

MICHAŁ MAKA\*

## STABILIZOWANIE KURSÓW AKCJI I PRAW DO AKCJI W ŚWIETLE PRAWA POLSKIEGO I PRAWA WSPÓLNOTOWEGO

### 1. RYNKOWY KONTEKST DZIAŁAŃ STABILIZACYJNYCH

Celem przeprowadzania przez spółkę oferty publicznej nowej emisji akcji połączonej z wprowadzaniem tych akcji do obrotu na rynku regulowanym jest dążenie do pozyskania kapitału inwestycyjnego od inwestorów giełdowych zarówno indywidualnych, jak i instytucjonalnych. Debiut spółki na giełdzie w związku z pierwszą ofertą publiczną (IPO) pełni również niezwykle ważną funkcję wycenną, która to funkcja ma istotne znaczenie dla postrzegania spółki przez inwestorów, jak i przez inne podmioty działające na rynku. W interesie spółki jest zatem uniknięcie gwałtownego spadku cen nowo wprowadzonych akcji (a także praw do akcji — PDA) w okresie następującym bezpośrednio po rozpoczęciu ich notowania na rynku giełdowym. Uniknięcie tego rodzaju wahań leży również w interesie inwestorów, którzy objęli akcje nowej emisji, a także sprzyja stabilności i równowadze na rynku giełdowym. Głównym czynnikiem wywołującym zwiększoną presję cenową na nowo wprowadzone do obrotu akcje są działania inwestorów krótkoterminowych, chcących jak najszybciej zrealizować zyski, a zatem kreujących znaczny wzrost podaży tychże akcji, co nieuchronnie powoduje spadek ich ceny. Takie działania mogą stwarzać wrażenie „niepewności” i „niestabilności” kursu nowo wprowadzonych akcji i kształtować zachowania innych uczestników rynku. Skoncentrowanie tego rodzaju zjawisk w relatywnie krótkim okresie może wywołać swoisty „efekt domina”

---

\* Autor jest aplikantem adwokackim, absolwentem Wydziału Prawa i Administracji Uniwersytetu Jagiellońskiego, doktorantem w Katedrze Prawa i Postępowania Administracyjnego Uniwersytetu Śląskiego.

o podłożu psychologicznym i doprowadzić do przeceny akcji nieodzwoiercedlającej rzeczywistych czynników gospodarczych.

Celem przeprowadzania działań stabilizacyjnych jest właśnie zapobieganie takim, niekorzystnym dla uczestników rynku, skutkom, poprzez generowanie popytu na nowo wprowadzone akcje (czy też PDA), równoważącego presję wywieraną na ich cenę przez inwestorów krótkoterminowych.

## 2. PODSTAWY PRAWNE PRZEPROWADZANIA STABILIZACJI

Opracowanie jednolitych zasad przeprowadzania działań stabilizacyjnych na wspólnotowym rynku finansowym było przedmiotem prac na forum CESR<sup>1</sup>, czego owocem stał się kompleksowy dokument zawierający zbiór zasad uzgodnionych przez europejskie organy nadzorujące krajowe rynki finansowe<sup>2</sup>. Zasady te kreowały system „bezpiecznych przystani”, których przestrzeganie przez podmioty przeprowadzające stabilizację zabezpieczało przed uznaniem ich działań za manipulację instrumentami finansowymi, nie miały one jednak charakteru normatywnego. W celu prawnego ujednoczenia zasad przeprowadzania działań stabilizacyjnych dyrektywa Parlamentu Europejskiego i Rady 2003/6/WE z dnia 28 stycznia 2003 r. w sprawie wykorzystywania poufnych informacji i manipulacji na rynku upoważniła Komisję Europejską do wydania stosownego rozporządzenia.

Podstawowym aktem prawnym regulującym stabilizację instrumentów finansowych jest **rozporządzenie Komisji (WE) nr 2273/2003 z dnia 22 grudnia 2003 r.**<sup>3</sup> wykonujące dyrektywę 2003/6/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w odniesieniu do zwolnień dla programów odkupu i stabilizacji instrumentów finansowych, określone dalej, jako „**rozporządzenie o stabilizacji**”. Należy wskazać, że rozporządzenia Komisji Europejskiej stosuje się bezpośrednio, nie wymagają one bowiem implementacji.

W zakresie oceny dopuszczalności stabilizacji na polskim rynku giełdowym należy także mieć na uwadze regulacje ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. Nr 183, poz. 1539 ze zm.), określanej dalej jako „ustawa o obrocie”.

Rozporządzenie o stabilizacji zawiera wiele odwołań do innych aktów prawa europejskiego, odwołania te w przeważającej mierze odnoszą się do zawartych w nich definicji, a zatem ich przywołanie w tym miejscu nie jest konieczne.

---

<sup>1</sup> The Committee of European Securities Regulators, utworzony decyzją Komisji Europejskiej z dnia 6 czerwca 2001 r. (2001/527/EC).

<sup>2</sup> Dokument CSR, *Stabilisation and allotment — A European supervisory approach*, kwiecień 2002 r., nr referencyjny CESR/02–020b.

