

K

Kiedy zgłosić zamiar koncentracji? O wybranych problemach prawnych obligatariuszy obligacji zamiennych z perspektywy prawa kontroli koncentracji

A

Spis treści

- I. Obligacje zamienne – perspektywa prawna
- II. Obligacje zamienne – perspektywa ekonomiczna
- III. Obowiązek zgłoszenia zamiaru koncentracji przez obligatariusza obligacji zamiennych
- IV. Wyłączenia spod obowiązku zgłoszenia zamiaru koncentracji przez obligatariusza obligacji zamiennych
- V. Zgłoszenie zamiaru koncentracji
- VI. Wnioski

R

Streszczenie

Istotnym zagadnieniem prawnym, które zostało podjęte w artykule jest obowiązek zgłoszenia zamiaru koncentracji leżący po stronie obligatariusza (ewentualnie wspólnie obligatariuszy) obligacji zamiennych w świetle przepisów ustawy z dnia 29 czerwca 1995 r. o obligacjach oraz ustawy z dnia 16 lutego 2007 r. o ochronie konkurencji i konsumentów. Dotychczas obowiązki administracyjnoprawne z zakresu prawa kontroli koncentracji (czy też, prawidłowo ujmując, nadzoru nad koncentracjami), wynikające z realizacji prawa zamiany inkorporowanego w obligacjach zamiennych, nie były przedmiotem rozważań w piśmiennictwie. Należy się jednak spodziewać, że wraz z upowszechnieniem i zwiększeniem popularności emisji obligacji zamiennych, kwestie: „momentu” zgłoszenia zamiaru koncentracji oraz skutki jego braku mogą mieć istotne znaczenie dla prawidłowej realizacji uprawnień obligatariuszy tych instrumentów hybrydowych. W pierwszej kolejności warto przybliżyć charakterystykę prawną oraz ekonomiczną obligacji zamiennych. Po wtóre, wskazać źródło obowiązku obligatariuszy w zakresie zgłoszenia zamiaru koncentracji Prezesowi Urzędu Ochrony Konkurencji i Konsumentów. Wreszcie, należy się zastanowić nad prawidłowością rozwiązań prawnych w kontekście „praktycznych” aspektów związanych z konwersją obligacji zamiennych na akcje dokonywaną przez obligatariuszy.

Słowa kluczowe: prawo konkurencji; zmiany w prawie konkurencji; zamiar koncentracji; nadzór nad koncentracjami; obligacje zamienne; instrumenty hybrydowe.

* LL.M. (Maurer School of Law, Indiana University) – prawnik, doktorant w Szkole Głównej Handlowej (ekonomia), doktorant z wolnej stopy na Uniwersytecie Warszawskim (prawo); e-mail: szymonsyp@gmail.com

I. Obligacje zamienne – perspektywa prawna

Prawidłowa analiza prawnych aspektów związanych ze zgłoszeniem zamiaru koncentracji przez obligatariuszy obligacji zamiennych wymaga najpierw przybliżenia natury jurystycznej tych instrumentów finansowych, papierów wartościowych. Zgodnie z art. 20 w zw. z art. 24 ust. 4 oraz w zw. z art. 4 ustawy o obligacjach¹ możliwe jest zbudowanie definicji legalnej obligacji zamiennych, zgodnie z którą są to papiery wartościowe emitowane w serii, w których emitent stwierdza, że jest dłużnikiem właściciela obligacji (tj. obligatariusza) i zobowiązuje się wobec niego do spełnienia świadczenia niepieniężnego, polegającego na przyznaniu mu uprawnienia do objęcia akcji emitowanych przez emitenta w zamian za te obligacje (opcja² zamiany) lub w braku skorzystania przez obligatariusza z opcji zamiany do spełnienia świadczenia pieniężnego. Przy czym, w razie opóźnienia emitenta w spełnieniu świadczenia niepieniężnego, na żądanie obligatariusza następuje automatyczne przekształcenie świadczenia niepieniężnego w świadczenie pieniężne (zasady przeliczania wartości świadczenia niepieniężnego na pieniężne zawarte są w dokumencie obligacji zamiennej tudzież warunkach ich emisji). Z tak sformułowanej definicji legalnej wyróżnić można cztery podstawowe cechy obligacji zamiennej, w tym trzy, które wykazują wszystkie obligacje. I. Weiss wskazuje, że definicja legalna obligacji zamiennej (jak każdej obligacji) wykazuje trzy podstawowe cechy, tj.: obligacja jest papierem wartościowym³, prawa ucieleśnione w obligacji zamiennej stanowią wierzytelności, obligacja emitowana jest w serii, co powoduje określone konsekwencje prawne⁴. Istotną cechą wyróżniającą (szczególną) obligacji zamiennej jest inkorporowana w niej opcja zamiany na akcje emitenta wystawiona przez emitenta na rzecz obligatariusza⁵. W świetle ustawy o obligacjach jasne jest, iż opcja zamiany jest świadczeniem wtórnym (ale nie ubocznym). Po pierwsze, opcja konwersji jest jedynie uprawnieniem obligatariusza, z którego może a nie musi skorzystać. Po drugie, zawsze brak skorzystania z opcji konwersji przez obligatariusza powoduje po stronie emitenta konieczność wykupu obligacji zamiennych poprzez spełnienie świadczenia pieniężnego jako świadczenia głównego (na co wskazuje *expressis verbis* art. 24 ust. 1 ustawy o obligacjach). Po trzecie, jakiegokolwiek opóźnienie w spełnieniu świadczenia niepieniężnego, automatyzuje uprawnienie na rzecz obligatariusza żądania przekształcenia tego świadczenia w świadczenie pieniężne. Konsekwentnie należy przyjąć, że obligacja zamienna inkorporuje świadczenie pieniężne lub świadczenie niepieniężne (nigdy zaś wyłącznie świadczenie niepieniężne). Dodać przy tym należy, że emitent może również (a w praktyce przeważnie to czyni) inkorporować jako element obligacji zamiennej świadczenia uboczne (oprocentowanie) wypłacane na rzecz obligatariusza. Przy tym należy podkreślić, że opcja zamiany leżąca po stronie obligatariusza jest

¹ Ustawa z dnia 29 czerwca 1995 r. o obligacjach (Dz.U. z 1995 r. Nr 83, poz. 420 z późn. zm.).

² Za A. Chłopeckim opcję zdefiniować można jako „umowę, roszczenie lub uprawnienie prawnokształtujące, w wyniku realizacji którego osoba uprawniona realizuje swój interes ekonomiczny polegający na zbyciu lub nabyciu danego instrumentu bazowego po z góry określonej w umowie opcyjnej cenie”. Za: A. Chłopecki, *Opcje i transakcje terminowe*, Dom Wydawniczy „ABC”, Warszawa 2001, s. 17.

³ Warto dodać, że w odniesieniu do art. 921⁶ kodeksu cywilnego można za M. Michalskim przyjąć, że relacja pomiędzy prawem a nośnikiem w przypadku obligacji (jako papieru wartościowego) jest taka, że przesłanką wykonania prawa (jego realizacji) jest posiadanie dokumentu (szerzej: nośnika prawa). Por. M. Michalski, *Dojście emisji papierów wartościowych do skutku na przykładzie emisji obligacji*, Zeszyty Prawnicze UKSD 11.2 (2011), Warszawa, s. 14–16 (Autor rozwijając wspomnianą myśl twierdzi: „Tak ścisły związek między nośnikiem a prawem powoduje – w ujęciu normatywnym – ten skutek, że chociaż wartość nośnika nie jest, co do zasady, wartością samą w sobie, jednak uzyskuje on wartość ucieleśnionego prawa majątkowego. Można zatem powiedzieć, że ucieleśnienie prawa w dokumencie, nadaje temu pierwszemu walor fizyczny, przez co podlega ono, w sferze obrotu prawnego, reżimowi prawnorzeczowemu, czyli właściwemu rzeczom”). Jak się jednak wydaje *in concreto* uwagi M. Michalskiego dotyczą obligacji na okaziciela, w przypadku bowiem obligacji imiennych, to dokument „idzie za prawem”.

⁴ Por. I. Weiss, *Obligacje*, [w:] A. Szumański (red.), *System Prawa Prywatnego, Prawo papierów wartościowych*, T. 19, C.H. BECK, Warszawa 2006, s. 374.

⁵ Dlatego też obligacje zamienne kwalifikowane są jako papiery wartościowe konwersyjne, tj. takie, które posiadają zdolność zamiany na inny typ papieru wartościowego. Por. M. Romanowski, *Zagadnienia ogólne papierów wartościowych*, [w:] A. Szumański (red.), *System Prawa Prywatnego, Prawo papierów wartościowych*, T. 18, C.H. BECK, wyd. 2, Warszawa 2010, s. 88 i n.

tylko jego uprawnieniem, a nie obowiązkiem, natomiast zawsze obligatariuszowi przysługuje świadczenie pieniężne mające charakter pierwotny. Jak słusznie bowiem twierdzi J. Kropiwnicki, „brak realizacji prawa do świadczenia niepieniężnego w określonym terminie nie może bowiem doprowadzić do całkowitej utraty uprawnień z tytułu posiadania obligacji zamiennej”⁶. W świetle art. 20 ust. 4 pkt 2) oraz art. 20 ust. 6 pkt 2) ustawy o obligacjach definicja legalna obligacji zamiennej ulega jednakże dalszemu zawężeniu. Mianowicie, najpóźniej w momencie podjęcia uchwały o emisji obligacji zamiennych, emitent powinien wskazać ogólnie sposób przeliczenia obligacji na akcje jako konkretyzację opcji konwersji⁷. Należy przez to rozumieć, iż opcja konwersji obligacji zamiennych na akcje jest z góry określona (zawiera współczynnik konwersji i cenę konwersji) w sposób szczegółowy w warunkach emisji obligacji zamiennych (tutaj w dokumencie obligacji zamiennych)⁸.

