

Obowiązki notyfikacyjne związane z obrotem instrumentami finansowymi

dr Jarosław Szewczyk¹, LL.M.

Wielu uczestników rynku zdaje sobie sprawę z obowiązków notyfikacyjnych związanych z nabywaniem lub zbywaniem znacznych pakietów akcji w spółkach publicznych. Dobrze rozpoznany jest temat nabywania pośredniego, działania w porozumieniu, parkowania akcji czy przekraczania progów w wyniku zdarzeń leżących poza kontrolą akcjonariusza. Tematem mało rozpoznanym są natomiast obowiązki notyfikacyjne związane z obrotem instrumentami finansowymi. Wynika to z różnych względów. Ważne jest jednak to, że jest to temat znaczący coraz bardziej. Transakcje na instrumentach finansowych stały się na tyle częste, że temat ten dojrzał do wnikliwego omówienia.

Wprowadzenie

Szczegółowa regulacja nakładająca obowiązki notyfikacyjne na podmioty osiągające lub przekraczające określone w art. 69 ust. 1 ustawy z 29.7.2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych² progi udziałowe lub określone w art. 69 ust. 2 OfertaPublU wartości ilościowe (kwantowe) również w związku z nabywaniem lub zbywaniem instrumentów finansowych zawarta została w art. 69b OfertaPublU³. Dotyczy ona przypadków, w których co prawda nie dochodzi do nabycia lub zbycia instrumentów podstawowych (akcji), lecz takich, które **pozwalają (w różny sposób) na uzyskanie takich instrumentów w przyszłości, a przez to już wcześniej wywieranie określonego wpływu na spółkę**. Została ona wprowadzona w celu zagwarantowania tego, aby emitenci i inwestorzy giełdowi posiadali jak najpełniejszą wiedzę na temat faktycznej (ekonomicznej) struktury własnościowej spółek publicznych⁴.

Omawiane przepisy mają na celu zapewnić **dostęp do informacji nie tylko o podmiotach, które są formalnoprawnie uprawnione do wykonywania prawa głosu**, ale także o takich, które **zwiększają swoje zaangażowanie, odwlekając moment formalnego uzyskania uprawnień głosowych, w tym także poprzez nabywanie instrumentów pochodnych rozliczanych wyłącznie pieniężnie (ang. *cash-settled*)**.

Nowelizacja dyrektywy 2004/109

Regulacja zawarta w art. 69b OfertaPublU stanowi transpozycję do polskiego porządku prawnego art. 13 i 13a dyrektywy 2004/109/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 15.12.2004 r. w sprawie harmonizacji wymogów dotyczących przejrzystości informacji o emitentach, których papiery wartościowe dopuszczane są do obrotu na rynku regulowanym oraz zmieniającej dyrektywę 2001/34/WE⁵. Przy tym

¹ Autor jest adwokatem, współnikiem i członkiem zarządu Kancelarii RKKW – KWAŚNICKI, WRÓBEL & Partnerzy Radcowie Prawni i Adwokaci sp. p.; ORCID: 0000-0002-2326-4514.

² T. jedn.: Dz.U. z 2020 r. poz. 2080 ze zm.; dalej jako: OfertaPublU.

³ Zawarte w art. 69b OfertaPublU przepisy wprowadzone zostały na mocy ustawy z 31.3.2016 r. o zmianie ustawy o funduszach inwestycyjnych oraz niektórych innych ustaw (Dz.U. poz. 615), która weszła w życie w 4.6.2016 r.

⁴ Jak wynika z uzasadnienia do projektu ustawy: „Regulacje zawarte w dodanym art. 69b mają na celu implementację art. 1 pkt 9 i 10 dyrektywy 2013/50/UE odpowiednio zmieniającego art. 13 dyrektywy 2004/109/WE i dodającego art. 13a w tej dyrektywie. Przepisy te mają na celu zagwarantowanie, aby emitenci i inwestorzy posiadali pełną wiedzę na temat struktury własności spółek publicznych. Szczegółowe uzasadnienie zmian dyrektywy 2004/109/WE w przedmiotowym zakresie zostało zawarte w motywach 9–11 preambuły dyrektywy 2013/50/UE. W ust. 3 proponowanego art. 69b wskazano, jak powinna być określana wartość współczynnika delta, który ma być stosowany przy obliczaniu liczby głosów posiadanych w spółce publicznej, związanych z instrumentami finansowymi, o których mowa w projektowanym art. 69b ust. 1 pkt 2”, druk nr 70 Sejmu VIII kadencji, <https://www.sejm.gov.pl/Sejm8.nsf/PrzebiegProc.xsp?nr=70>.

