

K&S Kancelaria Radców Prawnych Kardasz Staszak Sp.p. z Gdańska

WPŁYW ZMIAN W PRAWIE SPÓŁEK HANDLOWYCH NA RYNEK KAPITAŁOWY W POLSCE

- argumenty przemawiające za nieuchwalaniem ustawy z dnia 9 lutego 2022 r. o zmianie ustawy – Kodeks spółek handlowych oraz niektórych innych ustaw

I. Wstęp

Projektowane zmiany w ustawie Kodeks spółek handlowych (na tej ustawie skupia się niniejsza analiza) zakładają wprowadzenie przepisów dot. grupy spółek. Zgodnie z uzasadnieniem do projektu ustawy, głównym celem ustawodawcy jest *wprowadzenie do polskiego prawa regulacji prawnej prawa holdingowego (prawa grup spółek, prawa koncernowego), które – w szerokim znaczeniu doktrynalnym – reguluje relacje prywatno-prawne między spółką dominującą a jej spółkami zależnymi, w sposób uwzględniający interes wierzycieli, członków organów oraz drobnych wspólników (akcjonariuszy) spółki zależnej, jak również wyposażenie rad nadzorczych w narzędzia umożliwiające prowadzenie bardziej efektywnego nadzoru korporacyjnego, a także wyeliminowanie wątpliwości podnoszonych przez przedsiębiorców i przedstawicieli doktryny.*

O ile zamierzenie ustawodawcy zasługuje na pochwałę (istnieje realna potrzeba uregulowania kwestii związanych z funkcjonowaniem koncernów), to niestety wykonanie tj. brzmienie zaprojektowanych budzi poważne zastrzeżenia – przede wszystkim w kontekście pogorszenia w znacznej mierze sytuacji mniejszościowych akcjonariuszy/wspólników spółek zależnych zrzeszonych w ramach grupy spółek.

Obawy te były podzielone przez Senat, który to w uchwale z dnia 11 marca 2022 r. odrzucającej ustawę, wskazał takie wady ustawy jak naruszenie interesów wspólników spółek mniejszościowych, zagrożenie interesów spółek zależnych i ich wierzycieli, iluzoryczny system odpowiedzialności spółki dominującej, rozmycie odpowiedzialności zarządu i rady nadzorczej czy wręcz otwarcie drogi do wywłaszczenia

Na uwagę również zasługuje fakt, że beneficjentami tych zmian mogą być przede wszystkim duże podmioty funkcjonujące na rynku kapitałowym, w tym z udziałem (pod kontrolą) Skarbu Państw.

Niestety w toku procesu legislacyjnego Sejm odrzucił uchwałę Senatu odrzucającą ustawę z dnia 9 lutego 2022 r. o zmianie ustawy - Kodeks spółek handlowych oraz niektórych innych ustaw i przekazał ustawę do podpisu Prezydenta RP.

Poniżej zostaną omówione konkretnie zagrożenia wynikające z przyjęcia przepisów w obowiązującym brzmieniu.

II. Analiza

Przede wszystkim trzeba zwrócić uwagę na projektowane brzmienie art. 21¹⁰, 21¹¹, 21¹⁶ § 2 ustawy.

Art. 21¹⁰ ksh stanowi o uprawnieniu do wykupu akcji należących do wspólników reprezentujących mniej niż 10% kapitału zakładowego spółki zależnej uczestniczącej w grupie spółek przez spółkę dominującą, która reprezentuje co najmniej 90% kapitału zakładowego spółki zależnej uczestniczącej w grupie spółek. Przepis art. 21¹⁰ ust. 1 k.s.h. stanowi o odpowiednim stosowaniu przepisów art. 417 § 1-3 i art. 418¹ § 2-4 i 8 (odwołuje się do 418¹ § 8 ksh mówiącego o tym, że przepisów o przymusowym odkupie akcji nie stosuje się do spółek publicznych.)

W art. 21¹¹ ksh przewidziano procedurę przymusowego wykupu akcji akcjonariuszy reprezentujących nie więcej niż 10% kapitału zakładowego przez spółkę dominującą, która reprezentuje co najmniej 90% kapitału zakładowego. W tym przypadku przepis wskazuje na odpowiednie stosowanie przepisów art. 417 § 1-3 ksh oraz art. 418 § 2, 2b i 3 ksh (nie odwołuje się do 418 § 4 ksh mówiącego o tym, że przepisów o przymusowym wykupie akcji nie stosuje się do spółek publicznych.) Dodatkowo przewidziano możliwość przeprowadzenia takiej procedury przez spółkę dominującą już przy reprezentowaniu 75% kapitału zakładowego spółki zależnej (co wymaga określenia w statucie/umowie spółki - warunek ten jest iluzoryczny, gdyż spółka dominująca będzie miała możliwość uchwalenia takiej zmiany statutu/umowy spółki).