<sup>3</sup> Dz.Urz. L 336, 23/12/2003 P. 0033 — 0038.

### 3. STABILIZACJA W ROZUMIENIU ROZPORZĄDZENIA O STABILIZACJI<sup>4</sup>

**Stabilizacja**<sup>5</sup> oznacza jakiegokolwiek nabycie lub ofertę nabycia **właściwych papierów wartościowych** lub jakąkolwiek transakcję instrumentami powiązаныmi równoważnymi do nich przez **przedsiębiorstwa inwestycyjne lub instytucje kredytowe**, która podejmowana jest w **kontekście znacznej dystrybucji** takich właściwych papierów wartościowych **wyłącznie w celu wsparcia ceny rynkowej** tych właściwych papierów wartościowych przez **wcześniej ustalony czas**, ze względu na **presję na sprzedaż tych papierów wartościowych**.

Powyższa definicja legalna wskazuje, że stabilizacja polega w istocie na składaniu zleceń kupna tych papierów wartościowych w celu równoważenia presji cenowej wywieranej przez wzrost liczby zleceń ich sprzedaży. Skutkiem tego działania jest zazwyczaj nabycie przez podmiot dokonujący stabilizacji określonej liczby papierów wartościowych będących przedmiotem stabilizacji. Celem przeprowadzania stabilizacji jest zatem wzrost ceny stabilizowanych instrumentów finansowych ponad cenę wynikającą z gry popytu i podaży przed interwencją<sup>6</sup>. Podjęcie działań stabilizacyjnych nie ma w żadnym przypadku charakteru obligatoryjnego.

Stabilizacja stanowi wyjątek od zasady zakazu manipulacji, czyli sztucznego windowania ceny instrumentów finansowych w oderwaniu od realnego popytu i podaży. Polski ustawodawca sformułował ten wyjątek w art. 39 ust. 3 pkt 3 ustawy o obrocie, stwierdzając, że ustawowego zakazu manipulacji instrumentem finansowym nie stosuje się w odniesieniu do nabywania instrumentów finansowych w celu stabilizacji ich ceny w obrocie na rynku regulowanym, pod warunkiem że nabywanie to odbywać się będzie w trybie, terminie i na warunkach określonych w rozporządzeniu o stabilizacji. Postanowienie to eliminuje kolizję regulacji rozporządzenia o stabilizacji i ustawy o obrocie, którą i tak należałoby rozstrzygnąć na korzyść rozporządzenia w związku z zasadą pierwszeństwa prawa wspólnotowego. Stabilizacja stanowi również wyjątek od zasady niewykorzystywania informacji poufnych<sup>7</sup>.

Stabilizacja musi zostać przeprowadzona zgodnie z postanowieniami rozporządzenia o stabilizacji, w przeciwnym wypadku takie działanie może zostać uznane za manipulację instrumentem finansowym. Jak stwierdzono w pkt 3 preambuły rozporządzenia o stabilizacji, wszelkie czynności niezwiązane bezpośrednio z celem stabilizacji mogą być przedmiotem sankcji administracyjnych i karnych, jeśli wykazują znamiona nadużycia.

<sup>4</sup> Definicje legalne zawarte są w art. 2 rozporządzenia o stabilizacji.

<sup>5</sup> Art. 2 ust. 7 rozporządzenia o stabilizacji.

<sup>6</sup> Jednak nie ponad cenę emisyjną akcji zgodnie z art. 10 rozporządzenia o stabilizacji, co zostanie bardziej szczegółowo omówione w dalszej części niniejszego artykułu.

<sup>7</sup> Art. 156 ust. 7 pkt 2 ustawy o obrocie.

#### 4. PRZEDMIOT STABILIZACJI

Przeprowadzanie stabilizacji może dotyczyć jedynie zbywalnych papierów wartościowych, w rozumieniu art. 4 ust. 1 pkt 18 w zw. z art. 69 dyrektywy 2004/39/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 kwietnia 2004 r., **w sprawie rynków instrumentów finansowych**, Dz.Urz. L 145, 30/04/2004 P. 0001 — 0044, **zwanej dalej „dyrektywą MiFID”**<sup>8</sup>, dopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym lub w odniesieniu co do których wystosowano wnioski o dopuszczenie do obrotu na rynku regulowanym, oraz które są jednocześnie przedmiotem znacznej dystrybucji (tzw. właściwe papiery wartościowe<sup>9</sup>), a także instrumentów powiązanych<sup>10</sup> z tymi papierami wartościowymi.

Należy wskazać, że mylące jest polskie tłumaczenie art. 4 ust. 1 pkt 18 dyrektywy MiFID, w szczególności sformułowanie „Transferable securities« means those classes of securities which are negotiable on the capital market, with the exception of instruments of payment, such as: (...)” powinno zostać przetłumaczone w sposób następujący: „zbywalne papiery wartościowe« oznaczają te rodzaje papierów wartościowych, które **mogą być przedmiotem obrotu na rynku kapitałowym**, z wyjątkiem instrumentów płatniczych, **takich jak:** (...)” — a zatem przykładowe wyliczenie zawarte w dyrektywie MiFID odnosi się do zbywalnych papierów wartościowych, a nie do instrumentów płatniczych.