⁵ Dz.Urz. L Nr 390 z 31.12.2004 r., s. 38 ze zm.; dalej jako: dyrektywa 2004/109.

obecny kształt tych artykułów jest rezultatem istotnej nowelizacji przedmiotowej dyrektywy dokonanej w 2013 r.⁶ Zmiana art. 13 oraz dodanie nowego art. 13a stanowiło reakcję organów unijnych na proces tworzenia coraz to bardziej innowacyjnych instrumentów, pozwalających uzyskiwać zbliżony „efekt gospodarczy” do posiadania akcji bez konieczności uciążliwego realizowania obowiązków notyfikacyjnych. Jak wskazywano w motywach⁷, innowacyjność finansowa doprowadziła do stworzenia takich instrumentów, które podobnie jak akcje dają inwestorom ekspozycję ekonomiczną na spółki publiczne, a których ujawnianie nie było przewidziane w dyrektywie 2004/109. Zauważono, że tego rodzaju instrumenty – w razie braku stosownej interwencji legislacyjnej – mogłyby być wykorzystywane do ukrytego gromadzenia i zwiększania zaangażowania kapitałowego w spółkach, co mogłoby prowadzić do nadużyć oraz tworzyć fałszywy i mylący obraz struktury właścicielskiej spółek publicznych⁸.

Instrumenty rozliczane pieniądze

Warto wspomnieć, że wprowadzenie wymogu informowania o stanie posiadania **instrumentów finansowych rozliczanych wyłącznie pieniędznie** spotkało się początkowo ze sprzeciwem dużej części rynku⁹. *Prima facie* trudno jest bowiem dostrzec powód, dla którego wprowadzono obowiązek informowania o przekroczeniu progów na instrumentach, które **nie dają „dostępu” do uprawnień głosowych ani nie uprawniają do nabycia takich uprawnień w przyszłości**. Jeżeli dany instrument rozliczany jest wyłącznie pieniędznie, może się wydawać, że nie jest możliwe za jego pomocą zwiększanie wpływu wywieranego na spółkę (ang. *stake-building*).

Z reguły tego rodzaju instrumenty wykorzystywane są do zabezpieczania posiadanych pozycji na akcjach (ang. *hedging*), względnie w celach czysto spekulacyjnych. Na niektórych rynkach na początku XXI w. zdarzyły się jednak przypadki, w których posiadanie takich instrumentów nie tylko **ułatwiło budowanie pozycji na instrumentach dających dostęp do uprawnień głosowych**, ale wręcz pozwoliło na szybkie i **zaskakujące uzyskiwanie silnej pozycji w spółce** (ang. *undisclosed stake-building*), pozwalającej myśleć o przejęciu nad nią kontroli¹⁰.

Najczęściej w tym celu wykorzystywane były niepodlegające standaryzacji, zawierane poza rynkiem zorganizowanym (ang. *OTC, over the counter*) kontrakty na różnice – CFD (ang. *contract for difference*) lub *equity swaps*, co do zasady rozliczane gotówkowo i powiązane z akcjami spółki (ang. *cash-settled equity-linked derivatives*)¹¹. Podmiot, który chciał ukryć swój udział w akcjonariacie spółki (ang. *hidden ownership*)¹², zawierał kontrakty terminowe, zajmując tzw. długą pozycję, która pozwalała mu czerpać takie korzyści ekonomiczne, jakby był on akcjonariuszem spółki. Ostatecznie jednak kontrakty te **nie były rozliczane gotówkowo, lecz**

przez dostawę instrumentu bazowego, czyli akcji spółki stanowiącej cel (często wrogiego) przejęcia. Wynikało to nie tylko z „dobrych” relacji między stronami instrumentu pochodnego, ale także z tego, że podmiot zajmujący krótką pozycję z reguły posiada instrument bazowy (akcje) – celem ograniczenia swojego ryzyka związanego z instrumentem pochodnym. Łatwiej jest natomiast rozliczyć należność pieniężną instrumentem bazowym (np. akcjami) niż go zbywać celem zgromadzenia środków na zapłatę kwoty rozliczeniowej (zbywanie akcji prowadzi do obniżenia ich ceny). Naj-

