

WEZWANIA OD NOWA. KNF PROPONUJE ZMIANĘ USTAWY O OFERCIE PUBLICZNEJ W ZAKRESIE WEZWAŃ

Komisja Nadzoru Finansowego przedstawiła swoje propozycje zmian ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz spółkach publicznych. Projekt KNF zmierza do znaczącego przeformułowania modelu wezwań na sprzedaż lub zamianę akcji. Część dotychczas znanych rynkowi rozwiązań miałaby co prawda pozostać, jednak proponowane zmiany są bardzo głębokie. Zgodnie z deklaracjami twórców tej propozycji regulacje dotyczące wezwań miałyby zostać uproszczone, jednocześnie przyznano by większą ochronę akcjonariuszom mniejszościowym.

OBOWIĄZEK OGŁOSZENIA WEZWANIA – MODYFIKACJA REGULACJI DOTYCZĄCYCH WEZWANIA OBOWIĄZKOWEGO, ZWIĄZANEGO Z PRZEJMOWANIEM KONTROLI

Pierwsza kluczowa zmiana w podejściu związana jest z uporządkowaniem kwestii progów powodujących powstanie obowiązku wezwaniowego. W przypadku wejścia w życie zmian proponowanych przez KNF zlikwidowane zostałyby dwa obecnie funkcjonujące progi wezwaniowe, związane z osiągnięciem lub przekroczeniem 33% i 66% ogólnej liczby głosów. W ich miejsce zostałyby wprowadzony jednolity próg wezwaniowy, związany z przekroczeniem 50% ogólnej liczby głosów i ten próg wiązałby się z koniecznością ogłoszenia wezwania obowiązkowego wynikającego z przejęcia kontroli, o którym mowa w Dyrektywie w sprawie ofert przejęcia (2004/25/WE).

Druga zmiana związana jest z innym ukształtowaniem przesłanki powstania obowiązku wezwaniowego. Dotychczas zasadą było, iż osiągnięcie lub przekroczenie progu wezwaniowego mogło nastąpić wyłącznie w drodze wezwania. Natomiast zgodnie z projektem KNF obowiązek ogłoszenia wezwania ma mieć co do zasady charakter następczy i powstawać w przypadku przekroczenia progu 50% ogólnej liczby głosów. Przekroczenie tego progu ma wiązać się z obowiązkiem ogłoszenia wezwania na sprzedaż lub zamianę wszystkich pozostałych akcji spółki, a termin na jego wykonanie został zakreślony na 3 miesiące od przekroczenia progu. Ponadto, zgodnie z propozycją KNF nie będzie już możliwe zwolnienie się od konieczności

Kluczowe założenia projektu

- Jednolity próg wezwaniowy wynoszący 50% ogólnej liczby głosów wiążący się z koniecznością ogłoszenia wezwania na wszystkie pozostałe akcje spółki
- Rezygnacja z obowiązku ogłoszenia wezwań przy przekraczaniu progów 33% i 66% ogólnej liczby głosów przy utrzymaniu tzw. wezwania delistingowego (związanego z wycofaniem akcji z obrotu zorganizowanego)
- Odrębne uregulowanie pewnych elementów dotyczących ogłoszenia wezwania dobrowolnego
- Wprowadzenie konieczności uwzględnienia ceny pośredniego nabycia akcji, której wyznaczenie będzie należało zlecić niezależnej firmie audytorskiej
- Ustalenie ceny minimalnej w wezwaniu w oparciu o wartość godziwą akcji, wyznaczaną przez firmę audytorską w przypadku spółek o niewystarczającej płynności

ogłoszenia wezwania następczego przez odsprzedaż akcji spółki publicznej (tj. zmniejszenie posiadanego pakietu poniżej progu wezwaniowego 50% w celu uniknięcia obowiązku ogłoszenia wezwania). Obowiązek wygaśnie jedynie w sytuacji, gdy zmniejszenie liczby głosów poniżej progu 50% będzie wynikać z podwyższenia kapitału zakładowego, zmiany statutu spółki lub wygaśnięcia uprzywilejowania akcji.

