



NOWELIZACJA KSH: PRAWO HOLDINGOWE W PRAKTYCE.
PORÓWNANIE DOŚWIADCZEŃ UE
CYKL WEBINARIÓW W RAMACH X FSK

ZAPIS ROZMOWY

20 PAŹDZIERNIKA 2020 GODZINA 10:30-12:00

10:35-10:45 Doświadczenia państw Unii Europejskiej w stosowaniu regulacji prawa holdingowego

- › Specyfika różnych systemów prawnych
- › Porównanie regulacji w poszczególnych krajach
- › Najlepsze przykłady

dr Mirosław Kachniewski, Prezes Zarządu, Stowarzyszenie Emitentów Giełdowych

Rafał Rapala, Radca Prawny, Starszy Partner, Szef praktyki prawa korporacyjnego oraz rynków kapitałowych, Kochański & Partners

Aneta Serowik, Adwokat, Starszy Prawnik, Kochański & Partners

W których krajach unijnych funkcjonują już regulacje prawa holdingowego?

Aneta Serowik: Regulacje grup spółek w ogólności dotyczą sytuacji, w której mamy spółkę uzyskującą dominację w spółce, którą wówczas nazywamy spółką zależną. Jest to pewien zestaw przepisów, który można powiedzieć, że częściowo funkcjonuje obecnie w Polsce. Mamy przykładowo przepisy o dominacji i zależności w postaci art. 6 ksh, cały zestaw przepisów z ustawy o ofercie publicznej, przykładowo nakładających obowiązek wezwań w przypadku osiągnięcia pewnych progów, są liczne inne przepisy chroniące mniejszość. Jeżeli mówimy zaś o prawie holdingowym sensu stricto, to tak naprawdę chodzi o przepisy, które dużo bardziej ingerują w relacje między spółką dominującą a zależną, przełamując barierę autonomiczności spółki, nakazu powoływania się przez zarząd na interes spółki. Oczywiście w Polsce takiej regulacji nie ma. Mówiąc o dalej idących ingerencjach w autonomiczność spółki można wskazać na model pełnej regulacji, który występuje w Niemczech i który powielono w Portugalii, Chorwacji, Czechach i Słowenii oraz model regulacji szczątkowej, mający za zadanie przede wszystkim ochronę mniejszości i wprowadzający mechanizmy usprawniające funkcjonowanie grupy spółek, które nie mogłyby mieć miejsca na mocy wcześniejszych przepisów z uwagi na pewne bariery ochronne. Model szczątkowej regulacji jest widoczny na przykład we Włoszech, gdzie w 2004 roku wprowadzono przepisy, które łączą doktrynę Rosenblum i regulacje holdingowe niemieckie. Wspomniana doktryna Rosenblum wykształciła się natomiast we Francji i jest to model początkowo orzecznictwa, który został następnie wprowadzony do kodeksu. Dotyczy głównie wyłączenia członków zarządu od odpowiedzialności za działanie w interesie grupy spółek.

Rafał Rapala: Co ciekawe ten model francuski został wykształcony na bazie orzecznictwa sądów karnych. Jego nazwa - Rosenblum, pochodzi od precedensowej sprawy z udziałem Marca Rosenblum, który został skazany za nieprawidłowości w swoich spółkach zależnych. Przy okazji wyroku skazującego, który został następnie podtrzymany, wykształciła się natomiast teoria, co należy robić, aby zarządcy spółek dominujących i zależnych mogli powoływać się na interes grupy.

Aneta Serowik: Doktryna Rosenblum jest obecnie rozwijana i prezentowana jako właściwa. Na jej kanwie powstał na przykład projekt przedstawiony przez nieformalną grupę ekspertów, europejskiej ustawy modelowej. Mamy forum Europejskie Grup Spółek z 2015 roku, który również rekomenduje doktrynę Rosenblum, rozszerzoną o mechanizmy dodatkowe. Wracając natomiast do początku, regulacja niemiecka - najstarsza, wyróżnia holdingi umowne i holdingi faktyczne. Holding umowny, wprowadzony z myślą o kompleksowym rozwiązaniu relacji związanych z grupą spółek, to można powiedzieć pewien rodzaj stosunku zobowiązaniowego, w którym spółka dominująca zobowiązuje się podjąć niejako opiekę nad spółką zależną, poprzez wydawanie jej wiążących poleceń i



