

RAPORT REWIDENTA DO SPRAW SZCZEGÓLNYCH

**DOTYCZĄCY UMOWY INWESTYCYJNEJ ZAWARTEJ
W DNIU 26 CZERWCA 2006 ROKU PRZEZ STALEXPORT S.A**

5 lutego 2007 roku

Spis treści

1. INFORMACJE WSTĘPNE	3
1.1 SKRÓTY STOSOWANE W RAPORCIE.....	3
1.2 PODSTAWA PRAWNA PROJEKTU.....	4
1.3 ZAKRES WYKONANYCH PRAC.....	5
1.4 KLUCZOWE OGRANICZENIA.....	6
1.5 KLUCZOWE ZAŁOŻENIA.....	7
2. PODSUMOWANIE	8
3. SZCZEGÓŁOWE WYNIKI PRAC	13
3.1. WPROWADZENIE.....	13
3.2. ZAGADNIENIA DOTYCZĄCE PROWADZENIA PRZEZ ZARZĄD SPRAW SPÓŁKI ZWIĄZANYCH Z NEGOCJOWANIEM, ZAWARCIEM I WYKONANIEM UMOWY INWESTYCYJNEJ.....	16
3.2.1. NEGOCJACJE Z POTENCJALNYMI INWESTORAMI ORAZ PRZESŁANKI WYBORU INWESTORA.....	16
3.2.2. TRYB PRZEBIEGU UZGODNIENÍ TREŚCI UMOWY Z DZIAŁAJĄCYMI W SPÓŁCE ZWIĄZKAMI ZAWODOWYMI.....	21
3.2.3. TRYB AKCEPTACJI TREŚCI UMOWY PRZEZ ORGAN NADZORU SPÓŁKI.....	21
3.3. WARUNKI NA JAKICH ZOSTAŁA ZAWARTA UMOWA INWESTYCYJNA Z DNIA 26 CZERWCA 2006 ROKU.....	23
3.3.1. PRAWA I ZOBOWIĄZANIA STRONY UMOWY INWESTYCYJNEJ.....	24
3.3.2. ZABEZPIECZENIE INTERESU SPÓŁKI.....	28
3.3.3. RYZYKO NIE WYWIĄZANIA SIĘ PRZEZ SPÓŁKĘ Z PRZYJĘTYCH ZOBOWIĄZAŃ ORAZ EWENTUALNE ZAGROŻENIA, STRATY ORAZ KOSZTY JAKIE MOŻE PONIEŚĆ SPÓŁKA W WYNIKU NIEDOTRZYMANIA WARUNKÓW UMOWY.....	28
3.3.4. ZABEZPIECZENIE INTERESÓW ORAZ ZACHOWANIE ZASADY RÓWNEGO TRAKTOWANIA AKCJONARIUSZY SPÓŁKI.....	29
3.3.5. ZABEZPIECZENIE PRAW PRACOWNICZYCH.....	30
3.4. OPIS ZAGROŻEŃ DLA DALSZEGO FUNKCJONOWANIA STALEXPORT.....	30
3.4.1. OPIS ZAGROŻEŃ DLA DALSZEGO FUNKCJONOWANIA STALEXPORT W SYTUACJI, GDYBY NIE ZOSTAŁA ZAWARTA UMOWA INWESTYCYJNA (WARIANT I).....	31
3.4.2. OPIS ZAGROŻEŃ DLA DALSZEGO FUNKCJONOWANIA STALEXPORT W SYTUACJI, GDYBY AUTOSTRADĘ NIE OBJĘŁA KOLEJNEJ EMISJI AKCJI (WARIANT II).....	32

1. INFORMACJE WSTĘPNE

1.1 Skróty stosowane w raporcie

Skrót	Pełna nazwa
Autostrade, Inwestor	Autostrade S.p.A
Ernst & Young, Rewident	Ernst & Young Business Advisory Spółka z ograniczoną odpowiedzialnością i Wspólnicy spółka komandytowa
GDDKiA	Generalna Dyrekcja Dróg Krajowych i Autostrad
GPW	Giełda Papierów Wartościowych w Warszawie
Huta Ostrowiec	Huta Ostrowiec S.A.
List intencyjny	List intencyjny zawarty w dniu 28 grudnia 2005 roku pomiędzy Stalexport oraz Autostrade S.p.A.
NWZA	Nadzwyczajne Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy Stalexport S.A.
Rada Nadzorcza	Rada Nadzorcza Stalexport S.A.
SAM	Stalexport Autostrada Małopolska S. A., spółka zależna Stalexport – 100% (poprzez Spółkę STALEXPORT AUTOROUTE S.a.r.l., L-1717 Luksemburg należąca w 100 % do Stalexport), koncesjonariusz autostrady Katowice-Kraków
STA	Stalexport Transroute Autostrada S. A. spółka zależna Stalexport – 55% (poprzez Spółkę STALEXPORT AUTOROUTE S.a.r.l., L-1717 Luksemburg należąca w 100 % do Stalexport) prowadzi obsługę autostrady Katowice-Kraków na zlecenie SAM
Stalexport, Spółka	Stalexport S.A.
Umowa Inwestycyjna, Umowa	Umowa inwestycyjna zawarta w dniu 26 czerwca 2006 roku pomiędzy Stalexport oraz Autostrade S.p.A
WRJ	Walcownia Rur Jedność Sp. z o.o.
Zarząd	Zarząd Stalexport S.A.

1.2 Podstawa prawna projektu

Projekt został przeprowadzony na podstawie Uchwały nr 5 NWZA Stalexport z dnia 20 października 2006 roku w sprawie powołania rewidenta do spraw szczególnych, w trybie określonym w art. 84 ust. 1 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. z dnia 23 września 2005 roku).

Zgodnie z Uchwałą nr 5 NWZA Stalexport z dnia 20 października 2006 roku Rada Nadzorcza Spółki została upoważniona do wyboru firmy, która przeprowadzi badanie, spośród dziesięciu firm wskazanych w uchwale NWZA.

W dniu 12 grudnia 2006 roku Rada Nadzorcza podjęła uchwałę nr 47/2006 w sprawie wyboru firmy Ernst & Young na rewidenta ds. szczególnych.

W dniu 21 grudnia 2006 roku zawarto umowę pomiędzy Stalexport oraz Ernst & Young na przeprowadzenie badania dotyczącego prowadzenia przez Zarząd spraw Spółki, związanych z negocjowaniem, zawarciem i wykonaniem Umowy Inwestycyjnej.

Ernst & Young oświadcza, że spełnia warunki określone w art. 84 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. z dnia 23 września 2005 r.) oraz że nie posiada konfliktu interesów w zakresie prac objętych badaniem.

W części prawnej realizowanych prac, Ernst & Young korzystał ze wsparcia podwykonawcy – kancelarii prawniczej Domański Zakrzewski Palinka sp.k.

1.3 Zakres wykonanych prac

Zgodnie z umową zawartą pomiędzy Stalexport i Ernst & Young w dniu 21 grudnia 2006 roku, przeprowadziliśmy badanie:

1. Zagadnienia dotyczącego prowadzenia przez Zarząd spraw Spółki związanych z negocjowaniem, zawarciem i wykonaniem Umowy Inwestycyjnej ze szczególnym uwzględnieniem:
 - a) trybu negocjacji z potencjalnymi inwestorami oraz przesłanek wyboru inwestora, z którym została zawarta Umowa,
 - b) trybu i przebiegu uzgodnień treści Umowy z działającymi w Spółce związkami zawodowymi
 - c) trybu akceptacji treści Umowy przez organ nadzoru Spółki.
2. Warunków, na jakich została zawarta Umowa Inwestycyjna z dnia 26 czerwca 2006 roku ze szczególnym uwzględnieniem:
 - a) praw i zobowiązań strony Umowy Inwestycyjnej,
 - b) ryzyka nie wywiązania się przez Spółkę z przyjętych zobowiązań,
 - c) zabezpieczenia interesu Spółki,
 - d) ewentualnych zagrożeń, strat oraz kosztów, jakie może ponieść Spółka w wyniku niedotrzymania warunków Umowy,
 - e) innych ewentualnych uchybień i zagrożeń dla Spółki związanych z zawartą Umową,
 - f) zabezpieczenia interesów oraz zachowania zasady równego traktowania Akcjonariuszy Spółki,
 - g) zabezpieczenia praw pracowniczych,
3. Zagrożeń dla dalszego funkcjonowania Stalexport S.A., w tym w szczególności dla:
 - a) realizacji spłaty zobowiązań układowych, pozaukładowych i handlowych,
 - b) utrzymania i wzrostu wartości Spółki dla jej akcjonariuszy,
 - c) utrzymania miejsc pracy,

w sytuacji, gdyby:

- nie została zawarta Umowa Inwestycyjna z 26 czerwca 2006 roku z AUTOSTRADE S.p.A,
- AUTOSTRADE S.p.A wycofała się z realizacji zapisów Umowy Inwestycyjnej, tj. nie objęła kolejnej emisji akcji, na skutek nie podjęcia przez WZ Stalexport S.A. uchwał niezbędnych do jej realizacji.

Nasze prace przeprowadziliśmy w dniach od 5 do 31 stycznia 2007 roku.

Wyniki naszych prac zostały przedstawione w niniejszym raporcie.

1.4 Kluczowe ograniczenia

Poniższy raport został przygotowany przez Ernst & Young. W ramach naszych prac opieraliśmy się wyłącznie na przekazanych przez Spółkę dokumentach oraz informacjach przedstawionych nam przez Zarząd i pracowników Spółki w ramach prowadzonych rozmów w okresie od 5 do 31 stycznia 2007 roku. Rezultaty prac przedstawione w niniejszym raporcie wynikają z dokumentów i informacji oraz prac przeprowadzonych zgodnie z umową, w obszarach wskazanych w umowie. Gdybyśmy przeprowadzili inne prace lub prace w innych obszarach, mogłyby zostać ujawnione inne kwestie, które mogłyby mieć wpływ na wyniki naszych prac.

Zgodnie z postanowieniami art. 86 ust. 2 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. z dnia 23 września 2005 roku) sprawozdanie rewidenta do spraw szczególnych nie może ujawniać informacji stanowiących tajemnicę techniczną, handlową lub organizacyjną spółki, chyba że jest to niezbędne do uzasadnienia stanowiska zawartego w tym sprawozdaniu. Powyższe przepisy wpłynęły na zakres informacji ujawnionych w niniejszym raporcie.

Raport ten powinien być czytany i analizowany w całości, gdyż opieranie się na jego poszczególnych sekcjach może prowadzić do błędnych wniosków. Pracownicy Ernst & Young są dostępni na Walnym Zgromadzeniu Akcjonariuszy w celu wyjaśnienia wszelkich aspektów zawartych w tym raporcie i zakłada się, że jego Czytelnicy wystąpią o takie wyjaśnienia na Walnym Zgromadzeniu Akcjonariuszy, w przypadku pojawienia się jakichkolwiek pytań.

Zakres naszych prac nie zawierał procedur, które są przewidziane przez prawo oraz normy wykonania zawodu biegłego rewidenta w rozumieniu Ustawy o rachunkowości z dnia 29 września 1994 roku w celu wydania opinii o prawidłowości i rzetelności sprawozdania finansowego lub innych danych finansowych. W związku z tym nie wydajemy takiej opinii. Nie przeprowadziliśmy również przeglądu sprawozdań finansowych w rozumieniu norm wykonywania zawodu biegłego rewidenta. Gdybyśmy przeprowadzili takie badanie lub przegląd, jest możliwe, że zostałyby ujawnione inne kwestie, które mogłyby mieć wpływ na wyniku naszych prac.

Zakres naszych prac nie obejmował sporządzenia wyceny Spółki lub wyceny majątku autostradowego Spółki jak również weryfikacji takich wycen sporządzonych na rzecz Spółki. W związku z tym, nie przeprowadziliśmy takich działań i nie wydajemy opinii na temat rzetelności wycen zrealizowanych w ramach analizowanego przez nas procesu.

Niniejszy Raport został przygotowany wyłącznie na potrzeby Zarządu oraz Rady Nadzorczej Spółki w związku z uchwałą nr 5 NWZA Stalexport z dnia 20 października 2006 roku w sprawie powołania rewidenta do spraw szczególnych, w trybie określonym w art. 84 oraz art. 86 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. z dnia 23 września 2005 roku).

1.5 Kluczowe założenia

Zgodnie z punktem 3 zakresu prac przedstawionego w rozdziale 1.3. powyżej, w ramach naszych prac przeprowadziliśmy analizę zagrożeń dla Spółki, w przypadku gdyby nie zawarto Umowy Inwestycyjnej z Autostrade oraz w sytuacji gdyby inwestor nie objął akcji Drugiej Emisji. Wyniki tej analizy zamieszczone zostały w rozdziale 3.4. niniejszego raportu. Powyższe prace zostały przeprowadzone wyłącznie przy przyjęciu założeń przedstawionych poniżej.

- Brak sprzedaży części stalowej Stalexport do końca 2008 roku.
- Brak nakładów inwestycyjnych od II kwartału 2007 do końca 2008 roku.
- Brak wpływów ze zbycia aktywów, w tym aktywów finansowych po IV kwartale 2006 roku. Założono jedynie wpływy z tytułu dywidendy od STA w wysokości po 1 mln złotych w II i IV kwartale 2007 roku, w każdym z Wariantów.
- Brak spłaty zobowiązań warunkowych wobec Skarbu Państwa z tytułu poręczeń dla WRJ.
- Założenie, że przychody w poszczególnych kwartałach roku 2008 będą się kształtować na identycznym poziomie jak w poszczególnych kwartałach roku 2007. Przy czym dane na temat przychodów Stalexport w 2007 roku oparto na najnowszym budżecie handlowym Spółki.
- Ustalenie kosztów na bazie marż oszacowanych przez Stalexport na poszczególne kwartały 2007 roku. Marże na poszczególne kwartały 2008 roku przyjęto jak dla poszczególnych kwartałów roku 2007.
- Założenie, że koszty zarządu oraz koszty sprzedaży są na stałym poziomie dla wszystkich Wariantów. Koszty zarządu założono w roku 2008 na poziomie z IV kwartału 2007 roku. Koszty sprzedaży w poszczególnych kwartałach 2008 roku założono jak w poszczególnych kwartałach roku 2007.
- W latach 2007-2008 nie występują płatności z tytułu leasingu finansowego.
- Założono, że wszystkie koszty zarządu oprócz kosztów amortyzacji są wydatkami pieniężnymi. Przyjęto, że odpis amortyzacyjny w kwartałach roku 2007 i 2008 kształtuje się na poziomie z IV kwartału 2006 roku.
- Nie założono zmiany stanu rozliczeń międzyokresowych, rezerw i pozostałych korekt w 2007 i 2008 roku.