Przedstawiciele doktryny prawniczej formułują różne definicje obligacji zamiennej. Przykładowo, M. Grasela definiuje obligację zamienną jako papier wartościowy, emitowany przez spółkę akcyjną, inkorporujący zobowiązanie emitenta do spełnienia na rzecz obligatariusza jednego z dwóch alternatywnych świadczeń: pieniężnego (tj. zapłatę kwoty nominalnej obligacji, zwykle wraz z należnymi odsetkami) lub niepieniężnego, czyli zamiany obligacji na akcje⁹. Podobnie A. Bartnik wskazuje, że w przypadku obligacji zamiennej emitent zobowiązuje się na żądanie obligatariusza, zgłoszone w określonym terminie, do spełnienia na jego rzecz świadczenia niepieniężnego polegającego na zamianie obligacji na akcje spółki będącej emitentem tych obligacji (prawo zamiany) lub w razie nieskorzystania przez obligatariusza z prawa zamiany do spełnienia świadczenia pieniężnego¹⁰.

W doktrynie wskazuje się także inną podobną definicję, zgodnie z którą obligacja zamienna jest to papier wartościowy emitowany w serii, w którym emitent stwierdza, że jest dłużnikiem obligatariusza oraz zobowiązuje się na żądanie obligatariusza, zgłoszone w określonym terminie, do spełnienia na jego rzecz świadczenia niepieniężnego polegającego na zamianie obligacji na akcje lub w razie nieskorzystania przez obligatariusza z prawa zamiany do spełnienia świadczenia pieniężnego¹¹. Taka definicja wysuwa na pierwszy plan cechę charakterystyczną obligacji zamiennej, a więc możliwość, uprawnienie leżące po stronie obligatariusza do dokonania zamiany (konwersji) na akcje emitenta, nadając jej jednak, moim zdaniem nieprawidłowo, priorytetowy charakter. Jak słusznie stwierdza bowiem L. Sobolewski, polski ustawodawca ukształtował świadczenie niepieniężne wynikające z obligacji zamiennej jako w pewnym sensie wtórne w stosunku do świadczenia pieniężnego¹². Wybór świadczenia inkorporowanego w obligacjach zamiennych

⁶ Por. J. Kropiwnicki, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, wyd. 1, LexisNexis, Warszawa 2010, s. 72.

⁷ Tak art. 20 ust. 4 ustawy o obligacjach.

⁸ Por. art. 20 ust. 6 ustawy o obligacjach oraz art. 20 ust. 6 w zw. z art. 5 ustawy o obligacjach.

⁹ Por. M. Grasela, *Obligacje zamienne na akcje*, Dom Wydawniczy „Ostoja”, Kraków 1999, s. 18. Należy dodać, że definicja została przez tę autorkę sformułowana na gruncie uprzedniego stanu prawnego. Obecnie emitentem obligacji zamiennych może być również spółka komandytowo-akcyjna. Podobną definicję prezentują: J. Kropiwnicki, *Ustawa o obligacjach...*, s. 71; L. Gasiński, [w:] J. Okolski (red.), *Prawo handlowe*, wyd. 2, Oficyna a Wolters Kluwer business, Warszawa 2008, s. 532. Zob. również szerzej: Z. Bielecka, M. Wierzbowski, *Papiery dłużne – zagadnienia praktyczne*, Wydawnictwo Parkiet, Warszawa 1998, s. 46 i n.

¹⁰ Por. A. Bartnik, *Obligacje zamienne i obligacje z prawem pierwszeństwa*, Lege Artis, Kraków 1998, s. 15.

¹¹ Tak: M. Romanowski, *Uchwała o emisji obligacji zamiennych*, PPH 1997, nr 3, s. 23. Podobnie: M. Romanowski, *Obligacja zamienna a charakter prawny wkładu w spółce akcyjnej*, PiP 1997, nr 9, s. 59. Autor ten podkreśla, że prawo zamiany dotyczy akcji spółki będącej emitentem obligacji zamiennych. W innym artykule, ten sam autor stwierdza, że obligacja zamienna to papier wartościowy emitowany w serii, w którym emitent stwierdza, że jest dłużnikiem obligatariusza i zobowiązuje się wobec niego do spełnienia określonego świadczenia (wykupu obligacji). Por. M. Romanowski, *Wartość obligacji zamiennej*, PPH 1997, nr 4, s. 25.

¹² L. Sobolewski, *Obligacje zamienne – nowy instrument na rynku kapitałowym (wybrane problemy emisji, konwersji i obrotu)*, PPH 1997, nr 2, s. 2. Autor ten słusznie wskazuje za podstawę takiego stanowiska art. 24 ust. 4 ustawy o obligacjach, zgodnie z którym jeśli emitent zobowiązał się do spełnienia świadczenia niepieniężnego, w razie opóźnienia, na żądanie obligatariusza następuje przekształcenie świadczenia w świadczenie pieniężne.

należy do obligatariusza¹³. Cechą zasadniczą, lecz wtórną, obligacji zamiennych jest przeto, przyznanie obligatariuszowi prawa dokonania zamiany posiadanych przez niego obligacji na akcje spółki będącej emitentem tych obligacji (innymi słowy: prawo do objęcia akcji emitowanych przez emitenta w zamian za obligacje zamienne)¹⁴. Prawo obligatariusza do dokonania zamiany należy odróżnić od obowiązku dokonania zamiany, który jako taki na obligatariuszu nie ciąży¹⁵. Modelowa definicja obligacji zamiennej w prawie polskim powinna być ujęta nieco inaczej, jako taki papier wartościowy emitowany w serii, na podstawie którego emitent (spółka akcyjna albo spółka komandytowo-akcyjna prowadząca działalność gospodarczą) zobowiązuje się do spełnienia względem i na żądanie obligatariusza jednego z dwóch alternatywnych świadczeń: pieniężnego (tj. świadczenia polegającego na zapłacie należności głównej wraz z ewentualnymi należnościami ubocznymi) lub niepieniężnego (tj. polegającego na zamianie obligacji na akcje emitenta zgodnie z precyzyjnie ujętym parytetem zamiany)¹⁶. Warto już w tym miejscu zauważyć, że zgodnie z tą definicją świadczenie, do jakiego w rezultacie emisji obligacji zamiennych zobowiązuje się emitent, jest świadczeniem mieszanym.

II. Obligacje zamienne – perspektywa ekonomiczna

W ramach finansowania przedsiębiorstw podejmowane są próby wszechstronnego wyjaśnienia fenomenu obligacji zamiennych¹⁷. Badania koncentrują się wokół efektywności obligacji zamiennych zarówno z punktu widzenia ich emitenta, jak i inwestorów, z pewnym zastrzeżeniem, które należy w tym miejscu poczynić. Otóż badania dotyczą zasadniczo emisji obligacji zamiennych przez spółki publiczne w ramach ofert publicznych czy szerzej emisji publicznych. Z perspektywy dalszych rozważań interesująca wydaje się tzw. teoria problemów finansowych, którą rozwinął J. Stein¹⁸. Bazuje ona na koncepcji hierarchicznego uporządkowania (*pecking order*)¹⁹, zgodnie z którą „dobre” przedsiębiorstwa pożyczają (finansują działalność długiem), podczas gdy „złe” przedsiębiorstwa emitują akcje. W konsekwencji, średnie przedsiębiorstwa emitują obligacje zamienne, ponieważ obawiają się problemów finansowych (np. bankructwa). Średnie przedsiębiorstwa obawiają się negatywnych implikacji (skutków) rynkowych w przypadku emisji akcji (uznania, że przedsiębiorstwo jest „złe”). Wybór emisji zwykłych obligacji jest również niekorzystny ze względu na koszty związane z problemami finansowymi (np. upadłością)²⁰. Innymi słowy, J. Stein twierdzi, że obligacje zamienne są wykorzystywane przez „średnie” przedsiębiorstwa w celu uniknięcia zarówno negatywnej reakcji rynku kapitałowego w przypadku, gdyby zdecydowały się na emisję akcji, jak również ryzyka upadłości (w sensie ekonomicznym – bankructwa) w przypadku emisji

¹³ Tak: M. Romanowski, *Wartość obligacji zamiennej*, PPH 1997, nr 4, s. 25; J. Kropiwnicki, *Ustawa o obligacjach...*, s. 17 i 18.

¹⁴ Tak: L. Lipiec-Warzecha, *Ustawa o obligacjach. Komentarz*, Wolters Kluwer Polska, Warszawa 2010, s. 234.

¹⁵ Tak: L. Sobolewski, *Obligacje zamienne – nowy instrument na rynku kapitałowym (wybrane problemy emisji, konwersji i obrotu)*, PPH 1997, nr 2, s. 2.

¹⁶ Warto pamiętać o rozróżnieniu pomiędzy obligacjami zamiennymi oraz obligacjami z prawem pierwszeństwa. Te drugie inkorporują oprócz świadczenia pieniężnego również świadczenie niepieniężne, które uprawnia obligatariusza do zaoferowania emitowanych w przyszłości akcji spółki będącej emitentem obligacji z prawem pierwszeństwa z wyłączeniem dotychczasowych akcjonariuszy od prawa poboru. Zob. art. 22 ustawy o obligacjach.