uzupełnianie strat w bilansie corocznym, bez względu na to, czy jest to efekt działania spółki dominującej. Spółka ma prawo do transferu zysku, co jest z kolei obwarowane obowiązkiem wydawania świadczeń zastępczych zamiast dywidendy na rzecz wspólników mniejszościowych spółki zależnej oraz pełną odpowiedzialnością wyrównawczą spółki dominującej, która następnie może się przekształcić w odpowiedzialność odszkodowawczą. Do holdingu umownego przystępuje się poprzez zawarcie umowy, która jest negocjowana pomiędzy stronami, a następnie oceniana przez biegłego rewidenta, ponieważ przy wejściu do holdingu wspólnikom mniejszościowym przysługuje prawo odkupu. Taki biegły rewident wycenia wartość tego odkupu. Spółka dominująca może zamiast ceny odkupu zaoferować przejęcie swoich akcji. W przypadku wejścia do takiego holdingu należy podjąć uchwałę większością 3/4 głosów. Z takiej umowy można zrezygnować, lecz należy wówczas zabezpieczyć roszczenia wierzycieli w terminie 6 miesięcy przed rezygnacją z umowy. Prawo niemieckie nie przewiduje odpowiedzialności przebijającej, jest to rozwiązywane na takim restrykcyjnym poziomie ochrony kapitału.

Jakie są wady takiego rozwiązania?

Rafał Rapala: Z rozwiązaniem niemieckim jest taki problem, że to rozwiązanie się nie przyjęło. Z naszych studiów i obserwacji wynika, że koncerny umowne zostały zastąpione koncernami faktycznymi. *Per facta concludentia* jest stwierdzane, że została zawarta nieformalna umowa między spółką dominującą i zależną. Wtedy akcjonariusz mniejszościowy uzyskuje szereg instrumentów ochronnych. W Niemczech jest dużo regulacji, które pokazują, że istotne jest, aby chronić spółki zależne i ich akcjonariuszy.

Aneta Serowik: Czym tak naprawdę jest koncern faktyczny? Jest on uregulowany w kilku przepisach i mówią one o tym, że jeżeli nie ma umowy holdingowej, to spółka dominująca nie ma możliwości wydawania spółce zależnej poleceń, natomiast może ona dokonywać pewnych uszczerbków w majątku spółki zależnej, jeżeli dojdzie do odpowiedniej ich rekompensaty w bilansie spółki. W praktyce trudno jest jednak wyodrębnić poszczególne czynności i wykazać, że dany uszczerbek nastąpił jako skutek dominacji, dlatego też ustawodawca niemiecki wprowadził obowiązek szczegółowych sprawozdań z wywieranego wpływu, w tym informacji o uszczerbkach i ich wyrównywaniu. Jeśli uszczerbek nie został zrekompensowany, przysługuje możliwość dochodzenia roszczeń odszkodowawczych. Przepisy o koncernach umownych znajdują zastosowanie do koncernów faktycznych, jako bariera ochronna, jeśli dojdzie do tak zwanego koncernu faktycznego kwalifikowanego, czyli gdy nie została zawarta umowa, ale spółki zachowują się tak, jakby została ona zawarta. Akcjonariusze wtedy mogą żądać odszkodowania tak, jakby ta umowa została zawarta, a także istnieje uprawnienie do ich wyjścia ze spółki, uprawnienie do świadczenia podobnego jak dywidenda. Bardziej problematyczna jest natomiast kwestia spółek z o.o., ponieważ ustawa niemiecka wprowadza koncerny umowne i faktyczne tylko w spółkach akcyjnych. Chcąc rozwiązać ten problem uznano, że spółki zoo mogą wejść do holdingu umownego na bazie przepisów o koncernie umownym spółki akcyjnej. Z kolei jeśli się tak nie stanie, a mamy do czynienia z ingerencją spółki dominującej, to w orzecznictwie uważa się, że zasady odpowiedzialności spółki dominującej wobec wspólników mniejszościowych spółki zależnej powinno się wywodzić z zasady lojalności, ze stosunku spółki, z zasad ogólnych odpowiedzialności deliktowej.

