

## **ROZPORZĄDZENIE RADY MINISTRÓW**

z dnia 2009 r.

### **zmieniające rozporządzenie w sprawie analizy spółki, przeprowadzanej przed zaoferowaniem do zbycia akcji należących do Skarbu Państwa**

Na podstawie art. 32 ust. 2 ustawy z dnia 30 sierpnia 1996 r. o komercjalizacji i prywatyzacji (Dz. U. z 2002 r. Nr 171, poz. 1397, z późn. zm.<sup>1)</sup>) zarządza się, co następuje:

§ 1. W rozporządzeniu Rady Ministrów z dnia 17 lutego 2009 r. w sprawie analizy spółki, przeprowadzanej przed zaoferowaniem do zbycia akcji należących do Skarbu Państwa (Dz. U. Nr 37, poz. 288) w § 16 w ust. 1 wprowadza się następujące zmiany:

- 1) pkt 2 otrzymuje brzmienie:
- „2) akcje spółki są notowane lub sprzedawane na rynku regulowanym lub sprzedawane w ramach oferty publicznej na podstawie prospektu emisyjnego, w rozumieniu ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz. U. Nr 184, poz. 1539, z późn. zm.<sup>2)</sup>) sporządzonego w związku z tą ofertą publiczną oraz dopuszczeniem tych akcji do obrotu na rynku regulowanym;”;
- 2) pkt 4 otrzymuje brzmienie:
- „4) akcje należące do Skarbu Państwa w spółce są zbywane na rzecz innych państwowych osób prawnych lub są zbywane tej spółce na zasadach określonych w art. 359 i 362 ustawy z dnia 15 września 2000 r. - Kodeks spółek handlowych (Dz. U. Nr 94, poz. 1037, z późn. zm.<sup>3)</sup>);”.

---

<sup>1)</sup> Zmiany tekstu jednolitego wymienionej ustawy zostały ogłoszone w Dz. U. z 2002 r. Nr 240, poz. 2055, z 2003 r. Nr 60, poz. 535 i Nr 90, poz. 844, z 2004 r. Nr 6, poz. 39, Nr 116, poz. 1207, Nr 123, poz. 1291 i Nr 273, poz. 2703 i 2722, z 2005 r. Nr 167, poz. 1400, Nr 169, poz. 1418, Nr 178, poz. 1479 i Nr 184, poz. 1539, z 2006 r. Nr 107, poz. 721 i Nr 208, poz. 1532, z 2008 r. Nr 180, poz. 1109 oraz z 2009 r. Nr 13, poz. 70 i Nr 157, poz. 1241.

<sup>2)</sup> Zmiany wymienionej ustawy zostały ogłoszone w Dz. U. z 2006 r. Nr 157, poz. 1119, z 2007 r. Nr 235, poz. 1734, z 2008 r. Nr 171, poz. 1056 i Nr 231, poz. 1547 oraz z 2009 r. Nr 115, poz. 962.

<sup>3)</sup> Zmiany wymienionej ustawy zostały ogłoszone w Dz. U. z 2001 r. Nr 102, poz. 1117, z 2003 r. Nr 49, poz. 408 i Nr 229, poz. 2276, z 2005 r. Nr 132, poz. 1108, Nr 183, poz. 1538 i Nr 184, poz. 1539, z 2006 r. Nr 133, poz. 935 i Nr 208, poz. 1540, z 2008 r. Nr 86, poz. 524, Nr 118, poz. 747, Nr 217, poz. 1381 i Nr 231, poz. 1547 oraz z 2009 r. Nr 13, poz. 69, Nr 42, poz. 341 i Nr 104, poz. 860.

§ 2. Rozporządzenie wchodzi w życie po upływie 7 dni od dnia ogłoszenia.

**PREZES RADY MINISTRÓW**

## Uzasadnienie

Potrzeba wprowadzenia proponowanej zmiany do rozporządzenia w sprawie analizy spółki, przeprowadzanej przed zaoferowaniem do zbycia akcji należących do Skarbu Państwa (dalej **”Rozporządzenie”**) wynika z konieczności dostosowania obowiązujących przepisów do możliwości, które stwarza rynek kapitałowy oraz do realiów funkcjonowania tego rynku.