2. PODSUMOWANIE

Wprowadzenie

Analiza działań prowadzonych przez Zarząd Stalexport w latach 2005 – 2006 związanych z negocjowaniem, zawarciem i wykonaniem Umowy Inwestycyjnej z firmą Autostrade może być prowadzona wyłącznie w odniesieniu do sytuacji finansowej Spółki w tym okresie oraz w kontekście działań restrukturyzacyjnych rozpoczętych przez Zarząd Spółki w 2001 roku.

Po zapaści finansowej Spółki, która nasiliła się w latach 2000 – 2001 oraz przeprowadzonej restrukturyzacji, Stalexport skoncentrował się na dwóch głównych obszarach działalności: handlu wyrobami stalowymi oraz eksploatacji odcinka autostrady Katowice – Kraków. Ze względu na bardzo słaby standing finansowy, Spółka została „odcięta” od finansowania zewnętrznego, a rozpoczęte od 2003 roku spłaty zrestrukturyzowanego zadłużenia dokonywane były ze środków operacyjnych wygenerowanych przede wszystkim przez część „stalową” Spółki oraz ze sprzedaży zbędnego majątku. Należy dodać, że pierwsze przewidywane wpływy z tytułu dywidendy od SAM są planowane od 2014 roku.

Podejmowane w 2004 roku próby pozyskania inwestorów finansowych nie powiodły się po zmaterializowaniu się zobowiązań warunkowych z tytułu poręczeń kredytów dla Huty Ostrowiec w wysokości 78 milionów złotych oraz groźbie konieczności zapłaty dodatkowych 300 milionów złotych na rzecz banków i Skarbu Państwa z tytułu poręczeń kredytów udzielonych Walcowni Rur Jedność. Do grudnia 2005 roku Spółka nie osiągnęła również zamknięcia finansowania swojej spółki zależnej SAM w związku z koncesją na budowę i eksploatację autostrady płatnej Katowice-Kraków. Niosło to ze sobą zagrożenie utraty koncesji na eksploatację tego odcinka autostrady i stanowiło dodatkowy element ryzyka dla potencjalnych inwestorów w akcje Stalexport. Dodatkowo, elementem ryzyka dla potencjalnych inwestorów był fakt, że w przypadku upadłości Spółki, wymagalne stałyby się uprzednio zredukowane zobowiązania układowe. W takim przypadku, zobowiązania te wzrosłyby o około 240 milionów złotych.

Istniejące źródła gotówki stopniowo wyczerpywały się, ujawniając lukę finansową - pierwotnie na koniec 2005 roku (luka ta została jednak zamknięta po sprzedaży nieruchomości w Warszawie), a następnie w drugiej połowie 2006 roku.

Negocjacje z inwestorami i wybór Autostrade

W powyższych okolicznościach, Zarząd Spółki stanął przed decyzją wyboru działań mogących zapewnić uzyskanie wpływów na spłatę zadłużenia. Do możliwych wariantów prowadzonych działań należało:

- pozyskanie inwestora z branży stalowej,
- pozyskanie inwestora z branży autostradowej, lub, w ostateczności,
- sprzedaż części autostradowej.

Jak rozumiemy, prowadzone przez Zarząd poszukiwania inwestora z branży stalowej nie powiodły się i w związku z tym opcja sprzedaży części stalowej nie mogła być rozważana jako realna możliwość uzyskania środków na spłatę zobowiązań. Opcja sprzedaży części autostradowej była o tyle uprawdopodobniona, że do Zarządu zgłaszali się potencjalni inwestorzy zainteresowani przejęciem części autostradowej, o czym Zarząd informował Radę Nadzorczą. Formalna analiza możliwości realizacji tej opcji nie została jednak podjęta zarówno przez Zarząd jak i Radę Nadzorczą (opis argumentacji przedstawionej przez Zarząd przedstawiony jest poniżej w dalszej części niniejszego podsumowania). Całość działań prowadzonych przez Spółkę skoncentrowała się na poszukiwaniu inwestora strategicznego dla Spółki, zainteresowanego jej biznesem autostradowym.

Działania zmierzające do pozyskania inwestora z branży autostradowej były realizowane przez Zarząd Spółki od połowy 2005 roku. W tym czasie, w oparciu o swoje dotychczasowe kontakty, Zarząd Spółki prowadził rozmowy się z potencjalnymi inwestorami z branży autostradowej. W 2005 roku rozmowy prowadzono z trzema inwestorami, z których jeden był zainteresowany wyłącznie zakupem części autostradowej Spółki, drugi był skłonny do współpracy ze Spółką przy wspólnych projektach, a wyłącznie trzeci - firma Autostrade – wyraził gotowość do objęcia nowej emisji akcji Stalexportu dających większość w kapitale własnym.

W pierwszej połowie 2006 roku rozmowy prowadzono z dwoma inwestorami, z których tylko jeden – firma Autostrade deklarował podpisanie umowy do 30 czerwca 2006 roku. Ostatecznie, w dniu 26 czerwca 2006 roku podpisana została Umowa Inwestycyjna pomiędzy Stalexport i Autostrade, zgodnie z którą Autostrade objęło 21,7% kapitału zakładowego Spółki za kwotę 68,3 milionów złotych oraz zobowiązało się do objęcia akcji zapewniających 50% kapitału zakładowego + jedna akcja po uzyskaniu zgody WZA Spółki oraz spełnieniu innych warunków (sprzedaż części stalowej wiarygodnemu nabywcy, zgoda UOKiK, itp.).

Przyjęty przez Zarząd tryb wyboru inwestora nie zakładał udziału doradcy finansowego w procesie ani prowadzenia otwartego procesu, w ramach którego potencjalne grono inwestorów miałyby równy i równoczesny dostęp do informacji o prowadzonym procesie pozyskiwania inwestora strategicznego dla Spółki. Również Rada Nadzorcza nie wystąpiła z wnioskiem o zatrudnienie dla Spółki w tym procesie doradcy finansowego.

Zwracamy uwagę, iż uzyskanie wsparcia profesjonalnego doradcy w procesie wyboru inwestora jest dobrą praktyką rynkową. Zdaniem Zarządu Spółki, udział profesjonalnego doradcy nie przyniósłby dodatkowych korzyści Spółce w prowadzonym procesie (szczególnie wobec zagrożenia upadłością Spółki) i spowodowałby powstanie niepotrzebnych kosztów w wysokości co najmniej kilku milionów złotych i wydłużenie procesu, co w sytuacji bieżącej i planowanej płynności finansowej byłoby dodatkowym czynnikiem zwiększającym ryzyko upadłości Spółki.

Zgodnie z wyjaśnieniami Zarządu, podejmując decyzję o pozyskaniu inwestora w 2005 oraz 2006 roku wzięto pod uwagę następujące argumenty:

a) Sprzedaż majątku autostradowego mogła przynieść według wyceny przeprowadzonej przez BRE Corporate Finance (na dzień 6 grudnia 2005 roku) maksymalnie 184 miliony złotych. Otrzymana kwota nie pozwalałaby na spłatę wszystkich zobowiązań Spółki. Aktywa autostradowe były postrzegane przez analityków i inwestorów giełdowych jako najbardziej wartościowy majątek Spółki, a ich sprzedaż zostałaby odebrana jako zredukowanie wartości Stalexportu prawie do zera. Uzyskanie w tej sytuacji niezbędnej zgody akcjonariuszy na sprzedaż części autostradowej byłoby, zdaniem Zarządu, bardzo trudne lub wręcz niemożliwe przy pozostawieniu alternatywnej ścieżki (tj. pozyskaniu inwestora).

W opinii Zarządu, wycena sporządzona przez BRE Corporate Finance przygotowana została przy wykorzystaniu danych opracowanych również przez innych (poza BRE CF) profesjonalnych doradców (SDG, JacobsGIBB), których zadaniem było zapewnienie, że dane wejściowe do modelu (prognozy ruchu, planowane koszty) są jak najbardziej wiarygodne. Dodatkowo, dane te użyto w modelu przepływów pieniężnych, na podstawie których konsorcjum banków podejmowało decyzję o udzieleniu kredytu w wysokości 380 milionów złotych z przeznaczeniem na finansowanie prac remontowych autostrady A4 Katowice-Kraków (co zapewniło uzyskanie tzw. zamknięcia finansowego, które z kolei było warunkiem zachowania koncesji autostradowej), podlegały szczegółowej weryfikacji przez ich wyspecjalizowane służby. W związku z powyższym, w opinii Zarządu wiarygodność wyceny BRE CF nie budziła żadnych zastrzeżeń.

Zdaniem Zarządu, w okresie od sporządzenia wyceny (grudzień 2005) do czerwca 2006 roku nie zaistniały żadne istotne czynniki, które mogłyby wpływać na zmianę tej wyceny. Dodatkowo, w opinii Zarządu, w przypadku konieczności szybkiej sprzedaży majątku autostradowego (w celu obrony przed upadłością), nawet uzyskanie przez Spółkę ceny 184 milionów złotych ujętej w wycenie BRE CF byłoby niezwykle trudne.

- b) Pozyskanie inwestora strategicznego wiązało się z otrzymaniem około 250 milionów złotych i nie powodowało, zdaniem Zarządu, konieczności sprzedaży aktywów autostradowych, czyli znaczącego obniżenia wartości firmy. Porównując powyższą kwotę z ceną możliwą do osiągnięcia w wyniku sprzedaży majątku autostradowego, scenariusz pozyskania inwestora wydawał się Zarządowi bezsprzecznie bardziej korzystny.

Zdaniem Zarządu, logiczną sekwencją działań była próba uzyskania w pierwszej kolejności rozwiązania najbardziej korzystnego dla akcjonariuszy i wierzycieli – tj. wejścia nowego inwestora do Stalexportu (w tym scenariuszu, zadłużenie zostaje spłacone, a dotychczasowi akcjonariusze posiadają nadal połowę majątku autostradowego) a dopiero w drugiej kolejności próba sprzedaży samego majątku autostradowego. Równoczesne prowadzenie negocjacji z inwestorami oraz sondowanie cen za sam majątek autostradowy spowodowałoby tymczasem, że inwestorzy wycofali się z prowadzonych negocjacji dotyczących objęcia nowych akcji Spółki (bo dla nich lepszym rozwiązaniem było kupno samego majątku autostradowego).

- c) Ze względu na kluczowy dla Spółki czynnik czasu nie było możliwe prowadzenie równoległe dwóch procesów: poszukiwania inwestora strategicznego i zbycia majątku autostradowego. Zdaniem Zarządu, ewentualny proces zbycia majątku autostradowego trwałby około 9 miesięcy przy najlepszym możliwym scenariuszu (proces zbycia majątku stalowego będzie trwał około 12 miesięcy, podobnie trwał proces negocjacji z Autostrade). Mając na uwadze, że SAM uzyskał zamknięcie finansowe pod koniec grudnia 2005 roku (przed tym terminem majątek autostradowy nie przedstawiał istotnej wartości, ponieważ istniała groźba utraty koncesji), a przez prawie cały pierwszy kwartał 2006 roku Autostrade posiadała wyłączność negocjacyjną, ewentualne zakończenie procesu zbycia majątku autostradowego miałyby miejsce pod koniec IV kwartału 2006 roku (9 miesięcy licząc od połowy marca 2006 roku) w tym czasie Spółka mogłaby już nie mieć środków finansowych do spłaty bieżących zobowiązań.

W ramach naszych prac w oparciu o przedstawione nam dokumenty oraz informacje nie stwierdziliśmy występowania faktów zaprzeczających powyższym stwierdzeniom Zarządu. Zwracamy jednak uwagę na fakt, iż nie uzyskaliśmy wystarczających materiałów źródłowych, w tym kompletnych wycen obszarów poszczególnych działalności Spółki, które umożliwiałyby nam odniesienie się do wysokości kwoty uzyskanej w ramach emisji akcji na rzecz Autostrade – takie odniesienie się nie leżało w zakresie naszych prac. Zwracamy również uwagę na fakt, iż pozyskanie inwestora przez Spółkę nie było oparte o otwarty, konkurencyjny proces, który zapewniłby równorzędną komunikację ze wszystkimi potencjalnymi inwestorami. Ponadto, nie był zaangażowany po stronie Spółki profesjonalny doradca finansowy. W przypadku gdyby taki otwarty proces został zastosowany oraz zapewniony był udział doradcy finansowego, jest możliwe, iż uzyskanoby inne warunki transakcji.

Należy podkreślić, że wyżej opisany sposób prowadzenia procesu zyskał akceptację Rady Nadzorczej. Nie jest więc wiadome, jakie byłyby ceny możliwe do osiągnięcia w wyniku sprzedaży majątku autostradowego i na ile atrakcyjny byłby ten wariant w porównaniu do wariantu wybranego przez Zarząd.

Nie jest również wiadome na ile możliwe byłoby zwiększenie atrakcyjności procesu pozyskania inwestora z punktu widzenia Stalexport, gdyby w tym procesie zostało poinformowane o możliwości dokonania inwestycji w Stalexport znacznie większe grono potencjalnych inwestorów (poinformowano czterech). Z całą pewnością zwiększenie konkurencyjności procesu mogłoby przyczynić się do zwiększenia pewności realizacji transakcji i mogłoby również wpłynąć na warunki na jakich transakcja została zawarta.

Akceptacja treści Umowy przez organy Spółki

Zawierając umowę inwestycyjną Zarząd Stalexport nie przekroczył swoich kompetencji zarządczych.

W dniu 13 maja 2004 roku NWZA upoważniło Zarząd do jednorazowego lub kilkukrotnego podwyższenia kapitału zakładowego w drodze emisji nowych akcji do wysokości 100 milionów złotych. Zgoda na podwyższenie kapitału obowiązywała do dnia 12 maja 2007 roku.