Jakie rozwiązania proponowane są w modelu francuskim?

Aneta Serowik: W tym modelu jest ogólna zasada możliwości powoływania się na interes grupy spółek. Orzecznictwo wypracowało przesłanki możliwości powoływania się na niego i są to przede wszystkim: istnienie zorganizowanej struktury w spółkach oraz prowadzenie długofalowej wspólnej polityki uwzględniającej wzrost wszystkich spółek z grupy. Doktrynie francuskiej zarzuca się lakoniczność.

Rafał Rapala: Tak, podnosi się, jako problematyczne, brak jasnych kryteriów za złamanie doktryny Rosenblum i kompensaty uszczerbku, jaki poniosła spółka zależna lub wspólnicy spółki zależnej. Nie mają oni za bardzo możliwości działania w zakresie odkupu akcji, zamiany akcji na akcje spółki dominującej, zabezpieczenia szkody, która może się pojawić z tytułu koncernu.

Aneta Serowik: Ma ona jednak jeden plus, ponieważ zakłada jednak działania prewencyjne. To na zarząd nakłada się obowiązek wyważenia interesu grupy przy podejmowaniu decyzji. Ponadto, ustawodawca i orzecznictwo wychodzą z założenia, że grupa powinna dążyć do wspólnego rozwoju spółek. Prawo niemieckie działa w oparciu o zupełnie inne założenia. We Włoszech z kolei w 2014 roku wprowadzono doktrynę Rosenblum, ale uzupełnioną o rozwiązania, które nie pojawiały się wcześniej we Francji, jak wydawanie poleceń, niewiążących, sprawozdawczość,



domniemanie, że jeśli doszło do dominacji. We Włoszech nie definiuje się natomiast szczegółowo interesu grupy spółek na rzecz wskazania, że spółka dominująca sprawuje nad spółką zależną jednolite kierownictwo. Pojawia się też możliwość wyjścia ze spółki zależnej przez mniejszość, czy obowiązek oceny przez zarząd, czy dane polecenie jest możliwe do rekompensaty - jest to tak zwana teoria kompensacyjnych korzyści.

Jak dotychczas były rozwiązywane problemy prawa grupy spółek?

Aneta Serowik: W Polsce mamy bardzo szcątkowe orzecznictwo, które pozwalałoby na powoływanie się na interes grupy spółek. W doktrynie jest dyskusja czy można mówić o nadużyciu formy prawnej w postaci spółki, są różne poglądy na ten temat, najbliższej chyba jest do koncepcji obejścia prawa. Te problemy są rozwiązywane w przepisach szczególnych np. w ustawie o ofercie, w której wskazuje się, że nie ma większej różnicy między akcjami posiadanymi przez podmiot zależny a akcjami posiadanymi przez akcjonariuszy bezpośrednio, mam tu na myśli obowiązki notyfikacyjne i wezwania. Mamy przepisy dot. *squeeze-out'u*, sprawozdawczość skonsolidowaną, która jest potwierdzeniem, że w praktyce jednak spółki z grupy traktuje się jako cały organizm.

Rafał Rapala: Mamy też art. 416 k.s.h. przewidujący możliwość wyjścia, czy przepisy dotyczące powoływania rady nadzorczej przy głosowaniu grupami. Możliwość powołania rewidenta do spraw szczególnych lub przepisy o działaniu w porozumieniu na mocy ustawy o ofercie. Przy okazji zawierania holdingu nieformalnego są więc takie przepisy ochronne dla akcjonariuszy mniejszościowych.

Czy w takich uregulowaniach prawnych spółka giełdowa, która ma spółki zależne może w miarę swobodnie funkcjonować, gdy zawrze umowę holdingową?

Aneta Serowik: Z art. 7 KSH wynika możliwość zawarcia umów holdingowych. W doktrynie jednak uważa się, że zawarcie takich umów byłoby wątpliwe, jeśli chodzi o ich legalność, bo byłoby w sprzeczności z obecnymi przepisami o ochronie kapitału własnego spółki, z zasadą lojalności, z równym traktowaniem wspólników, z przepisami dotyczącymi przepływu informacji. Na gruncie polskim raczej się nie spotyka z zawieraniem umów holdingowych. Spółki dominujące muszą sobie w takiej sytuacji radzić w oparciu o obecne regulacje.

