

Stowarzyszenie
Inwestorów
Indywidualnych

Jarosław Dominiak
Prezes Zarządu

Wrocław, dnia 03 sierpnia 2020 r.

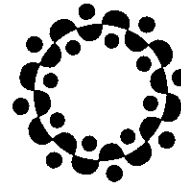
Ministerstwo Finansów
ul. Świętokrzyska 12
00-916 Warszawa

Petycja w sprawie zmiany przepisów dotyczących wezwań na sprzedaż akcji

Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych zwraca się do Ministerstwa Finansów z petycją o zainicjowanie prac legislacyjnych dotyczących wprowadzenia zmian w przepisach art. 73 i 74 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (dalej „ustawa o ofercie”) dotyczących obowiązku ogłoszenia wezwania do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę wszystkich pozostałych akcji spółki celem doprowadzenia do zgodności ww. przepisów z wymogami ochrony akcjonariuszy mniejszościowych wynikającymi z art. 5 ust. 1 Dyrektywy 2004/25/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie ofert przejęcia dotyczących obowiązku (DZ.U. L 142/12 z 30 kwietnia 2004 r., str. 17/t.2 (dalej „Dyrektywa w sprawie przejęć”).

Dyrektywa 2004/25/WE nałożyła na Państwa Członkowskie obowiązek podjęcia niezbędnych kroków dla ochrony posiadaczy papierów wartościowych, w szczególności tych z pakietem mniejszościowym, w razie przejęcia kontroli nad spółkami, w których posiadali udziały. Ochrona taka powinna zostać zapewniona poprzez zobowiązanie osoby, bądź podmiotu który przejął kontrolę nad spółką, do złożenia oferty wszystkim akcjonariuszom mniejszościowym spółki na wszystkie posiadane przez nich papiery po godziwej cenie.

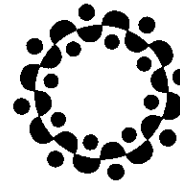
Zgodnie z treścią art. 5 ust. 1 Dyrektywy 2004/25/WE „W sytuacji, gdy osoba fizyczna lub prawna, w wyniku nabycia przez nią lub przez osoby działające z nią w porozumieniu, posiada papiery wartościowe spółki w rozumieniu art. 1 ust. 1, które dodane do posiadanych przez nią papierów wartościowych i do papierów wartościowych posiadanych przez osoby działające z nią



w porozumieniu, dają jej bezpośrednio lub pośrednio określony udział w ogólnej liczbie głosów w tej spółce, **dający jej kontrolę nad tą spółką**, Państwa Członkowskie zapewniają, że od takiej osoby wymaga się złożenia oferty jako środka ochrony mniejszościowych akcjonariuszy tej spółki. Taka oferta jest kierowana w najwcześniejszym możliwym terminie **do wszystkich** posiadaczy tych papierów wartościowych i obejmuje wszystkie posiadane przez nich papiery wartościowe po godziwej cenie, jak to określono w ust. 4”.

We wszystkich krajach Unii Europejskiej za uzyskanie kontroli nad spółką publiczną uznano przekroczenie progu 30 lub 33% głosów w ogólnej liczbie głosów. Natomiast polski ustawodawca uzyskanie kontroli nad spółką publiczną utożsamia z przekroczeniem 66% ogólnej liczby głosów w spółce publicznej. Zgodnie z art. 74 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 2009 r., nr 185, poz. 1439, tekst jednolity z późn. zm. (dalej „ustawa o ofercie”) **„Przekroczenie 66% ogólnej liczby głosów** w spółce publicznej może nastąpić, zastrzeżeniem ust. 2 wyłącznie w wyniku ogłoszenia wezwania do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę wszystkich pozostałych akcji tej spółki”. Zgodnie zaś z art. 73 ust. 1 ustawy o ofercie **„Przekroczenie 33% ogólnej liczby głosów w spółce publicznej może nastąpić, z zastrzeżeniem ust. 2, wyłącznie w wyniku ogłoszenia wezwania do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji tej spółki w liczbie zapewniającej osiągnięcie 66% ogólnej liczby głosów**, z wyjątkiem przypadku, gdy przekroczenie 33% ogólnej liczby głosów ma nastąpić w wyniku ogłoszenia wezwania, o którym mowa w art. 74”.

