcji, tj. uprawnienie do nabycia akcji spółki publicznej „już wyemitowanych”. Zgodnie z art. 452 § 1 k.s.h. akcje, do objęcia których uprawniony jest posiadacz warrantu, zostaną wyemitowane dopiero **w momencie realizacji uprawnienia**, to jest w chwili złożenia oświadczenia o objęciu akcji i wydaniu na rzecz beneficjenta dokumentów akcji (lub dokonania stosownych zapisów na rachunku papierów wartościowych). Zatem podobnie jak w przypadku warrantów subskrypcyjnych powiązanych z instytucją kapitału docelowego, **nabywanie analizowanych instrumentów finansowych nie spowoduje aktualizacji obowiązków informacyjnych z uwagi na brak zrealizowania się przesłanki z art. 69a ust. 1 pkt 2 ustawy o ofercie w postaci nabywania akcji „już wyemitowanych”**.

IX. PODSUMOWANIE

Podsumowując, można stwierdzić, iż na gruncie obowiązujących przepisów prawa polskiego nabywanie warrantów subskrypcyjnych inkorporujących prawo do nabycia nawet znacznych pakietów akcji spółki publicznej nie będzie prowadziło do aktualizacji obowiązków informacyjnych związanych z ujawnianiem stanu posiadania. **Warranty subskrypcyjne nie inkorporują bowiem uprawnienia do nabycia akcji spółki publicznej już wyemitowanych**. W przypadku warrantów powiązanych z instytucją kapitału docelowego, jak również warrantów uprawniających do objęcia akcji, a objętych lub nabytych przed dniem rejestracji uchwały o kapitale warunkowym, **nie zachodzi także przesłanka bezwarunkowości uprawnienia do nabycia akcji**.

⁶⁵ W. Popiołek (w:) *Kodeks spółek handlowych...*, pod red. J. Strzępki, *op. cit.*, komentarz do art. 448.

Powyższa analiza prowadzić zatem musi do stwierdzenia, iż na gruncie obecnie obowiązujących przepisów, przy jednoczesnym założeniu dopuszczalności emisji warrantów subskrypcyjnych jako papierów wartościowych na okaziciela i ich nieograniczonej zbywalności, **zgodne z prawem jest przeprowadzenie strategii niejawnego zbudowania znacznego pakietu akcji w spółce publicznej przy zastosowaniu analizowanych instrumentów finansowych**. Zasadne jest zatem rozważne dokonywanie ich emisji. Remedium w tym zakresie może być zastosowanie imiennego charakteru emitowanych papierów wartościowych wraz z wprowadzeniem ograniczenia ich zbywalności czy też emitowanie warrantów powiązanych z instytucją kapitału docelowego. W przeciwnym wypadku może dojść do niejawnego, choć zgodnego z przepisami prawa, „wśliznięcia się” do spółki publicznej celem przeprowadzenia wezwania i przejęcia nad nią kontroli.

Mając na uwadze cele zdefiniowane w dyrektywie o przejrzystości, niewątpliwie zasadne jest również stwierdzenie, iż w ramach polskiego porządku prawnego **występuje zasadnicza luka prawna w odniesieniu do obowiązków informacyjnych związanych z nabywaniem znacznych pakietów akcji spółki publicznej**. Co istotne, transponowanie do polskiego porządku prawnego noweli dyrektywy o przejrzystości z 22 października 2013 r. nie będzie stanowiło wystarczającego zabiegu „uszczelnienia” obowiązków informacyjnych w zakresie nabywania warrantów subskrypcyjnych. Nowela dyrektywy o przejrzystości ma bowiem zapobiegać sytuacjom związanym z nabywaniem instrumentów finansowych rozliczanych gotówkowo i przeciwdziałać sytuacjom podobnym do sprawy *Schaeffler v. Continental*; nie modyfikuje ona natomiast treści art. 13 ust. 1 dyrektywy o przejrzystości w tym zakresie, w jakim odnosi się on do bezwarunkowego uprawnienia nabycia już wyemitowanych akcji spółki publicznej. Tym samym polski ustawodawca w związku z pracami nad ustawą implementującą nowelę dyrektywy o przejrzystości winien rozważyć modyfikację treści art. 69a ust. 1 pkt 2 ustawy o ofercie także w zakresie, w którym obowiązkiem informacyjnym objęte zostałyby transakcje związane z nabywaniem warrantów subskrypcyjnych.

ŁUKASZ GŁADKI

ACQUISITION OF WARRANTS UNDER
THE DISCLOSURE OBLIGATIONS CONCERNING MAJOR
HOLDINGS OF VOTING RIGHTS IN LISTED COMPANIES

S u m m a r y

The paper discusses disclosure obligations concerning major holdings of voting rights in listed companies in scope of acquisition of financial instruments other than shares. The first part of the paper deals mainly with “stealth takeover” of Continental by Shaeffler by using cash settled derivatives (CSD). The paper also presents legislative actions, especially amendments to the Transparency Directive (2004/109/EC) that entered into force on 26 November 2013, which were undertaken to prevent the same tactics in the future. The core of the article is devoted to an analysis of warrants issued by listed companies under the Polish disclosure rules. There are two types of warrants which give different rights to their holders. The author provides detailed legal analysis of each of the abovementioned type of financial instruments on the grounds of Polish disclosure regulations. The analysis indicates that acquisition of warrants — regardless of the type of such financial instrument — does not impose obligation to disclose that activity even if such actions are taken purposely to secure a significant stake in a listed company.