Rafał Rapala: Na kanwie obecnych przepisów także akcjonariusze mniejszościowi nie mają jednoznacznego mechanizmu prawnego do dochodzenia odszkodowania z tytułu szkody wyrządzonej przez spółkę dominującą. Jest też *actio pro socio*, które jest niezwykle uciążliwe, a odszkodowanie przysługuje spółce zależnej, nie akcjonariuszowi mniejszościowemu, któremu pozostaje jedynie zawiadomienie prokuratury. Jeśli chodzi o wierzycieli, to instytucją taką może być np. skarga pauliańska.

10:45-10:55 Dotychczasowe problemy prawa grup spółek w Polsce

- › Umowy koncernowe
- › Podział władzy i odpowiedzialności
- › Przepływ informacji w grupie

Rafał Rapala, Radca Prawny, Starszy Partner, Szef praktyki prawa korporacyjnego oraz rynków kapitałowych, Kochański & Partners

Aneta Serowik, Adwokat, Starszy Prawnik, Kochański & Partners

dr Mirosław Kachniewski, Prezes Zarządu, Stowarzyszenie Emitentów Giełdowych



Jakie są główne obszary zmian w zakresie konsultowanej nowelizacji?

Aneta Serowik: W całej nowelizacji mamy dwie grupy przepisów. Pierwsza część przepisów dotyczy grupy spółek, a druga część dotyczy usprawnienia funkcjonowania rady nadzorczej i zarządu.

Rafał Rapala: Jeśli chodzi o grupę spółek, to jesteśmy w posiadaniu autopoprawek Ministerstwa Aktywów Państwowych do projektu, więc na ich bazie będziemy komentować projekt.

Po co właściwie są regulacje dotyczące wspólnego działania spółek?

Rafał Rapala: Z uwagi na wymogi biznesowe. Gdy spółka dominująca ma szereg spółek zależnych, to kieruje się interesami grupy, a nie tylko swoim własnym i tak samo spółki zależne, to jest naturalna konsekwencja stosunków biznesowych. Przepisy te są potrzebne, ale nie jestem przekonany, że to co jest w projekcie jest właściwe.

Czym jest grupa spółek?

Aneta Serowik: Według projektu to spółka dominująca i spółka lub spółki zależne, które kierują się wspólną strategią gospodarczą, co pokazuje się poprzez sprawowanie jednolitego kierownictwa spółki dominującej nad spółkami zależnymi. Widać tu inspirację z doktryny Rosenblum.

Kto decyduje o tym, że powstała grupa spółek? jak można to sformalizować?

Aneta Serowik: Takim aktem miałyby być podjęcie uchwały, która sprawi, że spółka stanie się grupą spółek. Uchwała podejmowana jest przez wspólników lub walne zgromadzenie akcjonariuszy. Uchwałę tę podejmuje się zwykłą większością i należy w niej wskazać spółkę dominującą. Doktryna Rosenblum zakłada funkcjonowanie trwałej strategii działania grupy, w tym projekcie to jest po części w klauzuli generalnej, która wyjaśnia, czym jest grupa spółek - grupa, która kieruje się wspólną strategią. Najważniejsze jest w uchwale wskazane spółki dominującej, jako spółki, która wywiera wpływ na działalność spółki zależnej. Przepisy nie mówią nic o obowiązku określania tej strategii w regulaminach etc. Do grupy mogą przystąpić także spółki powiązane, jeśli ujmą odpowiednie postanowienia w statucie lub umowie spółki.

Rafał Rapala: Poprzednia wersja projektu stanowiła, że fakt stworzenia grupy spółek należy wprowadzić do statutu, ale teraz takie postanowienie jest nieaktualne. Ja uważam, że należałoby zmienić statut spółki zależnej, jeśli wejdzie ona do grupy spółek, po to, żeby dać większą transparentność, żeby faktycznie można było mówić, że jest to trwałe.