¹⁷ Także w Polsce przedmiotem badań są wybrane aspekty związane z obligacjami zamiennymi w ramach finansowania przedsiębiorstw, lecz badane są zazwyczaj emisje obligacji zamiennych w USA. Por. przykładowo: K. Daszyńska-Żygadło, J. Marszałek, *Analiza pojemności zadłużeniowej emitentów obligacji zamiennych*, [w:] D. Zarzecki (red.), *Zarządzanie Finansami – Mierzenie wyników przedsiębiorstw i ocena efektywności inwestycji*, Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego, Nr 760, Finanse, Rynki Finansowe, Ubezpieczenia Nr 59, Wydawnictwo Naukowe Uniwersytetu Szczecińskiego Szczecin 2013, ss. 81–94.

¹⁸ J.C. Stein, *Convertible Bonds as Backdoor Equity Financing*, „Journal of Financial Economics” 1992, Vol. 32(3).

¹⁹ Por. szerzej: M.Z. Frank, V.K. Goyal, *Testing the Pecking Order Theory of Capital Structure*, „Journal of Financial Economics” 2003, Vol. 67(217).

²⁰ J.C. Stein, *Convertible Bonds as...*, s. 7 i n.

zwykłego długu (finansowania dłużnego)²¹. George W. Dent podkreśla trzy istotne konsekwencje wynikające z teorii J. Steina. Po pierwsze, obligacje zamienne są uważane przez zarządzających przedsiębiorstwami jako tylne drzwi (zabezpieczenie) emisji akcji (zebrania kapitału akcyjnego) (*backdoor equity*)²². Po drugie, obligacje zamienne są szczególnie wartościowe dla przedsiębiorstw charakteryzujących się znaczącą asymetrią informacji oraz takich, które mogą ponieść duże koszty (straty), gdyby dodały więcej długu do swoich struktur kapitałowych²³. Po trzecie, emisja obligacji zamiennych nie ma takiego negatywnego wpływu na cenę akcji przedsiębiorstwa, jak emisja akcji²⁴. Teoria J. Steina jest również krytykowana przez wspomnianego Denta, który zauważa m.in., że J. Stein zaprzecza własnym założeniom, na których teoria bazuje²⁵. Jednocześnie Dent, zmieniając niektóre z założeń Steina, próbuje ulepszyć teorię problemów finansowych. Mimo to, jak stwierdza, nawet zrewidowana teoria problemów finansowych nie wyjaśnia wykorzystania obligacji zamiennych przez przedsiębiorstwa na rynku kapitałowym.

Generalnie należy stwierdzić, że teorie formułowane w ramach finansowania przedsiębiorstw, jakkolwiek wartościowe, nie wyjaśniają przekonująco i w sposób generalny (ogólny) wykorzystania obligacji zamiennych przez emitentów i inwestorów²⁶ w finansowaniu przedsiębiorstw. Mimo prób czynionych przez ekonomistów finansowych, nie udało im się stworzyć koherentnej teorii wyjaśniającej w sposób przekonujący wykorzystanie obligacji zamiennych jako źródła finansowania przedsiębiorstw. Co więcej, wydaje się, że z uwagi na fakt, iż rola obligacji zamiennych jest różnorodna i złożona – uniemożliwia to stworzenie jednej, kompleksowej teorii wyjaśniającej ich efektywność z punktu widzenia zarówno emitentów, jak i inwestorów. Czynniki, które decydują o emisji należy odnieść do konkretnego emitenta i konkretnych inwestorów^{27,28}. Niemniej w kontekście dalszych rozważań koncepcja wykorzystywania obligacji zamiennych jako pośredniego zebrania kapitału akcyjnego jest warta uwagi. Wskazuje ona bowiem, że obligacje zamienne stanowić mogą dla obligatariuszy środek prawny, za pomocą którego mogą oni zostać akcjonariuszami i uzyskać wpływ na emitenta obligacji zamiennych, a nawet przejąć nad nim kontrolę. Słusznie więc twierdzi się, że obligacje zamienne mogą być wykorzystywane w procesach przejęć (*acquisitions*)²⁹.

Finalnie godzi się zauważyć, że przyczyną lokaty wolnych środków przez inwestorów w obligacje zamienne jest z reguły perspektywa przyszłych zysków kapitałowych wynikających z możliwości dokonania konwersji na akcje emitenta, jeśli ich cena rynkowa pójdzie w górę³⁰.

²¹ Ibidem, s. 19.

²² Stein argumentuje to dowodami empirycznymi zgodnie z którymi faktycznie aż dwie trzecie wyemitowanych obligacji zamiennych finalnie jest zamienianych na akcje. Por. J. Stein, *Convertible Bonds as...*, s. 12 i n.

²³ Por. ibidem, ss. 13–14.

²⁴ Por. ibidem, ss. 15–17. Jednak badania empiryczne przeprowadzone w latach 80. XX w. wskazują, że emisja obligacji zamiennych ma negatywny wpływ na cenę akcji przedsiębiorstwa – emitenta. Zob. szerzej: L.Y. Dann, W.H. Mikkelson, *Convertible Debt Issuance, Capital Structure Change and Financing-Related Information*, „The Journal of Financial Economics” 1984, Vol. 13(157), s. 184. Por. również: B. Espen Eckbo, *Valuation Effects of Corporate Debt Offerings*, 16 „The Journal of Financial Economics” 1986, Vol. 16(119), s. 149.

²⁵ Zob. G.W. Dent, Jr., *The Role of Convertible Securities in Corporate Finance*, 21 „The Journal of Corporation Law” 1996, Vol. 21(241), s. 248.

²⁶ Tak G.W. Dent, Jr., *The Role of Convertible...*, s. 250 i n., który twierdzi, że potrzebna jest nowa teoria bardziej złożona i szczegółowa niż cztery proponowane w literaturze. Niemniej dodać należy, że autor nie proponuje nowej teorii.

²⁷ Por. ibidem, s. 243.

²⁸ Na marginesie warto zauważyć, że jako wyjaśnienie emitowania obligacji zamiennych podaje się, że inkorporowana w obligacjach zamiennych opcja konwersji jest tzw. słodzikiem (*sweetener*), a dla emitenta obligacja zamienna stanowi finansowanie dłużne. Innymi słowy, opcja konwersji stanowi „słodzik”, który umożliwia emitentowi zaoferowanie inwestorom niższego oprocentowania w warunkach emisji obligacji zamiennych. Por. szerzej: W.A. Klein, *The Convertible Bond: A Peculiar Package*, 123 „University of Pennsylvania Law Review” 1975, Vol. 123(547), ss. 556–559.

²⁹ Zob. J. Finnerty, J. Jiao, A. Yan, *Convertible securities in merger transactions*. Pobrano z: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=891576 (30.1.2014).

³⁰ Por. E. Faerber, *Wszystko o obligacjach*, Wydawnictwo WIG – Press, Warszawa 1996, s. 141.

Wspomniane zyski wynikają dla inwestorów z różnicy wartości kursu rynkowego akcji w momencie wykonania prawa zamiany obligacji do wartości kursu akcji, po której konwersja ma nastąpić (ustalonej w dokumencie obligacji albo warunkach emisji)³¹. Atrakcyjność obligacji zamiennych wynika więc z możliwości dokonania konwersji, natomiast brak jej wykonania przez posiadacza obligacji, spowoduje, że uzyska on niższe dochody (w wyniku wypłaty przez emitenta należności ubocznych) aniżeli uzyskałby, lokując swoje środki finansowe w np. obligacje zwykłe³². W Polsce można zauważyć stosunkowo małe zainteresowanie obligacjami zamiennymi³³. Wyjaśnić to można przede wszystkim stosunkowo „krótką historią” tego papieru wartościowego (faktycznie możliwość jego emisji umożliwiła dopiero ustawa o obligacjach) oraz złożonością jego konstrukcji prawnej w porównaniu do obligacji tradycyjnych.

III. Obowiązek zgłoszenia zamiaru koncentracji przez obligatariusza

Stosunkowo niewiele miejsca poświęca polska doktryna zagadnieniu obowiązków obligatariuszy wynikających z prawa ochrony konkurencji³⁴, *in concreto* prawa kontroli koncentracji³⁵ (w zakresie wymogu zgłoszenia zamiaru koncentracji³⁶). Dlatego też warto przybliżyć przedmiotowe zagadnienie, ograniczając się przy tym do takich kwestii prawnych, jak: podmiot (obligatariusz lub emitent), na którym spoczywa obowiązek zgłoszenia zamiaru koncentracji, rodzaje możliwych koncentracji z udziałem obligatariusza oraz emitenta, moment zgłoszenia zamiaru koncentracji oraz

³¹ A. Bartnik, *Obligacje zamienne i obligacje...*, s. 112.

³² *Ibidem*, s. 112; E. Faerber, *Wszystko o obligacjach...*, s. 141 i n. Obligacje zwykłe (tradycyjne) to obligacje opiewające wyłączenia na świadczenia pieniężne.

