

ARTUR RZEPKA

ROLA STOWARZYSZENIA INWESTORÓW INDYWIDUALNYCH W ROZWIĄZYWANIU KONFLIKTÓW W SPÓŁKACH PUBLICZNYCH

WSTĘP

Celem niniejszego artykułu jest prezentacja podjętych przez Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych interwencji w przypadku zagrożenia interesów inwestorów indywidualnych.

Konflikty interesów są nieodłącznym elementem funkcjonowania rynku kapitałowego. Ze względu na rozproszenie akcjonariatu oraz różną ilość posiadanych udziałów w spółkach giełdowych dochodzi do konfliktów między akcjonariuszami. Typowe konflikty między inwestorami pojawiają się w sytuacji, gdy jeden lub kilka powiązanych podmiotów zdobywają pozycję dominującą w spółce. Stwarza to możliwość wykorzystania takiej pozycji w celu przejęcia części korzyści z posiadania akcji spółki poza rynkiem kapitałowym. Podmioty dominujące czynią to przez transakcje z podmiotem zależnym, faworyzujące podmiot dominujący. Próby naruszenia interesów inwestorów mniejszościowych zdarzają się również przy okazji fuzji i przejęć oraz przy wycofywaniu spółki zależnej z rynku publicznego. Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych powstało m.in. w celu pomocy inwestorom w rozwiązywaniu tych konfliktów, w których interesy inwestorów mniejszościowych mogą zostać naruszone przez inwestora dominującego lub grupę współpracujących podmiotów. Stowarzyszenie, spośród wielu innych inicjatyw i działalności, podejmuje również próby bezpośredniej interwencji w obronie inwestorów. Przedstawiciele SII angażują się wyłącznie na wniosek członków Stowarzyszenia, którzy zwracają się z prośbą o pomoc. W artykule zostaną przedstawione rodzaje działań, jakie podejmuje Stowarzyszenie w imieniu inwestorów. Zostaną również szczegółowo przeanalizowane trzy wybrane przypadki interwencji, w których działania podjęte przez SII przyniosły pozytywne efekty dla inwestorów indywidualnych.

STOWARZYSZENIE INWESTORÓW INDYWIDUALNYCH

Z inicjatywy grupy młodych wrocławskich inwestorów, przy poparciu Giełdy Papierów Wartościowych powstało w grudniu 1999 roku we Wrocławiu ogólnopolskie Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych. Stowarzyszenie za główny cel swojego istnienia przyjęło reprezentację interesów inwestorów indywidualnych na polskim rynku kapitałowym, doprowadzenie do powstania klubów inwestorskich, edukację inwestorów oraz propagowanie inwestowania na rynku kapitałowym¹. W początkowym okresie działalność Stowarzyszenia koncentrowała się wokół uzyskania odpowiedniej pozycji wśród innych organizacji działających w otoczeniu rynku kapitałowego oraz pozyskania jak największej liczby członków organizacji. Powstanie Stowarzyszenia zostało odebrane przychylnie przez większość uczestników rynku kapitałowego. W pierwszym okresie działania SII wsparcia finansowego powstającej organizacji udzieliły głównie GPW w Warszawie, KDPW oraz KPWiG. Giełda przyczyniła się ponadto do upowszechnienia informacji o powstaniu Stowarzyszenia, organizując dla SII konferencję prasową, na której Prezes GPW Wiesław Rozłucki przedstawił założycieli Stowarzyszenia, którzy poinformowali o jego powstaniu².

Jednym z pierwszych projektów zorganizowanych przez SII była konferencja WallStreet, która odbyła się już na wiosnę 2000 roku – konferencja ta kontynuuje tradycje konferencji organizowanych przez późniejszych założycieli Stowarzyszenia już od 1997 roku. Pierwsze konferencje miały charakter przede wszystkim edukacyjny, co miało ogromne znaczenie na tworzącym się dopiero rynku kapitałowym. Po przejęciu organizacji konferencji WallStreet przez SII stały się one również okazją do integracji środowiska inwestorów oraz wymiany informacji i opinii. Stowarzyszenie aktywnie i z własnej inicjatywy zabierało również głos w sprawach dotyczących inwestorów indywidualnych w mass mediach. W niedługim czasie zaowocowało to wzrostem rozpoznawalności SII zarówno wśród dziennikarzy specjalistycznych, uczestników rynku, organów Państwa, jak i wśród inwestorów. Upowszechnieniu wiedzy o istnieniu Stowarzyszenia wśród inwestorów służyły również organizowane co roku w kilku-kilkunastu miastach Polski spotkania inwestorów z Zarządem SII, połączone od 2003 roku z Ogólnopolskim Badaniem Inwestorów. Od samego początku przedstawiciele SII uczestniczą też w Walnych Zgro-

¹ Statut Stowarzyszenia Inwestorów Indywidualnych z 1999 r.

² Informacje z archiwów SII.

madzeniach Akcjonariuszy, podczas których może dojść do naruszenia praw mniejszościowych udziałowców. Obecność SII na WZA inicjowana jest zawsze przez inwestorów będących członkami Stowarzyszenia, którzy przekazują przedstawicielowi SII pełnomocnictwa do głosu. W takich przypadkach SII prowadzi również akcje zbierania pełnomocnictw, nagłaśniane w prasie i poprzez oddziały lokalne stowarzyszenia. Akcje te cieszą się coraz większą popularnością wśród inwestorów – w jednym przypadku³ porozumienie akcjonariuszy koordynowane przez SII wprowadziło przedstawiciela mniejszościowych inwestorów do rady nadzorczej spółki. Stowarzyszenie udostępnia swoim członkom porady prawne, przygotowywane przez prawników współpracujących z SII, pomaga w sporządzaniu dokumentów prawnych, a także reprezentuje swoich członków przed organami administracji państwowej i sądami.

Od lutego 2001 roku wydawany jest kwartalnik Stowarzyszenia pod nazwą „Akcjonariusz” – do września 2005 ukazało się trzynaście numerów pisma. Znajdują się w nim artykuły dotyczące funkcjonowania rynku kapitałowego, stanowiska Stowarzyszenia w ważnych dla inwestorów sprawach, szczegółowe relacje z wydarzeń organizowanych przez SII lub dotyczących inwestorów, informacje o najważniejszych podjętych interwencjach i sprawach, jakimi zajmowało się Stowarzyszenie. Ważnym działem jest również dział edukacyjny, w którym znajdują się artykuły zarówno dla początkujących, jak i doświadczonych inwestorów. Posiadanie własnego czasopisma jest z punktu widzenia Stowarzyszenia niezwykle ważne, pozwala bowiem na publikowanie niezależnych informacji, analiz i artykułów, które jak niejednokrotnie zdarzało się w przeszłości, nie zostałyby z różnych powodów wydrukowane w innych gazetach ekonomicznych. „Akcjonariusz” jest dołączany, raz na kwartał, jako bezpłatny dodatek do gazety „Parkiet” w jej piątkowym (najwyższy nakład w tygodniu) wydaniu, rozsyłany do członków SII, a także bezpłatnie kolportowany w biurach maklerskich i przez koła naukowe zainteresowane tematem rynku kapitałowego, w szkołach wyższych. Nakład każdego wydania „Akcjonariusza” wynosi w sumie ponad 20 tys. Kwartalnik, dzięki zamieszczanym reklamom, staje się powoli również jednym ze źródeł przychodów Stowarzyszenia. Stowarzyszenie kładzie duży nacisk na działania edukacyjne nie tylko w „Akcjonariuszu”, ale również w szeregu akcji skierowanych do różnych grup docelowych. Pierwszymi dużymi akcjami edukacyjnymi były przeprowadzone już w 2001 roku „Program Akcji Pracowniczych” skierowany do pracowników spółek, będących równocześnie akcjonariuszami przedsiębiorstw, w których pracują, oraz internetowa symulacja gry giełdowej dla młodzieży licealnej szkół wrocławskich połączona z cyklem wykładów

³ W opisanym w dalszej części artykułu Mostostalu Płock.