Art. 21¹⁶ § 2 k.s.h. przewiduje zaś, że *przepisów ustawy o spółce zależnej uczestniczącej w grupie spółek nie stosuje się do: 1) spółki publicznej.* Sformułowanie „przepisów ustawy o spółce zależnej” (tutaj należy zwrócić uwagę, że ustawodawca nie użył pojęcia „przepisów ustawy o grupie spółek” bądź „przepisów działu IV ustawy”) wydaje się, że powinno się interpretować w ten sposób, iż przepisy ustawy mają zastosowanie w każdym innym przypadku niż gdy spółka zależna jest spółką publiczną (co umożliwia zastosowanie do grupy spółek w której spółka dominująca jest spółką publiczną, a spółka zależna już nie).

Powyższe wywołuje wątpliwości interpretacyjne - w przypadku przymusowego odkupu mamy „podwójne zaprzeczenie” tj. dwukrotnie wskazano na niestosowanie tych przepisów do spółek publicznych (odwołanie do 418¹ § 8 k.sh. i art. 21¹⁶ par. 2 k.s.h.), zaś w przypadku przymusowego wykupu brak jest w projektowanym przepisie odwołania do „dalszych” przepisów k.s.h. wyłączających stosowanie tej procedury w przypadku spółek publicznych (pozostaje jedynie przepis art. 21¹⁶ par. 2 k.s.h. - tj. „jednokrotne zaprzeczenie”).

Bazując na racjonalności ustawodawcy, takie działanie sugeruje zamierzenie by przymusowy wykup i przymusowy odkup były uregulowane odmiennie tj. aby przepisy k.s.h. mogły mieć zastosowanie do spółek publicznych. Należy bowiem zapytać (przy założeniu racjonalności ustawodawcy) w jakim celu w przepisie dotyczącym przymusowego wykupu ustawodawca wprost odwołał się do przepisów wyłączających tę procedurę co do spółek publicznych, a nie uczynił tego już w przepisie dotyczącym przymusowego wykupu. Z drugiej strony jaka jest relacja powyższego (odwołania się w przypadku przymusowego odkupu/braku odwołania w przypadku przymusowego wykupu do wyłączenia

zastosowania wobec spółek publicznych) do przepisu art. 21¹⁶ par. 2 k.s.h. wyłączającego zastosowanie przepisów ustawy o spółce zależnej w grupie spółek – czy mamy do czynienia z zasadą *lex specialis derogat legi generali* (norma szczególna uchyla normę generalną) i przyjęciu, że normą ogólną w tym przypadku jest art. 21¹⁶ par. 2 k.s.h.?

Powyższe rozróżnienie może również wynikać z błędów redakcyjnych przy projektowaniu zmian w k.s.h. i braku odwołania w przepisie dotyczącym przymusowego wykupu – lub co bardziej prawdopodobne, niepotrzebny odwołaniu zastosowanym w przepisie dotyczącym przymusowego odkupu. Niezależnie od przyczyny i odszyfrowania zamierzenia ustawodawcy (które w tym zakresie nie zostało przedstawione w uzasadnieniu do projektu ustawy), należy uznać, że mamy do czynienia z błędami techniczno-legislacyjnymi, które nie powinny zostać utrwalone w uchwalonym, a następnie stosowanym prawie. Materia związana z tak istotnym aspektem jak gwarantowane konstytucyjnie prawo własności i w zakresie jakim zastosowanie wyjątkowych przepisów pozwalających na de facto wywłaszczenie mniejszościowych inwestorów z posiadanych przez nich akcji/udziałów, powinna być zredagowana w sposób jednoznaczny i nie budzący wątpliwości co do zakresu zastosowania.

Projektowane zmiany niestety nie spełniają powyższych standardów i należy wobec tego rozważyć dwa możliwe warianty Oznacza to w uproszczeniu możliwość przyjęcia dwóch wariantów:

Wariant I – przepisy k.s.h. o przymusowym wykupie w grupie spółek mogą mieć zastosowanie do spółek publicznych, z uwagi na brak wyłączenia takiej możliwości bezpośrednio w przepisie art. 21¹¹ k.s.h. (w przeciwieństwie do przepisu art. 21¹⁰ dot. przymusowego odkupu).

Wariant II – nie może mieć zastosowania do spółki publicznej, ale istnieje możliwość zastosowania do spółki zależnej, która nie ma statusu spółki publicznej (np. spółki wchodzącej w skład grupy spółek, w której spółka dominująca będąca spółką publiczną dokonała delistingu spółki zależnej będącej spółką publiczną).