Akcje spółek akcyjnych są bez wątpienia zbywalnymi papierami wartościowymi w rozumieniu dyrektywy MiFID, a w związku ze sformułowaniem ustawy o obrocie<sup>11</sup> za takie należy uznać też PDA. W tym kontekście wymaga podkreślenia, iż PDA w szczególności nie są instrumentami powiązanymi w rozumieniu art. 2 pkt 8 rozporządzenia o stabilizacji. Konkluzja ta wynika z faktu, że PDA to w istocie surogaty samych akcji, co więcej, w art. 2 pkt 8 lit. e rozporządzenia o stabilizacji jest mowa o sytuacji, w której właściwymi papierami wartościowymi, podlegającymi stabilizacji, są „papiery wartościowe równoważne akcjom”, a zatem papiery wartościowe takie jak PDA. W przypadku stabilizacji PDA instrumentami powiązanymi będą natomiast same akcje, co wynika z treści art. 2 pkt 8 lit. e *in fine* rozporządzenia o stabilizacji.

W szczególności zatem **stabilizacja może dotyczyć akcji i PDA objętych wnioskiem o dopuszczenie lub dopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym**, jeśli te papiery wartościowe są przedmiotem znacznej dystrybucji.

---

<sup>8</sup> Rozporządzenie o stabilizacji w art. 2 pkt 6 odwołuje się do definicji zbywalnych papierów zawartej w dyrektywie Rady nr 93/22/EEC, została ona jednak uchylona na mocy dyrektywy MiFID i zgodnie z art. 69 tejszej dyrektywy, wszelkie odwołania do treści dyrektyw Rady nr 93/22/EEC należy traktować jako odwołania do dyrektywy MiFID.

<sup>9</sup> W rozumieniu art. 2 pkt 6 rozporządzenia o stabilizacji.

<sup>10</sup> W rozumieniu art. 2 pkt 8 rozporządzenia o stabilizacji.

<sup>11</sup> Art. 3 pkt 1 ppkt a ustawy o obrocie.

Wydaje się, że w praktyce rynkowej sens ma zwłaszcza stabilizowanie PDA, gdyż to właśnie ich wprowadzenie do obrotu pozwala inwestorom krótkoterminowym na realizację zysku. Problem „tymczasowości” PDA oraz ryzyka niezarejestrowania podwyższenia kapitału nie stanowi argumentu za niedopuszczalnością stabilizacji PDA, gdyż w żaden sposób nie zmieniają charakteru PDA jako zbywalnych papierów wartościowych w rozumieniu dyrektywy MiFID. Należy jeszcze raz podkreślić, że akcje i PDA stanowią odrębne przedmioty stabilizacji.

Jak już wskazano, elementem konstrukcyjnym definiującym pojęcie „właściwych papierów wartościowych” jest bycie przez zbywalne papiery wartościowe przedmiotem „znacznej dystrybucji” w rozumieniu art. 2 pkt 9 rozporządzenia o stabilizacji. **Znaczna dystrybucja** oznacza pierwszą ofertę publiczną (IPO) bądź wtórną ofertę publiczną (niebędącą IPO), która charakteryzuje się szczególnymi cechami w porównaniu z innymi ofertami przeprowadzonymi w toku zwykłego obrotu. Cechy te odnoszą się do wartości oferowanych papierów wartościowych i stosowanych metod sprzedaży. Oznacza to, że znaczna dystrybucja („significant distribution”) musi wyróżniać się zarówno łączną wartością oferowanych papierów wartościowych, jak i zastosowaniem wyjątkowych, specyficznych metod sprzedaży w związku z tą ofertą.

W rozporządzeniu o stabilizacji nie zostały określone jednoznaczne kryteria wartościowe, pozwalające na uznanie danej oferty za znaczną dystrybucję. W celach porównawczych warto wskazać na regulację Financial Services Authority w Wielkiej Brytanii, która przyjmowała w 2004 r., na gruncie przepisów brytyjskich, zgodnych w dużej mierze z rekomendacjami CESR, iż minimum wartości oferowanych papierów wartościowych w ramach znaczącej dystrybucji wynosi 15 milionów funtów brytyjskich<sup>12</sup>. Sama bezwzględna wartość przyjęta przez FSA nie ma w warunkach polskich większego znaczenia, gdyż ewentualne określenie wartości minimalnej oferowanych instrumentów finansowych w ramach znaczącej dystrybucji musi uwzględniać lokalne warunki rynkowe, natomiast wskazuje na przyjęcie pewnego **obiektywnego wyznacznika „znaczości” dystrybucji**. Takie rozumienie wskazywałoby, że dystrybucja wyróżnia się na tle zwykłego obrotu wartością oferowanych papierów wartościowych, gdy ta wartość przekracza wartość papierów wartościowych oferowanych w ramach „zwykłych” dystrybucji. Jednakże możliwe jest przyjęcie „subiektywnego” rozumienia „znaczości” dystrybucji, akcentującej wartość oferowanych papierów wartościowych w porównaniu z szacowaną wartością spółki. Takie podejście pozwala ocenić ryzyko, przed jakim stoi emitent w przypadku gwałtownego załamania się kursu po rozpoczęciu notowań. W oczywisty sposób będzie ono tym większe, im większy „procent wartości spółki” został zaferowany inwestorom.