i konkursem z nagrodami. W obydwu przypadkach wydano również broszury edukacyjne przekazane uczestnikom programów. Zorganizowana przez SII symulacja giełdowa odniosła tak duży sukces, że ze względu na koszty jej przeprowadzenia w większej skali projekt w nieznacznie tylko zmienionej formie kontynuowany jest przez Giełdę Papierów Wartościowych jako projekt ogólnopolski. W 2005 roku, na fali zainteresowania rynkiem kapitałowym wywołanej głośnymi ofertami publicznymi, dla początkujących inwestorów, Stowarzyszenie zorganizowało w sześciu miastach Polski szkolenia pod wspólną nazwą „Akademia Tworzenia Kapitału”, w których wzięło udział w sumie około 360 inwestorów. Zainteresowanie jakie towarzyszyło temu projektowi, spowodowało, że w roku 2006 zostanie on zrealizowany na znacznie większą skalę. Mniej więcej raz na kwartał Stowarzyszenie organizuje „Fora Dyskusyjne”. Są to spotkania z osobistościami rynku kapitałowego, odbywające się w Warszawie na parkiecie GPW, a transmitowane za pośrednictwem Internetu jako telekonferencje do oddziałów SII. W przypadku ważnych dla inwestorów wydarzeń związanych z konkretną spółką Stowarzyszenie stara się organizować bieżące telekonferencje z zarządem lub reprezentantami spółki, również transmitowane do oddziałów. Zastosowanie nowych technologii umożliwia inwestorom zapoznanie się z sytuacją na rynku niejako z pierwszej ręki, przy relatywnie niskich kosztach ponoszonych niemal w całości przez SII.

Bardzo ważna z punktu widzenia Stowarzyszenia jest współpraca zarówno z polskimi organizacjami rynkowymi oraz organami państwa, jak i współpraca z zagranicznymi i międzynarodowymi organizacjami inwestorów. Wśród podmiotów zagranicznych wymienić należy przede wszystkim prężnie działającą europejską organizację „Euroshareholders”, w której władzach zasiada jeden z wiceprezesów SII, oraz Światową Federację Inwestorów WFIC. Stowarzyszenie współpracuje również bezpośrednio z organizacjami inwestorskimi w poszczególnych krajach Europy. Współpraca z polskimi partnerami na rynku kapitałowym polega przede wszystkim na wymianie opinii, zwracaniu uwagi na prawa inwestorów, przedstawianiu opinii Stowarzyszenia oraz interweniowaniu w obronie inwestorów w konkretnych przypadkach nadużyć ze strony uczestników rynku.

Na początku 2005 roku Stowarzyszenie dokonało zmian w statucie, modyfikując głównie cele statutowe i sposoby ich realizacji, by dostosować je do wymagań ustawy o organizacjach pożytku publicznego. W konsekwencji dokonanych zmian SII zostało wpisana na listę OPP. Zmienione cele statutowe SII przedstawiają się następująco⁴:

⁴ Statut SII stan na 9 maja 2004 – materiały Stowarzyszenia.

- 1) działanie na rzecz powstania w Polsce „klubów inwestorskich”,
- 2) pomoc w zdobywaniu wiedzy i kwalifikacji dających inwestorom indywidualnym możliwość czynnego wpływu na kształt rynku kapitałowego w Polsce,
- 3) działanie na rzecz obrony interesów inwestorów indywidualnych w Polsce,
- 4) propagowanie zagadnień związanych z funkcjonowaniem rynku kapitałowego w Polsce,
- 5) działanie na rzecz przestrzegania reguł uczciwego obrotu i konkurencji na rynku kapitałowym oraz na rzecz zapewnienia powszechnego dostępu do rzetelnych informacji na rynku kapitałowym,
- 6) inspirowanie, organizowanie, i podejmowanie działań zapewniających sprawne funkcjonowanie rynku kapitałowego oraz ochronę inwestorów,
- 7) współdziałanie z organami administracji publicznej oraz instytucjami i uczestnikami rynku kapitałowego w zakresie kształtowania polityki zapewniającej rozwój rynku kapitałowego w kierunku zgodnym z interesami inwestorów indywidualnych,
- 8) wyrażanie stanowiska wobec projektów aktów prawnych związanych z funkcjonowaniem rynku kapitałowego oraz projektów regulacji obowiązujących na rynkach regulowanych,
- 9) reprezentowanie interesów inwestorów indywidualnych w postępowaniach administracyjnych i sądowych związanych z rynkiem kapitałowym,
- 10) reprezentowanie interesów inwestorów indywidualnych wobec instytucji finansowych świadczących usługi na rzecz inwestorów indywidualnych.

Stowarzyszenie może być oceniane jako aktywny uczestnik życia polskiego rynku kapitałowego, zwłaszcza jeśli weźmie się pod uwagę relatywnie niewielkie zasoby finansowe i kadrowe, jakimi dysponuje⁵. Wielość i różnorodność działań podejmowanych przez SII owocuje również stałym wzrostem liczby członków, na koniec 2004 roku ich liczba wynosiła niemal dwa tysiące⁶. Również źródła finansowania Stowarzyszenia dzięki rozwijanej działalności gospodarczej⁷ ulegają stopniowej dywersyfikacji, co korzystnie wpływa na stabilność i niezależność finansową Stowarzyszenia.

⁵ W roku 2004 w stowarzyszeniu średnioroczne zatrudnienie wyniosło 3 etaty, dodatkowo 1–2 osoby wykonywały zlecenia na rzecz SII. Przychody Stowarzyszenia w roku 2004 wyniosły ok. 420 tys. zł (wg sprawozdania finansowego SII za 2004).

⁶ Dane Stowarzyszenia.

⁷ Działalność gospodarcza prowadzona przez SII polega na świadczeniu usług z zakresu reacji inwestorskich, przekazywania inwestorom informacji ze spółek, reklamy w „Akcjonariuszu” i na stronie internetowej Stowarzyszenia. Na przychody z działalności gospodarczej składają się również m.in. odpłaty od spółek, z którymi organizowane są telekonferencje, opłaty za uczestnictwo przedstawicieli spółek w wydarzeniach organizowanych przez SII (np. „Targi Akcjonariat”).

PRZYKŁADY AKCJI PODJĘTYCH PRZEZ SII W OBRONIE PRAW AKCJONARIUSZY

Jak wyżej wspomniano, Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych prowadzi działania zmierzające do ochrony praw akcjonariuszy. Ze względu na ograniczone środki Stowarzyszenie podejmuje zdecydowane działania tylko w przypadkach, w których zwracają się o to inwestorzy. Działania takie w szczególności polegają na zbieraniu pełnomocnictw do udziału w Walnych Zgromadzeniach Akcjonariuszy, wnioskowaniu do KPWiG, GPW i innych organów administracji o podjęcie stosownych działań oraz na występowaniu z odpowiednimi pozwami do sądów. Akcje takie Stowarzyszenie podejmuje we współpracy z prawnikami i pokrzywdzonymi (również potencjalnie pokrzywdzonym) inwestorami.

Największymi sprawami w których Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych uczestniczyło w ostatnim czasie są sprawy: fuzji niepublicznej spółki Polimex-Cekop z publicznym Mostostalem Siedlce, niezgodnego z interesem inwestorów wykorzystania nadwyżek gotówkowych w spółce Mostostal Płock oraz niekorzystnego dla inwestorów wezwania do sprzedaży akcji z racji wycofania z publicznego obrotu spółki WAFAPOMP.