Powyższe rozwiązanie stanowi ewenement na skalę europejską. Nawet bowiem jeśli uznać, że próg 33% jest zbyt niski w warunkach polskiego rynku kapitałowego, nie podlega żadnej dyskusji, że w przypadku przekroczenia przez danego akcjonariusza progu 50% ogólnej liczby głosów niewątpliwie uzyskuje on kontrolę nad spółką. Winien zatem być zobligowany do ogłoszenia wezwania do zapisywania się na sprzedaż wszystkich pozostałych jej akcji. Z istoty spółki akcyjnej wynika bowiem, iż uzyskanie ponad 50% ogólnej liczby głosów, poza bardzo wyjątkowymi sytuacjami zawsze będzie oznaczało przejęcie kontroli nad spółką. Nałożenie przez polskiego ustawodawcę obowiązku złożenia oferty nabycia wszystkich pozostałych akcji spółki dopiero w przypadku przekroczenia przez dany podmiot progu 66% ogólnej liczby głosów skutkuje możliwością przejścia pełnej kontroli nad spółką bez obowiązku złożenia oferty kupna wszystkich pozostałych akcji w spółce. Oznacza to, że można obecnie wbrew przepisom unijnym przejąć w Polsce pełną kontrolę nad spółką bez obowiązku ogłaszania wezwania do sprzedaży wszystkich pozostałych akcji pozostających w rękach akcjonariuszy mniejszościowych. Tym samym błędnie zaimplementowane przez polskiego ustawodawcę przepisy Dyrektywy Parlamentu Europejskiego wbrew treści Dyrektywy nie chronią akcjonariuszy mniejszościowych przejmowanych spółek. Brak jest przy tym jakichkolwiek racjonalnych przesłanek dla utrzymania dwóch progów



obligatoryjnych wezwań na sprzedaż akcji. Co więcej przepisy art. 73 i 74 ustawy o ofercie stwarzają pole do licznych nadużyć przy przejściach spółek. Przede wszystkim sprzyjają obchodzeniu przepisów o cenie minimalnej, który proceder jest możliwy w szczególności dzięki wykorzystaniu wehikułów inwestycyjnych. Zgodnie bowiem z art. 73 ustawy o ofercie wezwanie związane z przekraczaniem progu 33% głosów może ograniczać się wyłącznie do akcji, które łącznie z akcjami posiadanymi już przez tego inwestora dają prawo do 66% głosów na walnym zgromadzeniu spółki. Regulacja ta umożliwia przejęcie kontroli nad spółką publiczną (w szczególności przez przekroczenie progu 50% głosów) bez obowiązku stworzenia akcjonariuszom mniejszościowym możliwości całkowitego "wyjścia" ze spółki.

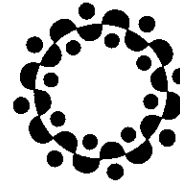
Problem ten był wielokrotnie zgłaszany przez Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych polskim organom. Pomimo, że na skutek skargi SII do Komisji Europejskiej Państwo Polskie zobowiązało się dostosować przepisy ustawy o ofercie do wymogów Dyrektywy w sprawie przejęć, do dnia dzisiejszego nie zostały przeprowadzone żadne zmiany legislacyjne w tym zakresie – od tego czasu minęło już ponad 5 lat. Zaniechanie to jest tym bardziej bulwersujące, że polski ustawodawca ma pełną świadomość nie tylko niezgodności ww. przepisów krajowych z prawem europejskim, ale co szczególnie istotne, także tego jak bardzo są one szkodliwe tak dla akcjonariuszy mniejszościowych, jak i całego rynku kapitałowego. Przyznane zostało to wprost przez Ministerstwo Finansów w założeniach do projektu zmiany ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych¹ przygotowanych na skutek skargi Stowarzyszenia do Komisji Europejskiej.