Analizując powyższe to na przykładzie:

Spółka X posiada w Spółce Y 91% akcji, które przekładają się na 93% ogólnej liczby głosów w walnym zgromadzeniu. Zarówno Spółka X jak i Spółka Y są spółkami publicznymi. Na podstawie aktualnie obowiązujących przepisów (ustawa o ofercie publicznej...), Spółka X nie ma wystarczającego udziału w ogólnej liczbie głosów w walnym zgromadzeniu, by móc przeprowadzić procedurę przymusowego wykupu. Dodatkowo przepisy aktualnie obowiązujące wyłączają stosowanie k.s.h. do spółek publicznych (choć niezależnie od tego Spółka X nie posiada wymaganego udziału w kapitale zakładowym Spółki Y na poziomie 95%).

W przypadku wejścia w życie zmian w Wariancie I Spółka X w przypadku uczestnictwa ze Spółką Y w grupie spółek mogłaby przeprowadzić procedurę przymusowego wykupu akcji akcjonariuszy mniejszościowych, z uwagi na spełnienie warunku posiadania min. 90% udziału w kapitale zakładowym spółki (z opcją do obniżenia tego wymogu nawet do 75%).

W przypadku wejścia w życie zmian w Wariancie II Spółka X w przypadku uczestnictwa ze Spółką Y w grupie spółek mogłaby dokonać delistingu Spółki Y, co w konsekwencji doprowadziłoby do utraty przez Spółkę Y statusu spółki publicznej. W takim przypadku nie będzie miał zastosowania art. 21¹⁶ par. 2 k.s.h, gdyż Spółka Y jako spółka zależna nie będzie już spółką publiczną. W uproszczeniu – będzie możliwy przymusowy wykup akcjonariuszy mniejszościowych Spółki Y po skutecznym jej delistingu i utracie statusu spółki publicznej.

III. Podsumowanie

Planowane zmiany Kodeksu spółek handlowych, które wejdą w życie w przypadku podpisania ustawy przez Prezydenta RP mają fundamentalne znaczenie dla rynku kapitałowego - przede wszystkim z tego względu, iż w przypadku powołania grupy spółek (z której to instytucji zapewne skorzysta wiele holdingów, w tym holdingów z udziałem Skarbu Państwa) istnieje możliwość wywłaszczenia akcjonariuszy posiadających mniej niż 25% udziału w kapitale zakładowym spółki.

Już samo obniżenie progu z 95% udziału w kapitale zakładowym względem obowiązującego obecnie w k.s.h. dla spółek niezrzeszonych w grupie spółek do 90% (czy z progu 95% głosów w walnym zgromadzeniu dla spółek publicznych w ustawie z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych) należy uznać za zmianę daleko idącą. Należy podzielić opinię przedstawioną w uchwale Senatu, iż uchwalenie przepisów w takim brzmieniu będzie prowadziło do *destabilizacji i dezintegracji prawa spółek handlowych w sferze wartości, podstawowych konstrukcji i pojęć*.

Dodatkowo należy ocenić, że wejście w życie przepisów w projektowanym brzmieniu zniechęci indywidualnych inwestorów do inwestycji w podmioty zrzeszającą się w grupach spółek, z obawy przed możliwością ich „wyciśnięcia” ze spółki już przy udziale kapitałowym spółki dominującej na poziomie 75%. Co więcej ewentualna możliwość zastosowania tych przepisów do spółek publicznych spowoduje, że obrót akcjami będzie zapewne jeszcze bardziej obniżony niż ma to obecnie miejsce w przypadku spółek, gdzie udział kapitałowy jednego wspólnika jest znaczący (dodatkowy argument przemawiający za rezygnacją z transakcji dot. akcji takiej spółki zależnej uczestniczącej w grupie spółek). Powyższe może w konsekwencji z kolei spowodować znaczny spadek kursu akcji takiej spółki, który nie odzwierciedla rzeczywistej kondycji spółki zależnej, w szczególności jej wartości godziwej.

Powyższe może być jeszcze większą pokusą dla zarządów spółek dominujących zrzeszonych w ramach grupy spółek do dokonywania delistingu spółek zależnych po średnim kursie (zgodnie z przepisami ustawy o ofercie publicznej...) zaniżonej względem wartości godziwej, a następnie przeprowadzić procedurę przymusowego wykupu z obniżonymi wymaganiami względem aktualnie obowiązujących przepisów.

Niniejsza analiza dotyczy małego wycinka projektowanych przepisów – w toku procesu legislacyjnego podniesiony został szereg zarzutów dotyczących innych przepisów projektowanej ustawy. **Podsumowując należy zaapelować za tym aby nie uchwalać ustawy w projektowanym brzmieniu.**