MOSTOSTAL SIEDLCE – POLIMEX-CEKOP

Mostostal Siedlce (rok zał. 1973) i Polimex-Cekop (powstanie Polimeksu w 1945 r., Cekopu w 1954, połączenie obu firm w 1971 r.) działające jako przedsiębiorstwa państwowe zostały sprywatyzowane odpowiednio w 1993 i 1997 roku. W 1997 roku rozpoczęły się notowania Mostostalu Siedlce na GPW w Warszawie, Polimex-Cekop natomiast pozostał spółką niepubliczną⁸. Obydwie firmy działały w branży budowlanej Mostostal specjalizował się w konstrukcjach metalowych (duża część produkcji sprzedawana była na eksport) oraz działalności deweloperskiej, Polimex-Cekop natomiast w budownictwie dla sektorów naftowego i gazowego, chemicznego i petrochemicznego, ochrony środowiska, energetyki oraz budownictwa przemysłowego i ogólnego. W grudniu 1999 r. Polimex-Cekop po raz pierwszy (posiadając zgodę KPWiG) przekroczył, w wyniku objęcia nowej emisji akcji serii E, próg 50% głosów na WZA Mostostalu, osiągając ponad 55% głosów, po czym odsprzedał podmio-

⁸ Strona internetowa Polimex-Mostostal Siedlce S.A. – <http://www.polimex-mostostal.pl>

tom powiązaniem 5,2% akcji Mostostalu Siedlce, aby zejść poniżej progu 50% głosów i nie ogłaszać wezwania do sprzedaży akcji. Jego grupa kapitałowa cały czas jednak kontrolowała około 55% walorów siedleckiej spółki⁹. Po raz kolejny Polimex-Cekop przekroczył próg 50% głosów na WZA Mostostalu Siedlce w lipcu 2002 roku w wyniku zakupu przez spółkę zależną pakietu ponad 5% akcji Mostostalu¹⁰. Władze Polimeksu-Cekop – na podstawie posiadanych ekspertyz własnych prawników – przyjęły jednak stanowisko, że nie muszą ogłaszać wezwania do sprzedaży akcji. W tym czasie Mostostal Siedlce był jedną z niewielu firm z branży budowlanej o dobrej sytuacji gospodarczej, co potwierdzały stabilne przychody, rosnące zyski (ponad 6 mln planowane na 2002 r.) oraz wypełniony portfel przyszłych zamówień. Wartość rynkowa akcji Mostostalu była jednak pomimo dobrej sytuacji fundamentalnej relatywnie niska i oscylowała w okolicach 6 zł. Analitycy uzasadniali taki stan rzeczy złą sytuacją całej branży, niską płynnością akcji, ciągłą wyprzedaną akcją przez pracowników spółki oraz pasywną postawą i kłopotami finansowymi inwestora większościowego, czyli Polimeksu-Cekop¹¹. Sytuacja finansowa Polimeksu-Cekop przedstawiała się znacznie gorzej. W 2001 roku miał on ok. 2 mln zł strat na poziomie operacyjnym, a cała grupa kapitałowa ponad 20 mln zł straty, prognozy zarządu na roku 2002 były jednak bardziej optymistyczne (zysk grupy kapitałowej – w tym zysk Mostostalu Siedlce – 9 mln)¹².

Pierwsze informacje o planowanej fuzji Polimeksu-Cekop oraz Mostostalu Siedlce pojawiły się we wrześniu 2002 roku, były one oceniane przez analityków raczej pozytywnie, a wątpliwości inwestorów budziła jedynie słabsza sytuacja formalnie przejmowanej przez Mostostal spółki Polimex-Cekop, oraz obawy o adekwatny parytet wymiany akcji. Połączenie podmiotów dawało bowiem nadzieje na zbudowanie silnej firmy, o większej wartości rynkowej, większym udziale w rynku i możliwościach wykonawczych¹³. W październiku 2002 roku firmie audytorskiej BDO powierzono sporządzenie wyceny obu firm w celu ustalenia parytetu wymiany akcji. Wyceny miały być sporządzone na podstawie sprawozdań za rok 2002¹⁴. W lutym 2003 roku zakończono prace nad projektem połączenia spółek i stosowne uchwały trafiły pod obrady

⁹ D. Wieczorek, *Nie będzie wezwania na Mostostal Siedlce*, Parkiet z 1 sierpnia 2002, nr 2064.

¹⁰ *MOSTOSTAL SIEDLCE SA* zawiadomienie o nabyciu pakietu akcji, PAP-EMITENT z 30 lipca 2002.

¹¹ G. Zybert, *Mostostal Siedlce radzi sobie z kryzysem*, Parkiet z 27 sierpnia 2002, nr 2081.

¹² D. Wieczorek, *Jedna spółka na GPW*, Parkiet z 19 września 2002, nr 2098.

¹³ *Ibidem*.

¹⁴ D. Wieczorek, *BDO określi wartość firm*, Parkiet z 17 października 2002, nr 2118.

posiedzeń obu spółek. Projekt przewidywał przejęcie niepublicznego Polimeksu-Cekop przez zależny Mostostal Siedlce w drodze wyemitowania akcji dla akcjonariuszy Polimeksu-Cekop. Firma po połączeniu dysponowałaby znacznym pakietem własnych akcji, które jak przewidywano będzie mogła odsprzedać lub umorzyć (co poprawiłoby jej wskaźniki rynkowe)¹⁵. Po ogłoszeniu przyjęcia projektu połączenia przez zarządy obu spółek, kurs akcji Mostostalu Siedlce (będący już od dłuższego czasu w trendzie spadkowym) osiągnął historyczne minimum na poziomie 3,92 zł. Zdaniem analityków było to wynikiem obaw inwestorów o wysokość parytetu wymiany, ponieważ mieli inwestorzy spodziewali się krzywdzących ich warunków połączenia¹⁶. Równie ważnym powodem do obaw była nieznana sytuacja finansowa Polimeksu-Cekop, który jako spółka niepubliczna nie był zobowiązany do wypełniania obowiązków informacyjnych, w konsekwencji czego ostatnie ujawnione dane o sytuacji Polimeksu-Cekop pochodziły niemal sprzed roku i dotyczyły stanu na koniec 2001 roku¹⁷. W związku z ogłoszeniem przez Mostostal Siedlce informacji o wysokim zysku za rok 2002 i oczekiwaniem rynku na wypłatę dywidendy wartość rynkowa akcji tej spółki znacznie wzrosła i po osiągnięciu kolejnego minimum na poziomie 3,46 zł 24 kwietnia 2003 roku wzrosła do maja do poziomu ok. 6 zł¹⁸, a w lipcu (po ogłoszeniu decyzji o wypłacie dywidendy w wysokości 0,25 zł na akcję) kosztował a już ponad 7 zł. Dnia 8 sierpnia, przez radę nadzorczą Mostostalu Siedlce, został zatwierdzony, zaproponowany przez BDO parytet wymiany akcji ustalony na 2,72 akcje Mostostalu Siedlce za akcję Polimeksu-Cekop¹⁹. Po ogłoszeniu parytetu pojawiły się ponownie obawy inwestorów o sytuację spółek po połączeniu, Polimex-Cekop w ciągu kilku poprzednich lat wykazywał bowiem straty, a kilka ze spółek zależnych miało poważne kłopoty (jedna w upadłości kilka w postępowaniu układowym), zarządy obu spółek uspokajały zapewniając, że Polimex przeszedł restrukturyzację i prognozy wyniku finansowego spółki są pomyślne. Budziło to obawy o pogorszenie wyników Mostostalu Siedlce po połączeniu. Ogłoszony parytet wymiany okazał się w świetle tych obaw niekorzystny dla inwestorów. Częste były opinie, że fuzja ta jest przeprowadzana głównie w celu poprawy sytuacji lub wręcz uratowania Polimeksu od upadłości. Wyszły również na jaw informacje o 2,8 milionowym kredycie udzielonym przez Mostostal Siedlce Polimeksowi-Cekop (ukrywane wcześniej przez zarządy obu

¹⁵ Idem, *Projekt połączenia pod obrady*, Parkiet z 1 lutego 2003, nr 2189

¹⁶ Idem, *Tanieją akcje Mostostalu Siedlce*, Parkiet z 28 marca 2003, nr 2228.

¹⁷ E. Żemła, *Fuzja zaszkodzi Mostostalowi Siedlce?*, Parkiet z 24 kwietnia 2003, nr 2245

¹⁸ D. Wieczorek, *ZREW zostanie wchłonięty?*, Parkiet z 23 maja 2003, nr 2264.