W przypadku wejścia w życie nowelizacji w proponowanym kształcie obowiązek ogłoszenia wezwania mógłby objąć podmioty posiadające mniej niż 50% ogólnej liczby głosów w spółce publicznej, ale także zostałyby rozszerzony na podmioty, które już posiadają ponad 50%, a mniej niż 66% ogólnej liczby głosów oraz dalej zwiększałyby swój stan posiadania, nabywając choć jedną akcję. Z kolei podmioty posiadające co najmniej 66% ogólnej liczby głosów, zgodnie z nowymi przepisami, nie byłyby co do zasady zobowiązane do ogłoszenia dodatkowego wezwania.

Warto zwrócić uwagę, iż w mocy pozostałyby przepisy dotyczące tzw. wezwania delistingowego, do którego ogłoszenia pozostaną obowiązani akcjonariusze planujący wycofanie akcji spółki z obrotu zorganizowanego. Kwestie odrębne związane z tym wezwaniem nie są objęte proponowaną nowelizacją i dlatego nie są przedmiotem naszych rozważań.

WEZWANIE DOBROWOLNE

Wprowadzając zasadę, że wezwanie obowiązkowe jest wezwaniem następczym, tj. obowiązek jego ogłoszenia powstaje po przekroczeniu progu (w projekcie proponowanym progiem jest 50% ogólnej liczby głosów), KNF proponuje pozostawienie akcjonariuszom możliwości "wyprzedzającego", dobrowolnego ogłoszenia wezwania. W praktyce należy oczekiwać, że nowe tzw. wezwanie dobrowolne zastąpiłoby aktualne wezwanie na wszystkie akcje spółki ogłaszane na podstawie art. 74 ust. 1 ustawy o ofercie publicznej.

Ponadto, z aktualnie dostępnego brzmienia proponowanej nowelizacji wynika, że tzw. wezwanie dobrowolne mogłoby być warunkowe, a katalog warunków w tym zakresie zostałby zmodyfikowany wobec obecnych regulacji. Wśród dopuszczalnych warunków miałyby znaleźć się zgody regulacyjne oraz, co stanowi novum, także zgody korporacyjne po stronie wzywającego, a potencjalnie również inne warunki wprowadzone na mocy przepisów wykonawczych. Co istotne, tzw. wezwanie obowiązkowe (następcze) wydaje się, że miałyby pozostać bezwarunkowe, podobnie jak aktualnie funkcjonujące wezwanie na podstawie art. 74 ust. 2 ustawy o ofercie publicznej. Taka różnica może być tłumaczona właśnie następczym charakterem obowiązkowego wezwania i faktem, iż zmniejszenie posiadanego pakietu akcji nie będzie umożliwiało uniknięcia obowiązku jego ogłoszenia.

Warto także zwrócić uwagę, że obowiązek ogłoszenia wezwania następczego nie powstanie w przypadku, gdy próg 50% ogólnej liczby głosów zostanie przekroczony w wyniku dobrowolnego wezwania na wszystkie akcje spółki. Wynika to zapewne z faktu, iż podstawowe zasady realizacji tego wezwania (w szczególności te mające na celu ochronę akcjonariuszy mniejszościowych) byłyby identyczne, jak te odnoszące się do wezwania obowiązkowego. Zatem interesy akcjonariuszy mniejszościowych chronione byłyby w odpowiedni sposób bez konieczności komplikowania całej procedury wezwaniowej poprzez duplikowanie obowiązków.

WYZNACZENIE CENY MINIMALNEJ – POŚREDNIE NABYCIE I WARTOŚĆ GODZIWA

Na rynku od wielu lat pojawiają się głosy, iż regulacje wyznaczania ceny minimalnej w wezwaniach wymagają zmian. Nakierunkowanie na zapewnienie większej ochrony akcjonariuszy mniejszościowych można zaobserwować już obecnie w praktyce sądowej i regulacyjnej. Zapewne stąd propozycja nowej konstrukcji ceny minimalnej, przedstawiona przez KNF, która nie powinna być zaskoczeniem jako zmierzająca do usankcjonowania wskazanych trendów.