W dniu 29 września 2005 roku Rada Nadzorcza wyraziła zgodę na ustalenie ceny emisyjnej akcji serii F, na poziomie 2 zł za jedną akcję, oraz upoważniła Zarząd Spółki do pozbawienia dotychczasowych akcjonariuszy prawa poboru akcji serii F. Rada Nadzorcza upoważniła również Zarząd do dokonywania wszelkich czynności niezbędnych do podwyższenia kapitału zakładowego w drodze emisji akcji, w tym do podejmowania stosownych uchwał i zawierania stosownych umów.

Powyższa zgoda i upoważnienie obowiązywały do dnia 31 grudnia 2005 roku i zostały następnie przedłużone do 30 czerwca 2006 roku.

Zarząd był umocowany do zawarcia Umowy Inwestycyjnej, zaś ostateczna decyzja co do tego, czy Autostrade zostaną zaoferowane akcje Stalexport w ilości powodującej przekroczenie przez tę spółkę progu 50% kapitału zakładowego w wyniku uchwały Rady Nadzorczej i Umowy Inwestycyjnej, należała do WZA Stalexport. Negatywna decyzja w tej sprawie może zostać podjęta bez narażania Stalexport na odpowiedzialność odszkodowawczą wobec Autostrade.

Informowanie Rady Nadzorczej o przebiegu procesu poszukiwania inwestora strategicznego

Rada Nadzorcza była informowana o strategii przyjętej przez Zarząd oraz o przebiegu poszukiwań inwestora w trakcie posiedzeń w okresie od września 2005 roku do czerwca 2006 roku.

W szczególności, informacje dotyczące prowadzonych negocjacji przekazywane były na posiedzeniach Rady Nadzorczej w dniach 21 marca, 21 kwietnia i 8 czerwca 2006 roku.

Informacje przekazywane Radzie Nadzorczej przez Zarząd Spółki obejmowały m.in. kwestie zaawansowania negocjacji z inwestorem, struktury planowanej transakcji i wielkości planowanych wpływów z tytułu zaangażowania kapitałowego Autostrade.

Rada Nadzorcza w swoim sprawozdaniu za 2005 rok uznała konieczność poszukiwania inwestora strategicznego dla Spółki jako najważniejszy priorytet.

Warunki Umowy Inwestycyjnej

W ramach naszych prac, w zakresie objętym niniejszym badaniem, nie stwierdziliśmy niezgodności Umowy Inwestycyjnej z przepisami prawa (poza ewentualną niezgodnością z kodeksem cywilnym postanowień dotyczących odpowiedzialności, niemających jednak istotnego znaczenia z punktu widzenia oceny całokształtu umowy).

Wątpliwości może budzić treść pkt. 13.03 Umowy w zakresie, w jakim wprowadza on obowiązek naprawienia szkody niezależnie od kary umownej i odszkodowania z tytułu szkody przewyższającej wysokość kary umownej. Literalne brzmienie tego przepisu może nasuwać wątpliwości interpretacyjne. Przepisy kodeksu cywilnego nie przewidują obok siebie jednocześnie: kary umownej, odszkodowania i naprawienia szkody, tak jak stanowi literalne brzmienie postanowień Umowy w tym zakresie. W konsekwencji czego należy więc przyjąć, że w zakresie, w jakim postanowienia Umowy mogą zostać uznane za sprzeczne z kodeksem cywilnym, w ich miejsce będą miały zastosowania właściwe przepisy kodeksu cywilnego.

Naszym zdaniem, powyższe zastrzeżenie nie ma jednak istotnego wpływu na formalno-prawną ocenę analizowanej umowy, którą ogólnie należy uznać za formalnie poprawną. Nie istnieje zatem ryzyko dla Spółki stosowania w tym przedmiocie niekorzystnych przepisów Umowy.

Swoistym zabezpieczeniem interesów Spółki jest przepis punktu. 13.02 Umowy, który wyłącza możliwość naruszenia Umowy w wypadku braku uchwały właściwych organów, w tym Walnego Zgromadzenia Akcjonariuszy i Rady Nadzorczej. W konsekwencji czego nie istnieje ryzyko dochodzenia kary umownej od Spółki w wypadku, gdy nie zostanie podjęta przewidziana Umową uchwała organu Spółki.

Analogicznie, należy podkreślić, że również Autostrade ma prawo do wycofania się z objęcia II transzy emisji akcji zgodnie z Umową Inwestycyjną. Inwestor ma prawo do dyskrecjonalnego decydowania, m.in. o przesłankach stanowiących podstawę wypowiedzenia Umowy, które są sformułowane w sposób ogólny.

Zagrożenia dla dalszego funkcjonowania Spółki

Mając na uwadze przyjęte założenia przedstawione w rozdziale 1.5. niniejszego raportu, przyjmując założenie, że Umowa Inwestycyjna nie została podpisana i w związku z tym Spółka nie uzyskałaby wpływów z tytułu I transzy emisji akcji dla nowego inwestora, prawdopodobne byłoby zaistnienie przesłanek do wnioskowania przez Zarząd lub wierzycieli Spółki o upadłość likwidacyjną Stalexportu w III kwartale 2006 roku, na skutek braku środków pieniężnych na spłatę kolejnych transz zobowiązań.

Mając na uwadze przyjęte założenia przedstawione w rozdziale 1.5. niniejszego raportu, zakładając sytuację, w której Autostrade nie objęłaby kolejnej emisji akcji i w związku z tym Spółka uzyskałaby wpływy z tytułu I transzy emisji akcji dla nowego inwestora, ale nie uzyskałaby wpływów z tytułu emisji II transzy, prawdopodobne byłoby zaistnienie przesłanek do wnioskowania przez Zarząd lub wierzycieli Spółki o upadłość likwidacyjną Stalexportu w III kwartale 2007 roku, na skutek braku środków pieniężnych na spłatę kolejnych transz zobowiązań. Nie oznacza to jednak naszej rekomendacji dla zaakceptowania objęcia II emisji akcji na zasadach przewidzianych w Umowie Inwestycyjnej.

Powyższe symulacje nie biorą pod uwagę możliwości sprzedaży majątku autostradowego Spółki. W przypadku przeprowadzenia takiej sprzedaży, mogłoby dojść do pokrycia wskazanej powyżej luki finansowej. Zdolność Spółki do spłacenia jej zobowiązań ze środków pozyskanych ze sprzedaży majątku autostradowego zależałaby od ceny uzyskanej przez Spółkę z tytułu transakcji sprzedaży.

3. SZCZEGÓŁOWE WYNIKI PRAC

3.1. Wprowadzenie

Działania prowadzone przez Zarząd Spółki w latach 2005 – 2006 związane z negocjowaniem, zawarciem i wykonaniem Umowy Inwestycyjnej były następstwem innych wydarzeń z lat 2001 – 2006 (oraz skutków działań z lat poprzedzających 2001 rok, na które obecny Zarząd nie miał wpływu) mających istotny wpływ na sytuację finansową oraz funkcjonowanie Spółki.

Kluczowe wydarzenia z lat 2001 – 2006 związane z działalnością Spółki przedstawione są poniżej. Poniższe informacje zestawiono na podstawie dostarczonej nam dokumentacji (lista otrzymanych przez nas dokumentów przedstawiona jest w Załączniku 1 do niniejszego raportu), wyjaśnień przekazywanych przez Zarząd oraz publicznie dostępnych informacji.

Rozpoczęcie procesu restrukturyzacji Stalexport

W 2001 roku, w związku z pogorszeniem się sytuacji finansowej Spółki, istotnym wzrostem jej zadłużenia oraz groźbą upadłości opracowany został program, który przewidywał głęboką restrukturyzację Grupy Kapitałowej Stalexport. W ramach prowadzonych działań restrukturyzacyjnych, poza działaniami związanymi z redukcją kosztów oraz zwiększeniem efektywności działalności Grupy Kapitałowej Stalexport, podpisano porozumienie układowe oraz porozumienia pozaukładowe z wierzycielami Spółki. Na podstawie powyższych porozumień część zadłużenia została zredukowana, część przekształcona na akcje Spółki, a pozostała część miała, począwszy od 2003 roku, być spłacana w ramach kwartalnych rat. Program naprawczy zakładał, że w pierwszych latach od rozpoczęcia restrukturyzacji spłata rat układowych finansowana będzie z działalności operacyjnej (która po przeprowadzeniu restrukturyzacji miała być bardziej efektywna) oraz sprzedaży zbędnego majątku należącego do Grupy Kapitałowej Stalexport. Od 2004 roku zakładano stopniowe przywracanie finansowania Stalexport przez kredyty bankowe.

W praktyce, pierwsze istotne kredyty bankowe Spółka uzyskała pod koniec 2006 roku (nie licząc kredytu udzielonego przez konsorcjum banków dla SAM w ramach tzw. zamknięcia finansowego, z przeznaczeniem na finansowanie prac remontowych autostrady A4 Katowice-Kraków), a więc po objęciu przez Autostradę nowej emisji akcji.

Planowana emisja akcji w 2004 roku

W 2004 roku, w związku z koniecznością finansowania z kapitału obrotowego spłat zrestrukturyzowanych zobowiązań (zobowiązania do spłaty w samym 2004 roku wynosiły ponad 90 milionów złotych) podjęto działania w celu pozyskania kapitału w ramach publicznej emisji akcji. Sprzyjały temu dobra koniunktura na rynku stalowym i wysoki kurs akcji Spółki na GPW oraz zainteresowanie ze strony inwestorów. W dniu 13 maja 2004 roku NWZA upoważniło Zarząd do jednorazowego lub kilkukrotnego podwyższenia kapitału zakładowego w drodze emisji nowych akcji do wysokości 100 milionów złotych. Środki uzyskane w drodze emisji akcji miały być przeznaczone na wzrost kapitału obrotowego, rozwój sieci dystrybucji oraz rozwój działalności autostradowej.

Pod koniec czerwca 2004 roku Ministerstwo Finansów zażądało od Spółki natychmiastowej realizacji udzielonego przez nią poręczenia wekslowego dla kredytu bankowego dla Huty Ostrowiec (wartość roszczenia wyniosła 72 miliony złotych). Powyższa sytuacja oraz sprawa opisanych szczegółowo poniżej poręczeń dotyczących WRJ (sprawa WRJ była znana już wcześniej, ale jej znaczenie istotnie wzrosło po zmaterializowaniu się zobowiązań warunkowych dotyczących Huty Ostrowiec) wpłynęły na zmianę klimatu inwestycyjnego wokół Spółki i brak możliwości uplasowania nowej emisji.

W dniu 1 września 2004 roku podpisano porozumienie z Ministerstwem Finansów regulujące kwestie spłaty zobowiązań z tytułu poręczenia dla Huty Ostrowiec. Na mocy porozumienia, spłata kwoty głównej zobowiązania wobec Skarbu Państwa z tytułu poręczenia wekslowego miała rozpocząć się od 2008 roku, a odsetki miały być płacone na bieżąco, od momentu wejścia porozumienia w życie.

Poręczenia związane z WRJ

Poza kwestią poręczenia wekslowego kredytu bankowego dla Huty Ostrowiec, Spółka posiadała inne zobowiązania warunkowe, wynikające z udzielonych w latach wcześniejszych poręczeń cywilnych dla banków oraz poręczenia wekslowego dla Ministra Finansów (podobnego jak w przypadku Huty Ostrowiec) związanych z kredytami udzielonymi WRJ. Szacowany przez Spółkę poziom ekspozycji wynosił w tym przypadku około 300 milionów złotych. W sytuacji prawdopodobnego zmaterializowania się zobowiązań z tytułu poręczeń dotyczących WRJ, w 2004 roku Zarząd Stalexportu podjął rozmowy z Ministerstwem Finansów i konsorcjum banków w sprawie trybu postępowania i warunków spłaty zobowiązań z tytułu tych poręczeń.

W dniu 4 maja 2006 roku rozmowy z bankami zakończyły się podpisaniem porozumienia, na mocy którego spłata zobowiązań miała odbyć się poprzez ich konwersję na akcję Spółki. Cena emisyjna miała zostać ustalona w oparciu o średnią notowań akcji Spółki na GPW w okresie 6 miesięcy przed podpisaniem porozumienia (w wysokości 2,2458 złotych za akcję). W dniu 9 czerwca 2006 roku podpisano umowy o objęciu akcji (wartość podwyższenia kapitału wyniosła 31.681 tysięcy złotych), a w dniu 6 lipca 2006 roku sąd rejestrowy dokonał rejestracji tych akcji.

Zgodnie z informacjami przekazanymi przez Zarząd, wysokość potencjalnego zobowiązania Spółki wobec Skarbu Państwa z tytułu udzielonego poręczenia wekslowego dla WRJ wynosi maksymalnie 88 milionów złotych, a może być niższa ze względu na jej układowy charakter (40% redukcja), jak również z uwagi na ewentualną możliwość częściowego zaspokojenia się Skarbu Państwa bezpośrednio u dłużnika (WRJ) w związku z prowadzonym postępowaniem upadłościowym.

Kwestia utrzymania koncesji na eksploatację autostrady A4 Katowice – Kraków

W latach 2002 - 2006, działania władz Spółki były również w znacznym stopniu poświęcone kwestiom utrzymania koncesji na eksploatację odcinka autostrady Katowice – Kraków. W maju 2002 roku Minister Infrastruktury poinformował, że Stalexport nie wywiązuje się z zobowiązań wynikających z Umowy Koncesyjnej oraz że rozważy wykorzystanie przysługujących mu uprawnień do rozwiązania Umowy Koncesyjnej. Ograniczeniem powyższego ryzyka było przeniesienie koncesji na SAM - spółki celowej będącej w 100% podmiotem zależnym Stalexport. W 2003 roku rozpoczęto starania o przeniesienie koncesji na obsługę autostrady ze Stalexport na SAM. W tym celu niezbędna była zmiana istniejącego porządku prawnego. Po przeniesieniu koncesji na SAM, warunkiem utrzymania koncesji było podpisanie Aneksu nr 5 do Umowy Koncesyjnej oraz uzyskanie przez SAM tzw. zamknięcia finansowego gwarantującego realizację zobowiązań inwestycyjnych. Niespełnienie tego warunku niosło ze sobą ryzyko odebrania koncesji.