¹⁹ Idem, *Mostostal Siedlce bliżej Polimeksu*, Parkiet z 9 sierpnia 2003, nr 2319.

spółek) oraz o trudnościach Polimeksu w obsłudze kredytu zaciągniętego na zakup części akcji Mostostalu Siedlce. Wszystkie te informacje zahamowały wywołany decyzją o wypłacie dywidendy wzrost ceny akcji Mostostalu Siedlce²⁰. Wobec takiego obrotu sprawy inwestorzy finansowi Mostostalu Siedlce złożyli Polimeksowi-Cekop ofertę odkupienia od niego całego pakietu 55% posiadanych akcji, w celu zablokowania fuzji. Rynek oczekiwał również wysokiego wzrostu zysku Mostostalu, który szacowano na poziomie 17–20 mln zł za rok 2003. Obliczając parytet wymiany, BDO przyjął prognozę 11,5 mln, co oznaczałoby, że parytet wymiany może być niedoszacowany nawet o połowę na niekorzyść akcjonariuszy Mostostalu Siedlce²¹. Oferta zakupu akcji została jednak odrzucona przez Polimex, co tylko pogłębiło obawy inwestorów o jego sytuację ekonomiczną²². Nasiliło bowiem spekulację, że Polimex-Cekop potrzebuje fuzji, aby uratować się przed upadłością. Na 20 października zostało zaplanowane Walne Zebranie Mostostalu Siedlce mające podjąć decyzję o fuzji²³.

Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych rekomendowało inwestorom udział w NWZA i głosowanie przeciwko fuzji. Ponadto zorganizowało akcję zbierania pełnomocnictw od inwestorów indywidualnych. Stowarzyszenie poddało również w wątpliwość stanowisko spółki dotyczące potrzebnej do uchwalenia połączenia spółek większości głosów. Kodeks spółek handlowych stanowi, że do połączenia spółek konieczna jest większość 3/4 głosów na walnych zgromadzeniach obydwu spółek, w przypadku zaś gdy łączą się spółki publiczne większością wystarczającą jest 2/3 głosów (art. 506. k.s.h.). Kodeks nie precyzuje jednak, jaka większość jest wymagana dla fuzji spółki publicznej z niepubliczną. Zarządy łączących się spółek, powołując się na ekspertyzy swoich prawników, utrzymywały, że w takim przypadku konieczną większością jest 2/3 głosów²⁴. Opinia, sporządzona dla SII przez radcę prawnego Leszka Koziorowskiego, współnika we współpracującej stale ze Stowarzyszeniem renomowanej kancelarii prawniczej GESSEL zawiera stanowisko, że ogólną zasadą jest większość 3/4 głosów a większość 2/3 głosów jest wyjątkiem, tylko w sytuacji gdy łączą się spółki publiczne i jako wyjątku nie można jej interpretować rozszerzająco²⁵. O takim stanowisku SII zostały powiado-

²⁰ M. T. Kuchciak, *Drenaż roku?*, Parkiet z 22 sierpnia 2003, nr 2327.

²¹ Idem, *Inwestorzy finansowi chcą Mostostalu Siedlce*, Parkiet z 28 sierpnia 2003, nr 2331.

²² Idem, *Mostostal Siedlce bezcenny*, Parkiet z 30 sierpnia 2003, nr 2333.

²³ K. Wojtas, *Pod koniec miesiąca walne o połączeniu*, Parkiet z 4 października 2003, nr 2358.

²⁴ M. T. Kuchciak, Krzysztof Woch, *Komisja domaga się uchwały połączeniowej*, Parkiet z 16 października 2003, nr 2366.

²⁵ Ekspertyza prawna radcy prawnego Leszka Koziorowskiego – dokumentacja SII.

mione: zarząd Mostostalu Siedlce oraz KPWiG zostało ono również opublikowane w prasie. Stowarzyszenie zwróciło również uwagę na niedotrzymanie przez spółkę odpowiednich terminów ogłoszeń o zwołaniu NWZA w tej sprawie, ogłoszenia te były również niekompletne²⁶. Zgłoszone przez SII wątpliwości zmusiły zarząd Mostostalu Siedlce do przełożenia głosowania uchwały i połączeniu na styczeń 2004 r. oraz przeprowadzenia ponownie procedury zwołania NWZA²⁷. 19 listopada rada nadzorcza Mostostalu Siedlce dokonała zmian w zarządzie spółki, w wyniku których skład zarządu jest identyczny jak zarządu Polimeksu-Cekop. Dwóch członków rady Mostostalu Siedlce zrezygnowało z pełnionych funkcji, ze względu na wątpliwości dotyczące warunków połączenia, szczególnie parytetu, opartego na danych z 2002 roku, czyli sprzed niemal dwóch lat²⁸. W tym czasie wyniki obu spółek się poprawiły, jednak dynamika zmian w Mostostalu Siedlce była znacznie wyższa. Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych zgłosiło ponadto wątpliwości co do możliwości wykonywania przez Polimex prawa głosu na WZA Mostostalu ze względu na to, że ani w 1999, ani w 2002 roku nie ogłosił wezwania na sprzedaż akcji w związku z przekroczeniem 50% głosów na WZA. Wobec tego i innych uchybień proceduralnych SII złożyło do sądu pozew o stwierdzenie nieważności lub uchylenie uchwał NWZA z 3 listopada 2003 (zmiany w radzie nadzorczej)²⁹. Sąd przychylił się do zarzutów SII i odmówił rejestracji nowej rady nadzorczej i zarządu³⁰. W dniu 7 stycznia 2004 roku NWZA podjęło większością 74,4% głosów decyzję o połączeniu z Polimeksem-Cekop. Władze obu spółek i przewodniczący NWZA uznały uchwałę za przyjętą, jednak wg opinii SII do podjęcia potrzeba było 75% głosów, co oznacza, że Stowarzyszeniu i skupionym wokół niego akcjonariuszom udało się zablokować fuzję. W walnym zebraniu wzięło udział 325 akcjonariuszy dysponujących łącznie niemal 88% kapitału akcyjnego spółki³¹. Ze względu na rozbieżność w ocenie wyniku głosowania, 21 stycznia SII złożyło pozew do sądu o stwierdzenie nieważności lub o unieważnienie uchwał o połączeniu. Oprócz głównego zarzutu SII wytknęło w nim wiele mniejszych uchybień, które miały wpływ na prawomocność całego NWZA³². Ze względu na prece-

²⁶ K. Woch, *SII nie daje za wygraną*, Parkiet z 28 października 2003, nr 2374.

²⁷ Idem, *Głosowanie w sprawie połączenia dopiero w styczniu*, Parkiet z 3 listopada 2003, nr 2378.

²⁸ G. Zybert, *Unia personalna*, Parkiet z 20 listopada 2003, nr 2390.

²⁹ Pozew – materiały Stowarzyszenia.

³⁰ K. Woch, *Nowa rada, stary zarząd*, Parkiet z 23 grudnia 2003, nr 2413.

³¹ K. Siwek, M. T. Kuchciak, *Mostostal – za fuzją mniej niż 75% głosów*, Parkiet z 08 stycznia 2004, nr 2421.