<sup>12</sup> C. Bates: *EU sets new framework for stabilization*, International Financial Law Review, luty 2004, dostęp elektroniczny.

Podejście subiektywne akcentuje interes emitenta, natomiast podejście obiektywne kładzie nacisk na płynność i stabilność rynku finansowego. Wydaje się, że najlepszym wyjściem byłoby stosowanie łączonej subiektywno–obiektywnej metody oceny wyróżniania się wartości oferowanych papierów wartościowych.

Wymóg stosowania, wyróżniających się na tle zwykłego obrotu, metod sprzedaży, również ma charakter nieostry. Wydaje się, że wymóg ten będzie w szczególności spełniony w przypadku dystrybucji obejmujących wprowadzenie do obrotu akcji pracowniczych, w którym to przypadku częstokroć są one w krótkim czasie, po rozpoczęciu notowań, zbywane, co wywołuje znaczną presję na cenę walorów spółki. Również kierowanie znacznej części oferty do inwestorów indywidualnych może przemawiać za uznaniem metod sprzedaży za wyróżniające się.

Należy stwierdzić, że sposób zdefiniowania znacznej dystrybucji w rozporządzeniu o stabilizacji stanowi główny czynnik ograniczający dopuszczalność podejmowania działań stabilizacyjnych. Od przyjętych przez organ nadzoru nad rynkiem interpretacji przesłanek wyróżniania się wartości oferowanych papierów wartościowych oraz stosowanych w związku z ofertą metod sprzedaży w dużej mierze zależy częstotliwość podejmowania działań stabilizacyjnych na rynku.

## 5. PODMIOTY UPRAWNIONE DO PRZEPROWADZANIA STABILIZACJI

Stabilizacja może być przeprowadzana jedynie przez przedsiębiorstwa inwestycyjne<sup>13</sup> i instytucje kredytowe<sup>14</sup>. Oznacza to, że **co do zasady działania stabilizacyjne nie są podejmowane przez spółkę — emitenta**, ale zazwyczaj przez podmiot oferujący akcje bądź też inny podmiot profesjonalny, na mocy umowy prywatnoprawnej zawartej ze spółką. Taka konstrukcja rozwiązuje problem zakazu nabywania akcji własnych, sformułowanego w art. 362 § 1 k.s.h.<sup>15</sup>, który często był przedstawiany, na gruncie dawniejszego ustawodawstwa, jako przeszkoda w realizacji stabilizacji<sup>16</sup>. Zgodnie z ustawą o obrocie<sup>17</sup>, przez firmę inwestycyjną należy rozumieć domy maklerskie, banki prowadzące działalność maklerską, zagraniczne

---

<sup>13</sup> W rozumieniu art. 4 ust. 1 pkt 1 dyrektywy MiFID przedsiębiorstwo inwestycyjne oznacza każdą osobę prawną, której regularna działalność zawodowa lub gospodarcza polega na świadczeniu jednej lub większej liczby usług inwestycyjnych na rzecz osób trzecich i/lub prowadzeniu jednego lub większej liczby zakresów działalności inwestycyjnej.

<sup>14</sup> W rozumieniu art. 1 ust. 1 dyrektywy 2000/12/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 20 marca 2000 r. odnoszącej się do podejmowania i prowadzenia działalności przez instytucje kredytowe, Dz.Urz. L 126, 26/05/2000 P. 0001 — 0059, instytucja kredytowa oznacza przedsiębiorstwo, którego działalność polega na przyjmowaniu od ludności depozytów lub innych środków podlegających zwrotowi oraz na udzielaniu kredytów na własny rachunek.

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

<sup>16</sup> A. Chłopecki, A. Mikosz: *Stabilizacja kursów i opcja dodatkowego przydziału akcji*, Przegląd Prawa Handlowego 2002, nr 10, s. 49.

<sup>17</sup> Art. 3 pkt 33 ustawy o obrocie.



firmy inwestycyjne prowadzące działalność maklerską na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej oraz zagraniczne osoby prawne z siedzibą na terytorium państwa należącego do OECD lub WTO, prowadzącą na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej działalność maklerską. W szczególności podmioty te będą uprawnione do przeprowadzania działań stabilizacyjnych w odniesieniu do akcji i PDA, będących przedmiotem obrotu na rynku regulowanym. Możliwe jest również podejmowanie działań stabilizacyjnych przez kilka podmiotów jednocześnie, przy czym jeden z tych podmiotów powinien działać jako centralny punkt informacyjny — menedżer do spraw stabilizacji („Stabilisation Manager”)<sup>18</sup> w odniesieniu do wszelkich zapytań właściwego organu nadzoru nad rynkiem regulowanym, na którym właściwe papiery wartościowe zostały dopuszczone do obrotu. Podmiot ten nie „przejmuje” odpowiedzialności innych podmiotów przeprowadzających stabilizację, natomiast jest zobowiązany do przedstawienia, na żądanie właściwego organu nadzoru, wszelkich informacji związanych z całością przeprowadzanych działań stabilizacyjnych. Podmioty przeprowadzające stabilizację zobowiązane są do należytej koordynacji swoich działań w celu zachowania ich zgodności z regułami przeprowadzania stabilizacji, określonymi w rozporządzeniu o stabilizacji.