³³ W Polsce, pierwsze emisje tego papieru wartościowego nastąpiły już w 1996 r. Pierwszą spółką, która zdecydowała się na emisję obligacji zamiennych była Optimus Spółka Akcyjna. W 1997 r. wiele przedsiębiorstw zdecydowało się na przeprowadzenie emisji obligacji zamiennych, co świadczyć może o szybkim rozwoju i znaczącej popularności polskiego rynku papierów wartościowych o charakterze dłużnym w postaci obligacji zamiennych. Jak wskazywano wówczas w literaturze przedmiotu – zaletą dokonania emisji obligacji zamiennych dla emitenta względem emisji innych instrumentów finansowych (np. akcji czy obligacji tradycyjnych) był niższy koszt aniżeli koszt pozyskania kapitału (względem emisji akcji) oraz niższy koszt obsługi zadłużenia (względem emisji obligacji tradycyjnych). Natomiast podstawową korzyścią dla obligatariuszy obligacji zamiennych stanowiło połączenie inwestycji w papier wartościowy, który gwarantuje zwrot zaangażowanego kapitału wraz z niewielkimi odsetkami oraz możliwość inwestycji w akcje emitenta, a więc perspektywę osiągnięcia zysku wynikającego z dokonania konwersji obligacji na akcje emitenta. Początkowy *boom* na obligacje zamienne uległ jednak dość szybko znaczącemu wyhamowaniu. Por. S. Antkiewicz, *Obligacje jako instrumenty finansowania przedsiębiorstw*, [w:] R. Orłowska (red.), *Wybrane problemy współczesnej gospodarki rynkowej*, Studia i Materiały Master of Business Administration Uniwersytetu Gdańskiego, Nr 2, Sopot 2003, s. 13, według którego: „Na uwagę zasługują znaczne zmiany na rynku tych papierów wartościowych w latach 1999–2000. Można powiedzieć, że rok 1999 był końcem dominacji emisji obligacji zamiennych nad tradycyjnymi. Przeprowadzone przez D. Pasińską badania empiryczne wykazały, że w latach 1996–2007 jedynie u 27 emitentów obligacji zamiennych (spółek notowanych na GPW) doszło do konwersji obligacji na akcje (brak danych o rzeczywistej ilości emitentów obligacji zamiennych w przedmiotowym przedziale czasowym). Niemniej sama liczba określająca dokonane konwersje obligacji zamiennych na akcje jest wyjątkowo niska. Co bardziej znaczące, D. Pasińska przeprowadziła również badania dotyczące rozmiarów emisji obligacji zamiennych emitowanych przez spółki akcyjne notowane na GPW w latach 2001–2009. Wyniki badań wykazały, że jedynie w latach 2001–2004, 2006 i 2009 badane spółki wyemitowały obligacje zamienne (brak emisji w latach 2005, 2007 oraz 2008). Łącznie zanotowano 16 emisji (7 emisji publicznych oraz 9 emisji niepublicznych), co nie daje nawet średniej 2 emisji obligacji zamiennych na rok. Por. M. Romanowski, *Nowelizacja ustawy o obligacjach*, PPH 1997, nr 11, s. 1. Por. również: D. Pasińska, *Emisje obligacji zamiennych na akcje w spółkach notowanych na GPW w Warszawie w latach 2001–2009*, *Acta Universitatis Lodzianis, Folia Oeconomica*, 2011, Nr 256, s. 141; D. Pasińska, *Reakcja rynku kapitałowego na ogłoszenie zamiaru emisji obligacji zamiennych na akcje publicznych spółek w Polsce*, *Acta Universitatis Lodzianis, Folia Oeconomica*, 2010, Nr 236, s. 74.

³⁴ W prawie polskim zagadnienia dotyczące konkurencji zostały uregulowane w ustawie o ochronie konkurencji i konsumentów (Ustawa z dnia 16 lutego 2007 r. o ochronie konkurencji i konsumentów; Dz.U. z 2007 r., Nr 50, poz. 331, z późn. zm.). Interpretacja przepisów ustawy, która nie posiada waloru powszechnie pobowiązującego prawa, została ujęta w ramach: 1) Wyjaśnień Prezesa UOKiK w sprawie kryteriów i procedury zgłaszania koncentracji przedsiębiorców z października 2010 r. (dalej: Wyjaśnienia); 2) Wyjaśnień dotyczących oceny przez Prezesa UOKiK zgłaszanych koncentracji z czerwca 2012 r. Wersje elektroniczne wyjaśnień dostępne są na stronie internetowej UOKiK. Zob. jednak interesujący artykuł M. Dyl, R. Stankiewicz, *Przejęcie wspólnej kontroli nad przedsiębiorcą jako przesłanka zgłoszenia zamiaru koncentracji Prezesowi UOKiK*, PPH 2013, nr 4, w którym autorzy szeroko analizują art. 98 ustawy o ochronie konkurencji i konsumentów w ramach rynku kapitałowego. Na gruncie uprzednio obowiązującej ustawy o ochronie konkurencji i konsumentów warty uwagi jest artykuł M. Bychowskiej, *Nabywanie kwitów depozytowych w świetle uregulowań dotyczących kontroli koncentracji zawartych w ustawie o ochronie konkurencji i konsumentów*, Pr. Spółek 2003, nr 5, który dotyczył jednak kwitów depozytowych.

³⁵ Sformułowanie prawo kontroli jest w prawie polskim szeroko przyjęte, chociaż jak słusznie zwraca się w literaturze nieścisłe. Chodzi bowiem raczej o nadzór nad koncentracjami jako przykład nadzoru administracyjnoprawnego, którą cechuje możliwość ochrony prawnej pewnych dóbr. Por. szerzej: J. Olszewski, *Nadzór nad koncentracją przedsiębiorców jako forma prewencyjnej ochrony konkurencji*, Wydawnictwo Uniwersytetu Rzeszowskiego, Rzeszów 2004, s. 56 (autor używa pojęcia „nadzór prewencyjny w zakresie koncentracji”); M. Wierzbowski, K. Karasiewicz, R. Stankiewicz, *Kontrola koncentracji przedsiębiorców*, SPP 2012, nr 2, s. 7 i n.

³⁶ Art. 13 w zw. z art. 94 ustawy o ochronie konkurencji i konsumentów.

moment dokonania koncentracji³⁷. Punkt wyjścia do rozważań w tym względzie stanowią muszą dwie kwestie prawne wynikające z ustawy o obligacjach³⁸. Po pierwsze, obligatariusze obligacji zamiennych posiadają uprawnienia do zamiany obligacji na akcje emitenta, *ergo* zasygnalizować należy, że możliwe jest, teoretycznie ujmując, przejęcie kontroli przez wyłącznie jednego obligatariusza (ewentualnie wspólnie przez obligatariuszy)³⁹. Po drugie, zgodnie z dyspozycją art. 20 ust. 6 pkt 4) ustawy o obligacjach, emitent obligacji zamiennych obowiązany jest w warunkach emisji określić szczegółowo informację o obowiązku zgłoszenia przez obligatariuszy Prezesowi UOKiK zamiaru nabycia akcji w drodze zamiany obligacji na akcje oraz skutkach jego niedopełnienia, wynikających z właściwych przepisów prawa⁴⁰. Konsekwentnie, podkreślić należy, że wykonywanie (realizacja) praw inkorporowanych w obligacjach zamiennych uzależnione może być od decyzji Prezesa UOKiK jako organu mogącego oddziaływać na wykonywanie przedmiotowych uprawnień przez obligatariuszy obligacji zamiennych.

Przy tym poczynić należy uwagę, że niesłusznie ustawodawca zawęży obowiązek informacyjny, o którym mowa w art. 20 ust. 6 pkt 4) ustawy o obligacjach, jedynie do obligacji w formie zdematerializowanej. Słuszne byłoby zawarcie stosownej informacji także w dokumencie obligacji zamiennych (na zasadzie analogii *iuris* z art. 20 ust. 6 pkt 4) do art. 5 w zw. z art. 5b ustawy o obligacjach).

Na wstępie odnieść należy się do regulacji zawartej w ustawie o ochronie konkurencji i konsumentów, która m.in. tworzy podstawę administracyjnoprawnej ingerencji w procesy koncentracji przedsiębiorców⁴¹. Polega ona na tym, że określone procesy zachodzące pomiędzy przedsiębiorcami (*verba legis*: koncentracje) poddane zostały nadzorowi administracyjnoprawnemu ze strony Prezesa UOKiK. Pojęcie „przedsiębiorca” zostało zdefiniowane na potrzeby ustawy o ochronie konkurencji i konsumentów w sposób szeroki⁴², obejmuje bowiem nie tylko przedsiębiorców w świetle ustawy o swobodzie działalności gospodarczej, lecz także osobę fizyczną, która posiada kontrolę⁴³ nad co najmniej jednym przedsiębiorcą, choćby nie prowadziła działalności gospodar-

³⁷ Poza obszarem rozważań są szczegółowe kwestie związane z: miejscem regulacji administracyjnoprawnej w zakresie koncentracji przedsiębiorców w systemie prawa konkurencji, szczegółowa analiza pojęcia koncentracji, zakres przedmiotowy kontroli koncentracji, sposób obliczania obrotu na potrzeby koncentracji, szczegółowa analiza wyłączeń spod obowiązku zgłoszenia zamiaru koncentracji, szczegółowa procedura zgłoszenia zamiaru koncentracji, istota rozstrzygnięć w sprawach koncentracji, ocena skutków koncentracji czy kontrola koncentracji w Unii Europejskiej. Szerzej zob. przykładowo: K. Kohutek., M. Sieradzka, *Ustawa o ochronie konkurencji i konsumentów. Komentarz*, LEX a Wolters Kluwer business, Warszawa 2008; C. Banasiński, E. Piontek (red.), *Ustawa o ochronie konkurencji i konsumentów. Komentarz*, wyd. 1, LexisNexis, Warszawa 2009; T. Skoczny (red.), *Ustawa o ochronie konkurencji i konsumentów. Komentarz*, C.H. Beck, Warszawa 2009; A. Stawicki, E. Stawicki (red.), *Ustawa o ochronie konkurencji i konsumentów. Komentarz*, LEX a Wolters Kluwer business, Warszawa 2011.