³² Pozew – materiały Stowarzyszenia.

densowy charakter sporu radca prawny współpracujący z SII Leszek Koziorowski wskazywał na możliwość odwoływania się aż do Sądu Najwyższego³³. Ponadto Stowarzyszenie złożyło wnioski do KPWiG o dopuszczenie go w charakterze strony do postępowania w sprawie dopuszczenia do publicznego obrotu akcji, wyemitowanych przez Mostostal Siedlce w celu finalizacji połączenia. 12 kwietnia 2004 roku KRS zdecydował o wstrzymaniu rejestracji fuzji, ze względu na wniesiony przez SII pozew skierowany przeciwko tym uchwałom³⁴. Sąd zdecydował się na taki krok, pomimo że zaskarżenie uchwał nie wstrzymuje zasadniczo ich realizacji, ze względu na powagę zarzutów SII oraz niemal nieodwracalny charakter połączenia spółek. Pierwsza rozprawa została wyznaczona na 15 czerwca 2004 roku, na tym posiedzeniu sąd wyznaczył na 7 lipca termin wstępnych przesłuchań stron. Przesłuchania te nie doszły jednak do skutku, ze względu na wycofanie przez SII pozwu. Wycofanie pozwu było konsekwencją zmiany sytuacji rynkowej oraz odstąpienia znacznej części inwestorów skupionych wokół Stowarzyszenia od dalszego popierania pozwu. Ponadto przedłużający się konflikt mógł zaszkodzić inwestorom jeszcze bardziej niż niekorzystny parytet wymiany. Na skutek poprawy koniunktury w budownictwie zmniejszyły się też dysproporcje w sytuacji obydwu spółek. Ponadto zarząd Spółki zobowiązał się do przygotowania programu lojalnościowego dla drobnych inwestorów, polegającego na przyznaniu dodatkowych akcji spółki na preferencyjnych warunkach długoterminowym inwestorom spółki. Ponadto zarząd zobowiązał się w prospekcie emisyjnym dodatkowych akcji serii F do kontynuowania polityki wypłaty 50% zysku w postaci dywidendy.

Mimo, że Stowarzyszeniu Inwestorów Indywidualnych nie udało się doprowadzić do zablokowania fuzji czy zmiany niekorzystnego dla akcjonariuszy Mostostalu Siedlce, wyniki działań SII mogą być interpretowane pozytywnie. Stowarzyszeniu udało się zgromadzić ponad 25% głosów na NWZA, co jest ewenementem na polskim rynku kapitałowym, działania SII doprowadziły też do wzrostu kursu akcji (w momencie wycofywania pozwu było to ponad 15 zł za akcję, wobec 10–11 zł po ogłoszeniu decyzji o fuzji), działania stowarzyszenia opóźniły również fuzję. W tym czasie wyniki Polimeksu poprawiły się na tyle, że rażąca dysproporcja w ustalonym parytecie znacznie się zmniejszyła. Dalsze popieranie pozwu nie miało większego uzasadnienia, ponieważ spółka mogłaby na tym znacznie ucierpieć – samo połączenie nie było zresztą kwestionowane przez SII – problemem było tylko nierówne traktowanie akcjonariuszy mniejszościowych.

³³ K. Woch, *Długa lista zarzutów*, Pakiet z 11 lutego 2004, nr 2445.

³⁴ Idem, *Oddala się fuzja Siedlec z Polimeksem*, Parkiet z 13 marca 2004, nr 2468.

MOSTOSTAL PŁOCK – MOSTOSTAL WARSZAWA

Mostostal Płock SA jest spółką akcyjną powstałą w wyniku przekształceń własnościowych Płockiego Przedsiębiorstwa Konstrukcji Stalowych i Urządzeń Przemysłowych. Od 15 września 1998 roku akcje Spółki są notowane na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Spółka prowadzi roboty budowlano montażowe głównie dla branży rafineryjnej i chemicznej. Zajmuje się m.in. budową i montażem konstrukcji stalowych, zbiorników i rurociągów, robotami spawalniczymi, izolacyjnymi i antykorozyjnymi, usługami transportowymi. Głównym inwestorem jest Mostostal Warszawa, który posiada 49,99% głosów na Walnym Zgromadzeniu spółki z Płocka. W 2001 roku na początku opisywanego konfliktu Mostostal Płock posiadał około 40 mln zł wolnych środków w postaci płynnych aktywów, co stanowiło dwukrotną wartość jego kapitalizacji giełdowej wynoszącej 20 mln zł. Sytuacja ta spowodowana była faktem, że dominujący akcjonariusz – Mostostal Warszawa – sprzedał spółce już ponad rok wcześniej własne weksle na kwotę 19 mln zł, których nie odkupił, a jedynie odnawiał pożyczkę³⁵. Takie postępowanie wzbudziło niepokój trzech znaczących akcjonariuszy mniejszościowych, którzy posiadając razem akcje dające w sumie ponad 10% głosów na WZA spółki, zażądali powołania rewidenta do spraw szczególnych na WZA mającym się odbyć 22 czerwca 2001³⁶. Akcjonariusze ci zwrócili się do SII z prośbą o zorganizowanie akcji zbierania pełnomocnictw, w celu uzyskania 20 lub więcej procent głosów na WZA i powołania przedstawiciela do rady nadzorczej. Na walnym zebraniu w dniu 22 czerwca podjęto decyzję o powołaniu rewidenta ds. szczególnych, jednak zamiast proponowanej przez akcjonariuszy mniejszościowych firmy „Bilans Consulting” walne zgromadzenie głosami Mostostalu Warszawa, przy sprzeciwie akcjonariuszy mniejszościowych, zdecydowało o powołaniu audytora, którego wyboru miała dokonać rada nadzorcza spółki spośród firm tzw. wielkiej szóstki. Powołany rewident miał zbadać prawidłowość i rentowność weksli zakupionych od Mostostalu Warszawa. WZA obradowało również nad podziałem zysku, akcjonariusze mniejszościowi proponowali przeznaczyć 1 mln zł na dywidendę, a pozostałe 3,5 mln na tzw. *buy back*, czyli wykup własnych akcji w celu umorzenia. Zarząd spółki proponował przeznaczenie całego zysku na kapitał rezerwowy. Uwzględniona została jednak propozycja mającego większość głosów Mostostalu Warszawa polegająca na przeznacze-

³⁵ G. Zybort, *Akcyjniarze mniejszościowi żądają wyjaśnień*, Parkiet z 22 czerwca 2001, nr 1786.

³⁶ Idem, *Bunt akcjonariuszy w Mostostalu Płock*, Parkiet z 2 czerwca 2001, nr 1773.

niu 4,5 mln na kapitał zapasowy³⁷. We wrześniu 2001 roku rada nadzorcza wybrała na audytora ds. szczególnych firmę audytorską BDO Polska³⁸. Po badaniu w listopadzie 2001 r. firma BDO ogłosiła, że weksle komercyjne zakupione od Mostostalu Warszawa są opłacalne dla spółki ponieważ są oprocentowane wyżej niż lokaty bankowe³⁹. Stowarzyszenie wraz z mniejszościowymi akcjonariuszami podjęło po raz kolejny działania zmierzające do zebrania 20% głosów na WZA, w celu powołania własnego przedstawiciela do rady nadzorczej spółki w drodze głosowania grupami. Ponadto SII przedstawiło stanowisko, które zakłada zmianę polityki inwestowania nadwyżek gotówki w weksle Mostostalu Warszawa i przeznaczenie ich na wypłaty dywidendy oraz wykup własnych akcji. W wyniku nacisków akcjonariuszy mniejszościowych, skupionych wokół Stowarzyszenia, zarząd Mostostalu Płock zaproponował w marcu 2002 r. wypłatę dywidendy w wysokości 0,50 zł na akcję. Ta korzystna dla inwestorów informacja wywołała wzrost kursu akcji o 3,6% na jednej sesji, notowania zamknęły się wartością 11,45 zł⁴⁰. Mimo to dla inwestorów znacznie korzystniejszy ze względów podatkowych byłby wykup akcji przez spółkę w celu umorzenia. Również wysokość dywidendy nie zadowalała inwestorów, biorąc pod uwagę ilość wolnych środków posiadanych przez spółkę, na których wykorzystanie spółka nie miała od lat lepszego pomysłu niż pożyczanie ich głównemu akcjonariuszowi. Takie też stanowisko przedstawiło w prasie Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych⁴¹. Niestety na WZA w dniu 29 kwietnia 2002 Stowarzyszeniu i skupionej wokół niego koalicji akcjonariuszy już po raz trzeci nie udało się osiągnąć, wymaganej do włączenia swojego przedstawiciela do rady nadzorczej, ilości 20% głosów. Również propozycje Stowarzyszenia dotyczące zamiany wypłaty dywidendy na *buy back*, a także podwyższenia wypłaty do 1,50 zł za akcję nie zostały uwzględnione. Zarząd unikał również odpowiedzi na pytania stawiane przez akcjonariuszy mniejszościowych, walne zgromadzenie było burzliwe i trwało do późnych godzin nocnych. Stowarzyszenie zapowiedziało w prasie zaskarżenie większości podjętych uchwał⁴². 6 maja 2002 roku sąd podjął decyzję o unieważnieniu uchwały o podziale zysku za rok 2000 zaskarżonej znacznie

³⁷ Idem, *Spyry na walnym Mostostalu Płock*, Parkiet 23 czerwca 2001, nr 1787.

