



ZWIĄZEK MAKLERÓW I DORADCÓW

00-676 Warszawa, ul. Marszałkowska 68/70 lok.. 30
<http://www.zmid.org.pl>

tel./fax (22) 628 37 43
e-mail: biuro@zmid.org.pl

Warszawa, 20.09.2010 r.

Szanowny Pan
Dariusz Daniuk
Podsekretarz Stanu
Ministerstwo Finansów

Szanowny Panie Ministrze,

W odpowiedzi na pismo z dnia 6 września 2010 r., sygnatura FN/FN3/0311/BRS/PDDN-329/5/2010, Związek Maklerów i Doradców proponuje wprowadzenie w projekcie założeń do projektu zmiany ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych („Projekt”), następujących modyfikacji:

- 1) Uzupełnienie Projektu o zmianę brzmienia art. 91 ust. 4 ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych („Ustawa o Ofercie”):

„Złożenie wniosku, o którym mowa w ust. 1, jest dopuszczalne, jeżeli walne zgromadzenie spółki, większością $4/5$ głosów oddanych w obecności akcjonariuszy reprezentujących przynajmniej połowę kapitału zakładowego, podjęło uchwałę o zniesieniu dematerializacji akcji. Do wniosku należy dołączyć odpis uchwały.”

na następujące brzmienie:

„Złożenie wniosku, o którym mowa w ust. 1, jest dopuszczalne, jeżeli walne zgromadzenie spółki, większością $9/10$ głosów oddanych w obecności akcjonariuszy reprezentujących przynajmniej połowę kapitału zakładowego, podjęło uchwałę o zniesieniu dematerializacji akcji. Do wniosku należy dołączyć odpis uchwały.”

20.09.2010

- 2) Ustalenie progu przejścia kontroli nad spółką na poziomie 50% ogólnej liczby głosów w spółce publicznej, zamiast proponowanych 33 i 1/3%.

Uzasadnienie proponowanych zmian:

Ad. 1)

W ostatnim okresie można zaobserwować narastający w Polsce proces wycofywania akcji spółek z obrotu na rynku regulowanym, podobny do tego, który miał miejsce w latach 2001–2002, gdy radykalnie obniżyła się liczba spółek notowanych na GPW. Sytuacja ta wiąże się w oczywisty sposób z cyklicznie powtarzającą się dekonjunkturą, tworzącą korzystną sytuację dla ogłoszenia wezwań, z uwagi na to, że cena rynkowa akcji jest wówczas bardzo atrakcyjna dla głównych akcjonariuszy spółek publicznych.

To właśnie w okresie dekonjunktury skupienie wszystkich akcji spółki publicznej i wycofanie jej z giełdy staje się najbardziej opłacalne dla akcjonariuszy większościowych (przede wszystkim inwestorów strategicznych). W tym aspekcie, doniosłym społecznie zagadnieniem jest ochrona akcjonariuszy mniejszościowych w związku z zamiarem wycofania akcji z publicznego obrotu. Potrzeba zapewnienia ochrony interesów mniejszości wynika z faktu, iż akcje wycofane z obrotu są wyceniane zdecydowanie inaczej niż gdyby były notowane na giełdzie.

Ponadto, co istotniejsze, obrót na rynku regulowanym zapewnia płynność inwestycji polegającą na stosunkowo łatwej zamianie akcji na gotówkę. Z tego też względu należy zapewnić akcjonariuszom mniejszościowym takie warunki „wyjścia” ze spółki, które zgodnie z normami zawartymi w Dyrektywie nr 2004/25/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie ofert przejęcia¹, odpowiadałyby cenie godziwej. Pełna ochrona akcjonariuszy mniejszościowych może mieć miejsce tylko wtedy, gdy umożliwione zostaje im „wyjście” po cenie najbardziej zbliżonej do rynkowej, określanej w taki sposób, aby realizując ochronę, nie uczynić działań ogłaszającego wezwanie niecelowym z ekonomicznego punktu widzenia.