## 6. RAMY CZASOWE DZIAŁAŃ STABILIZACYJNYCH

Jak już wskazano, celem stabilizacji jest zapewnienie wsparcia dla ceny papierów wartościowych w okresie bezpośrednio następującym po rozpoczęciu ich notowań, a nie w całym okresie funkcjonowania danego papieru wartościowego na rynku regulowanym. Stabilizacja może być zatem przeprowadzana jedynie w ograniczonym horyzoncie czasowym<sup>19</sup>. Ograniczoność w czasie jest jedną z podstawowych cech stabilizacji, a okresy, w których dopuszczalne jest jej przeprowadzenie, są jednoznacznie określone, w szczególności w przypadku **akcji i innych papierów wartościowych równoważnych akcjom** (a zatem PDA)<sup>20</sup> wskazany czas biegnie:

- w przypadku pierwszej oferty publicznej (IPO) — od dnia rozpoczęcia obrotu właściwymi papierami wartościowymi na rynku regulowanym i kończy się najpóźniej w ciągu 30 dni kalendarzowych<sup>21</sup>,

<sup>18</sup> Art. 9 ust. 5 rozporządzenia o stabilizacji.

<sup>19</sup> Art. 8 ust. 1 rozporządzenia o stabilizacji.

<sup>20</sup> Należy stwierdzić, że choć PDA nie są równoważne akcjom, biorąc pod uwagę ucieleśnione uprawnienia, to jednak należy uznać je za ekwiwalentne akcjom w rozumieniu rozporządzenia o stabilizacji, w szczególności PDA nie podpada pod inną kategorię określoną w art. 8 ust. 5 rozporządzenia o stabilizacji — tutaj ponownie błędne tłumaczenie w wersji polskiej — gdzie mowa o: „securitised debt convertible or exchangeable into shares”, a zatem w szczególności o obligacjach zamiennych, jak również nie można przyjąć, że Polska jest krajem, w którym dopuszczony jest obrót zbywalnymi papierami wartościowymi w rozumieniu rozporządzenia o stabilizacji, przed ich dopuszczeniem do obrotu na rynku regulowanym i rozpoczęciem obrotu na rynku regulowanym, o których to krajach jest mowa w art. 8 ust. 2 *in fine* rozporządzenia o stabilizacji.

<sup>21</sup> Zgodnie z art. 8 ust. 2 rozporządzenia o stabilizacji.

- w przypadku oferty wtórnej (tj. niebędącej IPO) — od dnia odpowiedniego podania do publicznej wiadomości ceny końcowej właściwych papierów wartościowych i kończy się najpóźniej w ciągu 30 dni kalendarzowych od daty przydziału<sup>22</sup>.

Takie ukształtowanie okresów, w trakcie których mogą być podejmowane działania stabilizacyjne, budzi pewne wątpliwości, w szczególności ze względu na istnienie w polskim systemie prawnym PDA. Konieczne jest udzielenie odpowiedzi na pytanie, czy wyżej wskazane okresy będą odrębnie dla PDA i właściwych akcji, czy też mają one charakter jednolity. Jak już wskazano, akcje i PDA są odrębnymi przedmiotami stabilizacji, nie zmienia to jednak faktu, iż ze względu na cele instytucji stabilizacji, określone w rozporządzeniu o stabilizacji, oraz w związku z brzmieniem art. 8 tegoż rozporządzenia należy przychylić się do poglądu, iż okresy te mają w istocie charakter jednolity. Przemawia za tym fakt, że w przypadku stabilizacji PDA instrumentami powiązаныmi będą same akcje, co, jak już wskazano, wynika z treści art. 2 pkt 8 lit. e *in fine* rozporządzenia o stabilizacji.

W szczególności, w przypadku IPO, początek okresu, w którym dopuszczalne jest podejmowanie działań stabilizacyjnych, nastąpi z dniem rozpoczęcia obrotu prawami do akcji nowej emisji na rynku regulowanym<sup>23</sup> i będzie trwał przez maksymalnie 30 dni kalendarzowych, wliczając w to dzień rozpoczęcia. W momencie wprowadzenia do obrotu właściwych akcji i zastąpienia nimi PDA, termin do przeprowadzenia stabilizacji nie będzie liczony odrębnie, gdyż przeczyłoby to celom stabilizacji i prowadziłoby do nadmiernej ingerencji w rynkową grę popytu i podaży. Wymaga podkreślenia, że w istocie wahania cen PDA oddają ocenę uczestników rynku co do wartości wprowadzanych akcji, a zatem umożliwienie następczego stabilizowania również akcji byłoby niecelowe i w sensie rynkowym spóźnione. W odniesieniu do wtórnych ofert publicznych, okres, w którym dopuszczalne jest podejmowanie działań stabilizacyjnych, rozpoczyna się z chwilą podania do publicznej wiadomości ceny emisyjnej akcji, a zatem przed rozpoczęciem zapisów na akcje nowej emisji i trwa nie dłużej niż do 30. dnia po dniu przydziału<sup>24</sup>. Ze względu na konieczność sądowej rejestracji podwyższenia kapitału w związku z nową emisją, okres pomiędzy przydziałem a wprowadzeniem akcji do obrotu zazwyczaj przekracza w polskich realiach 30 dni. Należy wskazać, że co do zasady prawa do nowych akcji spółek, których akcje są przedmiotem obrotu giełdowego, są dopuszczone do obrotu giełdowego z upływem dnia otrzymania przez Giełdę od spółki za wiadomienia o dokonanym przydziale akcji<sup>25</sup>. A zatem, w przypadku wtórnej oferty, stabilizacja również będzie dotyczyć przede wszystkim praw do akcji nowej emisji.