Podstawowe zasady wyznaczenia ceny minimalnej w wezwaniu nie mają różnić się od dotychczasowych. Wzywający ma nadal być zobowiązany do zaproponowania ceny nie niższej niż rynkowe średnie (trzymiesięczna i sześciomiesięczna) oraz najwyższa cena zapłacona przez wzywającego, podmioty z jego grupy kapitałowej lub będące stronami porozumienia w ciągu dwunastu miesięcy poprzedzających ogłoszenie wezwania.

Jednocześnie, ustawowo usankcjonowana miałaby zostać konieczność uwzględnienia przy wyznaczaniu ceny minimalnej pośredniego nabycia akcji, obecnie oparta o stanowisko orzecznicze i regulacyjne. Proponowane rozwiązanie gwarantuje daleko posuniętą ochronę akcjonariuszy mniejszościowych. Cena nabycia pośredniego nie tylko ma być bowiem jednym z wyznaczników ceny minimalnej, ale także ma być określona przez firmę audytorską wybraną przez wzywającego poprzez odniesienie do wartości godziwej nabytych pośrednio akcji. Z kolei wycena ta ma być publicznie dostępna na stronie internetowej podmiotu pośredniczącego w wezwaniu.

Wartość godziwa akcji będzie stanowiła również podstawę do wyznaczenia ceny minimalnej w przypadku spółek o niższej płynności. Jeśli w którymkolwiek z okresów referencyjnych (trzy i sześć miesięcy) akcjami obracano na mniej niż jednej trzeciej sesji oraz jeśli na co najmniej jednej trzeciej z tych sesji występowała co najmniej 5% różnica cen tych akcji na zamknięciu notowań w stosunku do ceny zamknięcia na poprzedniej sesji w tym okresie, wówczas wzywający również będzie zobowiązany zaangażować firmę audytorską do wyznaczenia wartości godziwej akcji.

Jednocześnie, w każdym przypadku za prawidłowość wyznaczenia ceny minimalnej odpowiadałby wzywający, a także, jeśli wzywający jest osobą prawną lub jednostką organizacyjną nieposiadającą osobowości prawnej, osoby działające w jego imieniu lub interesie. Warto zwrócić uwagę, iż nieprawidłowości w tym zakresie (obok innych naruszeń obowiązków związanych z wezwaniem i kwestiami okołowezwaniowymi) byłyby zagrożone sankcją administracyjną do wysokości 10 000 000 PLN.

INNE PROPONOWANE ZMIANY

Przedstawiony przez KNF projekt zawiera również szereg mniej fundamentalnych zmian, w tym liczne zmiany techniczno-organizacyjne. Oczekiwanej cyfryzacji uległaby procedura ogłoszenia wezwania. Jednocześnie wydłużeniu do nie mniej niż 17 dni roboczych uległby okres pomiędzy ogłoszeniem wezwania a rozpoczęciem przyjmowania zapisów, przy czym maksymalnie okres ten mógłby wynosić 21 dni roboczych, czyli istotnie mniej niż obecnie, gdy dopuszczalne maksimum to 37 dni roboczych.

Bardziej transparentna miałaby stać się procedura żądania przez KNF zmian w treści wezwania, które następnie byłoby publikowane na stronie internetowej KNF.