Obecne rozwiązania stwarzają zagrożenie, że stosunkowo znaczny procent tych akcjonariuszy mniejszościowych, którzy nie odpowiedzą na obligatoryjnie ogłoszone wezwanie, pozostanie z akcjami, które nie będą mogły być przedmiotem obrotu zorganizowanego, z uwagi

¹ Dz.U.UE L z dnia 30 kwietnia 2004 r.

na zniesienie dematerializacji akcji i wycofanie akcji z obrotu zorganizowanego, co jest obecnie możliwe do przeprowadzenia przy wykorzystaniu mniejszej większości głosów w spółce (uchwała walnego zgromadzenia o wycofaniu akcji z publicznego obrotu jest podejmowana większością 4/5 głosów oddanych w obecności akcjonariuszy reprezentujących przynajmniej połowę kapitału zakładowego) w porównaniu z przymusowym wykupem (90% udziału w ogólnej liczbie głosów). Ewentualny obrót tymi akcjami staje się wówczas obrotem pozagiełdowym, który ze swej natury charakteryzuje się ograniczoną płynnością w stosunku do rynku regulowanego. Znalezienie kupca na posiadane akcje jest w takiej sytuacji utrudnione.

Oznacza to w zasadzie, iż drobni akcjonariusze stają się „więźniami” w spółce, o ile akcjonariusz większościowy nie zechce dokonać wykupu akcji. Jeśli nawet by zdecydowano odkupić takie akcje od mniejszościowych akcjonariuszy, to z powyższych względów proponowana cena zazwyczaj jest niższa od ceny rynkowej.

W związku z takim stanem rzeczy, a także nasilającą się falą wycofywania spółek publicznych z GPW, należałoby rozważyć zapewnienie większej ochrony mniejszościowego akcjonariatu spółek publicznych, którego interesy wydają się być niedostatecznie chronione przez zabezpieczenia przewidziane w Ustawie o Ofercie.

W obecnym stanie prawnym, akcjonariusz żądający umieszczenia w porządku obrad walnego zgromadzenia podjęcia uchwały o wycofaniu akcji z publicznego obrotu obowiązany jest do uprzedniego wezwania do zapisywania się na sprzedaż akcji przez wszystkich pozostałych akcjonariuszy (art. 86 ust 4. Ustawy o Ofercie). To rozwiązanie gwarantuje akcjonariuszom możliwość zakończenia inwestycji. W połączeniu z zasadami ustalania ceny godziwej przy wezwaniach, można byłoby uznać, iż taka regulacja jest wystarczająca, aby zapewnić ochronę interesu inwestorów indywidualnych. Należy jednak zwrócić uwagę, że niekoniecznie cena w ogłoszonym wezwaniu musi być satysfakcjonująca dla mniejszościowych akcjonariuszy – w ich ocenie może nie odpowiadać rzeczywistej wartości spółki. **Nie znajduje w związku z tym, w naszej ocenie, uzasadnienia różnica pomiędzy procentem udziału w spółce wymaganym do przeprowadzenia przymusowego wykupu mniejszościowych akcjonariuszy (90%), a procentem głosów na walnym zgromadzeniu pozwalającym na wycofanie spółki z publicznego obrotu (80%).** Jest to większość kwalifikowana, należałoby jednak rozważyć, czy próg 80% ogólnej liczby głosów, to próg, który gwarantuje ochronę interesów mniejszościowego akcjonariatu przy tak doniosłej kwestii dla spółki, jak jej funkcjonowanie w obrocie zorganizowanym.

W praktyce walnych zgromadzeń mogą występować również tzw. większości przypadkowe – tzn. takie, które nie wynikają z wielkości reprezentowanego przez akcjonariusza udziału w kapitale zakładowym, ale z faktu niewykonywania przez znaczną część akcjonariuszy przysługujących im praw korporacyjnych. Co więcej, akcjonariusze większościowi, mając na względzie koncentrację akcji w celu zapewnienia sobie możliwie jak największego wpływu na bieg spraw spółki, przy najniższym wymaganym pułapie 80%, może realnie narzucić swoją wolę wycofania akcji z obrotu publicznego pozostałym 20% akcjonariuszy. W rezultacie, interesy do 20% akcjonariatu mogą być w obecnym stanie prawnym zignorowane.