³⁸ Idem, *BDO Polska rewidentem ds. szczególnych*, Parkiet 21 września 2001, nr 1850.

³⁹ Idem, *BDO bez zastrzeżeń do Mostostalu Płock*, Parkiet 23 listopada 2001, nr 1894.

⁴⁰ Idem, *Mostostal Płock proponuje 50 groszy na akcję dywidendy*, Parkiet z 1 marca 2002, nr 1960.

⁴¹ Idem, *W Mostostalu Płock buy back lepszy od dywidendy*, Parkiet 9 kwietnia 2002, nr 1985.

⁴² Idem, *Akcjonariusze zaskarżą uchwały*, Parkiet z 2 maja 2002, nr 2001.

wcześniej przez akcjonariuszy mniejszościowych. Decyzja ta została uznana za precedensową, zarząd spółki zapowiedział apelację⁴³. O środki będące w spółce upomniały się również związki zawodowe, żądając przeprowadzenia planowanych zwolnień załogi w trybie zwolnień grupowych, co wymusiłoby większe odprawy, związki motywowały te żądania m.in. dużą ilością gotówki w spółce. Konflikt ze związkami zawodowymi, arogancja akcjonariusza dominującego i pogorszenie się wyników spółki sprawiły, że w czerwcu 2002 ceny akcji spółki spadły ponownie poniżej poziomu 10 zł za akcję⁴⁴. Stowarzyszenie zaskarżyło uchwały WZA Mostostalu Płock o podziale zysku, udzieleniu absolutorium władzom, ponadto ujawniło podejrzenia o nieprawidłowości w księgowaniu likwidacji niektórych, nieprzydatnych już, składników majątku. Nieprawidłowości te zostały wykryte przez wewnętrzną kontrolę, której wyniki jednak zostały zatuszowane, ujawniony sposób księgowania zwiększał na papierze koszty przedsiębiorstwa i doprowadzał do zaniżenia rzeczywistych zysków⁴⁵. We wrześniu 2002 została zawarta ugoda ze związkami zawodowymi, zarząd zgodził się przede wszystkim ograniczyć liczbę zwolnień⁴⁶. Po raz kolejny Stowarzyszenie podjęło próbę zebrania 20% pakietu głosów na WZA, w celu powołania swojego przedstawiciela do rady nadzorczej, aby ograniczyć samowolę dominującego akcjonariusza, przed walnym zgromadzeniem zwołanym na dzień 11 czerwca 2003. Sprzeciw akcjonariuszy mniejszościowych budziła dodatkowo dokonana na początku 2003 roku transakcja zakupu 18,6% akcji spółki Mostostal Invest, będącej w grupie kapitałowej Mostostalu Warszawa, za kwotę 7 mln zł. Akcjonariusze mniejszościowi uznali tę transakcję za działanie na szkodę spółki, ze względu na zawyżoną ich zdaniem cenę zakupionych walorów⁴⁷. Akcja zbierania pełnomocnictw została w końcu uwieńczona sukcesem, Stowarzyszeniu udało się uzbiierać ponad 20% ogólnej liczby głosów, a na WZA było to ponad 25%. Pozwoliło to akcjonariuszom mniejszościowym na zablokowanie zmian w statucie, ograniczających liczbę członków RN do trzech (co miało na celu uniemożliwienie wprowadzenia ich przedstawiciela, bo wtedy potrzeba byłoby ponad 33% głosów do wprowadzenia swojego przedstawiciela, a nie 20% – jak dotychczas) oraz wprowadziło swojego przedstawiciela do rady nadzorczej spółki. Przedstawicielem akcjonariuszy mniejszościowych został Raimondo Eggink, znany na polskim rynku kapitałowym inwestor, występujący często w obronie inwestor-

⁴³ Idem, *Mostostal Płock złoży apelację*, Parkiet z 7 maja 2002, nr 2003.

⁴⁴ Idem, *Mostostal Płock już poniżej 10 zł*, Parkiet z 6 czerwca 2002, nr 2024.

⁴⁵ A. Mielczarek, *SII chce unieważnienia uchwał*, Parkiet z 16 lipca 2002, nr 2052.

⁴⁶ G. Zybert, *Koniec sporu zbiorowego*, Parkiet z 3 września 2002, nr 2086.

⁴⁷ Idem, *Konflikt źle wpływa na wycenę akcji*, Parkiet z 8 marca 2003, nr 2214.

rów indywidualnych, zasiadający również w Radzie Giełdy, posiadający ponad 3% akcji spółki⁴⁸. W kwietniu 2004 roku w Sądzie Najwyższym znalazła korzystny dla inwestorów mniejszościowych finał sprawa podziału zysku jeszcze za 2000 rok. Wyrok, który zapadł w SN, w uzasadnieniu stwierdzał: „Uchwała WZA może zostać uchylona, gdy następuje pokrzywdzenie kogoś z akcjonariuszy. Przy czym pokrzywdzenie może być następstwem jej realizacji, mimo że sama uchwała nie została podjęta z takim zamiarem” i dalej: „Nie można np. udowodnić opłacalności inwestycji w weksle Mostostalu Warszawa, bazując jedynie na porównaniu oprocentowania tych papierów z lokatą bankową bez uwzględnienia czynników ryzyka. Jedynym beneficjentem uchwały o podziale zysku był główny udziałowiec. Czy pozostali byli pokrzywdzeni, trzeba to sprawdzić”. Takie uzasadnienie jest bardzo ważne dla akcjonariuszy mniejszościowych, pomoże bowiem w dochodzeniu unieważniania krzywdzących ich uchwał walnych zgromadzeń. SN skierował sprawę do ponownego rozpatrzenia w sądzie drugiej instancji⁴⁹. W sierpniu 2004 roku dzięki zyskaniu mocniejszej pozycji przez inwestorów indywidualnych kurs akcji spółki wynosił już ponad 20 zł za akcję, a więc wzrósł o ponad 100% od początku konfliktu⁵⁰. W kwietniu 2005 roku zarząd Mostostalu Płock oraz główny akcjonariusz Mostostal Warszawa podjęli działania, które świadczą już o pełnym powrocie akcjonariuszy mniejszościowych. Poinformowano bowiem o projekcie wypłaty rekordowej na polskim rynku dywidendy 5 zł na akcję czyli łącznie 10 mln zł. Po opublikowaniu tej informacji kurs akcji Mostostalu Płock na jednej sesji wzrósł o ponad 10%. Zarząd spółki wyraził jednocześnie nadzieję, że wypłata ta zakończy „trwające już od czterech lat i kosztowne dla spółki spory sądowe”⁵¹. Walne zgromadzenie, na którym nie pojawili się przedstawiciele Mostostalu Warszawa przegłosowało w kwietniu 2005 roku wypłatę proponowanej przez zarząd dywidendy⁵². Jednocześnie pod koniec maja zarząd Mostostalu Płock poinformował, że podejmie działania dotyczące umorzenia lub zbycia udziałów w Mostostal Invest (przeciwko zakupowi których protestowali wcześniej akcjonariusze mniejszościowi). Zarząd chce, aby uzyskane z powyższej transakcji pieniądze przekazać inwestorom (w formie dodatkowej dywidendy lub poprzez zakup akcji własnych w celu umorzenia). Transakcja obok zaspokojenia oczekiwań akcjonariuszy

⁴⁸ E. Żemła, *Zwycięstwo mniejszościowych*, Parkiet z 12 czerwca 2003, nr 2278.