Przeprowadzenie prywatyzacji poprzez zbywanie akcji Skarbu Państwa podmiotom trzecim zgodnie z art. 32 ustawy z dnia 30 sierpnia 1996 r. o komercjalizacji i prywatyzacji, (Dz. U. z 2002 r., Nr 171 poz. 1397 z późn. zm.; dalej **„u.k.p.”**) wymaga sporządzenia analizy sytuacji prawnej majątku prywatyzowanej spółki oraz oszacowania majątku przedsiębiorstwa (analiza obligatoryjna). Dodatkowo Minister właściwy do spraw Skarbu Państwa może zlecić przeprowadzenie analiz fakultatywnych w zakresie: (i) ustalenia stanu i perspektyw rozwoju przedsiębiorstwa spółki, (ii) oceny realizacji obowiązków wynikających z wymogów ochrony środowiska oraz (iii) w innym zakresie, określonym każdorazowo, jeśli wymaga tego ochrona interesów Skarbu Państwa. Szczegółowe zasady przeprowadzenia owych analiz, zakres przedmiotowy jak również wyjątki od konieczności ich opracowania określa Rozporządzenie.

Obecnie przepis § 16 ust. 1 pkt 2 Rozporządzenia pozwala na odstępianie od przeprowadzenia analiz prywatyzacyjnych między innymi w przypadku, gdy akcje spółki są notowane lub sprzedawane na rynku regulowanym. Notowanie bądź sprzedawanie akcji na rynku regulowanym odbywa się po dopuszczeniu tych papierów wartościowych do obrotu na rynku regulowanym, co wiąże się z koniecznością spełnienia licznych i surowych wymogów wynikających ze specyfiki tego rynku oraz podlegania przez niego nadzorowi administracyjnemu prowadzonemu przez Komisję Nadzoru Finansowego. Emitenci tych akcji są podmiotami nadzorowanymi i transparentnymi, podlegającymi stałym obowiązkom informacyjnym.

Akcje notowane na rynku regulowanym są przedmiotem codziennego, powszechnego, masowego obrotu. Kurs giełdowy - czyli cena akcji w danej transakcji, zawieranej na giełdzie - ustalany jest zgodnie z określonymi przez regulacje giełdowe mechanizmami na podstawie ofert kupna i sprzedaży (zleceń maklerskich) składanych przez inwestorów. Jest to zatem cena jak najbardziej rynkowa. Obrót akcjami na rynku regulowanym zapewnia bezpieczeństwo lokowania środków na rynku, między innymi dzięki zapewnieniu inwestorom odpowiedniego

zakresu informacji o spółkach, wobec czego możliwość odstąpienia od analiz jest uzasadniona.

Zaproponowane brzmienie § 16 ust. 1 pkt 2 Rozporządzenia zachowuje wyżej wymienione przypadki oraz wprowadza dodatkowe możliwości odstąpienia od opracowania analiz obligatoryjnych. Prowadzi ono do skrócenia nadmiernie wydłużonych procedur prywatyzacyjnych oraz uniknięcia niepotrzebnego generowania kosztów prywatyzacji, nie zmniejszając jednak bezpieczeństwa oraz transparentności transakcji, a jednocześnie pozwalając uzyskać rynkową cenę akcji.

Proponowane w nowelizacji rozwiązanie polega na możliwości odstąpienia od obowiązku przygotowania analiz stanu prawnego majątku spółki oraz innych przewidzianych Rozporządzeniem w przypadku, kiedy akcje są sprzedawane w ramach oferty publicznej w rozumieniu art. 3 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej, warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz. U. Nr 184, poz. 1539 z późn. zm.; dalej „**u.o.p.**”). Przez taką ofertę należy rozumieć udostępnianie, co najmniej 100 osobom lub nieoznaczonemu adresatowi, w dowolnej formie i w dowolny sposób, informacji o papierach wartościowych i warunkach dotyczących ich nabycia, stanowiących dostateczną podstawę do podjęcia decyzji o odpłatnym nabyciu tych papierów wartościowych.

Dodatkowo oferta publiczna, o której mowa w zmienianym § 16 ust. 1 pkt 2 Rozporządzenia, musi być objęta prospektem emisyjnym sporządzanym nie tylko na jej potrzeby, ale równocześnie na potrzeby dopuszczenia tych akcji do obrotu regulowanego. Oznacza to, że akcje w krótkim czasie powinny być notowane na rynku regulowanym. Eliminuje to ryzyko objęcia zwolnieniem od obowiązku opracowania analiz, ofert publicznych przygotowywanych przez Skarb Państwa bez sporządzania prospektu emisyjnego na podstawie art. 129 u.o.p.

