

„Dobra zmiana” dostrzegła GPW

Grupa polityków PIS zdecydowała się złożyć projekt zmiany ustawy o ofercie publicznej, która liberalizuje obostrzenia dotyczące zakupów większych pakietów akcji. W skrócie, jeśli nowelizacja przejdzie, to m.in. inwestor chcący nabyć w krótkim czasie (poniżej trzech miesięcy) ponad 10 proc. akcji nie będzie musiał ogłaszać wezwania. Tej propozycji nie są przychylni przedstawiciele Stowarzyszenia Inwestorów Indywidualnych, gdyż się obawiają, że „drobni” będą pokrzywdzeni przez „dużych” przy tego typu transakcjach.

Pomysłodawcy argumentują, że obowiązujące obecnie przepisy zostały wprowadzone, gdy rynek był we wczesnym stadium rozwoju i zapobiegał wahaniu kursów w nienaturalny sposób. I ja się z tą argumentacją zdecydowanie zgadzam. Moim zdaniem, każdy krok, który znosi nadmierne przeregulowanie rynku, to krok w dobrą stronę. Sytuacja jest bowiem taka, że na rynku kapitałowym mamy już tak dokreconą wszelakimi przepisami sрубę, że wchodzi na niego już tylko prawdziwi herosi. Warto wspomnieć, że na NewConnect nie obowiązują żadne przepisy dotyczące wezwań z wyjątkiem delistingu. Można też przeprowadzić na nim ofertę publiczną. Co prawda tylko do 10 mln zł, ale zawsze to coś. W tym kontekście warto zauważyć, że pojawił się w czwartek pierwszy chętny (krakowska spółka KCI) do zmiany notowań z rynku z głównego GPW na NewConnect. To pod prąd wieloletnim praktykom. Co prawda nie znam powodów przenosin „pod prąd” trendowi, ale zdaję sobie sprawę, że emitentom na głównym parkiecie łatwo nie jest.

Część firm, które trafiły z NewConnect na główny parkiet, traciła w oczach inwestorów i akcjonariuszy. Dlaczego? Bo najważniejsza jest dla nich płynność. Ta na NewConnect jest zachowana, gdyż obowiązują tam tylko notowania ciągłe. Na GPW mało płynne firmy trafiają na fixing, gdzie do ustalania ceny i transakcji dochodzi tylko dwa razy dziennie. Dla małych podmiotów to być może prestiż, ale notowanie w systemie fixingu to już prawdziwa degradacja.

Wracając do zdjęcia ograniczenia w postaci wezwań, co powinno przelożyć się ożywczo na niemrawy rynek, należałoby zaapelować: – Panowie i panie z sejmowych ław, chcemy więcej! Chcemy więcej rozsądnych zmian, które tchną nowe życie w gmach na Książęcej w Warszawie. Chcemy poluzowania gorsetu przeregulowanego rynku, gdzie roi się od zakazów i kar, a brak jest preferencji i ulg sprzyjających długoterminowemu inwestowaniu.

Niech natchnie ich duch Zyty Gilowskiej, byłej minister finansów i wicepremier za rządów poprzedniego PiS, która ulżyła milionom obniżając w 2007 r. PIT, a przedsiębiorcom składki rentowe. Dzięki temu roku później bezinflacyjne realne dochody wzrosły o około 10 proc. brutto. ©



FOT. MAT. PRASOWE

Dariusz Jarosz
prezes, Martis Consulting

PARKIET

■ **Parkiet**
Gazeta Giełdy i Inwestorów, ul. Prosta 51, 00-838 Warszawa;
tel. 22 463 06 93, faks 22 463 05 10
kontakt dla inwestorów: sos@parkiet.com; www.parkiet.com
parkiet.com@parkiet.com; prenumerata: 0 800 120 195
Zamówienia na prenumeratę przyjmują jednostki Ruchu, Kolportera, Garmond Press, GLM.
Prenumerata elektroniczna
(e-wydanie, wydanie na tablecie): tel. 801 15 15 15
e-mail: serwis@parkiet.com
www.parkiet.com; www.e-kiosk.pl; www.e-gazety.pl
■ Redaktor naczelny: **Andrzej Stec**
■ Zastępcy redaktora naczelnego: **Zdzisław Grzędziński**
Dariusz Wiczorek
■ Działalność kierująca:
> firmy: Dariusz Wiczorek, tel. 22 463 05 98
> finanse i gospodarka: Tomasz Goss-Strzelecki, tel. 22 463 06 22
> analizy, finanse osobiste: Wojciech Zieliński, tel. 22 463 05 99
> opinie&komentarze: Zdzisław Grzędziński, tel. 22 463 06 05
> studio graficzne: Joanna Żyngiel, tel. 22 463 05 91
■ Biuro Sprzedaży Korporacyjnej
tel. 22 629 86 14; 22 621 48 69, faks 22 621 46 58; 22 625 61 57,
reklama@parkiet.com
■ Dział Konferencji i Szkoleń: tel. 22 463 01 50
■ Dział Marketingu: Jowita Kawka, tel. 22 463 05 57