³⁸ Por. art. 20 ustawy o obligacjach.

³⁹ Kontrola nad emitentem obligacji zamiennych może być przejęta przez jeden podmiot lub większą liczbę podmiotów (obligatariuszy). Przejęcie kontroli wspólnej oznacza, że kilka podmiotów uzyskuje możliwość wywierania decydującego wpływu na emitenta obligacji zamiennych. Por. E. Stawicki [w:] A. Stawicki, E. Stawicki (red.), *Ustawa o ochronie konkurencji...*, s. 107.

⁴⁰ Zob. też: J. Olszewski, *Papiery wartościowe – w świetle nowych ustaw*, INFOR, Warszawa 1998, s. 80.

⁴¹ Por. M. Wierzbowski, K. Karasiewicz, R. Stankiewicz, *Kontrola koncentracji przedsiębiorców*, SPP 2012, nr 2, s. 6. Szerzej ujmując przedmiotowa ustawa wpływa na sferę obrotu gospodarczego, w tym kontekście Prezes UOKiK sprawuje kontrolę uprzednią (*ex ante*) względem prowadzonej przez przedsiębiorców działalności gospodarczej przez możliwość wydania decyzji wyrażającej zgodę na koncentrację oraz decyzję zakazującą jej dokonania. A. Wierciński słusznie uznaje więc, że kontrola koncentracji ma charakter prewencyjny, co jest racjonalne i prostsze w porównaniu do ingerencji *ex post* w funkcjonowanie przedsiębiorców. Por. A. Wierciński [w:] A. Stawicki, E. Stawicki (red.), *Ustawa o ochronie konkurencji...*, s. 411. Obszernie o miejscu regulacji administracyjnoprawnego oddziaływania na procesy koncentracji przedsiębiorców w prawie polskim zob. M. Wierzbowski, K. Karasiewicz, R. Stankiewicz, *Kontrola koncentracji...*, ss. 6–10 z cytowaną tamże literaturą.

⁴² Por. art. 4 pkt 1) ustawy o ochronie konkurencji i konsumentów.

⁴³ Kontrola w świetle art. 4 pkt 4) ustawy o ochronie konkurencji i konsumentów oznacza wszelkie formy bezpośredniego lub pośredniego uzyskania przez przedsiębiorcę uprawnień, które osobno albo łącznie, przy uwzględnieniu wszystkich okoliczności prawnych lub faktycznych, umożliwiają wywieranie decydującego wpływu na innego przedsiębiorcę lub przedsiębiorców; uprawnieniami takimi są przykładowo: a) dysponowanie bezpośrednio lub pośrednio większością głosów na zgromadzeniu wspólników albo na walnym zgromadzeniu, także jako zastawnik albo użytkownik bądź w zarządzie innego przedsiębiorcy (przedsiębiorcy zależnego), także na podstawie porozumień z innymi osobami; b) uprawnienie do powoływania lub odwoływania większości członków zarządu lub rady nadzorczej innego przedsiębiorcy (przedsiębiorcy zależnego), a także na podstawie porozumień z innymi osobami; c) dysponowanie bezpośrednio lub pośrednio większością głosów w spółce osobowej zależnej albo na walnym zgromadzeniu spółdzielni zależnej, także na podstawie porozumień z innymi osobami; d) prawo do całego albo części mienia innego przedsiębiorcy (przedsiębiorcy zależnego).

czej w rozumieniu ustawy z dnia 2 lipca 2004 r. o swobodzie działalności gospodarczej⁴⁴, jeśli podejmuje dalsze działanie podlegające kontroli koncentracji. Odnosząc i przenosząc wspomnianą definicję przedsiębiorcy na grunt stosunku zobowiązaniowego inkorporowanego w obligacjach zamiennych, stwierdzić należy, że zawsze przedsiębiorcą będzie emitent⁴⁵ (co wynika z faktu, że emitentem może być jedynie spółka akcyjna oraz spółka komandytowo-akcyjna). Obligatariusze obligacji zamiennych z kolei mogą, ale nie muszą być przedsiębiorcami w świetle definicji zawartej w ustawie o ochronie konkurencji i konsumentów. W szczególności inwestor będący osobą fizyczną, który nie jest przedsiębiorcą w rozumieniu ustawy o swobodzie działalności gospodarczej oraz nie posiadający kontroli w rozumieniu ustawy o ochronie konkurencji i konsumentów nad co najmniej jednym przedsiębiorcą nie zostanie objęty koniecznością zgłoszenia zamiaru koncentracji. W toku dalszych rozważań przyjąć należy, że zarówno emitent, jak i obligatariusze obligacji zamiennych są przedsiębiorcami, zgodnie z art. 4 pkt 1) ustawy o ochronie konkurencji i konsumentów.

Koncentracją w świetle ustawy o ochronie konkurencji i konsumentów⁴⁶ jest m.in. przejęcie przez nabycie lub objęcie akcji, innych papierów wartościowych, udziałów lub w jakikolwiek inny sposób – bezpośredniej lub pośredniej kontroli nad jednym lub więcej przedsiębiorcami przez jednego lub więcej przedsiębiorców (jako przykład koncentracji mienia)⁴⁷. W tej sytuacji chodzi o uzyskanie określonego wpływu przez jednego przedsiębiorcę (kilku przedsiębiorców) na innego przedsiębiorcę (innych przedsiębiorców). Zamiar koncentracji podlega zgłoszeniu Prezesowi UOKiK, o ile łączny światowy obrót przedsiębiorców⁴⁸, uczestniczących w koncentracji w roku obrotowym poprzedzającym rok zgłoszenia przekracza równowartość 1 mld EUR⁴⁹ lub łączny obrót na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej przedsiębiorców uczestniczących w koncentracji w roku obrotowy poprzedzającym rok zgłoszenia przekracza równowartość 50 mln EUR⁵⁰. Reasumując, gdy spełnione są przesłanki w zakresie obrotu, a także obligatariusz obligacji zamiennych (lub działający wspólnie obligatariusze) w wyniku konwersji na akcje przejąłby kontrolę nad emitentem (uzyskał decydujący wpływ na jego działalność), wówczas mamy do czynienia z koncentracją w świetle ustawy o ochronie konkurencji i konsumentów, której zamiar podlega obligataryjnemu zgłoszeniu Prezesowi UOKiK⁵¹. Nie można więc uznać, że zgłoszeniu podlega już zamiar nabycia obligacji zamiennych przez inwestorów. Obligacje zamienne, jak była mowa, jedynie uprawniają obligatariusza do zamiany na akcje emitenta, nigdy zaś nie zobowiązują go do dokonania zamiany. Nie

⁴⁴ Dz.U. z 2004 r. Nr 173 poz. 1807, z późn. zm.

⁴⁵ Na podstawie art. 4 ust. 1) *in principio* ustawy o ochronie konkurencji i konsumentów.

⁴⁶ Por. art. 13 ust. 2 ustawy o ochronie konkurencji i konsumentów. A. Wierciński definiuje koncentrację „jako taki zespół działań faktycznych i prawnych, które podejmowane przez jednego lub więcej przedsiębiorców prowadzą w swym efekcie do powstania przedsiębiorców połączonych (połączonego przedsiębiorcy), przejęcia (zmianie) kontroli nad przedsiębiorcą (przedsiębiorcami) podlegającym kontroli innego bądź innych niż poprzednio przedsiębiorców, powstania wspólnego przedsiębiorcy, a także powiększenia aktywów przedsiębiorcy w wyniku nabycia takiego mienia innego przedsiębiorcy, które zdolne jest przed jego nabyciem do realizowania obrotu, ze względu na cechę jego gospodarczego przeznaczenia”. Tak A. Wierciński [w:] A. Stawicki, E. Stawicki (red.), *Ustawa o ochronie konkurencji...*, s. 412.

⁴⁷ Z perspektywy obligatariuszy obligacji zamiennych jest to jedyny przypadek koncentracji, który teoretycznie może znaleźć miejsce w świetle ustawy o ochronie konkurencji i konsumentów. W literaturze na gruncie uprzednio obowiązującej ustawy o ochronie konkurencji wyrażono pogląd, iż jest to najszersza forma koncentracji. Pogląd jest trafny również w świetle obowiązującej Ustawy o ochronie konkurencji i konsumentów. Tak: J. Olszewski, *Nadzór nad koncentracją przedsiębiorców...*, s. 86.

⁴⁸ W zakresie liczenia obrotu zob. art. 16 ust. 1 ustawy o ochronie konkurencji i konsumentów (obróty obejmuje obrót zarówno przedsiębiorców bezpośrednio uczestniczących w koncentracji, jak i pozostałych przedsiębiorców należących do grup kapitałowych, do których należą przedsiębiorcy bezpośrednio uczestniczący w koncentracji). Odnośnie do definicji grupy kapitałowej zob. art. 4 pkt 14) ustawy o ochronie konkurencji i konsumentów.

⁴⁹ O sposobie przeliczania EUR na złote zob. art. 5 ustawy o ochronie konkurencji i konsumentów.