⁴⁹ K. Woch, *Sąd Najwyższy: nie wolno krzywdzić akcjonariuszy*, Parkiet z 17 kwietnia 2004, nr 2491.

⁵⁰ T. Józwik, *Fundamenty nie przeszkadzają*, Parkiet z 28 sierpnia 2004, nr 2584.

⁵¹ K. Woch, *10 milionów dla akcjonariuszy*, Parkiet z 1 marca 2005, nr 2714.

⁵² Idem, *Mostostal Płock. Decydowali mniejszościowi*, Parkiet z 19 kwietnia 2005, nr 2746.

ma zmniejszyć również zadłużenie głównego akcjonariusza wobec Mostostalu Płock⁵³. Zarząd zapowiedział również wycofanie się z finansowania Mostostalu Warszawa w formie odnawianych od kilku lat co miesiąc weksli, których wartość wynosiła w tym czasie jeszcze ok. 13 mln zł⁵⁴. 1 września 2005 r. Zarząd poinformował o zamiarze ponownej wypłaty dywidendy akcjonariuszom, tym razem w wysokości 7,5 zł na akcję, czyli w sumie 15 mln zł. Spółka pokryje tę kwotę w połowie z posiadanych lokat bankowych oraz drugą połowę ze sprzedaży udziałów w Mostostalu Invest. Spółka szacuje również, że około 6 mln zł wróci do niej w wyniku wykupu przez Mostostal Warszawa weksli za fundusze uzyskane z wypłaty dywidendy. Za dodatkowe 3 mln Mostostal Warszawa ma wykupić już wszystkie pozostałe weksle od Mostostalu Płock. Tym samym zakończy się wieloletni okres kredytowania spółki przez zależny Mostostal Płock⁵⁵. W wyniku podania do publicznej wiadomości tych zapowiedzi, wartość akcji spółki wyniosła ponad 25 zł (pamiętajmy, że niedawno wypłacono dywidendę w wysokości 5 zł na akcję, co naturalnie obniżyło wtedy kurs spółki o taką kwotę).

Sprawa Mostostalu Płock pokazuje jak dużo mogą zyskać inwestorzy mniejszościowi, jednocząc się w celu ukrócenia łamania ich praw przez akcjonariuszy dominujących. Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych, koordynując te działania oraz zapewniając zaplecze prawne i organizacyjne inwestorom, osiągnęło założone cele, doprowadzając do wprowadzenia do RN spółki swojego przedstawiciela, a także, dzięki uporowi w dochodzeniu praw akcjonariuszy przed sądem, do diametralnej zmiany polityki władz spółki, a także akcjonariusza dominującego. Przekazanie nadwyżek gotówkowych znajdujących się w spółce, a przekraczających dwukrotnie jej wartość rynkową jest niewątpliwie korzystne dla inwestorów mniejszościowych, ponieważ spółka nie miała pomysłu na sensowne wykorzystanie tych środków w celu pomnażania zysków akcjonariuszy, a jedynie kredytowała nimi głównego akcjonariusza, z pominięciem pozostałych.

WAFAPOMP SA

Tradycje spółki sięgają założonego w 1908 roku pod nazwą „Zakład Mechaniczny Wacław Brandel i Czesław Witoszyński Spółka Komandytowa” przedsiębiorstwa, przekształconego później w „Zakłady Mechaniczne inż.

⁵³ Idem, *Mostostal Płock. Dodatkowa dywidenda?*, Parkiet z 24 maja 2005, nr 2770.

⁵⁴ Idem, *Koniec drenażu Mostostalu Płock*, Parkiet z 28 maja 2005, nr 2773.

⁵⁵ Idem, *Ekstrawyplata z Mostostalu Płock*, Parkiet z 2 września 2005, nr 2842.

St. Twardowski” (1912 r.). Po wojnie w 1951 roku zakłady znacjonalizowano i przemianowano na „Warszawską Fabrykę Pomp”. Firmę w 1994 roku sprywatyzowano, a w 1996 wzięła ona udział w programie NFI, jej funduszem wiodącym został XIII NFI FORTUNA S.A., przejmując 33% akcji spółki. W 1998 na parkiecie GPW akcje Wafapompu zadebiutowały samodzielnie.

W grudniu 2002 roku Fabryka Pomp POWEN Sp. z o.o. ogłosiła w związku z przekroczeniem progu 33% głosów na WZA Wafapompu wezwanie do sprzedaży akcji, po niemal minimalnej możliwej zgodnie z przepisami cenie (średnia z sześciu ostatnich miesięcy) czyli po 2,7 zł za papier (rynkowy kurs wynosił ok. 2 zł)⁵⁶. Wezwanie to zakończyło się umiarkowanym sukcesem, ponieważ Powenowi nie udało się zakupić planowanej ilości akcji i osiągnąć ok. 47% głosów na WZA. W związku z tym w styczniu 2003 ogłosił kolejne wezwanie, tym razem po cenie 3,2 zł w celu dokupienia brakujących akcji. Jednocześnie Powen, występując do KPWiG o zgodę na przekroczenie 33% głosów, publicznie deklarował, że zakup akcji jest realizowany w celu konsolidacji polskich fabryk pomp i nie ma na celu przejmowania kontroli nad Wafapompem ani wycofywania go z publicznego obrotu⁵⁷. W wyniku styczniowego wezwania Powen uzyskał 46,3% głosów na WZA Wafapompu. Zaniepokojeni działaniami akcjonariusza dominującego, akcjonariusze mniejszościowi – Skarb Państwa (miał prawie 14% akcji) i NFI Piast (9,2%) zażądali zwołania NWZA w celu wyboru nowych członków RN w drodze głosowania grupami oraz oddelegowania jednego z wybranych przez nich członków do pełnienia stałego, indywidualnego nadzoru nad spółką⁵⁸. Zgodnie z prawem, w przypadku wyboru rady nadzorczej spółki w drodze głosowania oddzielnymi grupami, każda grupa może zlecić jednemu z wybranych przez siebie członków rady stały indywidualny nadzór nad przedsiębiorstwem. Taka osoba może uczestniczyć w posiedzeniach zarządu z głosem doradczym. Zarząd musi ją zawiadamiać o każdym posiedzeniu. Na NWZA w dniu 26 marca 2003 r. akcjonariusze mniejszościowi wybrali i oddelegowali do pełnienia indywidualnego nadzoru swojego przedstawiciela⁵⁹. Rok później w lutym 2004 roku Powen ogłosił, w związku z przekroczeniem progu 50% głosów na WZA Wafapompu wezwanie do sprzedaży pozostałych w obrocie giełdowym akcji spółki, celem wycofania spółki zależnej z rynku publicznego. Wzywający

⁵⁶ K. Jedlak, *Powen płaci 2,7 zł za akcje*, Parkiet z 19 grudnia 2002, nr 2161.

⁵⁷ P. Wojtaszek, *3,2 zł za akcję Wafapompu*, Pakiet z 17 stycznia 2003, nr 2178.

⁵⁸ K. Jedlak, *Konflikt w Wafapompie?*, Parkiet z 15 marca 2003, nr 2219.