Proponujemy, aby w Projekcie uwzględnić, nieprzewidzianą w nim kwestię dematerializacji akcji, a dokładniej warunków jej przeprowadzenia. Wydaje się, iż zaostrenie wymogów do podjęcia stosownej uchwały w pełni rozwiąże sygnalizowane przez nas problemy. **Uważamy, że uchwała powinna być podejmowana większością 9/10 głosów oddanych w obecności akcjonariuszy reprezentujących co najmniej połowę kapitału zakładowego. Udział ten byłby zbliżony do obecnego udziału potrzebnego do przeprowadzenia przymusowego wykupu akcjonariuszy mniejszościowych.** Wydaje się, iż takie rozwiązanie w większym stopniu zapewni realizację tzw. *affectio societatis*, czyli wspólnoty interesów akcjonariatu, będącej jedną z naczelných zasad prawa spółek. Wspólny cel oraz wola akcjonariuszy to immanentna cecha każdej spółki, nie tylko publicznej. Wycofanie akcji ze spółki publicznej to decyzja, która pociąga za sobą wiele konsekwencji i z samej swej istoty jest kluczowa dla spółki, stąd należałoby rozważyć wprowadzenie proponowanych przez nas zmian, dla zabezpieczenia wspólnego interesu akcjonariuszy, w tym przede wszystkim akcjonariuszy mniejszościowych.

Ad. 2)

W związku z tym, iż polski rynek kapitałowy jest stosunkowo młody i ciągle się rozwija, liberalizując przepisy regulujące jego funkcjonowanie, należy mieć na uwadze nie tylko postulat zwiększenia jego konkurencyjności, chroniąc go równocześnie przed marginalizacją, ale i zapewnić uczestnikom obrotu zorganizowanego ochronę ich interesów.

Wezwania to jedna z kluczowych instytucji rynku kapitałowego. Przepisy normujące tę instytucję wpływają w bezpośredni sposób na charakter rynku kapitałowego w danym kraju. Regulacje obowiązujące w tym zakresie od 2005 r. preferują rozproszenie akcji spółek publicznych. Przyjęte wówczas rozwiązania były dostosowane do warunków panujących na polskim rynku giełdowym, którego wielkość nie była na tle reszty Europy aż tak znacząca jak w

chwili obecnej. Polski rynek kapitałowy był w znacznym stopniu odizolowany, a zainteresowanie inwestorów zagranicznych akcjami, które są na nim notowane, było znacznie mniejsze niż obecnie. Wprowadzone w 2005 r. regulacje miały wesprzeć wzrost kapitalizacji polskiej giełdy oraz przyczynić się do zwiększenia liczby debiutów na GPW. Obowiązek ogłoszenia wezwania na wszystkie akcje spółki po przekroczeniu progu 66%, który w niedostateczny sposób chronił akcjonariuszy mniejszościowych, miał wpłynąć na zwiększenie atrakcyjności inwestycji w polskie spółki publiczne,. Ponadto, taki próg miał zapewnić zwiększenie dywersyfikacji akcjonariatu w tych spółkach, a co za tym idzie, doprowadzić do większego rozproszenia akcji, co jest charakterystyczne dla rozwiniętych już rynków kapitałowych.

W Projekcie założono zniesienie tego progu i ustalono, iż próg przejścia kontroli nad spółką zostanie ustalony na wysokości 33 i 1/3 %. Choć takie rozwiązanie jest charakterystyczne dla większości krajów UE, zwłaszcza tych, których rynek kapitałowy jest już rozwinięty, a wysokość kapitalizacji jest nieporównywalnie wyższa niż GPW, mamy wątpliwości, czy rozwiązanie to można zastosować w polskich realiach. Należy wskazać, iż w Polsce osiągnięcie progu 33 i 1/3 % w spółce publicznej nie zawsze jest równoznaczne z przejściem kontroli nad taką spółką. Proponowany pułap będzie umożliwiał taką kontrolę w spółkach o rozproszonym akcjonariacie, jednak może być niewystarczający w tych spółkach, w których jest co najmniej dwóch inwestorów posiadających powyżej 20% akcji. W obecnej sytuacji faktycznej wydaje się zasadne dostosowanie progu przejścia kontroli nad spółką do polskich realiów. Stąd proponujemy, aby próg ten wynosił 50%. Takie rozwiązania zostały przyjęte w kilku krajach europejskich m.in. na Łotwie i Malcie.

Wyrażamy nadzieję, że powyższe propozycje zostaną uwzględnione w pracach legislacyjnych obejmujących zmiany do Ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. **o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych** (t.j. Dz.U. Nr 185 z 2009 r., poz. 1439).

Magdalena Zajązkowska
Magdalena Zajązkowska – Ejsymont
Robert Ejsymont
Prezes Zarządu Związku Maklerów i Doradców