⁵⁰ Por. art. 13 ust. 1 ustawy o ochronie konkurencji i konsumentów.

⁵¹ W świetle brzmienia Wyjaśnień – istotne jest, aby przedsiębiorca zgłosił, iż zamierza przeprowadzić koncentrację, zanim zostanie ona dokonana. Por. Wyjaśnienia, s. 9.

wydają się być trafne uwagi, iż przejęcie kontroli może nastąpić *ipso facto* przez nabycie takich papierów, jak obligacje⁵², trudno bowiem sobie wyobrazić, aby z natury prawnej nabycia obligacji zamiennych wynikało przejęcie kontroli nad emitentem. Chodzić raczej może o przejęcie kontroli nad emitentem w efekcie takich działań obligatariuszy, które mają na celu realizację uprawnień inkorporowanych w obligacjach zamiennych w drodze skorzystania z opcji konwersji. Dodać należy, że przejęcie kontroli należy rozumieć szeroko, tzn. konwersja obligacji zamiennych na akcje może dotyczyć zarówno pakietu akcji większościowego, jak i mniejszościowego emitenta, o ile posiadane akcje przyznają takie uprawnienia, które pozwalają na kontrolowanie emitenta⁵³.

Zgodnie z art. 94 ustawy o ochronie konkurencji i konsumentów, obowiązek zgłoszenia zamiaru koncentracji spoczywa na przejmującym kontrolę, tj. obligatariuszu. W przypadku wspólnego przejęcia kontroli obowiązek ciąży na podmiotach wspólnie przejmujących kontrolę nad emitentem (obligatariuszach). Wszyscy obligatariusze przejmujący kontrolę mogą złożyć wspólny wniosek lub każdy z nich może złożyć odrębne zgłoszenie zamiaru koncentracji. Zwrócić należy uwagę na art. 94 ust. 3 w zw. z art. 15 ustawy o ochronie konkurencji i konsumentów, zgodnie z którym w przypadku koncentracji dokonywanych przez przedsiębiorców dominujących, którzy działają za pośrednictwem co najmniej dwóch przedsiębiorców zależnych, zgłoszenia zamiaru koncentracji dokonuje przedsiębiorca dominujący.

IV. Wyłączenia spod obowiązku zgłoszenia zamiaru koncentracji przez obligatariusza

Ustawa o ochronie konkurencji i konsumentów zawiera określone wyłączenia spod obowiązku zgłoszenia zamiaru koncentracji, z których relewantne względem obligatariusza obligacji zamiennych są trzy⁵⁴. Nie podlega obowiązkowi zgłoszenia zamiaru koncentracji koncentracja: 1) jeżeli obrót przedsiębiorcy, nad którym ma nastąpić przejęcie kontroli (emitentem) nie przekroczył na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej w żadnym z dwóch lat obrotowych poprzedzających zgłoszenie równowartości 10 mln EUR; 2) polegająca na czasowym objęciu przez instytucję finansową akcji w celu ich odsprzedaży, jeżeli przedmiotem działalności gospodarczej tej instytucji jest prowadzone na własny lub cudzy rachunek inwestowanie w akcje albo udziały innych przedsiębiorców, pod warunkiem, że odsprzedaż ta nastąpi przed upływem roku od dnia objęcia, oraz że: a) instytucja ta nie wykonuje praw z tych akcji, z wyjątkiem prawa do dywidendy; lub b) wykonuje te prawa wyłączenie w celu przygotowania odsprzedaży całości lub części przedsiębiorstwa, jego majątku lub tych akcji; 3) przedsiębiorców należących do tej samej grupy kapitałowej⁵⁵.

W pierwszej kolejności zaznaczyć należy, że przypadek koncentracji, o której mowa w art. 13 ust. 2 pkt 2) ustawy o ochronie konkurencji przeanalizowany być musi pod kątem tego, czy aby

⁵² Moim zdaniem nietrafnie: M. Wierzbowski, K. Karasiewicz, R. Stankiewicz, *Kontrola koncentracji przedsiębiorców*, SPP 2012, nr 2, s. 27. Chyba, że wspomniani autorzy uznają, że chodzi o realizację prawa do świadczenia niepieniężnego (np. realizację opcji konwersji) w obligacjach, na co wskazywać mogą dalsze wywody, w ramach których wskazują, że przejęcie kontroli może nastąpić w drodze realizacji opcji na akcje. Tak więc również w przypadku obligacji chodzi raczej o wykonanie uprawnień w nich inkorporowanych, które zmierzają do przejęcia kontroli nad emitentem.

⁵³ Przykładowo zamiana obligacji zamiennych na akcje może dotyczyć również akcji uprzywilejowanych, co *de lege lata* nie jest wykluczone.

⁵⁴ Por. art. 14 pkt 1), 2) i 5) ustawy o ochronie konkurencji i konsumentów. Wyłączenie określone w art. 14 pkt 3) nie znajdzie zastosowania, gdyż dotyczy objęcia akcji jedynie w celu zabezpieczenia wierzytelności. Słusznie twierdzi A. Wierciński, że w przypadku zamiany obligacji zamiennych na akcje cel zabezpieczenia wierzytelności nie jest spełniony". Por. A. Wierciński [w:] A. Stawicki, E. Stawicki (red.), *Ustawa o ochronie konkurencji...*, s. 434. Niemniej błędnie uznaje on, że nabycie akcji następuje w wyniku wykonania zabezpieczenia. Zamiana obligacji na akcje jest rezultatem spełnienia świadczenia przez emitenta obligacji zamiennych a nie wykonaniem zabezpieczenia. Zaś wyłączenie wskazane w art. 14 pkt 4) nie znajdzie zastosowania z uwagi na „wentyl bezpieczeństwa” obligatariuszy określony w art. 24 ust. 2 oraz art. 24 ust. 4 ustawy o obligacjach.

⁵⁵ Zgodnie z art. 4 pkt 14) ustawy o ochronie konkurencji i konsumentów – grupa kapitałowa oznacza wszystkich przedsiębiorców, którzy są kontrolowani w sposób bezpośredni lub pośredni przez jednego przedsiębiorcę, w tym również tego przedsiębiorcę.

nie zachodzi przesłanka wyłączenia spod obowiązku zgłoszenia zamiaru koncentracji a wynikającą z art. 14 pkt 1) rzeczonej ustawy. Dopiero takie szersze spojrzenie na minimalny łączny obrót przedsiębiorców podlegających koncentracji pozwala na konstatację o konieczności zgłoszenia zamiaru koncentracji. Obligatariusz obligacji zamiennych w celu weryfikacji obowiązku zgłoszenia zamiaru koncentracji zmuszony jest zbadać wielkość obrotu generowanego przez emitenta (jego potencjał). W razie stwierdzenia, że wielkość obrotów emitenta jest bagatelna, a więc jego obrót na terytorium Rzeczypospolitej Polskiej w żadnym z dwóch lat obrotowych poprzedzających zgłoszenie nie przekroczył równowartości 10 mln EUR, nie zachodzi konieczność zgłoszenia zamiaru koncentracji.

Po wtóre, istnieje możliwość skorzystania z wyjątku od zgłoszenia zamiaru koncentracji przewidzianego w art. 14 pkt 2) ustawy o ochronie konkurencji i konsumentów. Dodać jednak należy, iż jest on obwarowany bardzo restrykcyjnymi przesłankami, a przez to może mieć niewielkie znaczenie w stosunku do obligatariuszy obligacji zamiennych. Po pierwsze, zgodnie z ograniczeniem podmiotowym, mogą z niego skorzystać jedynie obligatariusze będący instytucją finansową⁵⁶. Po drugie, przedmiot działalności obligatariuszy będących instytucją finansową musi polegać na prowadzeniu działalności w zakresie inwestowania w akcje lub udziały innych przedsiębiorców. Nie ma przy tym znaczenia czy działalność ta jest działalnością główną, czy uboczną⁵⁷. Po trzecie, obligatariusz obligacji zamiennych musi objąć akcje emitenta na określony czas i w celu ich odsprzedaży (zaś odsprzedaż musi nastąpić przed upływem roku od ich objęcia⁵⁸). Po czwarte, wykonywanie praw z objętych akcji przez obligatariusza obligacji zamiennych jest zabronione (z wyjątkiem prawa do dywidendy)⁵⁹. Wynika więc z powyższego, że omawiany przypadek wyłączenia będzie miał ograniczone zastosowanie względem obligatariuszy obligacji zamiennych ze względu na znaczne ograniczenia podmiotowe oraz przedmiotowe zeń wynikające.

Wreszcie, wyjątek spod zgłoszenia zamiaru koncentracji, z uwagi na koncentrację w ramach istniejącej grupy kapitałowej, również będzie miał w przypadku obligacji zamiennych marginalne znaczenie. Funkcją emisji obligacji zamiennych jest pozyskanie środków finansowych przez emitenta od podmiotów niezwiązanych z emitentem. Omawiane wyłączenie dotyczy takich sytuacji, w których obligatariusz przejmujący kontrolę oraz emitent należą do tej samej grupy kapitałowej.