■ Wydawca: GREMI MEDIA Sp. z o.o.
■ Druk: Agora SA
Za treść ogłoszeń redakcja nie ponosi odpowiedzialności.
© – znak zastrzeżenia praw autorskich; © – znak odpłatności;
© © – umieszczenie tych dwóch znaków przy artykule oznacza
możliwość jego dalszego rozpowszechniania tylko i wyłącznie zgodnie
z postanowieniami „Regulaminu korzystania z artykułów prasowych”
zamieszczonego na stronie www.rp.pl/regulamin i po wcześniejszym
uiszczeniu należności, zgodnie z cennikiem zamieszczonym na stronie
www.rp.pl/licencja

gremi
media

KOMENTUJE Jerzy Krzętowski



Zgromadzenie obligatariuszy – regulacja do liftingu

Obowiązujące od 1 lipca 2015 r. przepisy o zgromadzeniu obligatariuszy wymagają udoskonalenia. Praktyka wskazuje bowiem, że mogłyby lepiej służyć inwestorom i być bardziej elastyczne. W przypadku braku zmian, z biegiem lat problem może narastać i konieczne jest „sztukowanie” brakujących regulacji na poziomie kontraktowym.

Obowiązująca ustawa o obligacjach z 15 stycznia 2015 r. po raz pierwszy w polskiej historii wprowadziła do porządku prawnego instytucję zgromadzenia obligatariuszy. Uchwały zgromadzenia obligatariuszy, po uzyskaniu zgody emitenta, mogą zmieniać warunki emisji obligacji (WEO). Ustawa przewiduje szczegółowe warunki zwoływania oraz podejmowania uchwał przez zgromadzenie

w zgromadzeniu obligatariuszy powinien uczestniczyć członek organu zarządzającego emitenta, który, co do zasady, otwiera samo zgromadzenie. Jeśli obligatariusze chcieliby zgromadzić się bez wiedzy emitenta lub wbrew jego woli – takie spotkanie obligatariuszy nie będzie miało statusu zgromadzenia obligatariuszy i nie będzie mogło podejmować ważnych uchwał.

Tymczasem praktyka pokazuje, że zgromadzenie obligatariuszy powinno być także platformą spotkania i decyzji w gronie obligatariuszy lub w relacji obligatariusze – osoby trzecie zaangażowane w proces realizacji obligacji. Zgadzam się, że bez udziału i zgody emitenta nie powinno się zmieniać WEO, ale aż się prosi, by obligatariusze na zgromadzeniu

chyba że dany obligatariusz złoży oświadczenie o samodzielnym działaniu w postępowaniu).

W moim odczuciu zgromadzenie obligatariuszy powinno być bardziej dla obligatariuszy niż dla emitenta, stąd wskazana jest także zmiana zasad jego zwoływania (by możliwe było szybkie i skuteczne zwołanie zgromadzenia nawet wbrew emitentowi).

Liberum veto

Kolejna kwestia, która prawdopodobnie będzie torpedować funkcjonowanie zgromadzeń obligatariuszy, to zasada, iż zmiana istotnych postanowień dopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym lub wprowadzonych do alternatywnego

W mojej opinii takie rozwiązanie nie jest właściwe – wręcz odwrotnie, w przypadku obligacji notowanych, gdzie z założenia obligatariusze są bardziej rozdrobnieni, rozsądne byłoby kwalifikowane większości głosów, ale nie jednomyślność. Jeśli zaś ustawodawcy chodziło o ochronę małych obligatariuszy, cel ten mógł osiągnąć, wprowadzając szerszą kontrolę sądu co do uchwał zgromadzenia obligatariuszy (np.: w drodze obowiązku zatwierdzenia uchwały przez sąd rejestrowy) lub możliwość kontroli regulacyjnej w stosunku do uchwał niezgodnych naruszających interesy mniejszościowych obligatariuszy (np.: możliwość kary pieniężnej nakładanej w takiej sytuacji przez regulatora).