Od momentu podania prospektu do publicznej informacji, spółka jest już objęta nadzorem KNF i podlega obowiązkom informacyjnym. Znajdujące się w dobrej kondycji finansowej i mające perspektywy rozwoju spółki, w których Skarb Państwa jest właścicielem akcji, mogą być zainteresowane publicznym oferowaniem swoich walorów, co jest także dobrą okazją do zbywania akcji takich spółek, będących własnością Skarbu Państwa. Jednakże konieczność przeprowadzania wymaganych Rozporządzeniem analiz może wpływać ujemnie na powodzenie tych przedsięwzięć. Uwzględnienie dotychczasowych doświadczeń Ministra Skarbu Państwa przemawia za zaproponowanym rozszerzeniem

możliwości odstąpienia od sporządzania analizy przedprywatyzacyjnej na sytuację, gdy akcje są sprzedawane w ofercie publicznej w ramach prospektu emisyjnego sporządzanego w związku z tą ofertą publiczną.

Proponowana zmiana pozostaje w zgodzie z *ratio legis* przepisu art. 32 u.k.p. wprowadzającego wymóg wykonania analiz przedprywatyzacyjnych, dla celów ustalenia stanu majątku spółki oraz optymalnej drogi przeprowadzenia prywatyzacji. Możliwość odstąpienia od szacowania wartości majątku i ustalania jego stanu prawnego ma miejsce w przypadku, kiedy znana jest cena rynkowa akcji spółki, a jej sytuacja majątkowa została ustalona w sposób określony przez powszechnie znane reguły, obowiązujące na danym rynku regulowanym.

Zaproponowane brzmienie przepisu § 16 ust 1 pkt 2 Rozporządzenia pozwoli także na realizację celu analizy, jakim jest ustalenie realnej wartości przedsiębiorstwa spółki. W sytuacji, gdy akcje spółki mają być objęte prospektem emisyjnym w związku ofertą publiczną i dopuszczeniem tych akcji do obrotu na rynku regulowanym, założenie to zostaje zachowane. W związku z przygotowaniem prospektu emisyjnego następuje *de facto* ustalenie stanu majątku spółki i ocena jej sytuacji rynkowej. W szczególności w prospekcie podaje się informacje umożliwiające ustalenie sytuacji majątkowej, gospodarczej, finansowej oraz perspektyw rozwoju spółki. Czynności te pozwalają na uniknięcie ryzyka sprzedaży akcji po cenie nieadekwatnej do ich wartości rynkowej. Co więcej, w związku ze sporządzeniem prospektu emisyjnego akcji objętych ofertą publiczną ma miejsce również stosunkowo precyzyjne ustalenie poziomu zainteresowania inwestorów planowaną ofertą.

Należy zwrócić uwagę, iż zgodnie z pkt 5.3.1. Załącznika nr III do rozporządzenia Komisji (WE) nr 809/2004 z dnia 29 kwietnia 2004 roku wykonującego dyrektywę 2003/71/WE Parlamentu Europejskiego w sprawie informacji zawartych w prospektach emisyjnych oraz formy, włączenia przez odniesienie i publikacji takich prospektów emisyjnych oraz rozpowszechniania reklam (Dz. U. UE. L. 2004.149.1) prospekt powinien wskazywać cenę akcji lub metodę określania ceny oraz osoby odpowiedzialne za ustalenie ceny. W praktyce obrotu ostateczna cena sprzedaży podawana jest tuż przed subskrypcją akcji. Często jest to cena minimalna lub tzw. widełki cenowe, a ostateczną cenę ustala się w oparciu o złożone przez inwestorów oferty.

Przyjętą praktyką jest również badanie popytu na akcje poprzez proces tzw. book-building, który pozwala oszacować realną rynkową cenę akcji, która może zostać osiągnięta. Należy też mieć na uwadze, że prospekt sporządzany jest przez wykwalifikowanych,

profesjonalnych doradców, którzy ponoszą odpowiedzialność, włącznie z odpowiedzialnością karną, za przygotowane przez siebie części prospektu. Dodatkowo emitent oraz wprowadzający w rozumieniu u.o.p. jest odpowiedzialny za całość informacji zawartych w prospekcie. Prospekt jest zatwierdzany przez Komisję Nadzoru Finansowego oraz udostępniany do publicznej wiadomości.

