

OFERTA PUBLICZNA

Wezwania na wszystkie akcje

Usunięcie progu wezwaniowego na poziomie 33 proc. ogólnej liczby głosów w spółce należy wpisać w tendencje uproszczenia systemu niestety kosztem akcjonariuszy mniejszościowych.



MARIUSZ BAGIŃSKI

radca prawny, wspólnik
w Krzysztof Rożko i Wspólnicy
Kancelaria Prawna

Znowelizowane przepisy ustawy o ofercie publicznej obowiązują od 30 maja. Sukcesywnie będą pojawiać się wezwania według nowych zasad. Warto przypomnieć podstawowe zalety i wady nowego systemu z perspektywy akcjonariuszy mniejszościowych. Nie wszystkie ich postulaty zostały bowiem zrealizowane w całości i polski system wezwań nadal odbiega od rozwiniętych rynków europejskich.

Nowelizacja ustawy o ofercie publicznej przyniosła przede wszystkim obniżenie z 66 proc. do 50 proc. progu posiadania, który wymusza ogłoszenie wezwania na wszystkie akcje w spółce. Zmiana była możliwa w związku z tym że dyrektywa w sprawie ofert przejęcia nie precyzuje dokładnie, jaki próg jest przesądzający w zakresie obowiązku ogłoszenia wezwania i pozostawia tę kwestię do rozstrzygnięcia państwowemu członkowskim. Polskie ustawodawstwo od dawna już opierało konieczność ogłoszenia wezwania na progu 66 proc., co budziło poważne wątpliwości, a nawet zarzuty o sprzeczność z zapisami dyrektywy. Przyjęcie tak wysokiego progu umożliwiło akcjonariuszom dominującym osiągnięcie aż 66 proc.

bez konieczności ogłoszenia wezwania dla wszystkich akcjonariuszy na wszystkie akcje. Rozwiązanie to było dalekie od optymalnego w kontekście interesów akcjonariuszy mniejszościowych. Prowadziło do powstania sytuacji, w której akcjonariusze uzyskujący niewątpliwie pozycję kontrolującą nie umożliwiali jednocześnie akcjonariuszom mniejszościowym wycofania się ze spółki. Dominujący akcjonariusze rzadko zatem dążyli do przekroczenia poziomu 66 proc. ogółu głosów w spółce, zadowalając się niższym poziomem, dającym im najczęściej faktyczną kontrolę nad spółką.

W latach 2015–2020 spośród 169 wszystkich wezwań ogłoszonych na wszystkie pozostałe akcje spółki publicznej tylko 54 wezwania związane były z obowiązkiem ogłoszenia wezwania następczego po przekroczeniu 66 proc. ogólnej liczby głosów. Nie należy również pomijać wątpliwości zgłaszanych w doktrynie co do zgodności progu 66 proc. z modelem przyjętym w dyrektywie 2004/25/WE. Kolejnym ważnym argumentem za obniżeniem progu było określenie progu kontroli w innych przepisach, w tym w przepisach dotyczących rynku kapitałowego. Na podstawie definicji podmiotu dominującego i kontroli, zawartych w regulacjach UE oraz krajowych przepisach, przyjmuje się, że kontrolowanym jest przedsiębiorstwo, w którym większość praw głosu należy do jednej osoby fizycznej albo prawnej. Zatem dotychczas podmiot posiadający prawie 66 proc. zasadniczo decydował o wszystkich sprawach, które wymagały podwyższonej więk-

kości lub kworum, ale nie był zobowiązany do ogłoszenia wezwania na wszystkie akcje. Działo się tak również z tego powodu, że frekwencja akcjonariuszy mniejszościowych w spółkach publicznych jest często kilkakrotnie mniejsza niż w spółkach publicznych z udziałem 66 proc. w kapitale na konkretnym walnym zgromadzeniu może reprezentować większość niezbędną nie tylko do zmiany statutu, ale czasami także do wyłączenia prawa poboru. W tym kontekście obniżenie progu wezwania obowiązkowego na wszystkie akcje z 66 proc. do 50 proc. w sposób zdecydowany poprawi sytuację akcjonariuszy mniejszościowych. Uzasadnieniem dla przyjęcia dotychczasowego modelu była specyfika polskiego rynku kapitałowego, na którym dominują małe spółki o skoncentrowanej strukturze właścicielskiej. Ustalenie progu 66 proc. ogółu głosów miało na względzie dążenie do ochrony znoszących dematerializację akcji. Analizując okres od wejścia w życie rozwiązania przyjętego w art. 73 ust. 1 i 74 ust. 1 ustawy o ofercie publicznej, ustawodawca jednocześnie przyznał brak możliwości wycofania się w pełni z inwestycji przez akcjonariuszy mniejszościowych w razie zmiany kontroli nad spółką publiczną.