V. Zgłoszenie zamiaru koncentracji

Obowiązek zgłoszenia zamiaru koncentracji ma doniosłe znaczenie prawne i faktyczne. Po pierwsze, obligatariusz obligacji zamiennych zamierzający przejąć kontrolę zgodnie z przepisami ustawy o ochronie konkurencji i konsumentów, po zgłoszeniu zamiaru koncentracji inicjuje tą

⁵⁶ Odnośnie do definicji instytucji finansowej zob. rozporządzenie Rady Ministrów z dnia 17 lipca 2007 r. w sprawie zgłoszenia zamiaru koncentracji przedsiębiorców (Dz.U. 134, poz. 937). Przedmiotowe rozporządzenie definiuje instytucję finansową w sposób otwarty, wskazując m. in. że są nią: banki, zakłady ubezpieczeń, towarzystwa funduszy inwestycyjnych lub powierniczych, towarzystwa emerytalne i domy maklerskie. Por. również definicje instytucji finansowej w art. 4 § 1 pkt 7 kodeksu spółek handlowych (Ustawa z dnia 15 września 2000 r. – Kodeks spółek handlowych; Dz.U. z 2000 r. Nr 94, poz. 1037, z późn. zm.) oraz w art. 4 ust. 1 pkt 7 prawa bankowego (Ustawa z dnia 29 sierpnia 1997 r. – Prawo Bankowe; Dz.U. z 2012 r. poz. 1376, z późn. zm.). A. Wierciński uważa, że termin instytucja finansowa jest trudny do określenia i powinien być interpretowany ściśle. Przy tym błędnie sugeruje odniesienie się do art. 4 ust. 1 pkt 17 prawa bankowego zamiast art. 4 ust. 1 pkt 7 prawa bankowego. Por. A. Wierciński [w:] A. Stawicki, E. Stawicki (red.), *Ustawa o ochronie konkurencji...*, s. 431. Zgodnie z Wyjaśnieniami, definicja instytucji finansowej obejmuje również instytucje z siedzibą za granicą. Por. Wyjaśnienia, s. 24.

⁵⁷ Trafnie: M. Wierzbowski, K. Karasiewicz, R. Stankiewicz, *Kontrola koncentracji przedsiębiorców*, SPP 2012, nr 2, s. 34.

⁵⁸ Warto dodać, że na podstawie art. 23 ustawy o ochronie konkurencji i konsumentów, instytucja finansowa może wystąpić z wnioskiem do Prezesa UOKiK o przedłużenie terminu rocznego, jeżeli instytucja udowodni, że odsprzedaż akcji nie była w praktyce możliwa lub uzasadniona ekonomicznie przed upływem roku od dnia ich nabycia.

⁵⁹ Alternatywnie, wykonywanie praw z akcji jest dozwolone wyłącznie w celu przygotowania odsprzedaży całości lub części przedsiębiorstwa, jego majątku lub tych akcji.

czynnością faktyczną wszczęcie przez Prezesa UOKiK postępowania w sprawie koncentracji. Innymi słowy, na wniosek obligatariusza zostanie wszczęte postępowanie administracyjnoprawne przez Prezesa UOKiK⁶⁰. Po drugie, w przypadku zgłoszenia koncentracji (a nie jej zamiaru) Prezes UOKiK może nakazać obligatariuszowi zbycie akcji zapewniających kontrolę nad emitentem⁶¹. Po trzecie, w braku zgłoszenia zamiaru koncentracji, Prezes UOKiK może wszcząć postępowanie w zakresie koncentracji z urzędu⁶². Po czwarte, zgodnie z art. 97 ust. 1 ustawy o ochronie konkurencji i konsumentów, obligatariusz jest obowiązany do wstrzymania się od dokonania koncentracji do czasu wydania przez Prezesa UOKiK decyzji w sprawie koncentracji lub upływu terminu, w jakim decyzja powinna zostać wydana. Po piąte, naruszenie obowiązku zgłoszenia zamiaru koncentracji i dokonanie koncentracji bez uprzedniej zgody udzielonej przez Prezesa UOKiK może skutkować sankcją prawną polegającą na nałożeniu na obligatariusza kary pieniężnej w wysokości sięgającej do 10% przychodu osiągniętego w roku rozliczeniowym poprzedzającym rok nałożenia kary.

Najistotniejsze znaczenie, w mojej ocenie, dla obligatariusza obligacji (ew. obligatariuszy w przypadku wspólnego przejęcia kontroli) zamiennych mają: a) prawidłowa interpretacja pojęcia „zamiaru koncentracji”; b) określenie momentu koncentracji. Zamiar koncentracji nie został zdefiniowany w ustawie o ochronie konkurencji i konsumentów, wobec tego zagadnienie to jest przedmiotem interpretacji dokonywanych przez doktrynę. Przykładowo interpretuje się je jako „skonkretyzowany i uzewnętrzniiony zamiar, ujawniony w formie oświadczenia woli, które nie musi przybierać formy szczególnej”⁶³. W przypadku wykonania prawa konwersji obligacji zamiennych na akcje, prawidłowa interpretacja „zamiaru koncentracji” jest trudna. W doktrynie występują rozbieżności w zakresie momentu objęcia akcji (nabycia praw w sposób pierwotny) w efekcie skorzystania z prawa konwersji, co wiąże się z warunkowym podwyższeniem kapitału zakładowego. Przychylić należy się do, moim zdaniem, dominującego poglądu w doktrynie, wynikającego z literalnego brzmienia art. 452 § 1 kodeksu spółek handlowych, w świetle którego samo złożenie oświadczenia przez obligatariusza obligacji zamiennych nie powoduje objęcia akcji emitenta i efektywnego podwyższenia kapitału zakładowego emitenta, lecz dopiero wydanie akcji (alternatywnie dokonanie stosownego zapisu elektronicznego na rachunku papierów wartościowych, gdy akcje są zdematerializowane) przez emitenta (a konkretnie przez zarząd)⁶⁴. Ustawodawca uzależnia zatem podwyższenie kapitału zakładowego i nabycie praw przez obligatariusza od dokonania czynności realnej. Konsekwentnie, akcje wydane w ramach podwyższenia kapitału zakładowego są papierami wartościowymi konstytutywnymi. Błędny wydaje się więc pogląd,

⁶⁰ Por. art. 94 ustawy o ochronie konkurencji i konsumentów. Zob. również art. 83 ustawy o ochronie konkurencji i konsumentów. Do postępowania administracyjnoprawnego w zakresie kontroli koncentracji stosuje się w zakresie nieuregulowanym w ustawie o ochronie konkurencji i konsumentów przepisy kodeksu postępowania administracyjnego (Ustawa z dnia 14 czerwca 1960 r. – Kodeks postępowania administracyjnego; Dz.U. z 1960 r. Nr 30, poz. 168, z późn. zm.).

⁶¹ Por. art. 21 ust. 4 w zw. z art. 451 kodeksu spółek handlowych.

⁶² Por. art. 21 ustawy o ochronie konkurencji i konsumentów.

⁶³ Tak: M. Wierzbowski, K. Karasiewicz, R. Stankiewicz, *Kontrola koncentracji przedsiębiorców*, SPP 2012, nr 2, s. 37.

⁶⁴ Tak: J. Kropiwnicki, *Ustawa o obligacjach...*, s. 78 („Definitywne, tj. bezwarunkowe podwyższenie kapitału zakładowego o sumę wynikającą z dokonania objęcia akcji następuje dopiero z chwilą wydania dokumentów akcji (lub zapisania akcji zdematerializowanych na rachunku papierów wartościowych) na rzecz obligatariuszy, którzy wykonali uprawnienia z obligacji zamiennych”); M. Rodzyński, *Kodeks spółek handlowych. Komentarz*, LexisNexis, Warszawa 2013, s. 1001; („nabycie praw z akcji i podwyższenie kapitału zakładowego następuje nie z chwilą złożenia przez beneficjenta oświadczenia o objęciu akcji i pokrycia (opłacenia) akcji, lecz z chwilą wydania dokumentów akcji”); M. Romanowski, *Warunkowe podwyższenie kapitału zakładowego*, C.H. BECK, Warszawa 2004, s. 361 („Z chwilą złożenia spółce oświadczenia o wykonaniu prawa do objęcia akcji, osoba uprawniona nabywa roszczenie do spółki o wydanie akcji. [...] Dopiero z chwilą wydania akcji dochodzi do przekształcenia warunkowego podwyższenia kapitału zakładowego w definitywne podwyższenie kapitału.”). Por. również: S. Sołtyński, T. Sójka [w:] S. Sołtyński, A. Szajkowski, A. Szumański, J. Szwaja, *Kodeks spółek handlowych. Tom III. Spółka akcyjna. Komentarz do artykułów 301–490*, wyd.3, Wydawnictwo C.H. BECK, Warszawa 2013, ss. 1744–1751.

opierający się na nieobowiązującym już art. 21 ustawy o obligacjach, że złożenie oświadczenia o zamianie obligacji na akcje wywołuje skutek prawny przydziału akcji i podwyższenia kapitału zakładowego⁶⁵. Konsekwentnie, należy zająć stanowisko, że z momentem złożenia oświadczenia przez obligatariusza emitentowi dochodzi do uzewnętrznienia zamiaru koncentracji, natomiast z momentem wydania akcji (tudzież dokonania zapisu na rachunku papierów wartościowych) obligatariuszowi-akcjonariuszowi do koncentracji. Problematyczny jest moment wydania przez zarząd emitenta akcji obligatariuszowi. W doktrynie wyrażono pogląd, że zarząd jest zobowiązany wydać akcje uprawnionemu niezwłocznie, przy czym ową „niezwłoczność” liczy się od chwili wezwania zarządu przez uprawnionego do wydania dokumentów akcji⁶⁶. Wedle innego poglądu, zarząd emitenta ma obowiązek wydać dokumenty akcji niezwłocznie po złożeniu oświadczenia przez beneficjenta o objęciu akcji, nawet gdy uprawniony nie wezwał zarządu do wydania dokumentów akcji. W efekcie, chociaż prawo do złożenia oświadczenia o zamianie leży po stronie obligatariusza to już objęcie akcji jest od niego niezależne. Zauważmy bowiem, że samo złożenie oświadczenia przez obligatariusza o zamianie obligacji na akcje złożone emitentowi nie wywołuje skutku objęcia akcji emitenta⁶⁷, a dopiero wydanie akcji przez emitenta, co może nastąpić bez udziału obligatariusza (tak też w przypadku stosownego zapisu na rachunku papierów wartościowych). Złożenie przez obligatariusza oświadczenia o zamianie obligacji na akcje emitentowi wywołuje sprzężone z nim zwrotnie wydanie akcji.