⁵⁹ *WAFAPOMP SA uchwały podjęte przez NWZ w dniu 26.03.2003 r.*, PAP-EMITENT z 26 marca 2003.

zaoferował 5,67 zł za walor producenta pomp. Cena równa była ustawowemu minimum, na GPW za akcje przedsiębiorstwa płacono wtedy po 8,1 zł (na wieść o wezwaniu cena, będąca od kilku miesięcy w trendzie wzrostowym, spadła o 2,4% przy bardzo niskiej płynności)⁶⁰. Zakończone w marcu 2004 roku wezwanie dało Powenowi 84,74% udział w głosach na WZA spółki zależnej⁶¹. Już w maju Powen ogłosił kolejne wezwanie do sprzedaży na pozostałe 15% akcji, tym razem po cenie 6,75 zł (znowu ustawowe minimum)⁶², zwołano również NWZA na 29 maja, a w jego porządku obrad umieszczono głosowanie nad uchwałą o wycofaniu Wafapompu z notowań giełdowych⁶³. Głosowanie tej uchwały zostało przesunięte na 30 czerwca, a Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych w związku ze zbyt niskimi, zdaniem SII, cenami wezwań, zaapelowało do inwestorów indywidualnych o nieodpowiadanie na wezwanie i zapowiedziało złożenie do sądu pozwu o unieważnienie ew. podjętej uchwały o wycofaniu spółki z obrotu⁶⁴. Stowarzyszenie uznało ceny oferowane w wezwaniach za krzywdzące dla inwestorów indywidualnych, kierując się sporządzonymi przez ekspertów Stowarzyszenia wycenami, które oceniały wartość jednej akcji spółki na minimum 12–15 zł, niektóre warianty wyceny wskazywały nawet na wartość powyżej 20 zł. Niska wycena spółki na rynku spowodowana była niską płynnością i skupieniem znacznego pakietu akcji przez Powen, które pozostawały poza wolnym obrotem. Ogłoszone przez Powen wezwanie nie odniosło sukcesu, dominującemu akcjonariuszowi udało się skupić tylko kolejne 3,33% kapitału Wafapompu (w sumie posiadał już 88,1%). Ilość ta była wystarczająca, aby wycofać spółkę z obrotu, zbyt niska jednak, aby zastosować przymusowy wykup akcji czyli tzw. „wyciskanie”. Stowarzyszenie wyraziło zdanie, że korzystne dla inwestorów byłoby kolejne wezwanie, ale po godziwej cenie, wycofanie Wafapompu z rynku publicznego było bowiem raczej przesądzone. Stowarzyszenie zgłosiło również gotowość do rozmów z Powenem w sprawie rozwiązania konfliktu⁶⁵. NWZA Wafapompu, które odbyło się 30 czerwca 2004 roku przyjęło uchwałę o wycofaniu spółki z publicznego obrotu, przedstawiciele SII obecni na WZA oprotestowali uchwałę, celem jej późniejszego zaskarżenia⁶⁶. SII nie zdecydowało się

⁶⁰ K. Jedlak, *Wezwanie na Wafapomp*, Parkiet z 14 lutego 2004, nr 2448.

⁶¹ *WAFAPOMP SA realizacja zapisów do sprzedaży akcji spółki*, PAP-EMITENT z 1 kwietnia 2004.

⁶² K. Woch, *Wafapomp. Powen chce 100%*, Parkiet z 14 maja 2004, nr 2509.

⁶³ *ZWZ Wafapompu zdecydowało 29 maja o wycofaniu spółki z GPW*, PAP-EMITENT z 20 maja 2004.

⁶⁴ K. Jedlak, *SII: cena w wezwaniu jest za niska*, Parkiet z 15 czerwca 2004, nr 2530.

⁶⁵ *Idem, Wezwanie bez większych efektów*, Parkiet z 25 czerwca 2004, nr 2538.

⁶⁶ *SII przeciwko planom wycofania Wafapompu z giełdy*, PAP-EMITENT z 1 lipca 2004.

jednak na zaskarżenie uchwały o wycofaniu i swoje wysiłki skupiło na zapewnieniu inwestorom, którzy pozostali z akcjami Wafapompu poza rynkiem, możliwość jak najkorzystniejszego wyjścia z inwestycji. 2 września 2004 roku akcje Wafapompu były notowane na GPW po raz ostatni, do ostatniego dnia notowań Powen skupował akcje na rynku, płacąc około 8 zł za akcję. Ostatecznie inwestor dominujący uzyskał 91,11% udział w kapitale akcyjnym Wafapompu⁶⁷. W wyniku przeprowadzonych przez SII negocjacji, członkowie Stowarzyszenia odsprzedali swoje akcje w kilku transzach w cenach od 9 do 13 zł. Powen ponadto zobowiązał się do stałego skupowania akcji od chętnych do sprzedaży inwestorów.

Wycofanie Wafapompu z rynku publicznego nie jest odosobnionym przypadkiem takiego działania inwestora dominującego, który, przejmując kolejne pakiety akcji, doprowadza do obniżenia płynności akcji danej spółki, a co za tym idzie jej ceny. Przekraczając kolejne progi udziału w kapitale przejmowanej spółki inwestor jest zobowiązany do ogłaszania wezwań do sprzedaży akcji, przy czym cena takiego wezwania nie może być mniejsza niż średnia notowań z ostatniego półrocza. W wypadku rosnącego kursu spółki (co w wypadku korzystnych dla spółki działań inwestora dominującego – na przykład restrukturyzacji – nie jest zjawiskiem rzadkim) cena taka może być rażąco nieadekwatna do rzeczywistej wartości akcji. Działania zniechęcające do odpowiedzi na wezwanie ogłoszone przez Powen było korzystne dla inwestorów, ponieważ doprowadziło do porażki ostatniego wezwania ogłoszonego przez Powen. Zmusiło to akcjonariusza dominującego do zaoferowania wyższych cen na rynku (przed wycofaniem spółki z obrotu) oraz już poza rynkiem w późniejszych transakcjach. Należy również zwrócić uwagę na zmianę strategii prezentowanej przez Powen, który przekraczając 50% deklarował pozostawienie Wafapompu w obrocie giełdowym – co KPWiG bierze pod uwagę, wydając zgodę na przekroczenie progę połowy głosów na WZA.

ZAKOŃCZENIE

Przytoczone przypadki interwencji podjętych przez SII zakończyły się korzystnie dla inwestorów, nie brakuje też oczywiście działań, które nie odnoszą skutku. Ważne jest jednak to, że coraz częściej udaje się osiągnąć pozytywne efekty w bezpośrednim starciu z silniejszym podmiotem. Sytuacja stowarzyszenia jest szczególnie trudna, gdy druga strona konfliktu nie łamie prawa,

⁶⁷ K. Jedlak, *Ile zapłaci Powen?*, Parkiet z 8 września 2004, nr 2591.

a jedynie wykorzystuje jego niedoskonałości w celu osiągnięcia większych korzyści kosztem inwestorów indywidualnych. Wykazanie przed sądem, naruszenia interesów drobnych inwestorów czy przekonanie opinii publicznej do swoich racji, gdy prawo nie zostało złamane, nie jest łatwe. W takim przypadku skuteczne okazują się często negocjacje z dominującym akcjonariuszem, który pod presją, nawet nie przegraną, ale wydłużającego się procesu sądowego, często skłonny jest do ustępstw na rzecz akcjonariuszy mniejszościowych.

Stowarzyszenie, podejmując bezpośrednie działania w obronie akcjonariuszy mniejszościowych, coraz częściej przyczynia się do ochrony lekceważonych dotąd nagminnie ich praw. Dzięki tym i innym, opisanym wcześniej, działaniom Stowarzyszenie wywiera coraz większy wpływ na rozwiązywanie konfliktów interesów z udziałem inwestorów mniejszościowych. Wydaje się, że wraz z kolejnymi sukcesami prowadzonych akcji, a co za tym idzie wzrostem wiary inwestorów w skuteczność prowadzonych przez Stowarzyszenie akcji, działania SII będą się spotykać z coraz większym odzewem inwestorów, co z pewnością spowoduje jeszcze większą ich skuteczność.

THE ROLE OF POLISH INDIVIDUAL INVESTORS ASSOCIATION IN SOLVING CONFLICT OF INTEREST IN PUBLIC LISTED COMPANIES

SUMMARY

This paper studies three cases of conflicts of interest among shareholders that occurred in public listed companies in Poland. This paper also analyses how Polish Individual Investors' Association (SII) took part in those conflicts. The first conflict analyzed was connected with plans of a merger between a listed company (Mostostal Siedlce) and a non-listed one (Polimex-Cekop), the second concerned a loan that a daughter company – Mostostal Płock granted its mother company Mostostal Warszawa. The last case concerns withdrawal of shares of Wafapomp SA which was taken over by the non-listed company Powen. As shown in the paper, actions that SII has undertaken have had positive results for individual investors. Although there have been some unsuccessful actions, it is clear that the Polish Individual Investors Association has the chance to represent minor shareholders' rights effectively.