Obniżenie progu z 66 proc. do 50 proc. jest pójściem w kierunku poziomów wezwań w innych państwach europejskich. To dobry kierunek, ale do poziomów europejskich, gdzie regulacja jest raczej poziom od 25 do 33 proc. brakuje bardzo dużo. W nowelizacji która

weszła w życie 30 maja 2022 r. usunięto także próg wezwaniowy na poziomie 33 proc. Dotychczasowe rozwiązanie, w którym przekroczenie 33 proc. skutkowało koniecznością ogłoszenia wezwania do 66 proc. w pewien sposób zabezpieczało interesy akcjonariuszy mniejszościowych gdyż mogli oni liczyć na chociaż częściową możliwość wycofania się ze spółki publicznej.

Usunięcie progu 33 proc. powoduje dopuszczalność sytuacji, w której akcjonariusz posiadający prawie 50 proc. nie jest zmuszony do takiego działania. Usuwanie próg 33 proc. ustawodawca dążył do ujednolicenia i uproszczenia

faktycznej kontroli nad spółką, obejmując możliwość do powoływania wszystkich albo zdecydowanej większości członków organów oraz do przegłosowywania innych kluczowych spraw w spółce. Zdecydowanie lepiej kwestię faktycznej kontroli rozpoznać się na gruncie ustawy o ochronie konkurencji i konsumentów przy okazji badania kwestii koncentracji przedsiębiorców. Przepisy tam zawarte nakazują rozważyć wszystkie okoliczności prawne i faktyczne w danej sytuacji, które umożliwiają jednemu podmiotowi wywieranie decydującego wpływu na innego przedsiębiorcę. W tym przypadku dysponowa-

Przy dużym rozdrobnieniu akcjonariatu już poziom 15 proc. czy 20 proc. może przesądzać o kontroli nad spółką

modelu poprzez oparcie się wyłącznie na progu 50 proc. W tym zakresie powołał się na potrzebę synchronizacji regulacji wezwań z definicjami podmiotu dominującego zawartymi w ustawie o ofercie publicznej i odwołującymi się do zasady do większości głosów na walnym zgromadzeniu spółki publicznej. Takie postawienie sprawy nie wyczerpuje jednak tematu, gdyż pojęcie kontroli w spółce publicznej w praktyce może mieć charakter różnicowany. Często można spotkać się z sytuacją, że przy znaczącym udziale rozdrobnionego akcjonariatu już poziom 15 proc. czy 20 proc. może de facto przesądzać o

nie większością głosów na walnym zgromadzeniu może być jednym z przejawów faktycznej kontroli w spółce, ale również możliwe są również przypadki, gdy ten wpływ przesądzający o kontroli pojawia się przy mniejszym udziale w kapitale na przykład na poziomie 20 proc. lub 30 proc. Dotychczas takie sytuacje częściowo zabezpieczał próg wezwaniowy na poziomie 33 proc., jednak w nowelizacji z niego zrezygnowano. W tym zakresie należy uznać, że interes akcjonariuszy mniejszościowych ucierpiał.

Na plus należy zapisać uszczelnienia regulacji dotyczących ceny wezwania.

Zmiany doprowadziły do uwzględnienia ceny pośredniego nabycia akcji spółki publicznej przez wzywającego przy ustalaniu ceny minimalnej w wezwaniu. Nabycie pośrednie dotychczas stanowiło istotną lukę w przepisach. Cenę pośredniego nabycia ustali wybrana przez wzywającego firma audytorska, która odniesie się do wartości godziwej akcji nabytych pośrednio na dzień, w którym nastąpiło pośrednie nabycie akcji spółki publicznej.

Określanie ceny minimalnej w wezwaniu na podstawie wartości godziwej, ustalonej przez niezależną firmę audytorską, wprowadzono też w przypadku niewystarczającego obrotu akcjami podlegającymi wezwaniu na rynku giełdowym. I tak, jeśli w okresie sześciu lub trzech miesięcy obrót nie był obserwowany w ponad dwóch trzecich dni sesyjnych oraz jeżeli w ponad jednej trzeciej liczby dni sesyjnych występowały istotne różnice w cenie zamknięcia to wówczas relevantna dla określenia ceny minimalnej wezwania będzie wartość godziwa.

Usunięcie progu wezwaniowego na poziomie 33 proc. ogólnej liczby głosów w spółce należy wpisać w tendencje do uproszczenia systemu niestety kosztem akcjonariuszy mniejszościowych. Warto przypomnieć że jeszcze niedawno usunięto art. 72 ustawy o ofercie który wymuszał ogłoszenie wezwania przy przekroczeniu progów 5 proc. i 10 proc. odpowiednio w okresie 12 miesięcy i 60 dni /©©