Aneta Serowik: Jeśli powołujemy się na doktrynę Rosenblum i chcielibyśmy tę doktrynę urzeczywistnić w przepisach, to należy zauważyć, że przede wszystkim zakłada ona trwałą ustrukturyzowaną formację, strategię gospodarczą, jak również wzrost całej grupy. Tymczasem istnieje ryzyko, że *ad hoc* na danym zgromadzeniu pojawi się większość, która nie jest większością mogącą utrzymać dominację w dłuższej perspektywie. Taka spółka dominująca może nie wprowadzić równoważenia interesów wszystkich spółek z grupy.

Czy spółka dominująca musi wyrazić jakąś zgodę, aby spółka zależna przystąpiła do grupy spółek?

Rafał Rapala: To jest zawsze decyzja spółki dominującej, która sama ustala, jaka spółka zależna powinna przystąpić do grupy spółek - dzieje się to na forum zgromadzenia wspólników spółki zależnej, które podejmuje uchwałę o wejściu do grupy.

Jak wyjść z grupy spółek?

Aneta Serowik: Należy złożyć wniosek do rejestru spółek handlowych o wykreślenie wzmianki o istnieniu spółki w danej grupie spółek. Wykreślenia dokonuje się na podstawie oświadczenia spółki zależnej lub spółki dominującej o opuszczeniu przez spółkę zależną grupy spółek.

Czy spółka zależna może wyjść z grupy spółek wbrew spółce dominującej? Czy tu nie działają wiążące polecenia? (pytanie z publiczności)

Aneta Serowik: Możliwe jest wyjście z grupy na bazie oświadczenia spółki zależnej. Rozumiemy to jednak raczej jako sytuację, w której spółka zależna wykonuje pewne działania następcze wskutek zastanego stanu rzeczywistego, jakim jest ustanie stosunku dominacji. Stanem takim może być również sytuacja, w której nastąpi to na wyraźne polecenie



spółki dominującej, która zrezygnuje z tego, by spółka zależna była spółką z grupy a sama spółka dominująca w domyśle będzie dalej już tylko biernym inwestorem. Samo wyjście spółki zależnej z grupy rozumiane jako złożenie przez zarząd oświadczenia bez "zgody spółki dominującej" może być traktowane jako działanie sprzeczne z uchwałą wspólników o wejściu spółki do grupy i kwestionowane przed KRS przez spółkę dominującą.

Jakie narzędzia ma spółka matka do zarządzania grupą?

Rafał Rapala: Ma narzędzie podstawowe w postaci prawa do wydawania wiążących poleceń. Wiążące polecenia w zmienionym projekcie zostały zmodyfikowane. Polecenia powinny wskazywać interes grupy spółek, spodziewane korzyści lub szkody spółki zależnej i przewidywany czas naprawy szkody nie dłuższy niż 2 lata. Wiążące polecenia muszą być wydane w formie pisemnej, dokumentowej albo elektronicznej. Spółka zależna musi odmówić wykonania polecenia, jeżeli jest obawa, że dojdzie do niewypłacalności spółki lub jeżeli nie dojdzie do rekompensaty szkody wyrządzonej spółce zależnej w dwuletniej perspektywie. Decyzja co do wykonania lub nie, wiążącego polecenia przez spółkę zależną wymaga uprzedniej uchwały zarządu.

Aneta Serowik: Warto też nadmienić, że mamy klauzulę generalną, która mówi, że spółka kieruje się obok własnego interesu, interesem grupy spółek. Zarząd spółki zależnej może więc samodzielnie, ale na własne ryzyko, podejmować decyzje w interesie grupy spółek, jeśli nie będzie to godziło w uzasadniony interes wspólników mniejszościowych i wierzycieli. W zmienionym projekcie zaadresowano też problem poleceń nieformalnych. Teraz niezachowanie wymogu co do treści i formy wiążącego polecenia nie wyłącza odpowiedzialności spółki dominującej. Wykonanie polecenia wymaga natomiast zawsze uchwały.

Czy zarząd spółki zależnej może kwestionować ocenę polecenia w kontekście interesu grupy?