W dokumencie tym Ministerstwo Finansów stwierdza, m.in., że:

„Konstrukcja wezwań do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji spółek publicznych, w której, w związku z przekroczeniem progu 33 % głosów w spółce, powstaje obowiązek ogłoszenia wezwania na akcje w liczbie stanowiącej różnicę pomiędzy 66 % a udziałem posiadanym przez akcjonariusza w chwili powstania obowiązku, prowadzi do sytuacji w których interes akcjonariuszy mniejszościowych jest marginalizowany. Praktyką spotykaną na polskim rynku kapitałowym jest wnoszenie przez podmiot zamierzający zbyć znaczny pakiet akcji do utworzonej spółki celowej aportu w postaci akcji spółki publicznej (np. stanowiących 65,9 % ogólnej liczby głosów), a następnie zbycie wszystkich udziałów w spółce celowej na rzecz podmiotu, który chce nabyć znaczny pakiet akcji spółki publicznej. W ten sposób dochodzi do pośredniego nabycia znacznego pakietu akcji, w wyniku którego powstanie obowiązek

¹ Źródło: <https://legislacja.rcl.gov.pl/projekt/228342>

<https://legislacja.rcl.gov.pl/docs//1/228342/228342/dokument118790.pdf>



ogłoszenia wezwania następczego na akcje stanowiące zaledwie 0,1 % ogólnej liczby głosów. Oznacza to, że zapisy złożone przez pozostałych akcjonariuszy w odpowiedzi na wezwanie, objęte są znaczną redukcją. Tym samym prawo akcjonariuszy mniejszościowych do sprzedaży posiadanych akcji w praktyce jest znacznie ograniczone”.

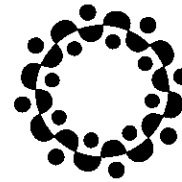
Ponadto, co również niezmiernie istotne, istnienie dwóch progów przejęcia kontroli obligujących do ogłoszenia wezwania do zapisywania się na sprzedaż akcji (33% i 66%) wykreowało możliwość obchodzenia przepisów o cenie minimalnej w obowiązkowym wezwaniu poprzez dokonywanie zbycia pakietów kontrolnych akcji za pośrednictwem wehikułów inwestycyjnych (spółek celowych do których wnoszone są aportem akcje spółki publicznej). Przy wykorzystaniu tego mechanizmu wzywający nie uwzględnia ani kosztów wniesienia akcji do podmiotu za pośrednictwem którego dochodzi do zbycia pakietu kontrolnego akcji ani kosztów zbycia udziałów/akcji podmiotu do którego ten pakiet kontrolny został wniesiony przy określeniu ceny w wezwaniu do zapisywania się na sprzedaż akcji w skutek czego cena ta jest niższa, niż gdyby akcje te zostały nabyte przez wzywającego bezpośrednio od sprzedającego podmiotu.

Problem ten również został dostrzeżony przez Ministerstwo Finansów i wyraźnie wyartykułowany w przywołanych wyżej założeniach do projektu zmiany ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych². Jak można przeczytać w treści tego dokumentu:

„Kolejnym przejawem formalnego wypełnienia obowiązków, z pokrzywdzeniem akcjonariuszy mniejszościowych, jest sposób obliczania ceny proponowanej akcjonariuszom, w przypadku gdy podmiot ogłaszający wezwanie nabywał w sposób pośredni akcje spółki publicznej. Ogólną zasadą jest, iż cena akcji proponowana w wezwaniach, nie może być niższa od najwyższej ceny, jaką za akcje będące przedmiotem wezwania podmiot obowiązany do jego ogłoszenia zapłacił w okresie 12 miesięcy przed ogłoszeniem wezwania. **Należy zauważyć, że w obowiązującym stanie prawnym, mowa jest o cenie, która została zapłacona za akcje spółki publicznej. Natomiast w przypadku pośredniego nabywania akcji spółki publicznej, mamy do czynienia z nabywaniem udziałów lub akcji spółki, która jest w posiadaniu akcji spółki publicznej. W związku z powyższym, przy transakcjach tego rodzaju podmiot nabywający pośrednio znaczny pakiet akcji spółki publicznej, nie płaci ceny za akcje spółki publicznej, tylko za akcje lub udziały spółki, będącej właścicielem akcji spółki publicznej. Oznacza to, iż w tym przypadku nie znajdują zastosowania regulacje**