Pod koniec grudnia 2005 roku podpisana została przez SAM umowa kredytowa z konsorcjum banków na kwotę 380 milionów złotych. Dzięki temu Stalexport oddalił ryzyko utraty koncesji na eksploatację autostrady A4 Katowice-Kraków. W ramach transakcji dokonano wyceny majątku autostradowego Spółki, który został wniesiony aportem do Spółki Specjalnego Przeznaczenia (jej założenia wymagała struktura finansowania zamknięcia finansowego typu Project Finance). Wycena podniosła wartość majątku autostradowego o prawie 154 miliony złotych i była przyczyną uzyskania na koniec 2005 roku dodatkich kapitałów własnych przez Stalexport, po raz pierwszy od zapoczątkowania procesu restrukturyzacji w 2001 roku.

W ramach naszych prac nie przeprowadziliśmy weryfikacji wyceny przygotowanej przez BRE CF.

Zagrożenie utraty płynności finansowej w 2005 roku

W 2005 roku Spółka koncentrowała się na dwóch kluczowych problemach: zobowiązaniach warunkowych z tytułu WRJ oraz kwestii zamknięcia finansowego inwestycji autostradowych. W związku z wysokim stopniem niepewności co do dalszej działalności Spółki (w obliczu możliwej materializacji zobowiązań z tytułu WRJ oraz możliwości utraty koncesji autostradowej), Stalexport w dalszym ciągu miał ograniczone możliwości uzyskania dodatkowego finansowania poprzez kredyty lub podwyższenie kapitału i objęcie podwyższonej nowej emisji przez inwestorów finansowych. W tym okresie, kurs akcji Spółki na GPW utrzymywał się poniżej 2 złotych.

Suma rat zrestrukturyzowanych zobowiązań do spłacenia w samym 2005 roku wynosiła ponad 80 milionów złotych. Ponieważ w ramach działań prowadzonych w uprzednich latach wysprzedano już większość zbędnego majątku, spłata „starego” zadłużenia z kapitałów obrotowych prowadziła do ograniczania działalności handlowej. Jediną znaczącą możliwością pozyskania gotówki dla Spółki była sprzedaż nieruchomości przy ul. Obrzeźnej w Warszawie i przeniesienie prowadzonej tam działalności handlowej do tańszej lokalizacji.

W lipcu 2005 roku Zarząd przedstawił Radzie Nadzorczej „Raport o sytuacji ekonomiczno-finansowej Stalexport SA” wskazujący, że na koniec 2005 roku powstanie w finansach Spółki luka finansowa w wysokości 24 milionów złotych.

We wrześniu 2005 roku Zarząd przedstawił Radzie Nadzorczej zaktualizowaną prognozę przepływów finansowych, wykazującą na ujemne saldo na koniec 2005 roku w wysokości blisko 7 milionów złotych.

Jak wskazano powyżej, w grudniu 2005 roku zamknięto finansowanie inwestycji autostradowych, co pozwoliło na zniwelowanie prognozowanej luki finansowej na koniec 2005 roku (wpłynęło 8 milionów złotych od SAM w ramach zwrotu nakładów poniesionych na autostradę przez Stalexport w okresie wcześniejszym).

Przeprowadzona na przełomie lat 2005 / 2006 sprzedaż nieruchomości w Warszawie przy ul. Obrzeźnej za kwotę 62 milionów złotych pozwoliła Spółce na spłatę kredytu zabezpieczonego hipoteką na nieruchomości (ok. 6 milionów złotych), zakup i modernizację nowej lokalizacji warszawskiego oddziału Spółki (ok. 10 milionów złotych), spłatę kolejnych (dwóch) rat układowych i zobowiązań pozaukładowych oraz przeterminowanych zobowiązań handlowych, a także chwilowo powstrzymała obniżkę kapitału obrotowego.

Rozpoczęcie negocjacji z inwestorami

Mając na uwadze brak źródeł finansowania spłat zobowiązań (poza ograniczonym strumieniem gotówki generowanym z działalności operacyjnej oraz wpływami ze sprzedaży majątku, które w dłuższym okresie były ograniczone – sprzedano bowiem już bardziej cenne aktywa), Zarząd Spółki w połowie 2005 roku rozpoczął proces poszukiwania inwestora strategicznego, który mógłby poprzez wejście kapitałowe do Spółki zapewnić trwałą stabilność finansową Stalexportu.

Pomimo uregulowania kwestii WRJ i zamknięcia finansowego autostrady pod koniec 2005 roku, Zarząd szacował, że brak pozyskania nowych źródeł finansowych do końca drugiego/trzeciego kwartału 2006 roku spowoduje utratę zdolności Spółki do obsługi zadłużenia. Mając na uwadze powyższe, działania Zarządu skoncentrowały się w 2006 roku na poszukiwaniu inwestora i pozyskaniu środków finansowych.

Informacje na temat przebiegu negocjacji z potencjalnymi inwestorami oraz trybu akceptacji Umowy Inwestycyjnej opisane zostały w dalszej części raportu.

3.2. Zagadnienia dotyczące prowadzenia przez Zarząd spraw Spółki związanych z negocjowaniem, zawarciem i wykonaniem Umowy Inwestycyjnej

3.2.1. Negocjacje z potencjalnymi inwestorami oraz przesłanki wyboru inwestora

Poniżej przedstawiamy informacje dotyczące przebiegu procesu poszukiwania wyboru inwestora strategicznego dla Spółki. Ze względu na fakt, że część informacji została przekazana w trybie poufnym, niektóre szczegóły i nazwy potencjalnych inwestorów nie zostały ujawnione.

Poniższe informacje przygotowano zostały w oparciu o wyjaśnienia składane przez Zarząd oraz udostępnioną dokumentację (lista otrzymanych przez nas dokumentów przedstawiona jest w Załączniku 1 do niniejszego raportu).

Zwracamy uwagę, że poniższe informacje należy czytać w powiązaniu ze opisem sytuacji w jakiej znajdował się Stalexport w latach 2001 – 2006 oraz w momencie rozpoczęcia procesu poszukiwania inwestora przedstawionym w punkcie 3.1 niniejszego raportu.

Ustalenia

Rozpoczęcie procesu poszukiwania inwestora

Negocjacje z potencjalnymi inwestorami rozpoczęto w czerwcu 2005 roku. Kurs akcji Stalexport na GPW w tym okresie wynosił ok. 1,60 - 1,75 zł (tj. poniżej wartości nominalnej 2 zł). Celem negocjacji było pozyskanie inwestora dla całej Grupy Stalexport, gotowego zaangażować się kapitałowo w możliwie najkrótszym czasie. Zaangażowanie to miało polegać na objęciu nowej emisji akcji Stalexport.

Przyjęty przez Zarząd tryb wyboru inwestora nie zakładał udziału doradcy finansowego w procesie ani prowadzenia otwartego procesu, w ramach którego potencjalne grono inwestorów miałoby równy i równoczesny dostęp do informacji o prowadzonym procesie pozyskiwania inwestora strategicznego dla Spółki. Również Rada Nadzorcza nie wystąpiła z wnioskiem o zatrudnienie dla Spółki w tym procesie doradcy finansowego.

Zwracamy uwagę, iż uzyskanie wsparcia profesjonalnego doradcy w procesie wyboru inwestora jest dobrą praktyką rynkową. Zdaniem Zarządu Spółki, udział profesjonalnego doradcy nie przyniósłby dodatkowych korzyści Spółce w prowadzonym procesie (szczególnie wobec zagrożenia upadłością Spółki) i spowodowałby powstanie niepotrzebnych kosztów w wysokości co najmniej kilku milionów złotych i wydłużenie procesu, co w sytuacji bieżącej i planowanej płynności finansowej byłoby dodatkowym czynnikiem zwiększającym ryzyko upadłości Spółki.

Negocjacje z inwestorami stalowymi

Według informacji przekazanych nam przez Zarząd w drugim i trzecim kwartale 2005 roku podjęto badanie możliwości wejścia do Spółki inwestorów z branży stalowej. Rozmowy prowadzono z firmami A, B oraz C (Rewidentowi ujawniono nazwy inwestorów). Żaden z inwestorów z branży stalowej nie był jednak zainteresowany inwestycją w akcje Spółki.

Spółka nie przedstawiła Rewidentowi dokumentacji potwierdzającej prowadzenie i przebieg rozmów z inwestorami stalowymi. Według Zarządu rozmowy z inwestorami stalowymi nie były dokumentowane. Powyższe informacje uzyskano w trakcie rozmów przeprowadzonych z Zarządem Stalexport oraz z dokumentacji przygotowanej przez Zarząd dla Rady Nadzorczej.

Negocjacje z inwestorami autostradowymi

Negocjacje z Inwestorem X (Rewidentowi ujawniono nazwę inwestora)

W dniu 1 września 2004 roku Stalexport podpisał list intencyjny z firmą X dotyczący współpracy strategicznej w zakresie przyszłych projektów autostradowych, obejmującej przede wszystkim budowanie i późniejszą eksploatację autostrad.

Według wyjaśnień Zarządu Spółki, firma X otrzymała od Zarządu Stalexport propozycję zaangażowania w akcje Spółki ale tę propozycję odrzuciła.

W październiku 2005 roku firma X po otrzymaniu informacji o możliwej zmianie w akcjonariacie Stalexport zażądała wprowadzenia do listu intencyjnego zapisu dającego jej prawo do przejęcia całości wspólnego przedsięwzięcia prowadzonego ze Spółką w przypadku zmian kapitałowych w Stalexporcie. Zarząd Spółki odrzucił tę propozycję i ofertę na przetarg na A2 Stryków – Węzeł Konotopa i A1 Stryków – Pyrzowice złożył w konsorcjum z Autostrade, a nie z X tak jak pierwotnie planowano.

Współpracę pomiędzy Stalexport a X zakończyło pismo wystosowane w imieniu Spółki do firmy X z dnia 15 grudnia 2005 roku, w którym m.in. Stalexport poinformował, że firma X nie skorzystała z oferty zaangażowania kapitałowego w Stalexport.

Spółka przedstawiała Rewidentowi dokumentację z przebiegu negocjacji z firmą X. Przebieg tych negocjacji potwierdził również mecenas Michał Grzybczyk reprezentujący Kancelarię Grzybczyk Fuchs Kałuża Kamiński Radcy Prawni Spółka Partnerska, która wspierała Zarząd w rozmowach z potencjalnymi inwestorami.

Negocjacje z Inwestorem Y (Rewidentowi ujawniono nazwę inwestora)

Negocjacje z inwestorem Y rozpoczęto w czerwcu 2005 roku. Inwestor przeprowadził prezentację firmy dla Zarządu Stalexport. Ponadto pomiędzy firmami wymieniono dwa oficjalne pisma (5 września 2005, 12 września 2005). ostatecznie inwestor ten wyraził jednak zainteresowanie zakupem wyłącznie części autostradowej Spółki, co potwierdził w piśmie do Stalexport z dnia 8 grudnia 2005 roku. Na tym współpracę zakończono.

Spółka przedstawiała Rewidentowi dokumentację z negocjacji z inwestorem Y.

Negocjacje z Inwestorem Z (Rewidentowi ujawniono nazwę inwestora)

Negocjacje z inwestorem Z rozpoczęto w dniu 16 marca 2006 roku (czyli dzień po wygaśnięciu wyłączności dla Autostrade, jak wskazano poniżej). W czerwcu 2006 roku inwestor poinformował Spółkę, że do ewentualnego domknięcia inwestycji potrzebuje co najmniej 6 miesięcy. Zdaniem Zarządu inwestor Z w tym czasie znajdował się w fazie zmian organizacyjnych i dlatego uzyskanie wiążących decyzji wiązało się z rozciągnięciem tego procesu w czasie. Jednocześnie, Stalexport nie miał już możliwości odwołania terminu zasilania gotówkowego.

Negocjacje przerwało podpisanie Umowy Inwestycyjnej z Autostrade.

Spółka nie przedstawiła Rewidentowi dokumentacji potwierdzającej prowadzenie i przebieg rozmów z inwestorem Z. Według Zarządu rozmowy nie były dokumentowane. Powyższe informacje uzyskano w trakcie rozmów przeprowadzonych z Zarządem Stalexport oraz z dokumentacji przygotowanej przez Zarząd dla Rady Nadzorczej.

Przebieg negocjacji z inwestorem Z potwierdził mecenas Michał Grzybczyk.

Negocjacje z Autostrade

Rozmowy z Autostrade rozpoczęto w połowie 2005 roku. Zdaniem Zarządu we wrześniu 2005 roku Autostrade jako jedyne zadeklarowało chęć zainwestowania kapitałowego w Stalexport. Rozmowy były na tyle zaawansowane, że wraz z podpisaniem Listu Intencyjnego Stalexport przyznał Autostrade wyłączność na prowadzenie rozmów.

Dnia 28 grudnia 2005 roku podpisany został List Intencyjny, w którym Autostrade wyraziło chęć zaangażowania kapitałowego w Stalexport po cenie emisyjnej 2 złote za akcję. Włoska firma otrzymała wyłączność na prowadzenie rozmów do dnia 15 marca 2006 roku. W okresie podpisywania Listu Intencyjnego kurs akcji Stalexport na GPW oscylował pomiędzy 1,60 - 1,70 zł.

W styczniu 2006 roku nastąpił wzrost kursu Stalexport (ze 1,65 zł do 2,97 zł). Zgodnie z informacjami przekazanymi przez Zarząd, powyższy wzrost kursu był prawdopodobnie w głównej mierze efektem nieupoważnionych pogłosek, że znany inwestor giełdowy Pan Roman Karkosik jest zainteresowany zakupem akcji Stalexportu. Zdaniem Zarządu przedstawiciele Autostrade potraktowali ten fakt jako próbę sztucznego podwyższenia kursu akcji Spółki w celu uzyskania od Autostrade wyższej ceny w przypadku konieczności ogłoszenia wezwania na akcje Stalexport przez Autostrade na GPW.

Zdaniem Zarządu, w trakcie negocjacji ze Spółką w firmie Autostrade zachodziły istotne zmiany m.in. związane z połączeniem z hiszpańską firmą Abertis. Zarząd przypuszcza, że wydarzenia te w dużym stopniu pochłaniały pracowników Autostrade i wpływały na stosunkowo wolne tempo rozmów ze Stalexportem.