Powyższe rozwiązania muszą prowadzić do konkluzji, że w przypadku powstania obowiązku zgłoszenia zamiaru koncentracji, oświadczenie woli o objęciu akcji przez obligatariusza musi być złożone warunkowo emitentowi, a jednocześnie wskazywać, że ziszczenie się warunku ma moc wsteczną (*ex tunc*). Wbrew brzmieniu art. 437 § 4 kodeksu spółek handlowych oświadczenie obligatariusza o objęciu akcji będzie ważne, jeśli zostanie złożone pod warunkiem uzyskania decyzji wydanej przez Prezesa UOKiK w sprawie zgłoszonego zamiaru koncentracji lub decyzji innego uprawnionego, na mocy przepisów szczególnych organu administracji⁶⁸.

Innymi słowy, składając oświadczenie woli obligatariusz powinien zastrzec, że robi to pod warunkiem zawieszającym otrzymanie zgody na koncentrację wydaną przez Prezesa UOKiK (tudzież upływu terminu na wydanie przedmiotowej decyzji)⁶⁹. Tak więc powstanie skutków prawnych wynikających ze złożonego przez obligatariusza oświadczenia jest uzależnione od zdarzenia przyszłego i niepewnego (wydania decyzji przez Prezesa UOKiK, tudzież upływu terminu na wydanie przedmiotowej decyzji).

Konsekwencją takiego stanowiska powinno być powstrzymanie się przez emitenta z wydaniem akcji obligatariuszowi-akcjonariuszowi (tudzież od dokonania zapisu na rachunku papierów wartościowych), albowiem oświadczenie obligatariusza o zamianie obligacji skutkuje skutkami nie wywołuje w chwili jego złożenia. Przedmiotowy pogląd wydaje się być trafny z kilku względów: 1) z momentem

⁶⁵ Niepoprawnie: L. Lipiec-Warzecha, *Ustawa o obligacjach...*, s. 245. Niejednoznacznie I. Weiss, *Sposoby wykonania zobowiązań wynikających z obligacji*, Pr. Spółek 2005, nr 3, s. 6–7, który najpierw na s. 6 stwierdza, że „złożenie oświadczenia przez każdego obligatariusza powoduje autonomiczne podwyższenie kapitału zakładowego (podkreślenie – Sz. S.) [...] obligatariusz przekształca się wówczas z wierzyciela spółki w akcjonariusza”, a następnie na s. 7 „Nabycie przez obligatariusza praw z akcji i podwyższenie kapitału zakładowego spółki o sumę równą wartości nominalnej akcji objętych na podstawie uchwały o warunkowym podwyższeniu kapitału zakładowego następuje dopiero wraz z wydaniem obligatariuszowi dokumentów akcji (podkreślenie – Sz. S.)”.

⁶⁶ Tak: S. Sołtysiński, T. Sójka [w:] S. Sołtysiński, A. Szajkowski, A. Szumański, J. Szwaja, *Kodeks spółek handlowych*. T. III. *Spółka...*, ss. 1745–1746.

⁶⁷ Zob. art. 20 ust. 7 ustawy o obligacjach.

⁶⁸ Zgodnie z regułą wykładni *lex specialis* (ustawa o ochronie konkurencji i konsumentów) *derogat legi generali* (kodeks spółek handlowych). M. Rodzyńkiewicz, *Odmienne...*, s. 1000.

⁶⁹ Co jest dopuszczalne w świetle art. 97 ust. 2 ustawy o ochronie konkurencji i konsumentów.

złożenia przez obligatariusza oświadczenia o objęciu akcji (dokonaniu konwersji) powstaje zamiar koncentracji; 2) od momentu złożenia oświadczenia o objęciu akcji obligatariusz ma obowiązek zgłoszenia zamiaru koncentracji; 3) do momentu wydania przez Prezes UOKiK decyzji w przedmiocie koncentracji (tudzież upływu terminu na wydanie decyzji przez Prezesa UOKiK), emitent nie może wydać akcji obligatariuszowi, zaś jakiegokolwiek ich wydanie jest nieważne (z powodu braku oświadczenia obligatariusza o woli dokonania zamiany, jak była mowa, wspomniane oświadczenie skutków prawnych do momentu wystąpienia zdarzenia przyszłego i niepewnego nie wywołuje); 4) w momencie wydania przez Prezesa UOKiK decyzji zezwalającej na koncentrację (tudzież po upływie terminu na wydanie decyzji) oświadczenie obligatariusza wywołuje skutek *ex tunc*, co oznacza, że jest ono skuteczne z chwilą złożenia, albowiem warunek się spełnił (cena konwersji oraz współczynnik konwersji obligacji na akcje będą obliczone z momentem złożenia oświadczenia woli przez obligatariusza); 5) po wydaniu przez Prezesa UOKiK decyzji wyrażającej zgodę na dokonanie koncentracji (tudzież upływie terminu na jej wydanie) emitent powinien niezwłocznie wydać akcje obligatariuszowi.

Po przeprowadzeniu postępowania w zakresie kontroli koncentracji Prezes UOKiK może wydać zgodę na dokonanie koncentracji albo odmówić takiej zgody. Testem, w ramach którego Prezes UOKiK ocenia wpływ koncentracji na rynek właściwy jest test istotnego ograniczenia konkurencji⁷⁰. W przypadku odmowy zgody na koncentrację wyrażonej przez Prezesa UOKiK emitent powinien odmówić wydania akcji obligatariuszowi. Warto w tym miejscu dodać, że w przypadku gdy obligatariusz (bądź obligatariusze) zamierzają dokonać konwersji i zbyć akcje w krótkim terminie (w celu realizacji zysku) oraz nie wykonują z akcji praw korporacyjnych, należałoby przyjąć, że nie dochodzi do przejścia kontroli nad emitentem. Niemniej w świetle przepisów prawa *de lege lata* taka celowościowa wykładnia może być błędna. W tym miejscu należałoby postulować, aby do ustawy o ochronie konkurencji i konsumentów wprowadzone zostało wyłączenie (na zasadzie *analogia iuris* do art. 14 pkt 3 ustawy o ochronie konkurencji i konsumentów), na mocy którego inwestorom posiadającym obligacje zamienne (lub inne instrumenty hybrydowe, zamienne na akcje) umożliwionoby w sposób nie budzący wątpliwości dokonanie konwersji na akcje (bez konieczności zgłaszania zamiaru koncentracji) a następnie zrealizowanie zysku ze sprzedaży nowo objętych akcji w określonym, krótkim czasie (np. jednego miesiąca)⁷¹.

VI. Wnioski

Przeprowadzona w artykule analiza wykazała, że w związku z rozwijającym się rynkiem kapitałowym, gdzie funkcjonują instrumenty finansowe o naturze hybrydowej, umożliwiające przejście kontroli przez inwestorów nad „biorcami” kapitału (emitentami) (koncentrację w świetle ustawy o ochronie konkurencji i konsumentów), jakimi są m.in. obligacje zamienne, problemy: momentu przejścia kontroli oraz zamiaru przejścia kontroli nie są problemami czysto teoretycznymi. Wydaje się, że zaproponowane autorskie rozumienie momentu zgłoszenia zamiaru koncentracji oraz dokonania koncentracji w przypadku obligacji zamiennych uwzględniające specyfikę kodeksu spółek handlowych, ustawy o obligacjach oraz ustawy o ochronie konkurencji i konsumentów

⁷⁰ Szerzej przykładowo: J. Olszewski, *Nadzór nad koncentracją przedsiębiorców...*, s. 225 i n.

⁷¹ Przepis mógłby brzmieć następująco: Art. 14. Nie podlega zgłoszeniu zamiar koncentracji: 6) polegającej na czasowym nabyciu lub objęciu przez inwestora (osobę fizyczną lub prawną, lub tzw. ułomną osobę prawną) akcji albo udziałów w celu ich odsprzedaży, pod warunkiem, że odsprzedaż nastąpi przed upływem miesiąca od ich nabycia lub objęcia, oraz że inwestor nie wykonuje praw z tych akcji albo udziałów, z wyjątkiem prawa do dywidendy.

umożliwiają przejęcie kontroli przez obligatariuszy obligacji zamiennych nad emitentem w sposób zgodny z prawem i uwzględniający ich interesy. Niemniej sugerowane byłyby zmiany w ustawie o ochronie konkurencji i konsumentów, które umożliwiłyby zgodne z prawem zrealizowanie zysku przez obligatariuszy (w drodze zamiany obligacji na akcje i następnie zbycie tychże akcji), bez różnych rodzajów ryzyka wynikających z ustawy o ochronie konkurencji i konsumentów.