⁶ Art. 1 pkt 9 i 10 dyrektywy 2013/50/UE z 22.10.2013 r. zmieniającej 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, 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. L Nr 294 z 6.11.2013 r., s. 13; dalej jako: dyrektywa 2013/50) zmieniającego art. 13 dyrektywy 2004/109 i dodającego art. 13a.

⁷ Szczegółowe motywy nowelizacji znalazły się w pkt 9–11 preambuły dyrektywy 2013/50.

⁸ Zob. też Ł. Gładki, Nabywanie warrantów subskrypcyjnych a obowiązki informacyjne dotyczące znacznych pakietów akcji spółki publicznej, TPP Nr 1/2015, s. 35–36.

⁹ Jak wskazał Europejski Urząd Nadzoru Giełd i Papierów Wartościowych (ESMA): „Four respondents (...) failed to see the reason why cash-settled financial instruments that do not give access to voting rights or enhance the possibility to acquire shares should be disclosed. According to these respondents, this would be contrary to the objective of the revised TD – enhancing transparency regarding the allocation of voting rights – as cash-settled financial instruments are normally not used to acquire voting rights. Consequently, some of these respondents proposed introducing a «safe harbour» clause whereby cash-settled financial instruments would only be disclosed in the presence of trade-specific circumstances – occurring either at the inception or during the term of such instrument – that effectively result in an enhanced possibility for such party to acquire the shares underlying or hedging the trade or to exercise or control any of the voting rights attached thereto”. ESMA, Final Report On draft Regulatory Technical Standards on major shareholdings and an indicative list of financial instruments subject to notification requirements under the revised Transparency Directive, s. 31 (dostępne na: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2014-1187_final_report_on_draft_rts_under_the_transparency_directive_0.pdf). Zob. U. Brandt, Meldepflichten für aktienbasierte Instrumente: Anmerkungen zum Diskussionsentwurf des Bundesfinanzministeriums (AnlegerStärkungsG), BKR 2010, s. 270 i n.; D. Zetzsche, Against Mandatory Disclosure of Economic – only Positions Referenced to Shares of European Issuers – Twenty Arguments against CESR Proposal, 11 EBOR (2010), s. 231 i n.

¹⁰ Zob. K. Oplustil [w:] System Prawa Handlowego. T. 4. Prawo instrumentów finansowych, pod red. M. Steca, Warszawa 2016, s. 940.

¹¹ *Ibidem*; E. De Nardis, M. Tonello, Know Your Shareholders: The Use of Cash-Settled Equity Derivatives to Hide Corporate Ownership Interests, dostępne na: <https://www.clearygotlieb.com/~media/organize-archive/cgsh/files/publication-pdfs/know-your-shareholders-the-use-of-cash-settled-equity-derivatives-to-hide-corporate-ownership-interests.pdf>.

¹² Zob. D.A. Zetzsche, Challenging Wolf Packs: Thoughts on Efficient Enforcement of Shareholder Transparency Rules (February 4, 2010); „Center for Business & Corporate Law (CBC) Research Paper Series” No. 0044/09, dostępne na: <https://ssrn.com/abstract=1428899>; D.A. Zetzsche, Continental AG vs. Schaeffler, Hidden Ownership and European Law – Matter of Law or Enforcement? (October 29, 2008), „European Business Organization Law Review” Vol. 10, 2009; dostępne na: <https://ssrn.com/abstract=1170987>; H.T.C. Hu, B.S. Black, Empty Voting and Hidden (Morphable) Ownership: Taxonomy, Implications, and Reforms, „Business Lawyer” Vol. 61, 2006, s. 1011–1070.