---

<sup>22</sup> Zgodnie z art. 8 ust. 3 rozporządzenia o stabilizacji.

<sup>23</sup> A zatem nie z dniem dopuszczenia do obrotu, ale z pierwszym dniem notowań.

<sup>24</sup> Teoretycznie może więc trwać dłużej niż 30 dni.

<sup>25</sup> § 13 Regulaminu Giełdy Papierów Wartościowych S.A. uchwalonego uchwałą Rady Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie nr 1/1110/2006 z dnia 4 stycznia 2006 r. ze zm.



## 7. WARUNKI CENOWE PRZEPROWADZANIA STABILIZACJI

Celem stabilizacji jest zapobieganie negatywnym zjawiskom rynkowym, jednakże powinna ona być jednocześnie możliwie neutralna dla uczestników rynku. W szczególności podejmowanie działań stabilizacyjnych nie może prowadzić do osiągnięcia „nadzwyczajnych” zysków przez inwestorów, podmiot przeprowadzający stabilizację czy też emitenta. Rozporządzenie o stabilizacji w sposób jednoznaczny zakazuje podejmowania, w ramach stabilizacji, działań prowadzących do wzrostu ceny stabilizowanych akcji i innych papierów wartościowych równoważnych akcjom powyżej ceny ofertowej<sup>26</sup>. Cena ofertowa będzie równa cenie emisyjnej akcji objętych ofertą publiczną. Jak już była mowa, stabilizacja w przeważającej części przypadków będzie dotyczyć PDA, a jako takie nie mają one określonej ceny emisyjnej, jednakże jako papiery wartościowe ekwiwalentne właściwym akcjom, stabilizacja PDA nie może prowadzić do wzrostu ich ceny ponad określoną cenę emisyjną właściwych akcji. W związku z brzmieniem rozporządzenia o stabilizacji nie ma w tym przypadku znaczenia „obciążenie” PDA ryzykiem niezarejestrowania podwyższenia kapitału.

## 8. STABILIZACJA POMOCNICZA

Stabilizacja pomocnicza wiąże się z postulatem maksymalnej neutralności działań stabilizacyjnych. Stabilizacja pomocnicza ma dwa podstawowe cele — pozyskanie przez podmiot podejmujący stabilizację środków na podjęcie stabilizacji „właściwej” oraz zapewnienie temu podmiotowi możliwości nieotwierania długich pozycji w stosunku do stabilizowanych papierów wartościowych.

Stabilizacja pomocnicza składa się z dwóch uzupełniających się wzajemnie instytucji: ułatwienia zakupu ponad liczbę objętą ofertą<sup>27</sup> oraz opcji typu *greenshoe*<sup>28</sup>.

Ułatwienie zakupu ponad liczbę objętą ofertą stanowi klauzulę umowną upoważniającą do zatwierdzenia subskrypcji czy też ofert nabycia oferowanych akcji w liczbie przekraczającej pierwotnie oferowaną. Należy przyjąć, że klauzula taka powinna być zawarta w umowie pomiędzy emitentem a podmiotem oferującym akcje, a zatem w szczególności domem maklerskim, który będzie również mógł pełnić funkcję podmiotu stabilizującego. Wskazana wyżej klauzula prowadzi do sytuacji swoistego „nadprzydziału”, w której liczba „zatwierdzonych”, tj. nieobjętych redukcją subskrypcji, przekracza liczbę oferowanych akcji, **a zatem w stosunku do części inwestorów nie następuje przydział akcji, a jedynie powstaje po stronie**

<sup>26</sup> Art. 10 ust. 1 rozporządzenia o stabilizacji.

<sup>27</sup> *Overallotment facility*.

<sup>28</sup> *Greenshoe option*.

**podmiotu oferującego zobowiązanie do ich dostarczenia, tj. sytuacja analogiczna do pozycji krótkiej, zajmowanej przez sprzedającego kontrakt terminowy.** Wynika to z potraktowania części subskrypcji jako oferty nabycia akcji, w przypadku skorzystania przez podmiot oferujący z ułatwienia zakupu ponad liczbę objętą ofertą. Środki pozyskane z „nadprzydziału” pozwalają na sfinansowanie ewentualnych działań stabilizacyjnych podejmowanych przez podmiot stabilizujący, jednocześnie „naprzydział” zapobiega powstaniu, po stronie podmiotu przeprowadzającego stabilizację, długich pozycji w wyniku nabycia stabilizowanych akcji (czy też PDA). Powstanie długich pozycji po stronie podmiotu stabilizującego naruszałoby zasadę maksymalnej neutralności stabilizacji.