Podczas negocjacji Autostrade postawiło kilka kluczowych warunków: uzyskanie 51% udziału w kapitale Stalexport przez podwyższenie kapitału po cenie emisyjnej 2 złote oraz sprzedaż części stalowej. Autostrade żądało aby część stalowa została sprzedana przed objęciem kapitału w Stalexport i aby zgodę na wybór konkretnego kupca wyraziło WZA. Zarząd Stalexport zwracał uwagę, że taki sposób postępowania wydłużyłby proces podwyższenia kapitału, co groziło wcześniejszą upadłością Stalexportu. Pojawił się problem finansowania pomostowego Spółki, aby nie dopuścić do upadłości Stalexport przed objęciem kapitału w Stalexport przez Autostrade.

Rozmowy odbywały się w Warszawie i Rzymie. Przedstawiciele Stalexportu (Prezes Emil Wąsacz wspierany przez mecenas Michała Grzybczyka) negocjowali szczegółowe warunki umowy. Zgodnie z informacjami przekazanymi przez Zarząd, kluczowym wyzwaniem było przekonanie Autostrade do dwuetapowego objęcia akcji Spółki. Według Prezesa Emila Wąsacza przedstawiciele włoskiej firmy, obawiali się, że nie uzyskają zgody WZA na podwyższenie kapitału po pierwszym etapie i chcieli podwyższenia jednokrotnego, co dawało im gwarancję objęcia kontroli nad Spółką.

Zdaniem Zarządu bardzo istotne było, aby transakcję przeprowadzić dwuetapowo, a pierwszy etap zamknąć przed 30 czerwca 2006 roku. Do tej daty Zarząd był upoważniony przez Radę Nadzorczą do podwyższenia kapitału po cenie emisyjnej 2 złote za akcję. Niedotrzymanie tego terminu groziło przesunięciem podwyższenia kapitału o następne miesiące, co zdaniem Zarządu było bardzo niebezpieczne dla płynności Spółki.

Ostatecznie, Umowa Inwestycyjna podpisana została w dniu 26 czerwca 2006 roku i przewidywała objęcie pakietu większościowego (50% + 1 akcja) przez Autostrade w drodze emisji akcji serii F w dwóch transzach, po cenie emisyjnej 2 złote. Kurs akcji Stalexport na GPW w dniu 26 czerwca 2006 wynosił 2,16 złotych [w okresie wcześniejszym kurs ulegał wahaniom – przykładowo w dniu 14 czerwca 2006 roku spadł do poziomu poniżej 2 złotych (1,96 złotych)]. Szczegółowy opis Umowy przedstawiony jest w rozdziale 3.3 niniejszego raportu.

Jak zostaliśmy poinformowani przez Zarząd Spółki, decydującym kryterium wyboru Autostrade było objęcie akcji nowej emisji w ramach kapitału docelowego (34 miliony akcji) po cenie emisyjnej 2 zł, co stanowiło dopływ gotówki do Spółki w wysokości 68 milionów złotych w czerwcu 2006 roku oraz dopływ kolejnej gotówki w wysokości 183 milionów, w przypadku objęcia drugiej emisji dającej Autostrade 50 % + 1 akcja. Zgodnie ze stanowiskiem Zarządu, przedłużenie rozmów z inwestorami groziło utratą płynności finansowej równoznacznej z upadłością Spółki.

Jako alternatywne rozwiązanie Zarząd rozważał sprzedaż części autostradowej Stalexport.

Zainteresowanie częścią autostradową Stalexport przez Inwestora U (Rewidentowi ujawniono nazwę inwestora)

W dniu 23 czerwca 2006 – firma U przesłała do Stalexportu pismo, w którym wyraziła zainteresowanie częścią autostradową Stalexportu. Ze względu na zaawansowanie rozmów z Autostrade oraz zainteresowanie kupnem części autostradowej nie podjęto rozmów z firmą U.

Wybór metody pozyskania kapitału

Zgodnie z wyjaśnieniami Zarządu, podejmując decyzję o pozyskaniu inwestora w 2005 oraz 2006 roku wzięto pod uwagę następujące argumenty:

- a) Sprzedaż majątku autostradowego mogła przynieść według wyceny przeprowadzonej przez BRE Corporate Finance (na dzień 6 grudnia 2005 roku) maksymalnie 184 miliony złotych. Otrzymana kwota nie pozwalałaby na spłatę wszystkich zobowiązań Spółki. Aktywa autostradowe były postrzegane przez analityków i inwestorów giełdowych jako najbardziej wartościowy majątek Spółki, a ich sprzedaż zostałaby odebrana jako zredukowanie wartości Stalexportu prawie do zera. Uzyskanie w tej sytuacji niezbędnej zgody akcjonariuszy na sprzedaż części autostradowej byłoby, zdaniem Zarządu, bardzo trudne lub wręcz niemożliwe przy pozostawieniu alternatywnej ścieżki (tj. pozyskaniu inwestora).

W opinii Zarządu, wycena sporządzona przez BRE Corporate Finance przygotowana została przy wykorzystaniu danych opracowanych również przez innych (poza BRE CF) profesjonalnych doradców (SDG, JacobsGIBB), których zadaniem było zapewnienie, że dane wejściowe do modelu (prognozy ruchu, planowane koszty) są jak najbardziej wiarygodne. Dodatkowo, dane te użyto w modelu przepływów pieniężnych, na podstawie których konsorcjum banków podejmowało decyzję o udzieleniu kredytu w wysokości 380 milionów złotych z przeznaczeniem na finansowanie prac remontowych autostrady A4 Katowice-Kraków (co zapewniło uzyskanie tzw. zamknięcia finansowego, które z kolei było warunkiem zachowania koncesji autostradowej), podlegały szczegółowej weryfikacji przez ich wyspecjalizowane służby. W związku z powyższym, w opinii Zarządu wiarygodność wyceny BRE CF nie budziła żadnych zastrzeżeń.

Zdaniem Zarządu, w okresie od sporządzenia wyceny (grudzień 2005) do czerwca 2006 roku nie zaistniały żadne istotne czynniki, które mogłyby wpływać na zmianę tej wyceny. Dodatkowo, w opinii Zarządu, w przypadku konieczności szybkiej sprzedaży majątku autostradowego (w celu obrony przed upadłością), nawet uzyskanie przez Spółkę ceny 184 milionów złotych ujętej w wycenie BRE CF byłoby niezwykle trudne.

- b) Pozyskanie inwestora strategicznego wiązało się z otrzymaniem około 250 milionów złotych i nie powodowało zdaniem Zarządu, konieczności sprzedaży aktywów autostradowych, czyli znaczącego obniżenia wartości firmy. Porównując powyższą kwotę z ceną możliwą do osiągnięcia w wyniku sprzedaży majątku autostradowego, scenariusz pozyskania inwestora wydawał się Zarządowi bezsprzecznie bardziej korzystny.

Zdaniem Zarządu, logiczną sekwencją działań była próba uzyskania w pierwszej kolejności rozwiązania najbardziej korzystnego dla akcjonariuszy i wierzycieli – tj. wejścia nowego inwestora do Stalexportu (w tym scenariuszu, zadłużenie zostaje spłacone, a dotychczasowi akcjonariusze posiadają nadal połowę majątku autostradowego) a dopiero w drugiej kolejności próba sprzedaży samego majątku autostradowego. Równoczesne prowadzenie negocjacji z inwestorami oraz sondowanie cen za sam majątek autostradowy spowodowałoby tymczasem, że inwestorzy wycofali się z prowadzonych negocjacji dotyczących objęcia nowych akcji Spółki (bo dla nich lepszym rozwiązaniem było kupno samego majątku autostradowego).

- c) Ze względu na kluczowy dla Spółki czynnik czasu nie było możliwe prowadzenie równoległe dwóch procesów: poszukiwania inwestora strategicznego i zbycia majątku autostradowego. Zdaniem Zarządu, ewentualny proces zbycia majątku autostradowego trwałby około 9 miesięcy przy najlepszym możliwym scenariuszu (proces zbycia majątku stalowego będzie trwał około 12 miesięcy, podobnie trwał proces negocjacji z Autostrade). Mając na uwadze, że SAM uzyskał zamknięcie finansowe pod koniec grudnia 2005 roku (przed tym terminem majątek autostradowy nie przedstawiał istotnej wartości, ponieważ istniała groźba utraty koncesji), a przez prawie cały pierwszy kwartał 2006 roku Autostrade posiadała wyłączność negocjacyjną, ewentualne zakończenie procesu zbycia majątku autostradowego miałyby miejsce pod koniec IV kwartału 2006 roku (9 miesięcy licząc od połowy marca 2006 roku) w tym czasie Spółka mogłaby już nie mieć środków finansowych do spłaty bieżących zobowiązań.

Wnioski

W ramach naszych prac w oparciu o przedstawione nam dokumenty oraz informacje nie stwierdziliśmy występowania faktów zaprzeczających powyższym stwierdzeniom Zarządu. Zwracamy jednak uwagę na fakt, iż nie uzyskaliśmy wystarczających materiałów źródłowych, w tym kompletnych wycen obszarów poszczególnych działalności Spółki, które umożliwiłyby nam odniesienie się do wysokości kwoty uzyskanej w ramach emisji akcji na rzecz Autostrade – takie odniesienie się nie leżało w zakresie naszych prac. Zwracamy również uwagę na fakt, iż pozyskanie inwestora przez Spółkę nie było oparte o otwarty, konkurencyjny proces, który zapewniłby równorzędną komunikację ze wszystkimi potencjalnymi inwestorami. Ponadto, nie był zaangażowany po stronie Spółki profesjonalny doradca finansowy. W przypadku gdyby taki otwarty proces został zastosowany oraz zapewniony był udział doradcy finansowego, jest możliwe, iż uzyskanoby inne warunki transakcji.

Należy podkreślić, że wyżej opisany sposób prowadzenia procesu zyskał akceptację Rady Nadzorczej. Nie jest więc wiadome, jakie byłyby ceny możliwe do osiągnięcia w wyniku sprzedaży majątku autostradowego i na ile atrakcyjny byłby ten wariant w porównaniu do wariantu wybranego przez Zarząd.

Nie jest również wiadome na ile możliwe byłoby zwiększenie atrakcyjności procesu pozyskania inwestora z punktu widzenia Stalexport, gdyby w tym procesie zostało poinformowane o możliwości dokonania inwestycji w Stalexport znacznie większe grono potencjalnych inwestorów (poinformowano czterech). Z całą pewnością zwiększenie konkurencyjności procesu mogłoby przyczynić się do zwiększenia pewności realizacji transakcji i mogłoby również wpłynąć na warunki na jakich transakcja została zawarta.

3.2.2. Tryb przebiegu uzgodnień treści Umowy z działającymi w Spółce związkami zawodowymi

W Spółce działają dwa związki zawodowe: Związek Zawodowy Pracowników STALEXPORT oraz NSZZ Solidarność.

W ramach prowadzonych prac Rewident spotkał się z przedstawicielami ww. związków.

Zdaniem przedstawicieli związków treść i warunki Umowy Inwestycyjnej nie były przedmiotem żadnych konsultacji.

Zgodnie z informacjami przekazanymi przez Zarząd, potwierdzonymi przez przedstawicieli związków zawodowych, informacja o planowanych zmianach w Spółce została przekazana załodze podczas spotkania w grudniu 2005 roku. Zdaniem Zarządu, podczas tego spotkania, poinformowano również pracowników o wydzieleniu zorganizowanej części przedsiębiorstwa (części „stalowej” Spółki), jako elemencie przygotowania Spółki do ewentualnej realizacji projektowanej umowy z Autostrade.

3.2.3. Tryb akceptacji treści Umowy przez organ nadzoru Spółki.

Poniżej przedstawiamy informacje dotyczące przebiegu procesu akceptacji poszukiwania inwestora strategicznego i warunków umowy przez Radę Nadzorczą i Walne Zgromadzenie Spółki. Poniższe informacje przygotowano w oparciu o protokoły z posiedzeń i uchwały organów nadzoru Spółki oraz nagrania zawierające pełny przebieg wybranych posiedzeń Rad Nadzorczych Spółki.

Ustalenia

Zgoda WZA na podwyższenie kapitału zakładowego Spółki

W dniu 13 maja 2004 roku NWZA upoważniło Zarząd do jednorazowego lub kilkukrotnego podwyższenia kapitału zakładowego w drodze emisji nowych akcji do wysokości 100 milionów złotych. Środki uzyskane w drodze emisji akcji miały być przeznaczone na wzrost kapitału obrotowego, rozwój sieci dystrybucji oraz rozwój działalności autostradowej. Zgoda na podwyższenie kapitału obowiązywała do dnia 12 maja 2007 roku. Wartość ceny emisyjnej wymagała zgody Rady Nadzorczej. Podwyższenie planowano przeprowadzić w drodze publicznej emisji akcji, która nie doszła do skutku, jak szerzej przedstawiono w rozdziale 3.1 niniejszego raportu.

Zgoda Rady Nadzorczej na cenę emisyjną podwyższenia akcji oraz na podpisanie niezbędnych umów z tym związanych

Na posiedzeniu Rady Nadzorczej w dniu 29 września 2005 roku Zarząd Spółki poinformował Radę Nadzorczą, że w związku z problemami finansowymi Spółki oraz posiadanymi uprawnieniami do podwyższenia kapitału, rozpoczął poszukiwania inwestorów dla Spółki. Inwestor miałby objąć akcje serii F z nowej emisji. Kurs akcji w tym okresie wynosił około 1,50 – 1,70 zł.

Podczas posiedzenia Rady Nadzorczej Zarząd wnioskował o ustalenie ceny emisyjnej akcji nowej emisji na poziomie 2 złote oraz upoważnienia do pozbawienia dotychczasowych akcjonariuszy prawa poboru. Ustalona cena była najniższą prawnie dopuszczalną.

Rada Nadzorcza wyraziła zgodę na ustalenie ceny emisyjnej akcji serii F, na poziomie 2 zł za jedną akcję, oraz upoważniła Zarząd Spółki do pozbawienia dotychczasowych akcjonariuszy prawa poboru akcji serii F. Powyższa zgoda i upoważnienie obowiązywały do dnia 31 grudnia 2005 roku. Po upływie tego terminu Zarząd zobowiązany został wystąpić do Rady Nadzorczej z ponownym wnioskiem o wyrażenie zgody na ustalenie przez Zarząd ceny emisyjnej akcji serii F oraz upoważnienie Zarządu do pozbawienia dotychczasowych akcjonariuszy prawa poboru akcji serii F.