Rafał Rapala: Tu muszą być dwie przesłanki spełnione: sprzeczność z interesem spółki i wyrządzenie jej szkody, która nie zostanie naprawiona w okresie 2 lat. Jeśli zarząd odmówi wykonania polecenia z innej przyczyny to można się spodziewać, że prędzej dokonana zostanie zmiana zarządu takiej spółki, aniżeli rezygnacja z wydania polecenia.

Aneta Serowik: Czytając te przepisy wydaje się, że spółka zależna może kwestionować takie polecenia powołując się na to, że nie są one wiążącymi poleceniami - nie ze względu na warunki formalne, ale nie są wiążącymi poleceniami w ogóle w rozumieniu przepisu art. 21 z indeksem 2. Istnienie w projekcie przypadków obligatoryjnej odmowy może nie wykluczać innych sytuacji odmowy. Projektodawca przewiduje zresztą możliwość konfliktu na tym polu, czy polecenie jest wydane w interesie grupy spółek, ponieważ przewiduje odpowiedzialność odszkodowawczą spółki dominującej wobec spółki zależnej za wydanie polecenia, które nie było w interesie grupy spółek. Również przepisy wyłączające odpowiedzialność karną i cywilną decydentów odnoszą się do przypadków poleceń wydanych na podstawie art. 21 z indeksem 3. Także, jeśli dojdzie do wydania i wykonania jakichś innych, niezgodnych z przepisami poleceń, te przypadki nie są już objęte ochroną w postaci kontratypu karnego i wyłączenia odpowiedzialności odszkodowawczej.

Czy jest jakiś organ, który będzie rozstrzygał czy taki interes grupy spółek jest uzasadniony?

Rafał Rapala: Nie ma określonego gremium, które miałoby rozpatrywać sprawy. Trzeba przejść na ogólne zasady kodeksu postępowania cywilnego.

Aneta Serowik: Mamy przypadek roszczeń odszkodowawczych spółki zależnej od spółki dominującej i jest on praktycznie przewidziany na sytuacje, gdy spółka zależna nie będzie spółką z grupy albo gdy wspólnik mniejszościowy będzie dochodził szkody od spółki dominującej na zasadzie *actio pro socio*. Mamy także roszczenie wspólników mniejszościowych spółki zależnej do spółki dominującej, taką trochę odpowiedzialność za szkodę pośrednią, to znaczy, za obniżenie wartości udziałów lub akcji, jeśli nastąpiło ono w wyniku wydania poleceń. Zatem to, czy polecenie będzie się mieściło w ustawowych wymogach, będzie kwestią oceny sądu.

Jak wygląda kwestia dostępu do informacji chronionych w spółce córce przez spółkę matkę?

Aneta Serowik: Według projektu spółka dominująca ma prawo w każdym czasie kontrolować spółkę zależną, ma prawo wglądu do dokumentacji spółki zależnej, a rada nadzorcza spółki dominującej może zwrócić się do rady nadzorczej spółki zależnej w kontekście kontroli realizacji interesu grupy. W razie odmowy ujawnienia informacji stosuje się odpowiednio przepisy KSH art. 212 i 429, czyli drogę sądową.



Rafał Rapala: Należy przy tym pamiętać o regulacjach dotyczących spółek publicznych.

Jakie są relacje nowego prawa holdingowego do obowiązków spółek publicznych w zakresie informacji poufnych?

Aneta Serowik: Spółki publiczne są w lepszej sytuacji o tyle, że ustawa o ofercie przewiduje możliwość wyjścia wspólnikom mniejszościowym na bazie wezwań. W spółkach innych niż publicznej w ogóle nie ma prawa wyjścia.

Rafał Rapala: Prawo włoskie prawo wyjścia przewidziało na moment wejścia do grupy spółek, wyjścia, restrukturyzacji i otrzymania wyroku odszkodowawczego.