² Źródło: <https://legislacja.rcl.gov.pl/projekt/228342>

<https://legislacja.rcl.gov.pl/docs//1/228342/228342/dokument118790.pdf>



dotyczące obliczania ceny, co może prowadzić do sytuacji, w których rzeczywista, ekonomiczna cena zapłacona za akcje spółki publicznej jest ukryta w transakcji pośredniego nabycia akcji spółki publicznej i nie jest uwzględniana przy ustalaniu ceny proponowanej w wezwaniu.

Wskazać w tym miejscu należy, że problem obchodzenia przepisów o cenie minimalnej w obowiązkowych ofertach na sprzedaż akcji na rynku regulowanym jest zjawiskiem marginalnym na pozostałych rynkach europejskich. Wynika to z faktu, iż już przekroczenie progu kontroli na poziomie 30-33% wiąże się z koniecznością ogłoszenia wezwania na wszystkie pozostałe akcje spółki, a nie jak w polskich realiach jedynie na 66%. Dzięki temu inwestorzy chronieni są przed zbyt niską płynnością akcji, która ma negatywny wpływ na ich wycenę, a która często towarzyszy sytuacjom, gdy akcjonariusz większościowy osiąga próg kontroli dopiero na poziomie 66% ogólnej liczby głosów. Większa płynność jak powszechnie zaś wiadomo oznacza bardziej wiarygodną i miarodajną wycenę akcji spółki, a w konsekwencji bardziej adekwatną, uczciwą cenę w wezwaniu. Ponadto nowy inwestor nierzadko może mieć inną wizję i strategię rozwoju spółki, a w takiej sytuacji właśnie instytucja wezwania ma zapewnić możliwość wyjścia z inwestycji na właściwych warunkach tym wszystkim akcjonariuszom, którzy nie utożsamiają się z nową wizją rozwoju spółki działającej w strukturach nowego inwestora.

Równie znamienne są stwierdzenia zawarte w uzasadnieniu do Projektu ustawy o zmianie ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych³ przygotowanym przez Ministerstwo Finansów.

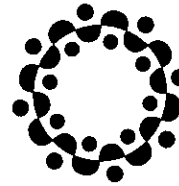
Projekt ten powstał w reakcji na działania Stowarzyszenia Inwestorów Indywidualnych przed Komisją Europejską w 2014 r. i zawierał propozycje zmiany ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych. Nowelizacja ta, jak wskazywano w uzasadnieniu do projektu, miała na celu poprawienie funkcjonowania instytucji wezwania do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji spółek publicznych oraz zapewnienie pełniejszej ochrony akcjonariuszy mniejszościowych spółek publicznych, które są przedmiotem przejęcia. Uzasadniając potrzebę wprowadzenia proponowanych zmian wskazywano m.in., iż:

„Z dotychczasowych doświadczeń związanych z praktycznym stosowaniem przepisów ustawy o ofercie wynika, iż w obecnym kształcie instytucja wezwania do zapisywania się

³ źródło: <https://legislacja.rcl.gov.pl/projekt/228343/katalog/228351#228351>

<https://legislacja.rcl.gov.pl/docs//2/228343/228351/228352/dokument118819.pdf>





na sprzedaż lub zamianę akcji spółki publicznej jest mało czytelna dla uczestników rynku kapitałowego oraz nienależycie chroni interesy akcjonariuszy mniejszościowych. **Spostrzeżenia i doświadczenia nabyte w ramach nadzoru sprawowanego przez Komisję Nadzoru Finansowego wskazują, że regulacje prawne dotyczące instytucji wezwania, w obecnym kształcie, nie spełniają swojego celu, ponieważ w wielu przypadkach umożliwiają podmiotom przejmującym kontrolę nad spółkami publicznymi tylko formalne wypełnienie obowiązków związanych z tą instytucją, co stwarza zagrożenie dla interesów akcjonariuszy mniejszościowych spółek publicznych, które są przedmiotem przejęcia.**