Ponadto w sytuacji, gdy prospekt dotyczy nie tylko oferty publicznej akcji, ale jednocześnie dopuszczenia ich do obrotu regulowanego ma miejsce włączenie do procesu ekspertów z rynku regulowanego i konieczność spełnienia restrykcyjnych wymogów tego rynku polegających na zapewnieniu transparentności i bezpieczeństwa transakcji na akcjach. Co więcej, takie akcje muszą spełniać dodatkowe warunki dopuszczenia do obrotu na rynku regulowanym, w szczególności mowa tu o wymogach w zakresie wartości akcji oraz tzw. rozwodnienia. Cały proces sprzedaży akcji jest transparentny i podlega nadzorowi administracji publicznej, zarówno w trakcie jak i *ex post* w zakresie zgodności z prawem oraz warunkami rynkowymi.

Konkludując, zwolnienie z dokonywania wyceny spółki i szacowania jej majątku przez specjalnych doradców, w stanach faktycznych objętych dyspozycją projektowanej normy prawnej pozwoliłoby oszczędzić czas oraz środki publiczne lub spółki, przy jednoczesnym zachowaniu bezpieczeństwa i przejrzystości dokonywania rynkowej wyceny akcji.

Należy wskazać, iż pozostawienie § 16 ust 1 pkt 2 Rozporządzenia w obecnym kształcie może przyczynić się do osłabienia zainteresowania akcjami, będącymi własnością Skarbu Państwa, a w konsekwencji zwiększyć ryzyko niepowodzenia konkretnych procesów prywatyzacyjnych, szczególnie w sytuacji gdy pojawią się różnice w sporządzonych wycenach, gdy oferta obejmuje z jednej strony akcje spółki nowej emisji lub należące do innych akcjonariuszy niż Skarb Państwa, a z drugiej jednocześnie akcje Skarbu Państwa.

Metodologia wyceny majątku pozwala na znaczne różnice w wysokości wycen sporządzanych przez różnych biegłych, zależnie od przyjętych założeń, metod wyceny czy uwarunkowań rynkowych. W przypadku kiedy spółka standardowo zatrudni doradców w celu dokonania wyceny majątku oraz ustalenia ceny akcji na potrzeby oferty publicznej, a Ministerstwo Skarbu Państwa również będzie miało obowiązek zlecić takim doradcom odpowiednie prace na potrzeby sprzedaży własnych „starych” akcji, cena akcji nowoemitowanych może się różnić od akcji które będą sprzedawane przez Skarb Państwa. Taka sytuacja wydaje się mocno ryzykowna z punktu widzenia powodzenia całego procesu

prywatyzacji. W związku z powyższym pojawić się mogą również różnice w zainteresowaniu inwestorów kwalifikowanych, zwłaszcza jeśli oferta publiczna akcji spółki nowej emisji (ewentualnie innych akcjonariuszy niż Skarb Państwa) oraz akcji będących własnością Skarbu Państwa byłaby znacznie oddalona w czasie ze względu na konieczność spełnienia dodatkowych wymogów w zakresie sporządzenia analiz stanu majątku spółki w odniesieniu do akcji, będących własnością Skarbu Państwa. Perspektywa rozbicia takiej oferty (pojawienia się na rynku akcji w nieznacznym odstępie czasowym) może skutkować znikomym zainteresowaniem tej grupy inwestorskiej.

Podkreślenia wymaga fakt, że zaproponowane brzmienie przepisu rozszerzające wyjątek z § 16 Rozporządzenia pozwala uniknąć obowiązku opracowania analiz wymaganych przez art. 32 u.k.p., aczkolwiek odstępianie od sporządzania analiz prywatyzacyjnych pozostaje nadal fakultatywne. W przypadkach, w których zostałyby podjęta decyzja, że odpowiednie analizy są jednak z różnych względów niezbędne, nie ma przeszkód prawnych, żeby zlecić ich opracowanie.

Trzeba wskazać, że proponowana zmiana § 16 ust. 1 pkt 4 Rozporządzenia, ma charakter czysto porządkujący, a jej celem jest zachowanie spójności systemowej przepisów regulujących opracowywanie i warunki odstępiania od sporządzenia analiz, o których mowa w art. 32 ust. 1 u.k.p.