Prawdopodobnie jedynie na papierze pozostanie nowelizacja zasad regulujących wezwania do zapisywania się na zamianę akcji. Już w aktualnym stanie prawnym ogłoszenie takiego wezwania jest raczej kosztowne i skomplikowane, a proponowane zmiany dalej zaostrzają wymogi. Podobnie jak obecnie nie będzie możliwe ogłoszenie wezwania do zapisywania się wyłącznie na zamianę wszystkich akcji spółki. Wzywający dalej będą zobligowani do oferowania możliwości sprzedaży akcji po cenie spełniającej warunki minimalne przewidziane dla wezwań do sprzedaży akcji. Co za tym idzie, w praktyce wzywający będą nadal zobowiązani do zapewnienia podwójnego zabezpieczenia wezwania – w formie papierów, które chcieliby zaoferować do zamiany oraz środków pieniężnych dla zabezpieczenia możliwości wykupu za gotówkę, jakiego zażądać mogą akcjonariusze uczestniczący w takim wezwaniu. Dodatkowo, propozycja KNF ogranicza zakres instrumentów finansowych, które mogłyby być oferowane i wydawane w zamian za akcje będące przedmiotem wezwania. Zgodnie z propozycją nowej regulacji, wzywający mógłby zaoferować jedynie zdematerializowane papiery wartościowe, dające prawo głosu w spółce. W praktyce należy oczekiwać, iż byłyby to wyłącznie akcje innej spółki publicznej.

Uwagę zwracają również dalsze zmiany o charakterze ochronnym, wzmacniające pozycję dotychczasowych akcjonariuszy spółki. Do takich zmian należy zaliczyć ograniczenie wobec obecnego stanu prawnego możliwości odstąpienia od już ogłoszonego wezwania.

Ponadto, proponowane jest istotne rozszerzenie obowiązku dopłaty do ceny po rozliczeniu wezwania, w szczególności poprzez objęcie tą regulacją także pośredniego nabycia akcji. Poza już znanym obowiązkiem dopłaty w przypadku nabycia akcji po wyższej cenie w okresie sześciu miesięcy po zakończeniu wezwania rozszerzonym dodatkowo właśnie o nabycie pośrednie, obowiązek ten uzupełniłby nowy obowiązek dopłaty o charakterze bezterminowym, powstający wobec wszystkich osób, które zbyły akcje w wezwaniu w przypadku uwzględnienia prawomocnym wyrokiem sądu powództwa o zapłatę wyższej ceny niż ustalona przez wzywającego.

Proponowana jest również zmiana definicji pośredniego nabycia akcji, która w końcu literalnie obejmie także nabycie lub objęcie akcji dowolnej liczby akcji spółki publicznej przez podmiot bezpośrednio lub pośrednio zależny, czego w obecnym stanie prawnym brakuje.

KONTAKT

Agnieszka Janicka
Partner

T +48 22 627 11 77
E agnieszka.janicka
@cliffordchance.com

Jarosław Lorenc
Counsel

T +48 22 627 11 77
E jaroslaw.lorenc
@cliffordchance.com

Katarzyna Aleksandrowicz
Lawyer

T +48 22 627 11 77
E katarzyna.aleksandrowicz
@cliffordchance.com

Niniejsza publikacja nie omawia wszystkich istotnych zagadnień i nie obejmuje wszystkich aspektów przedstawionych zagadnień. Niniejsza publikacja nie stanowi porady prawnej ani żadnej innej porady.

www.cliffordchance.com

Norway House, ul. Lwowska 19, 00-660
Warsaw, Poland

© Clifford Chance 2020

Clifford Chance, Janicka, Krużewski,
Namiotkiewicz i wspólnicy spółka
komandytowa

Abu Dhabi • Amsterdam • Barcelona • Beijing •
Brussels • Bucharest • Casablanca • Dubai •
Düsseldorf • Frankfurt • Hong Kong • Istanbul •
London • Luxembourg • Madrid • Milan •
Moscow • Munich • Newcastle • New York •
Paris • Perth • Prague • Rome • São Paulo •
Seoul • Shanghai • Singapore • Sydney •
Tokyo • Warsaw • Washington, D.C.

Clifford Chance has a co-operation agreement
with Abuhimed Alsheikh Alhagbani Law Firm
in Riyadh.

Clifford Chance has a best friends relationship
with Redcliffe Partners in Ukraine.