Rada Nadzorcza upoważniła Zarząd do dokonywania wszelkich czynności niezbędnych do podwyższenia kapitału zakładowego w drodze emisji akcji serii F, w tym do podejmowania stosownych uchwał i zawierania stosownych umów.

Przedłużenie zgody Rady Nadzorczej na cenę emisyjną podwyższenia akcji oraz do podpisania niezbędnych umów z tym związanych

Na posiedzeniu w dniu 23 grudnia 2005 roku Rada Nadzorcza na wniosek Zarządu, postanowiła przedłużyć do dnia 30 czerwca 2006 roku zgodę na ustalenie ceny emisyjnej akcji serii F, które miały zostać wyemitowane w ramach podwyższenia kapitału zakładowego Spółki w granicach kapitału docelowego, na poziomie 2 zł za jedną akcję, oraz upoważnienie Zarządu Spółki do pozbawienia dotychczasowych akcjonariuszy prawa poboru akcji serii F, które miały zostać wyemitowane na mocy uchwały Zarządu w ramach podwyższenia kapitału zakładowego Spółki w granicach kapitału docelowego. Rada Nadzorcza została poinformowana przez Zarząd, że uzgadniana jest treść Listu Intencyjnego z potencjalnym inwestorem strategicznym oraz że prowadzone są prace w celu podpisania Umowy Inwestycyjnej. Zwrócono uwagę, że jednym z warunków Inwestora jest sprzedaż części stalowej.

Informowanie przez Zarząd Rady Nadzorczej o przebiegu negocjacji Umowy Inwestycyjnej w okresie pomiędzy 23 grudnia 2005 a 26 czerwca 2006 roku

W dniu 21 marca 2006 Zarząd przedstawił Radzie Nadzorczej sytuację związaną z negocjowaniem Umowy Inwestycyjnej z Autostrade, informując że:

1. Nie było żadnego inwestora z branży stalowej, który podjął by się zainwestowania w Stalexport jako całość.
2. Potencjalny inwestor gotowy był zainwestować w Stalexport pod pewnymi warunkami. Po pierwsze dążenie do uzyskania 51% i uzyskanie 51% przez podwyższenie kapitału, bo tylko ono zapewnia dopływ środków do spółki, a nie poprzez ich skup na rynku publicznym. Drugi warunek, to sprzedaż w międzyczasie części stalowej. Poinformowano, że rozmowy z jednym inwestorem były bardzo zaawansowane i w ciągu najbliższych tygodni powinna być podpisana umowa inwestycyjna, która spowoduje, że pod pewnymi warunkami nastąpi objęcie akcji nowej emisji.

Podczas posiedzenia Rady Nadzorczej w dniu 21 kwietnia 2006, Zarząd przedstawił Radzie Nadzorczej kolejne informacje na temat stanu uzgadniania umowy z Autostrade. Poinformowano, że Autostrade nalega, aby przed zaangażowaniem w Stalexport najpierw sprzedana była część stalowa i aby zgodę na wybór konkretnego kupca wyraziło walne zgromadzenie. Zarząd zwrócił uwagę Autostrade, że to żądanie mogło przedłużyć procedurę podwyższenia kapitału o wiele miesięcy, co oznaczało prawdopodobną upadłość Stalexportu.

Na posiedzeniu Rady Nadzorczej w dniu 8 czerwca 2006 roku Zarząd poinformował Radę Nadzorczą, że rozmowy prowadzone są z dwoma inwestorami. Oświadczone, że negocjacje są mocno zaawansowane i oparte o założenie, że jeśli inwestor chce uzyskać kontrolę nad Stalexportem, to tylko przez podwyższenie kapitału o 100%, co dawałoby posiadanie 50% akcji w nowym kapitale. Stalexport mając dodatkowe 260 milionów złotych mógłby sobie poradzić z wszystkimi długami. Poinformowano także, że będzie konieczne NWZA, gdzie będą konieczne do podjęcia dwie uchwały, pierwsza o podwyższenie kapitału i druga (inwestor nie jest zainteresowany prowadzeniem działalności stalowej) o zbyciu części stalowej. Poinformowano, że rozmowy z drugim inwestorem są znacznie mniej zaawansowane i że konieczne będą dwie zgody UOKiK-u zarówno dla inwestora, który kupi część stalową, jak i tego który zainwestuje w Stalexport. Zarząd ocenił, że zamknięcie transakcji to styczeń 2007 roku lub grudzień 2006 roku, co grozi bankrutem Stalexportu z powodu dziury w budżecie. Podjęto próby zorganizowania pomostowego finansowania. Inwestor wstępnie rozważał możliwość udzielenia poręczenia kredytowego, pod warunkiem, że będzie miał pewność zawarcia transakcji, czyli, że porozumie się z inwestorem stalowym i z dotychczasowymi akcjonariuszami. Oznajmiono, że wpływy z podwyższenia kapitału i sprzedaży części stalowej wystarczą na wszystkie zobowiązania łącznie z potencjalnym zobowiązaniem wobec Skarbu Państwa z tytułu WRJ.

Wnioski

Zarząd był umocowany do zawarcia Umowy Inwestycyjnej, zaś ostateczna decyzja co do tego, czy Autostrade zostaną zaoferowane akcje Stalexport w ilości powodującej przekroczenie przez tę spółkę progu 50% kapitału zakładowego w wyniku uchwały Rady Nadzorczej i Umowy Inwestycyjnej, należała do WZA Stalexport. Negatywna decyzja w tej sprawie może zostać podjęta bez narażania Stalexport na odpowiedzialność odszkodowawczą ze strony Autostrade.

Rada Nadzorcza była informowana o przebiegu poszukiwań inwestora w trakcie posiedzeń w okresie od września 2005 roku do czerwca 2006 roku.

W szczególności, informacje dotyczące prowadzonych negocjacji przekazywane były na posiedzeniach Rady Nadzorczej w dniach 21 marca, 21 kwietnia i 8 czerwca 2006 roku.

Informacje przekazywane Radzie Nadzorczej przez Zarząd Spółki obejmowały m.in. kwestie zaawansowania negocjacji z inwestorem, struktury planowanej transakcji i wielkości planowanych wpływów z tytułu zaangażowania kapitałowego Autostrade.

Rada Nadzorcza w swoim sprawozdaniu za 2005 rok uznała konieczność poszukiwania inwestora strategicznego dla Spółki jako najważniejszy priorytet.

3.3. Warunki na jakich została zawarta Umowa Inwestycyjna z dnia 26 czerwca 2006 roku

Umowa Inwestycyjna liczy około 40 stron. Jej integralną część stanowią załączniki o numerach od 1.23 do 11.24 (numeracja załączników związana jest z numeracją poszczególnych jednostek redakcyjnych umowy, do których odnosi się dany załącznik).

W dostarczonej dokumentacji nie odnotowano aktów korporacyjnych czy innych dokumentów dotyczących Autostrade. Do Umowy zostały dołączone jedynie załączniki obejmujące dokumenty dotyczące reprezentacji Autostrade (odpis z rejestru oraz pełnomocnictwo dla osób podpisujących umowę w imieniu Autostrade). Z załączonej dokumentacji wynika, że osoby zawierające umowę w imieniu Autostrade były należycie umocowane.

Podstawę prawną umocowania Zarządu Spółki do powzięcia Uchwały w sprawie podwyższenia kapitału zakładowego Spółki stanowiły: Uchwała nr 1 Nadzwyczajnego Zgromadzenia Akcjonariuszy z dnia 13 maja 2004 roku oraz uchwała Zarządu z dnia 26 czerwca 2006 roku.

W imieniu Stalexport podpisy pod umową złożyli trzej członkowie Zarządu: p. Emil Wąsacz, p. Mieczysław Skołożyński oraz p. Urszula Dzierżoń. Reprezentacja Stalexport przy zawieraniu umowy była zatem zgodna z treścią art. 283 § 1 kodeksu spółek handlowych oraz § 12 statutu Stalexport, które wymagają reprezentacji co najmniej dwuosobowej.

Zawierając umowę inwestycyjną zarząd Stalexport nie przekroczył swoich kompetencji zarządczych. Należy przy tym zauważyć, że o zamiarze zawarcia umowy inwestycyjnej, jak również o postępie negocjacji z inwestorem zarząd Stalexport na bieżąco informował radę nadzorczą tej spółki. (o czym mowa w pkt.3.2.3 powyżej). Konstrukcja umowy inwestycyjnej – zważywszy na to, że przedmiotem umowy inwestycyjnej było zobowiązanie się Stalexport do wyemitowania i zaoferowania Autostrade większej ilości akcji niż akcje, które zarząd Stalexport mógł wyemitować zgodnie z posiadanym upoważnieniem do emisji akcji w ramach kapitału docelowego – zakładała warunkowy charakter zobowiązań Stalexport.

Strony zdawały sobie sprawę z tego, że do emisji akcji w ilości powodującej przekroczenie przez Autostrade progu 50% kapitału zakładowego Stalexport wymagana będzie odrębna uchwała Walnego Zgromadzenia Stalexport. Strony uzależniły zatem wszelkie zobowiązania Stalexport do emisji akcji od podjęcia przez Walne Zgromadzenie tej spółki stosownej uchwały w przedmiocie emisji akcji nowej emisji z wyłączeniem prawa poboru dla dotychczasowych akcjonariuszy i objęciem tych akcji przez Autostrade w ramach subskrypcji prywatnej.

Podkreślić należy, o czym stanowi pkt.13.02 umowy, że w przypadku niepodjęcia takiej uchwały, Stalexport nie będzie ponosić żadnej odpowiedzialności wobec Autostrade. Ostateczna decyzja w kwestii „wprowadzenia” Autostrade jako inwestora posiadającego więcej niż 50% akcji Stalexport należeć będzie zatem do Walnego Zgromadzenia tej spółki.

3.3.1. Prawa i zobowiązania strony Umowy Inwestycyjnej

Umowa przewiduje przeprowadzenie transakcji w wyniku której Inwestor ma objąć akcje zapewniające 50% kapitału zakładowego + jedna akcja. Transakcja ma zostać przeprowadzona w dwóch głównych etapach: w pierwszym etapie Inwestor obejmie akcje zapewniające 21,7% kapitału zakładowego Spółki, w II etapie Inwestor obejmie kolejne akcje, które w konsekwencji zapewnią mu 50% kapitału zakładowego + jedna akcja. Ostatnim etapem Umowy jest zamknięcie transakcji.

Stan prawny w dniu sporządzania niniejszego raportu przedstawia się następująco: została wykonana umowa objęcia akcji w ramach I etapu, w konsekwencji której Inwestor nabył 21,7% kapitału zakładowego Spółki. Uchwałą Zarządu Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A nr 62/2007 z dnia 25 stycznia 2007 roku zostało dopuszczonych do obrotu giełdowego 50.000.000 akcji zwykłych na okaziciela serii F o wartości nominalnej 2 złote każda. Umowa w zakresie zbycia działalności stalowej Spółki nie została na dzień sporządzania niniejszego raportu zawarta.

Uwagi ogólne w odniesieniu do praw i obowiązków stron w ramach Transakcji

Zgodnie z pkt 1.51 Umowy Strony jako transakcję uznają objęcie Akcji Pierwszej Transzy oraz objęcie Akcji w Ramach Drugiej Transzy oraz ich dopuszczenie na Warszawskiej Giełdzie Papierów Wartościowych.

Pkt. 3.1 Umowy stanowi, że Inwestor może wybrać Partnera do wykonania Umowy, przy czym Spółka zostaje pozbawiona możliwości wpływu na ów wybór. Warunkiem jest zaakceptowanie przez Partnera warunków Umowy. Postanowienia Umowy nie regulują kwestii odpowiedzialności Partnera. Należy zatem przyjąć, że będą miały zastosowanie przepisy ogólne o solidarnej odpowiedzialności za wykonanie zobowiązania (art. 366 i n. k.c.).

Zbycie działalności stalowej

Zbycie działalności stalowej Spółki nastąpi odrębną umową.

Postanowienia Umowy w zakresie praw i obowiązków Stron w odniesieniu do zbycia działalności stalowej Spółki są ogólne. Na uwagę zasługuje postanowienie Umowy, które daje Inwestorowi prawo powołania eksperta. Zgodnie z treścią pkt 6.02 Umowy przed sfinalizowaniem zbycia działalności stalowej, Inwestor może powołać eksperta w celu dokonania wyceny działalności stalowej Spółki. Umowa nie przewiduje, że analiza eksperta ma charakter wiążący. Nie istnieje zatem ryzyko, że w przypadku, gdy ekspert wyceni działalność stalową poniżej jej rzeczywistej wartości, Spółka będzie zobowiązana dokonać zbycia uwzględniając wycenę. Za takim stanowiskiem świadczy również postanowienie Umowy, że Spółka zobowiązana jest do sfinalizowania zbycia działalności stalowej na możliwie jak najkorzystniejszych warunkach (pkt 6.01 Umowy).

Umowa przewiduje również warunki zawieszające zakończenia zbycia działalności stalowej określone w pkt 6.04 Umowy, w tym m.in. brak sprzeciwu wierzycieli Spółki posiadających roszczenia przekraczające wartość 1.000.000 euro. W tym miejscu należy podkreślić, że zakończenie zbycia działalności stalowej Spółki może zostać skutecznie uniemożliwione przez wierzycieli.

Zbycie działalności stalowej stanowiło pierwotnie warunek objęcia przez Inwestora akcji w ramach II etapu transakcji (pkt. 8.02 Umowy). Wobec faktu, że Inwestor zamierza skorzystać z przysługującego mu prawa rezygnacji z warunku zawieszającego (patrz pkt. 8.02. (b) Umowy w związku z pkt. 5 Oświadczenia Autostrade zawartego w akcie notarialnym rep. 16496/2006), aktualnie ryzyko, że ewentualny sprzeciw wierzycieli może skutkować nieobjęciem przez Inwestora akcji w ramach II etapu, jest niewielkie. W tym miejscu należy jednak podkreślić, że nie doszło do skutecznego zrzeczenia się warunku. Przedłożony akt notarialny poświadcza jedynie zamiar Inwestora w tym zakresie.