Mając na względzie obecny i obowiązujący przed dniem 12 lutego 2009 r. stan prawny, należy stwierdzić, że w poprzednim stanie prawnym obowiązek opracowania analiz, o których mowa w art. 32 ust. 1 u.k.p., dotyczył wyłącznie spółek powstałych w wyniku komercjalizacji. Z dniem 12 lutego 2009 r. ustawodawca rozciągnął obowiązek sporządzania wskazanych analiz również na spółki powstałe na podstawie odrębnych przepisów i w innym trybie niż określony w u.k.p.

W związku z powyższym, należy podkreślić, że celem prawodawcy było zrównanie sytuacji spółek powstałych w wyniku komercjalizacji oraz spółek powstałych na podstawie odrębnych przepisów i w innym trybie niż określony w u.k.p., w zakresie obowiązku opracowywania powyższych analiz.

Z aktualnego brzmienia Rozporządzenia wynika, że swoim zakresem obejmuje ono wszystkie spółki z udziałem Skarbu Państwa, niezależnie od podstawy prawnej i trybu ich powstania. Natomiast odstępianie od sporządzenia omawianych analiz na podstawie § 16 ust. 1 pkt 4 Rozporządzenia jest możliwe wyłącznie wobec spółek powstałych w wyniku komercjalizacji.

W obecnym stanie prawnym, nie znajduje uzasadnienia zawężenie wobec spółek powstałych na podstawie odrębnych przepisów i w innym trybie niż określony w u.k.p., katalogu przesłanek warunkujących możliwość odstąpienia od opracowania powyższych analiz. Zatem, mając na uwadze konieczność zachowania spójności systemowej, zakresem przepisu § 16 ust. 1 pkt 4 Rozporządzenia powinny zostać objęte również spółki powstałe na podstawie odrębnych przepisów i w innym trybie niż określony w u.k.p.

Projekt rozporządzenia jest zgodny z prawem Unii Europejskiej i nie wymaga notyfikacji na podstawie § 4 ust. 1 pkt 1 oraz pkt 5 rozporządzenia Rady Ministrów z dnia 23 grudnia 2002 r. w sprawie sposobu funkcjonowania krajowego systemu notyfikacji norm i aktów prawnych (Dz. U. Nr 239, poz. 2039, z późn. zm.).

Do projektu rozporządzenia nie wpłynęły zgłoszenia podmiotów, o których mowa w przepisach ustawy z dnia 7 lipca 2005 r. o działalności lobbingskiej w procesie stanowienia prawa (Dz. U. Nr 169, poz. 1414).

## **Ocena Skutków Regulacji**

### **I. Podmioty, na które oddziałują przepisy rozporządzenia.**

Projekt zmiany przedmiotowego rozporządzenia oddziałuje pośrednio na spółki handlowe, w których akcje stanowią własność Skarbu Państwa.

### **II. Konsultacje społeczne.**

Projekt zmiany Rozporządzenia został opublikowany na stronie internetowej Ministerstwa Skarbu Państwa na stronie Biuletynu Informacji Publicznej Ministerstwa Skarbu Państwa.

### **III. Wpływ regulacji na sektor finansów publicznych, w tym budżet państwa oraz budżety jednostek samorządu terytorialnego.**

Projektowana zmiana w zakresie analiz przedprywatyzacyjnych wpłynie na obniżenie kosztów prywatyzacji ponoszonych przez Skarb Państwa.

### **IV. Wpływ regulacji na rynek pracy**

Przyjęcie projektowanej regulacji nie wpłynie na rynek pracy.

### **V. Wpływ regulacji na konkurencyjność wewnętrzną i zewnętrzną gospodarki.**

Przyjęcie projektowanej regulacji przyczyni się do przyśpieszenia prywatyzacji, co powinno wpłynąć korzystnie na całą polską gospodarkę.



**VI. Wpływ regulacji na sytuację i rozwój regionów.**

Przyjęcie projektowanej regulacji nie wpłynie na sytuację i rozwój regionów.

**VII. Zgodność z prawem Unii Europejskiej.**

Projektowana regulacja jest zgodna z prawem Unii Europejskiej.

**VIII. Wpływ regulacji na ochronę środowiska.**

Przyjęcie projektowanej regulacji nie wpłynie na ochronę środowiska.