„Nadprzydział” może stanowić maksymalnie 20% liczby akcji oferowanych w ramach oferty bazowej<sup>29</sup>, przy czym jedynie 5% mogą stanowić pozycje nieobjęte opcją *greenshoe*.

Zamknięcie krótkich pozycji powstałych w wyniku skorzystania przez podmiot oferujący z klauzuli „nadprzydziału” może nastąpić w dwojaki sposób — poprzez wydanie akcji (czy też PDA) nabytych w wyniku działań stabilizacyjnych lub poprzez wykonanie **opcji typu *greenshoe***<sup>30</sup>.

Koncepcja opcji typu *greenshoe* narodziła się w USA i po raz pierwszy została ona wykorzystana w latach 20. XX w. przez spółkę Green Shoe Manufacturing Company. Rozporządzenie o stabilizacji w art. 2 pkt 14 formułuje, na potrzeby działań stabilizacyjnych, definicję legalną opcji typu *greenshoe* jako „opcję przyznaną przez oferenta na rzecz przedsiębiorstw(–a) inwestycyjnych(–ego) lub instytucji kredytowych(–ej) zaangażowanych w ofertę w celu objęcia zakupów ponad liczbę objętą ofertą, na warunkach, na których takie przedsiębiorstwa(–o) lub instytucje(–a) mogą nabyć pewną ilość właściwych papierów wartościowych po cenie oferowanej przez pewien okres czasu po ofercie właściwych papierów wartościowych”.

Opcja typu *greenshoe* może zostać przyznana przez oferenta na rzecz podmiotu przeprowadzającego stabilizację. Pozwala ona na nabycie, w pewnym czasie po dośściu do skutku oferty publicznej, stabilizowanych akcji, przez podmiot przeprowadzający stabilizację, po cenie równej cenie emisyjnej określonej w związku z ofertą publiczną. Oferentem, w rozumieniu rozporządzenia o stabilizacji, może być w szczególności akcjonariusz emitenta, który objął akcje nowej emisji, albo sam emitent.

Na gruncie polskiego prawa, zastosowanie opcji typu *greenshoe* może budzić pewne wątpliwości, w szczególności ze względu na samą procedurę podwyższenia kapitału zakładowego poprzez emisję nowych akcji. W praktyce opcja typu *greenshoe* będzie mieć postać umowy podmiotu stabilizującego z innym podmiotem zaangażowanym w emisję, który obejmie odpowiednią liczbę akcji nowej emisji

---

<sup>29</sup> Art. 11 pkt a w zw. z art. 11 pkt d rozporządzenia o stabilizacji.

<sup>30</sup> I wydanie pozyskanych w ten sposób akcji.

emitenta, mających być przedmiotem stabilizacji. Umowa ta kreować będzie uprawnienie podmiotu stabilizującego do nabycia wybranej przez ten podmiot liczby akcji nowej emisji emitenta, nie większej niż ta określona w umowie (zgodnie z wymogami rozporządzenia o stabilizacji), po cenie emisyjnej.

Sytuacja, w której to emitent miałby bezpośrednio udzielić opcji typu *green-shoe*, jest niezwykle trudna na gruncie art. 362 k.s.h. Pokrycie przez emitenta opcji typu *greenshoe* poprzez nową emisję jest również wątpliwą konstrukcją, gdyż akcje takiej emisji musiałyby spełniać warunek bycia przedmiotem znaczącej dystrybucji<sup>31</sup>.

Opcja typu *greenshoe* może zostać wykonana jedynie w zakresie, w jakim pokrywa ona krótkie pozycje powstałe w związku z „nadprzydziałem”<sup>32</sup> i może ona stanowić maksymalnie 15% liczby akcji oferowanych w ramach oferty bazowej<sup>33</sup>.

## 9. WARUNKI PODAWANIA DO PUBLICZNEJ WIADOMOŚCI INFORMACJI ODNOSZĄCYCH SIĘ DO STABILIZACJI I STABILIZACJI POMOCNICZEJ

W przypadku ofert publicznych akcji, w odniesieniu do których sporządzany jest prospekt emisyjny<sup>34</sup>, zawieszono stosowanie art. 9 ust. 1 rozporządzenia o stabilizacji. W prospekcie emisyjnym należy zawrzeć następujące informacje:

- a) istnienie możliwości podjęcia stabilizacji, wyraźne wskazanie, że jej podjęcie nie jest pewne, oraz istnienie możliwości jej zakończenia w dowolnym czasie;
- b) fakt, że transakcje stabilizacyjne mają na celu wsparcie ceny rynkowej właściwych papierów wartościowych oraz że mogą skutkować osiągnięciem przez cenę właściwych papierów wartościowych poziomu wyższego niż cena rynkowa, która zostałaby osiągnięta w przypadku nieprzeprowadzenia stabilizacji;
- c) oznaczenie momentu rozpoczęcia i zakończenia okresu, w którym może nastąpić stabilizacja;
- d) oznaczenie podmiotu, który dokonywać może działań stabilizacyjnych;
- e) wskazanie istnienia i maksymalnej wielkości ułatwienia zakupu ponad liczbę objętą ofertą (*overallotment*);
- f) wskazanie istnienia i wielkości opcji typu *greenshoe* oraz określenie okresu wykonywania opcji typu *greenshoe*;

<sup>31</sup> Poza tym konstrukcja taka byłaby raczej niemożliwa ze względu na czas wymagany w związku z koniecznością rejestracji kolejnego podwyższenia kapitału.