Umowa objęcia akcji drugiej transzy (II etap)

Prawa i obowiązki Stron w ramach II etapu transakcji kształtują się w sposób następujący:

W ramach Umowy drugiej transzy Spółka zobowiązuje się do podjęcia do 28 lutego 2007 roku uchwały w sprawie podwyższenia kapitału przeznaczonego na objęcie przez Inwestora (w konsekwencji czego Inwestor uzyska co najmniej 50% kapitału + jedna akcja) oraz podjęcia działań niezbędnych do przeprowadzenia transakcji.

Inwestor zobowiązuje się do objęcia akcji i dokonania zapłaty pod określonymi warunkami zawieszającymi (pkt. 8.02 Umowy).

Warunkiem zawieszającym budzącym wątpliwości z punktu widzenia ochrony interesów Spółki jest warunek wystąpienia istotnej niekorzystnej zmiany. Pojęcie to zdefiniowane jest w pkt. 1.34 Umowy jako jakakolwiek negatywna zmiana, przy czym ocena zdarzenia należy wyłącznie do Inwestora. Należy podkreślić, że zakres przedmiotowy pojęcia „istotnej niekorzystnej zmiany” jest szeroki, gdyż zgodnie z pkt. 1.34 (iv) Umowy są to m.in. wszelkie inne zdarzenia mające istotny wpływ na sytuację Spółki. Wobec tak skonstruowanego pojęcia, które jest niedoprecyzowane, ocena, czy w danym przypadku zaistniała istotna niekorzystna zmiana, należy do wyłącznej kompetencji Inwestora.

W naszej ocenie taka konstrukcja mogła okazać się niekorzystna dla Spółki. Spółka mogła bowiem wywiązać się ze swoich zobowiązań niezbędnych do wykonania Umowy, natomiast uprzywilejowanie Inwestora przejawia się w przyznaniu mu prawa do wycofania się z wykonania Umowy, jeżeli w jego ocenie zachodzi istotna niekorzystna zmiana. W takim przypadku Spółka, byłaby jedynie uprawniona do skierowania sprawy do arbitrażu w celu ustalenia, czy faktycznie miała miejsce niekorzystna zmiana.

Innym warunkiem zawieszającym, dyscyplinującym Spółkę w jej działaniach, jest brak naruszenia oświadczeń i zapewnień określonych w art. X i XI Umowy. Oświadczenia i zapewnienia Spółki są opisane w sposób bardzo szczegółowy i uzupełnione informacjami zawartymi w załącznikach do Umowy. Należy zwrócić uwagę na fakt, że nawet najmniejsze uchybienie przez Spółkę złożonym przez nią oświadczeniom w tym zakresie może skutkować niewykonaniem Umowy przez Inwestora.

Zamknięcie transakcji

Zamknięcie transakcji nastąpi, gdy po spełnieniu się warunków zawieszających lub gdy Inwestor zrezygnuje z tych warunków, poinformuje on na piśmie Spółkę o woli objęcia akcji drugiej transzy. W tym miejscu należy jeszcze raz podkreślić, że Inwestor zgłosił zamiar rezygnacji ze zbycia działalności stalowej jako warunku zamknięcia transakcji.

Należy zwrócić uwagę, że zobowiązanie Inwestora w ramach zamknięcia transakcji będzie warunkowe (pkt. 9.01 Umowy). Jednym z warunków będzie spełnienie się warunków zawieszających (pkt. 9.01 (i) Umowy). Wobec faktu, że w punkcie 9.01 (i) Umowy nie jest zdefiniowany zakres warunków zawieszających, należy przyjąć, że chodzi o warunki zawieszające wymienione w pkt. 8.02 Umowy (najistotniejsze z nich zostały opisane w punkcie odnoszącym się do umowy objęcia akcji drugiej transzy).

W odniesieniu do zamknięcia transakcji, poza warunkami zawieszającymi określonymi w pkt. 8.02 Umowy, Umowa przewiduje dodatkowo poniżej opisane warunki.

Jednym z warunków zwalniających Inwestora z wykonania zobowiązania będzie złożenie wniosku o ogłoszenie upadłości Spółki (pkt. 9.01 (v) Umowy). Zgodnie z art. 20 ustawy z dnia 28 lutego 2003 roku Prawo upadłościowe i naprawcze (Dz. U. 2003, Nr 60 poz. 535 ze zm.) wniosek może być zgłoszony zarówno przez dłużnika, jak każdego wierzyciela. Mając na uwadze aktualną kondycję finansową Spółki, nie można wykluczyć, że wniosek taki nie zostanie złożony. Z dokumentów i informacji uzyskanych przez Spółkę wynika, że istnieją wierzyciele niezabezpieczeni objęci układem oraz wierzyciele zabezpieczeni (banki), z którymi zostało zawarte porozumienie. Istnieje również grupa wierzycieli (dostawcy spółki nieobjęci układem), w odniesieniu do których cały czas istnieje zagrożenie, że złożą wniosek o upadłość.

Ponadto, pojęcie „każdy wniosek” oznacza również wniosek bezzasadny. Takie sformułowanie postanowienia Umowy zwalnia Inwestora z wykonania zobowiązania w wypadku zgłoszenia każdego wniosku o upadłość.

W celu zapewnienia ochrony interesów Spółki, postanowienie Umowy w tym zakresie winno być skonstruowane w ten sposób, że zwalniałoby Inwestora z wykonania Umowy w razie zgłoszenia „uzasadnionego wniosku o upadłość”.

Umowa przewiduje również, że Inwestor jest zwolniony z wykonania zobowiązania również w przypadku, gdy akcjonariusze mniejszościowi skorzystają z prawa wykupu (pkt. 9.01 (vi) Umowy). W odniesieniu do powyższego należy zwrócić uwagę, że zgodnie z uchwałą Zarządu Spółki z dnia 5 czerwca 2006 roku (zmienioną uchwałą Zarządu Spółki z dnia 9 czerwca 2006 roku, zmienioną uchwałą Zarządu Spółki 26 czerwca 2006 roku) mniejszościowi akcjonariusze zostali pozbawieni prawa poboru. W konsekwencji, nie istnieje potencjalne zagrożenie, że akcjonariusze mniejszościowi skutecznie uniemożliwią zamknięcie transakcji.

Wątpliwości może budzić postanowienie Umowy stanowiące, że Inwestor wykona zobowiązanie w braku niewystąpienia jakiegokolwiek przeszkody (pkt. 9.01 (vi) Umowy). Jest to pojęcie niedookreślone, dające tym samym swobodę wykładni. Biorąc pod uwagę fakt, że ocena w tym zakresie należy do Inwestora, w wypadku pojawienia się wątpliwości na tle interpretacyjnych, pojawi się konieczność ścisłej współpracy Stron.

Art. IX pkt. 9.05 Umowy przewiduje, że w dacie zamknięcia Spółka i Inwestor zawrą drugą Umowę Objęcia Akcji. Podmiotem odpowiedzialnym za przebieg zawarcia umowy będzie Zarząd Spółki.

Spółka odpowiedzialna jest również do zarejestrowania zmian w KRS włącznie z wniesieniem opłat oraz zawiadomieniem innych właściwych organów, w tym Krajowego Depozytu Papierów Wartościowych, Komisję Nadzoru Finansowego, Domu Maklerskiego i Warszawskiej Giełdy Papierów Wartościowych o emisji akcji oraz sporządzenie prospektu emisyjnego.

Powołane wyżej postanowienia są zgodne z przepisami prawa. Nie budzą one również wątpliwości w odniesieniu do ochrony interesów Spółki. Jedynie postanowienia w zakresie warunków zawieszających (powołane wyżej) rodzą ryzyko niewykonania Umowy przez Inwestora.

Zarząd tymczasowy

Z punktu widzenia ochrony interesów Spółki istotną kwestią jest wprowadzenie zarządu tymczasowego. Art. XV Umowy przewiduje, iż w okresie od dnia podpisania Umowy do dnia powołania nowych członków zarządu przez Radę Nadzorczą, w której większość stanowią będą członkowie powołani przez Inwestora w zakresie zarządzania Stalexport będą stosowane szczególne unormowania określone mianem zarządu tymczasowego. Zarząd tymczasowy przejawia się tym, że Stalexport zobowiązuje się do nie wprowadzania istotnych zmian w substancji Spółki, to jest do: niesprzedawania, nieobciążania hipoteką lub zastawem aktywów Spółki o wartości przekraczającej 50.000 euro (chyba że nastąpi to w trybie zwykłej działalności), niezrzekania w okresie jednego roku kalendarzowego się praw o wartości przekraczającej 100.000 euro, nieponoszenia w jednym roku kalendarzowym nakładów inwestycyjnych przekraczających 50.000 euro, niezbywania nieruchomości, udziałów w kapitale innych spółek czy części przedsiębiorstwa przekraczających 50.000 euro oraz niepodejmowania działań mogących wpłynąć na znaczną zmianę działalności Spółki.

Umowa nie przewiduje wyjątków od zarządu tymczasowego. Artykuł XV zawiera ogólną klauzulę, że wyjątki w zakresie zarządu tymczasowego wymagają dla swej skuteczności pisemnego potwierdzenia przez Inwestora.

W naszej ocenie postanowienia takie są dość rygorystyczne dla spółki. W skrajnych przypadkach mogą one uniemożliwić zarządowi prawidłowe zarządzanie spółką. Z drugiej jednak strony, analogiczne postanowienia są zwyczajowo wprowadzane do umów przewidujących przejście kontroli nad przedsiębiorstwem na czas od zainwestowania przez inwestora jego środków do daty faktycznego zamknięcia transakcji.

Naruszenie przez Stalexport w/w zobowiązań dotyczących zarządu tymczasowego stanowiło pierwotnie jedną z przesłanek upoważniających Autostrade do rozwiązania umowy. Zgodnie z treścią pkt. 14.01 Umowy do momentu, gdy Inwestor nie miał możliwości powołania większości członków Rady Nadzorczej, a Spółka naruszyła byłaby postanowienia Umowy odnoszące się do zarządu tymczasowego, zastrzeżona została kara umowna w wysokości 5.000.000 euro wraz z odsetkami ustalonymi w sposób określony w pkt. 14.03 Umowy.

W aktualnym stanie prawnym, wobec faktu, że Inwestor powołał większość Rady Nadzorczej Spółki, nie istnieje ryzyko żądania kary umownej w tym zakresie.

3.3.2. Zabezpieczenie interesu Spółki

Umowa, co do zasady, należyście zabezpiecza interesy Stalexport. W pierwszej kolejności należy podkreślić, że decyzję w sprawie objęcia akcji drugiej transzy podejmuje uchwałą Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy. Tymczasem, zgodnie z treścią pkt. 13.02 Umowy, brak zgody właściwych organów lub niepodjęcie uchwały przez Walne Zgromadzenie Akcjonariuszy nie stanowi naruszenia Umowy. Zatem w przypadku, gdy Walne Zgromadzenie nie wyrazi zgody na objęcie akcji przez Inwestora, nie istnieje ryzyko domagania się od Spółki kary umownej na podstawie pkt. XIII i XIV Umowy.

Należy jednak podkreślić, że Inwestor jest pozbawiony prawa do wyłącznego i arbitralnego kształtowania treści postanowień Umowy. W razie zaistniałego sporu na tym tle Spółka może żądać rozstrzygnięcia danej kwestii przez sąd arbitrażowy.

3.3.3. Ryzyko nie wywiązania się przez Spółkę z przyjętych zobowiązań oraz ewentualne zagrożenia, straty oraz koszty jakie może ponieść Spółka w wyniku niedotrzymania warunków Umowy

Artykuł XIII i XIV Umowy normują kwestię kary umownej przed i po zamknięciu transakcji.

Kara umowna przed zamknięciem.

Pkt. 13.02 Umowy przewiduje karę umowną w wysokości 5.000.000 euro przysługującej obu Stronom Umowy.

Dodatkowo przewidziana jest kara umowna w wysokości 13.663.752 złotych na rzecz Inwestora w przypadku niedopuszczenia Akcji Pierwszej Transzy na GPW. Aktualnie, wobec podjęcia uchwały przez Zarząd GPW S.A. w sprawie dopuszczenia Akcji Pierwszej Transzy do obrotu, nie istnieje ryzyko żądania kary umownej przez Inwestora.

Stronom przysługuje żądanie kary umownej w razie niewykonania lub nienależytego wykonania istotnych obowiązków wynikających z Umowy (pkt. 13.02 Umowy). Zwracamy uwagę na fakt, że Umowa wyłącza możliwość naruszenia Umowy w przypadku, gdy brak jest zgody właściwych organów korporacyjnych Inwestora lub Spółki na dokonanie czynności określonych Umową. Zatem w wypadku, gdy określone czynności nie zostaną dokonane na skutek braku uchwały właściwych organów, a Spółka lub Inwestor poniosą szkodę, wówczas odpowiedzialność zostaje wyłączona. W konsekwencji drugiej stronie nie będzie przysługiwało prawo żądania kary umownej.

Wątpliwości może budzić treść pkt. 13.03 Umowy w zakresie, w jakim wprowadza on obowiązek naprawienia szkody niezależnie od kary umownej i odszkodowania z tytułu szkody przewyższającej wysokość kary umownej. Literalne brzmienie tego przepisu może nasuwać wątpliwości interpretacyjne. Kodeks cywilny traktuje karę umowną jako ryczałt w wysokości określonej przez strony, chyba że strony postanowią inaczej (art. 483 § 1 k.c. w związku z art. 484 k.c.). W niniejszym przypadku Strony ustaliły wysokość kary umownej oraz obowiązek zapłaty odszkodowania, na wypadek, gdy szkoda jest wyższa od kary umownej. Taka konstrukcja jest zgodna z k.c. (art. 484 § 1 k.c.). Dodatkowo jednak wprowadzono obowiązek naprawienia szkody. Unormowanie to może budzić wątpliwości w świetle prawa. Przepisy k.c. nie przewidują obok siebie jednocześnie: kary umownej, odszkodowania i naprawienia szkody, tak jak stanowi literalne brzmienie postanowień Umowy w tym zakresie. W konsekwencji czego należy więc przyjąć, że w zakresie, w jakim postanowienia Umowy mogą zostać uznane za sprzeczne z kodeksem cywilnym, w ich miejsce będą miały zastosowania właściwe przepisy k.c.

Naszym zdaniem, powyższe zastrzeżenie nie ma jednak istotnego wpływu na formalno-prawną ocenę analizowanej umowy, którą ogólnie należy uznać za formalnie poprawną.