Aneta Serowik: Wracając do pytania, w proponowanych przepisach wskazano, że spółka dominująca ma prawo dostępu do informacji i dokumentacji, z uwzględnieniem przepisów szczególnych. Można zastanawiać się, czy to chodzi o przepisy dotyczące informacji poufnych, to znaczy, że nie będzie można ich udostępniać spółce dominującej, jeśli spółka zależna jest spółką publiczną, a wręcz przeciwnie, czy może będzie taka sytuacja, że spółka dominująca będzie *insiderem* pierwotnym. Jeśli chodzi o informacje poufne, to przepisy MAR mają na pewno pierwszeństwo i jeżeli będzie dochodziło do wątpliwości, to należy stosować przepisy MAR. To znaczy, zarząd ma obowiązek podejmować czynności zmierzające do ochrony informacji poufnej, jeśli jej publikacja została opóźniona. Zresztą, jeśli zajdą przesłanki, wydanie i wykonanie polecenia może być samo w sobie informacją poufną. Jeżeli chodzi o stały dostęp spółki dominującej do dokumentacji i do informacji o spółce zależnej, w tym do informacji poufnych, to wydaje się, że w tym przypadku będziemy mieć do czynienia z *insiderem* pierwotnym, nawet jak spółka dominująca nie będzie korzystać z instrumentów kontrolnych, z samego faktu możliwości nieograniczonego do nich dostępu. Z tym wiąże się oczywiście zakaz wykorzystywania informacji poufnych, obowiązek ich ochrony itd.

Jak fakt wydania wiążącego polecenia należy odczytywać w kontekście obowiązków informacyjnych Spółek publicznych? Czy wydanie / otrzymanie takiego polecenia należy kwalifikować jako informacje poufne? (pytanie z publiczności)

Aneta Serowik: Wykonywanie wiążących poleceń będzie elementem działalności spółki publicznej, podobnie jak każda decyzja, jaką podejmuje zarząd spółki publicznej na kanwie obecnych przepisów. Zatem, wiążące polecenie - fakt jego wydania i wykonania - powinno być każdorazowo oceniane według zasad z rozporządzenia MAR. Zarząd spółki zależnej powinien więc zawsze przeanalizować, czy dana czynność, którą podejmuje wykonując polecenie w imieniu i na rzecz spółki, stanowi informację o potencjalnie cenotwórczym charakterze. Jeśli przyjmiemy, że spółka dominująca jest *insiderem* pierwotnym, zobowiązanym do zachowania w poufności informacji o wydaniu polecenia, a nie podmiotem, który ma bezprawny dostęp do informacji poufnych będzie możliwe także opóźnienie publikacji informacji o wydaniu polecenia.

10:55-11:55 Projekt nowelizacji ksh: potencjalne korzyści i zagrożenia

- › Możliwe korzyści wynikające ze wspólnych działań grupy
- › Wiążące polecenie a ochrona akcjonariuszy mniejszościowych i wierzycieli
- › Dostęp do informacji w kontekście regulacji rynku kapitałowego

Rafał Rapala, Radca Prawny, Starszy Partner, Szef praktyki prawa korporacyjnego oraz rynków kapitałowych, Kochański & Partners

Aneta Serowik, Adwokat, Starszy Prawnik, Kochański & Partners

Robert Wąchała, Wiceprezes Zarządu, Stowarzyszenie Emitentów Giełdowych

Jak się chroni wierzycieli spółki zależnej?

Aneta Serowik: Można mówić o ochronie prewencyjnej i ochronie post factum. Ochrona prewencyjna to przewidziany przez projektodawcę w treści polecenia obowiązek naprawienia szkody spółce zależnej przez spółkę



dominującą i zakaz doprowadzania do jej niewypłacalności, obwarowany wyłączeniem ochrony menadżerów. Ochrona post factum pojawia się w przypadku bezskuteczności egzekucji z majątku spółki zależnej. Wierzyciel spółki zależnej ma prawo zwrócenia się do majątku spółki dominującej z roszczeniem odszkodowawczym. Przypadek wystąpienia odpowiedzialności odszkodowawczej spółki dominującej będzie jednak dotyczyć tylko sytuacji, w których bezskuteczność egzekucji jest efektem wydawania wiążących poleceń. Spółka dominująca może się uchylić od tej odpowiedzialności, jeżeli udowodni, że polecenia nie wydała.

Sytuacja akcjonariuszy wspólników spółek, które wchodzą w skład grupy - jak wygląda?