Trzeba zacząć się zastanawiać nad zmianami

Tak czy inaczej, praktyka nawet z tak krótkiego czasu pokazuje, że przepisy zgromadzenia obligatariuszy trzeba będzie w niedługim czasie poddać liftingowi. Z biegiem czasu problem ten pewnie będzie narastał, a trudności w przeprowadzeniu zgromadzeń obligatariuszy będą ujawniać kolejne mankamenty regulacji.

Na chwilę obecną pozostaje jedynie próba rozwiązania sygnalizowanych wyżej problemów na gruncie kontraktowym i bardzo wnikliwa oraz przemyślana redakcja WEO – tutaj jednak łatwo o wpadkę, gdyż ustawa zastrzega, iż w przypadku gdy WEO przewidują zgromadzenie obligatariuszy, nie mogą one wyłączyć lub ograniczyć postanowień rozdziału 5 ustawy o obligacjach. ©

Zgromadzenie obligatariuszy powinno być bardziej dla obligatariuszy niż dla emitenta, stąd wskazana jest także zmiana zasad jego zwoływania.

obligatariuszy, jak również zasady ich zaskarżania. W założeniu ustawodawca chciał dać emitentom instrument „dogadania się” z obligatariuszami i zmiany w ten sposób WEO, a w konsekwencji uniknięcia problemów technicznych lub nawet przypadku naruszenia (default).

Dla kogo tak naprawdę zgromadzenie?

W praktyce jednak widać już wyraźnie, że zgromadzenie obligatariuszy zostało skrojone wyłącznie „na miarę” emitenta i odnosi się do relacji między emitentem a obligatariuszami. W szczególności fakt, że zgromadzenie obligatariuszy zwołuje emitent (wyjątkowo – w określonych przypadkach – obligatariusze upoważnieni przez sąd rejestrowy, ale zapewne po wielomiesięcznej procedurze) powoduje, że bez zaangażowania zarządu emitenta nie sposób przeprowadzić zgromadzenia. Ponadto

mogli podjąć wiążące prawnie decyzje co do, na przykład:

- 1) wyboru nowego administratora zabezpieczeń,
- 2) sposobu działania administratora zabezpieczeń (w tym wiążących zaleceń co do zakresu i sposobu windykacji),
- 3) propozycji zmian WEO, które mogą następnie stać się przedmiotem uchwał na następnym zgromadzeniu, a emitent będzie miał obowiązek uwzględnić taką propozycję w porządku obrad zwoływanego zgromadzenia,
- 4) zlecenia niezależnym podmiotom dokonania badania stanu finansowego i majątkowego emitenta,
- 5) udzielenia wskazówek kuratorowi w postępowaniu restrukturyzacyjnym lub upadłościowym co do głosowania nad układem (obecnie w tych postępowaniach obowiązuje zasada, że ogół obligatariuszy reprezentuje kurator,

systemu obrotu wymaga zgody wszystkich obligatariuszy obecnych na zgromadzeniu obligatariuszy.

Tymi istotnymi (kwalifikowanymi) postanowieniami WEO są, na przykład, postanowienia dotyczące wysokości, formy lub warunków zabezpieczenia wierzytelności wynikających z obligacji. Czyli jeśli ogromna spółka giełdowa chce zmienić zapis WEO dotyczący jednej z kilkudziesięciu działek obciążonych hipoteką z obligacji (bo dokonała podziału geodezyjnego), to na zgromadzeniu obligatariuszy za zmianą będą musieli zagłosować wszyscy obecni obligatariusze (a mogą być ich setki). Biorąc pod uwagę prawną maksymę „gdzie dwóch Polaków, tam trzy różne zdania”, jednomyślność może nie być łatwym zadaniem – ba, taka regulacja rodzi pokusę „szantażu korporacyjnego”, gdzie obligatariusz z przyszłowiową jedną obligacją może zablokować uchwałę.



Przemysław Wierzbicki
advokat, wspólnik zarządzający,
Wierzbicki Adwokaci i Radcowie Prawni

FOT. MAT. PRASOWE