Kara umowna po zamknięciu

Przewidziana jest również możliwość dochodzenia kary umownej po zamknięciu, to jest do momentu, gdy Inwestor nie będzie miał możliwości powołania większości Rady Nadzorczej. W tym przypadku kara umowna w wysokości 5.000.000 euro została zastrzeżona na wypadek, gdy Spółka bądź Inwestor istotnie naruszy postanowienia Umowy w zakresie złożonych przez nich oświadczeń i zapewnień. Zgodnie z postanowieniem pkt. 14.02 Umowy Strony zastrzegły odszkodowanie niezależnie od kary umownej na wypadek, naruszenia oświadczeń i zapewnień złożonych przez strony. Wobec niedookreślenia przez strony warunków dochodzenia odszkodowania, należy przyjąć, że jest to odszkodowanie określone w art. 484 § 1 k.c., zgodnie z którym strony mogą przewidzieć w umowie dodatkowe odszkodowanie przenoszące wysokość kary umownej.

W tym miejscu należy podkreślić, że rozważania dotyczące kary umownej po zamknięciu mają charakter teoretyczny, wobec faktu, że Inwestor powołał większość Rady Nadzorczej Spółki.

Prawo rozwiązania Umowy

Art. XIII Umowy reguluje kwestię rozwiązania umowy. Inwestorowi przysługuje prawo do wypowiedzenia Umowy w przypadku naruszenia przez Spółkę postanowień Umowy. Takie prawo jest przyznane Inwestorowi wprost. Wobec nieuregulowania tej kwestii w odniesieniu do Spółki, należy przyjąć, że Spółce również przysługuje prawo rozwiązania Umowy w przypadku naruszenia postanowień Umowy przez Inwestora. Skuteczne wyłączenie prawa rozwiązania umowy ma miejsce, gdy takie postanowienie jest inkorporowane do umowy. W niniejszym wypadku prawo Spółki nie zostało wyłączone.

Należy zatem przyjąć, że prawo do rozwiązania umowy przysługuje zarówno Inwestorowi jak i Spółce.

3.3.4. Zabezpieczenie interesów oraz zachowanie zasady równego traktowania Akcjonariuszy Spółki

Zgodnie z art. 20 k.s.h akcjonariusze winni być traktowani jednakowo w takich samych okolicznościach. W naszej ocenie interesy akcjonariuszy są zabezpieczone w należyty sposób. Zabezpieczenie interesów akcjonariuszy przejawia się bowiem w ochronie interesów samej Spółki.

Najistotniejszym w naszej ocenie zabezpieczeniem interesów zarówno Spółki jak i jej akcjonariuszy jest zapewnienie, iż ostateczną decyzję co do emisji akcji przeznaczonych do objęcia przez Autostrade podejmie Walne Zgromadzenie Stalexport (zgodnie z przepisami musi to uczynić kwalifikowaną większością – 80% głosów). W przypadku, gdy Walne Zgromadzenie nie wyrazi zgody na emisję akcji – Autostrade nie będzie mieć z tego tytułu żadnych roszczeń wobec Spółki (aczkolwiek sytuacja taka może spowodować nawet upadłość spółki wobec utraty płynności finansowej).

Jak wykazano wyżej, postanowienia Umowy zapewniają równość Stron Umowy. Wykluczona została możliwość jednostronnego kształtowania praw przez Inwestora. Niektóre postanowienia Umowy przyznają, co prawda, Inwestorowi prawo do oceny niektórych przesłanek stanowiących np. podstawę do wypowiedzenia Umowy. Jednak należy podkreślić, że w przypadku zaistnienia ryzyka niewykonania Umowy, Spółka będzie mogła dochodzić swoich praw w drodze arbitrażu, zgodnie z postanowieniami Umowy.

3.3.5. Zabezpieczenie praw pracowniczych

Postanowienia umowy nie regulują spraw pracowniczych (to znaczy nie przewidują zarówno jakichkolwiek dodatkowych uprawnień dla pracowników, jak również zobowiązań stron w zakresie szeroko rozumianych świadczeń dla pracowników), pozostawiając te kwestie powszechnie obowiązującym przepisom prawa.

Zwrócić należy uwagę, że z formalnoprawnego punktu widzenia transakcja przewidziana umową nie będzie prowadziła do zmiany w sytuacji znacznej większości pracowników Stalexport bądź spółek zależnych od Stalexport. Przejęcie przez Autostrade kontroli nad Stalexport poprzez objęcie przez Autostrade akcji w podwyższonym kapitale zakładowym Stalexport nie spowoduje bowiem zmiany pracodawcy, czy też zmiany warunków pracy i płacy. Pracodawcą dla tych pracowników będzie nadal Stalexport (czy też odpowiednio spółki zależne od Stalexport). Jedyną zmianą dotyczyć będzie składu akcjonariatu Stalexport.

Natomiast zbycie przez Stalexport części przedsiębiorstwa zajmującej się sprzedażą wyrobów stalowych prowadzi do przejęcia części pracowników Stalexport przez nabywcę zorganizowanej części przedsiębiorstwa w trybie art. 23¹ § 1 kodeksu pracy. W stosunku do pracowników tych znajdują zastosowanie dotychczasowe warunki pracy i płacy. Pracowników tych będzie również obowiązywać dotychczasowy Zakładowy Układ Zbiorowy Pracy obowiązujący w Stalexport (w brzmieniu obowiązującym na dzień przejścia części przedsiębiorstwa). Zgodnie z art. 241⁸ § 1 k.p. dotychczasowy układ zbiorowy będzie stosowany w okresie do jednego roku od przejścia zakładu w stosunku do pracowników którzy byli nim objęci. Po upływie roku od przejścia zakładu pracy nowy pracodawca będzie mógł go wypowiedzieć wypowiadając pracownikowi umowę o pracę w trybie art. 42 k.p. Należy podkreślić, że art. 23¹ k.p. stanowi przepis bezwzględnie obowiązujący, zatem wyłączenie czy ograniczenie jego stosowania przez Strony jest nieważne.

Podkreślić należy, że strony zawierając umowę nie były zobligowane do zawarcia w niej jakichkolwiek szczególnych zapisów przewidujących dodatkową ochronę dla pracowników ponad ochronę wynikającą z powszechnie obowiązujących przepisów prawa. Analogicznie, nie było też obowiązku wprowadzania do treści umowy przepisów statuujących jakiejkolwiek przywileje pracownicze.

Wprawdzie zastrzeżenie pewnych, dodatkowych uprawnień pracowniczych w tego rodzaju umowach jest dopuszczalne (bywa również praktykowane, jednakże nie jest to regułą), to sytuacja (szczególnie finansowa), w jakiej znalazł się Stalexport bezpośrednio przez zawarciem umowy (omówiona szczegółowo w rozdziale 3.1 niniejszego raportu) powoduje, że żądanie przez Stalexport dodatkowych świadczeń na rzecz pracowników ze strony Autostrade mogło być bardzo utrudnione, co w konsekwencji przełożyło się na brak stosownych zapisów umownych. Z tych względów, ocenić należy, że zawierając umowę zarząd Stalexport nie dopuścił się uchybień formalnoprawnych w zakresie zabezpieczenia praw pracowniczych.

3.4. Opis zagrożeń dla dalszego funkcjonowania Stalexport

W październiku 2006 roku Zarząd przygotował (i przedstawił na posiedzeniu Rady Nadzorczej) materiał pod nazwą „Analiza prognostyczna sytuacji finansowej STALEXPORT S.A. pod kątem zagrożeń płynności finansowej”. Powyższy materiał zawierał sporządzoną prognozę przepływów Spółki w ujęciu półrocznym, na okres od początku 2006 roku do końca 2008 roku. Prognoza sporządzona została w dwóch wariantach:

- w wariantcie I założono brak jakichkolwiek wpływów z tytułu I transzy emisji akcji dla nowego inwestora
- w wariantcie II założono wpływy z tytułu I transzy emisji akcji dla nowego inwestora, bez uwzględnienia wpływów z tytułu emisji II transzy z powodu braku akceptacji akcjonariuszy.

Wynikiem analizy sporządzonej przez Zarząd było określenie wartości zapotrzebowania na dodatkowe środki pieniężne w przypadku zaistnienia wydarzeń opisanych w powyższych dwóch wariantach.

W ramach naszych prac dokonaliśmy analizy zestawienia przepływów sporządzonego przez Zarząd.

3.4.1. Opis zagrożeń dla dalszego funkcjonowania Stalexport w sytuacji, gdyby nie została zawarta Umowa Inwestycyjna (Wariant I)

Przyjmując założenie, że Umowa Inwestycyjna nie została podpisana i w związku z tym Spółka nie uzyskała żadnych wpływów z tytułu I transzy emisji akcji dla nowego inwestora skumulowane saldo środków pieniężnych wykazuje ujemną wartość począwszy od III kwartału 2006 roku.

Oznacza to, że od III kwartału 2006 roku nie byłoby możliwości funkcjonowania Spółki bez znalezienia środków na pokrycie wykazanej luki finansowej. Biorąc pod uwagę powyższe oraz zważywszy na udowodnioną w przeszłości niemożność pozyskania finansowania przez Stalexport zarówno ze strony dotychczasowych akcjonariuszy, jak i banków, istnieje poważne ryzyko, że w przypadku zrealizowania się Wariantu I, Spółka nie miałaby możliwości wykonywania zobowiązań wynikających z zawartych porozumień i umów, w tym:

- porozumień układowych zawartych z wierzycielami przez Stalexport w ramach postępowania restrukturyzacyjnego,
- porozumień zawartych z bankami, regulujących zasady spłaty pozaukładowych zobowiązań Stalexport,
- umowy zawartej przez Stalexport z Ministerstwem Finansów (reprezentującym Skarb Państwa) w dniu 1 września 2004 roku, dotyczącej spłaty zobowiązań Stalexport z tytułu poręczenia, jakiego udzielił w 1997 roku dla kredytu udzielonego Hucie Ostrowiec,
- zobowiązań wobec Ministra Finansów wynikających z udzielonego mu poręczenia wekslowego za długi WRJ.

Tym samym, w przypadku zaistnienia sytuacji przewidzianej w Wariantcie I, prawdopodobne jest zaistnienie przesłanek do wnioskowania przez Zarząd lub wierzycieli Spółki o upadłość likwidacyjną Stalexportu w trakcie lub bezpośrednio po III kwartale 2006 roku.

Powyższe symulacje nie biorą pod uwagę możliwości sprzedaży majątku autostradowego Spółki. W przypadku przeprowadzenia takiej sprzedaży, mogłoby dojść do pokrycia wskazanej powyżej luki finansowej. Zdolność Spółki do spłacenia jej zobowiązań ze środków pozyskanych ze sprzedaży majątku autostradowego zależałaby od ceny uzyskanej przez Spółkę z tytułu transakcji sprzedaży.

Zwracamy również uwagę na fakt, iż:

- nie jest nam znana bieżąca wycena majątku autostradowego Spółki - ostatnia wycena została sporządzona na dzień 9 grudnia 2005 roku.
- konieczność przeprowadzenia szybkiej transakcji sprzedaży majątku autostradowego mogłaby zostać odzwierciedlona w cenie uzyskanej ze sprzedaży (która mogłaby być niższa w porównaniu do transakcji sprzedaży przeprowadzonej w warunkach braku konieczności jej przeprowadzenia).

3.4.2. Opis zagrożeń dla dalszego funkcjonowania Stalexport w sytuacji, gdyby Autostrade nie objęła kolejnej emisji akcji (Wariant II)

Zakładając, że Autostrade nie objęła kolejnej emisji akcji i w związku z tym Spółka uzyskała wpływy z tytułu I transzy emisji akcji dla nowego inwestora, ale nie uzyskała wpływów z tytułu emisji II transzy, skumulowane saldo środków pieniężnych wykazuje ujemną wartość na koniec poszczególnych kwartałów analizowanego okresu począwszy od III kwartału 2007 roku. Powyższe oznacza, że od III kwartału 2007 roku nie byłoby możliwości funkcjonowania Spółki bez znalezienia środków na pokrycie wykazanej luki finansowej. Biorąc pod uwagę powyższe oraz zważywszy na udowodnioną w przeszłości niemożność pozyskania finansowania przez Stalexport zarówno ze strony dotychczasowych akcjonariuszy, jak i banków, istnieje poważne ryzyko, że w przypadku zrealizowania się Wariantu II, Spółka nie miałaby możliwości wykonywania zobowiązań wynikających z zawartych porozumień i umów, w tym:

- porozumień układowych zawartych z wierzycielami przez Stalexport w ramach postępowania restrukturyzacyjnego,
- porozumień zawartych z bankami, regulujących zasady spłaty pozaukładowych zobowiązań Stalexport,
- umowy zawartej przez Stalexport z Ministerstwem Finansów (reprezentującym Skarb Państwa) w dniu 1 września 2004 roku, dotyczącej spłaty zobowiązań Stalexport z tytułu poręczenia, jakiego udzielił w 1997 roku dla kredytu udzielonego Hucie Ostrowiec S.A.,
- zobowiązań wobec Ministra Finansów wynikających z udzielonego mu poręczenia wekslowego za długi WRJ.

Tym samym, w przypadku zaistnienia sytuacji przewidzianej w Wariancie II, prawdopodobne jest zaistnienie przesłanek do wniosku o upadłość likwidacyjną Stalexportu w trakcie lub bezpośrednio po III kwartale 2007 roku.

Powyższe symulacje nie biorą pod uwagę możliwości sprzedaży majątku autostradowego Spółki. W przypadku przeprowadzenia takiej sprzedaży, mogłoby dojść do pokrycia wskazanej powyżej luki finansowej. Zdolność Spółki do spłacenia jej zobowiązań ze środków pozyskanych ze sprzedaży majątku autostradowego zależałaby od ceny uzyskanej przez Spółkę z tytułu transakcji sprzedaży.

Zwracamy również uwagę na fakt, iż:

- nie jest nam znana bieżąca wycena majątku autostradowego Spółki - ostatnia wycena została sporządzona na dzień 9 grudnia 2005 roku.
- konieczność przeprowadzenia szybkiej transakcji sprzedaży majątku autostradowego mogłaby zostać odzwierciedlona w cenie uzyskanej ze sprzedaży (która mogłaby być niższa w porównaniu do transakcji sprzedaży przeprowadzonej w warunkach braku konieczności jej przeprowadzenia).