Aneta Serowik: Poza omówioną odpowiedzialnością odszkodowawczą spółki dominującej w przypadku obniżenia wartości akcji lub udziałów, rozwiązaniem mającym na celu ochronę wspólników mniejszościowych, jest możliwość powołania rewidenta. Rewident na wniosek wspólników, którzy posiadają co najmniej jedną dziesiątą kapitału zakładowego, będzie badał powiązania spółki zależnej i spółki dominującej a nawet całej grupy. W ten sposób możliwe będzie zbadanie czy polecenia zostały wydane i czy były to polecenia wiążące w rozumieniu przepisów.

Rafał Rapala: Ustawodawca posługuje się też instytucją *actio pro socio* - akcjonariusz, udziałowiec spółki zależnej może wystąpić za spółkę zależną z powództwem odszkodowawczym, jeżeli spółka dominująca nie naprawiła szkody spółce zależnej.

Aneta Serowik: Jeszcze jedną sytuacją, w której można powiedzieć, że dochodzi do ochrony wspólników mniejszościowych jest *sell - out*. Jest on przewidziany na przypadki, w których spółka dominująca posiada co najmniej 90 procent w kapitale zakładowym spółki zależnej. Do tej pory w doktrynie raczej się krytkowało ten wysoki próg. Tutaj problematyczne jest też to, że będziemy mieć do czynienia ze wspólnikami, którzy nie mieli możliwości zablokowania uchwały o wejściu do grupy spółek, ponieważ taka uchwała może zapaść zwykłą większością głosów, a stanowią oni jednak więcej niż 10 procent w kapitale zakładowym spółki zależnej. Postulowaliśmy różne rozwiązania, np. umożliwienie wyjścia tym wspólnikom już na wstępie.

Rafał Rapala: Czy obniżenie progu, w którym *sell out* jest możliwy. Warto zauważyć, że tutaj została zachwiana zasada równości stron, ponieważ spółka dominująca, która ma co najmniej 75 procent w kapitale spółki zależnej ma możliwość wykupienia akcjonariuszy mniejszościowych spółki zależnej, natomiast w odwrotnym przypadku jest to 90 procent. Istotne jest zrównanie pozycji stron oraz danie wspólnikom spółki zależnej możliwości wyjścia w momencie, gdy okaże się, że spółka zależna wchodzi do grupy a wspólnicy mniejszościowi nie chcą w tym uczestniczyć, bo będą wydawane polecenia, które są wiążące.

Czy widzą Państwo inne możliwości ochrony akcjonariuszy mniejszościowych na wypadek gdyby spółka publiczna stała się spółką zależną?

Aneta Serowik: Można się zastanawiać, czy uchwała o przystąpieniu do grupy spółek w rozumieniu tych przepisów jest uchwałą o istotnej zmianie przedmiotu działalności spółki, o której mowa w art. 416 ksh. Wówczas pozwalałoby to wspólnikom mniejszościowym, niezgadzającym się ze zmianą, wyjść ze spółki zależnej.

Rafał Rapala: To był jeden z postulatów, który zgłaszaliśmy, by się zastanowić, czy tego przepisu nie stosować analogicznie.

Jakie są autopoprawki Ministerstwa Aktywów Państwowych dotyczących KSH?

Rafał Rapala: Wszystkie nasze wcześniejsze wypowiedzi opierały się na tych zmianach.

Jakie zmiany planuje się w zakresie rad nadzorczych?

Aneta Serowik: Te przepisy są na etapie autopoprawek. Rozwiązaniem są np.: doradca rady nadzorczej, obowiązek zarządu szczegółowego raportowania radzie nadzorczej. Rada nadzorcza będzie mieć więcej instrumentów do rzeczywistej kontroli zarządu spółki. Został rozwiązany np. problem mandatu i kadencji w związku z teorią prolongacyjną. Ogólnie mówiąc, projektodawca dąży do profesjonalizacji rad nadzorczych. Przepisy nie budzą większych kontrowersji.

Rafał Rapala: Ministerstwo przedstawiło poprawki tylko do przepisów z grupy spółek, więc możemy spodziewać się, że jakieś jeszcze się pojawiają, jeśli chodzi o tą drugą część.