<sup>32</sup> Art. 11 pkt c rozporządzenia o stabilizacji.

<sup>33</sup> Art. 11 pkt d rozporządzenia o stabilizacji.

<sup>34</sup> Zgodny z rozporządzeniem Komisji (WE) nr 809/2004 wykonującym dyrektywę 2003/71/WE Parlamentu Europejskiego i Rady w sprawie informacji zawartych w prospektach emisyjnych oraz formy włączenia przez odniesienie i publikacji takich prospektów emisyjnych oraz rozpowszechniania reklam; PL.ES rozdział 06 tom 07 P. 307 — 412; określanym dalej, jako „rozporządzenie prospektowe”.

- g) wszelkie warunki korzystania z ułatwienia zakupu ponad liczbę objętą ofertą (*overallotment*) lub wykonywania opcji typu *greenshoe*;
- h) inne aspekty przeprowadzenia stabilizacji, które mogą mieć znaczenie dla decyzji inwestorów o subskrypcji oferowanych papierów wartościowych.

Podanie powyższych informacji zostało przewidziane w rozporządzeniu prospektowym (pkt 5.2.5 i pkt 6.5 do 6.5.4 załącznika nr 3 do rozporządzenia prospektowego).

Ponadto w ciągu tygodnia od zakończenia okresu stabilizacji następujące informacje muszą zostać odpowiednio podane do publicznej wiadomości przez emitentów, oferentów lub podmioty podejmujące działalność stabilizacyjną, działające lub nie w imieniu tych osób:

- a) fakt podjęcia lub niepodjęcia stabilizacji;
- b) data rozpoczęcia stabilizacji;
- c) data ostatniego pojawienia się stabilizacji;
- d) przedział cenowy, w którego ramach prowadzona była stabilizacja, dla każdej z dat prowadzenia transakcji stabilizacyjnych<sup>35</sup>.

Po stronie emitentów, oferentów i podmiotów przeprowadzających stabilizację istnieje obowiązek ewidencjonowania transakcji stabilizacyjnych<sup>36</sup>.

Wykonanie opcji *greenshoe* również musi zostać niezwłocznie podane do publicznej wiadomości<sup>37</sup>.

## 10. WNIOSKI

Wymaga wskazania, że instytucja stabilizacji jest swoistym *novum*, nie spełniają bowiem takiej roli w szczególności działania animatorów rynku i animatorów emitenta<sup>38</sup>. Animatorzy rynku działający na podstawie umowy zawartej z Giełdą co do zasady składają zlecenia kupna i sprzedaży danego instrumentu finansowego celem wspomaganego jego płynności, a zatem **nie celem zapewnienia wsparcia dla ich kursu**. Animatorzy emitenta także składają zlecenia kupna i sprzedaży, celem wspomaganego płynności instrumentu finansowego, działając na podstawie odpowiednio notyfikowanej Giełdzie umowy z emitentem, również ich działanie nie jest i nie może być skierowane na kształtowanie ceny danego instrumentu finansowego.

Uwzględnienie instytucji stabilizacji w przypadku przeprowadzania nowych ofert publicznych akcji, skierowanych na rynek regulowany, może stanowić skuteczną zachętę dla emitentów, znacznie zwiększając atrakcyjność tego rodzaju sposobu pozyskiwania funduszy.

---

<sup>35</sup> Art. 9 ust. 3 rozporządzenia o stabilizacji.

<sup>36</sup> Art. 9 ust. 4 rozporządzenia o stabilizacji.

<sup>37</sup> Art. 11 pkt f rozporządzenia o stabilizacji.

<sup>38</sup> Odpowiednio w rozumieniu § 81 i § 88 regulaminu Giełdy Papierów Wartościowych, uchwalonego uchwałą Rady Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie nr 1/1110/2006 z dnia 4 stycznia 2006 r. ze zm.

W dużej mierze popularność tego rozwiązania zależy od interpretacji Komisji Nadzoru Finansowego, która dokonując badania prospektów emisyjnych będzie zmuszona dokonać wykładni pojęcia „znacznej dystrybucji” w kontekście realiów polskiego rynku giełdowego. Zastosowanie restrykcyjnego podejścia spowoduje, iż stabilizacja będzie mogła znaleźć zastosowanie jedynie w przypadku nielicznych ofert publicznych, co, jak się wydaje, nie byłoby korzystne dla inwestorów. W okresie słabnącej koniunktury, instytucja stabilizacji może stanowić skuteczną zachętę dla potencjalnych emitentów, jak również inwestorów.