Przepisy dyrektywy 2004/25/WE w sprawie ofert przejęcia wprowadziły minimalne standardy dotyczące przejmowania kontroli nad spółkami, których papiery zostały dopuszczone do obrotu na rynku regulowanym. Należy jednakże uznać, że **aktualny stan prawny, odnoszący się do instytucji wezwań, w szczególności, z uwagi m. in. na strukturę akcjonariatu polskich emitentów - nieadekwatny do warunków panujących na polskim rynku kapitałowym, stwarza sytuację, w której interesy akcjonariuszy mniejszościowych w spółkach publicznych nie są wystarczająco chronione.**

Aktualny stan prawny, odnoszący się do instytucji wezwań, stwarza sytuację, w której interesy akcjonariuszy mniejszościowych w spółkach publicznych nie są wystarczająco chronione. Jest to spowodowane m. in. występowaniem praktyki polegającej na wnoszeniu przez podmiot zamierzający zbyć znaczny pakiet akcji do utworzonej spółki celowej aportu w postaci akcji spółki publicznej (np. stanowiących 65,9 % ogólnej liczby głosów), a następnie zbycie wszystkich udziałów w spółce celowej na rzecz podmiotu, które chce nabyć znaczny pakiet akcji spółki publicznej. W ten sposób dochodzi do pośredniego nabycia znacznego pakietu akcji, w wyniku którego powstanie obowiązek ogłoszenia wezwania następczego na akcje stanowiące zaledwie 0,1 % ogólnej liczby głosów. Oznacza to, że zapisy złożone przez pozostałych akcjonariuszy w odpowiedzi na wezwanie, objęte są znaczną redukcją. Tym samym prawo akcjonariuszy mniejszościowych do sprzedaży posiadanych akcji w praktyce jest znacznie ograniczane”.

Od upływu terminu na implementację Dyrektywy w sprawie przejęć minęło już ponad 14 lat. 5 lat minęło od czasu kiedy powstał wyżej wymieniony projekt ustawy. Mając na uwadze, że przez ostatnie 5 lat nie podjęto żadnych prac legislacyjnych celem dostosowania obowiązujących na polskim rynku kapitałowym przepisów o wezwaniach do zapisywania się na sprzedaż akcji do wymogów prawa wspólnotowego, ani co najważniejsze, celem zapewnienia odpowiedniej ochrony akcjonariuszom mniejszościowym przejmowanych spółek, Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych raz jeszcze wnosi petycję o podjęcie prac legislacyjnych, które usuną z art. 73 i 74 dotychczasową dwupoziomą regulację dotyczącą przekraczania progów kontroli i w jej miejsce



wprowadzą jeden mechanizm, zgodny z Dyrektywą 2004/25/WE, obligujący do przeprowadzenia wezwania na wszystkie akcje danej spółki w sytuacji gdy dochodzi do faktycznego przejęcia nad nią kontroli.

Określenie progu kontroli na właściwym poziomie jest kluczem do zapewnienia efektywnej ochrony akcjonariuszy mniejszościowych, w szczególności przed patologią praktykowaną na polskim rynku kapitałowym związaną z obchodzeniem przepisów o cenie minimalnej w wezwaniu poprzez stosowanie przejęć pośrednich. W ocenie Stowarzyszenia Inwestorów Indywidualnych próg ten winien być określonym na poziomie 33% ogólnej liczby głosów. Mając na uwadze istotność poruszonych problemów apelujemy o jak najszybszy powrót do prac nad zmianą przepisów o wezwaniach na akcje. Rozwiązania legislacyjne zawarte w projekcie ustawy o zmianie ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych z dnia 3 lipca 2014 r., o którym mowa wyżej, mogłyby być punktem wyjścia dla wznowionych prac. Od poziomu bezpieczeństwa inwestorów na rynku kapitałowym zależy ich gotowość do lokowania na nim swoich środków finansowych, a w konsekwencji jego rozwój. Dlatego też zmiana przepisów o wezwaniach na akcje powinna być priorytetem dla wszystkich, którym zależy rozwój polskiego rynku kapitałowego.

2 poważaniem
