

Praktyczne konsekwencje nacjonalizacji

OFE ▶ Przejęcie należących do OFE akcji spółek przez Skarb Państwa wiązałoby się z wieloma komplikacjami.



Mirosław Kachniewski
prezes zarządu,
Stowarzyszenie Emitentów Giełdowych

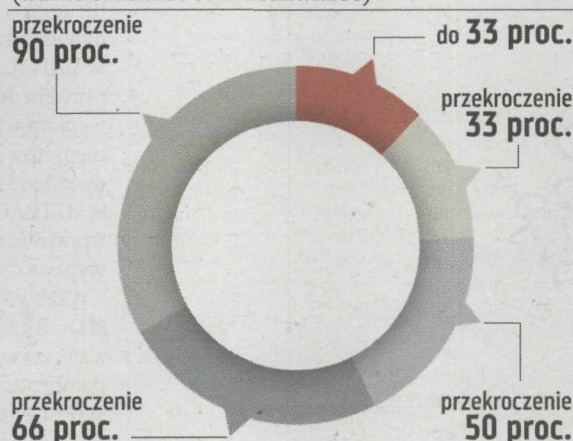
Przedstawione propozycje zmian w OFE wskazują na opcję przejęcia środków ulokowanych w obligacjach skarbowych lub wręcz, na zasadzie „dobrowolności”, całości aktywów OFE. Przejściem byłoby przygotowanie się do tej bardziej pesymistycznej opcji. Jeśli doszłoby do przejęcia należących do OFE akcji spółek przez Skarb Państwa, to wiązałoby się to z wieloma komplikacjami natury bardzo praktycznej. Niektóre z nich można uprzednio ograniczyć, warto więc zacząć rozważać jakie działania należałoby podjąć. Jest to bym bardziej istotne, że działania te wymagają sporo czasu i rozpoczęcie ich po zapoznaniu się z ostatecznym kształtem „reformy emerytalnej” może być zbyt późne.

Możliwe wezwania

Pierwsze pytanie dotyczy tego, jakie będą konsekwencje prawne i praktyczne przeniesienia portfeli OFE na rzecz Skarbu Państwa. Drugie – jakie to może mieć skutki dla spółek i dla całego rynku. Trzecie – jak można się przed tym bronić.

Jeśli aktywa OFE miałyby zostać przejęte przez jednego inwestora (nazwijmy go Narodową Agencją Nacjonalizacji Aktywów – NANA), to pojawią się pewne problemy związane z nabywaniem dużych pakietów akcji. W konsekwencji przekroczenia progów 33 i 66 proc. NANA będzie musiała ogłosić wezwania lub zejść poniżej tych progów. Mając na względzie, iż celem Programu Powszechnej Nacjonalizacji nie jest inwestowanie, tylko konsumpcja, ogłoszenia wezwań raczej nie należy się spodziewać. A zatem konieczne będzie „wysypianie” akcji na rynek – ponieważ

PRAKTYCZNE KONSEKWENCJE PRZEJĘCIA PRZEZ SKARB PAŃSTWA AKTYWÓW OFE (WEDŁUG OBECNEGO STANU PRAWNEGO)



Zaangażowanie Skarbu Państwa:

do 33 proc.

- „Normalne” konsekwencje wynikające z pojawienia się nowego dużego akcjonariusza – wpływ na decyzje WZA, możliwość powołania członków rady nadzorczej, pośredni wpływ na kompozycję zarządu spółki.
- W przypadku rozdrobnionego akcjonariatu możliwe przejęcie kontroli nad spółką

przekroczenie 33 proc.

Wszelkie konsekwencje niższego poziomu zaangażowania oraz:

- konieczność ogłoszenia wezwania nabycia do 66 proc. akcji spółki lub zejście poniżej 33 proc. (w terminie trzech miesięcy), w przeciwnym razie brak możliwości wykonywania prawa głosu
- przy braku inwestora strategicznego przejęcie kontroli nad spółką

przekroczenie 50 proc.

Wszelkie konsekwencje niższego poziomu zaangażowania oraz:

- przejęcie kontroli nad spółką
- objęcie władz spółki ustawą kominową
- ewentualne objęcie konsolidacji aktywów przepisami o ochronie konkurencji

przekroczenie 66 proc.

Wszelkie konsekwencje niższego poziomu zaangażowania oraz:

- konieczność ogłoszenia wezwania nabycia do 100 proc. akcji spółki lub zejście poniżej 66 proc. (w terminie trzech miesięcy), w przeciwnym razie brak możliwości wykonywania prawa głosu

przekroczenie 90 proc.

Wszelkie konsekwencje niższego poziomu zaangażowania oraz:

- akcjonariusze mniejszościowi mogą żądać odkupu akcji

zbieżne z rządowymi planami sfinansowania dziury budżetowej ze środków zgromadzonych w OFE. Do tego dojdą kwestie antymonopolowe. Czy możliwe jest, aby jeden podmiot (choćby to była NANA), przejął wszystkie największe firmy paliwowe, czy energetyczne? Ciekawe co na to UOKiK i Komisja Europejska? Żeby dodać sprawie nieco smaku, warto nadmienić, że część spółek obejmą przepisy ustawy kominowej.

Oczywiście wszelkie ograniczenia natury prawnej będzie można bardzo łatwo obejść – wystarczy w ramach prac legislacyjnych nad demontażem OFE dodać w odpowiednich miejscach krótkie sformułowanie: „nie dotyczy Programu Powszechnej Nacjonalizacji”, a potem obronić to przed Trybunałem Konstytucyjnym i Europejskim Trybunałem Sprawiedliwości (a nawet jeśli się to nie uda, to będzie problemem innego rządu). Jeśli jednak opieralibyśmy się na dzisiejszym stanie prawnym, to praktyczne konsekwencje nacjonalizacji byłyby opłakane. Problem wezwań/wypzedaży akcji dotyczyłby prawie wszystkich sprywatyzowanych spółek i dużej części największych spółek od zawsze prywatnych. W sporej części spośród nich konieczne byłoby drastyczne ograniczenie plac zarządów i rad nadzorczych (o ile można dyskutować czy obecne uposażenia są uzasadnione, o tyle pewne jest, że objęcie plac „kominówką” przyczyniłoby się do obniżenia jakości zarządzania i nadzoru).

Partyny klucz

Do tego wszystkiego doszłyby nowe problemy z dziedziny prawa korporacyjnego. Transakcje spółek z wiodącym akcjonariuszem nabrałyby zupełnie nowego wymiaru – zarówno pod względem ilościowym, jak i jakościowym. Nawet w przypadku mniejszościowego udziału Skarbu Państwa byliśmy wielokrotnie świadkami demonstracji siły, więc w sytuacji pozycji dominującej w spółce będzie można pójść na całość – po co się gimnastykować z długotrwałym procesem „normalnej” prywatyzacji jakiejś spółki, skoro może ją kupić giełdowa spółka

z branży? Najlepiej po jakiejś kosmicznej cenie. Posady w zarządach spółek mogłyby być rozdzielane według partyjnego klucza, a całość zysku mogłaby być wypłacana w formie dywidendy niezależnie od potrzeb i potencjału rozwojowego spółek.

Zdaje sobie sprawę, że brzmi to mało prawdopodobnie, ale przecież jak komentowaliśmy nacjonalizację funduszy emerytalnych na Węgrzech, to byliśmy pewni, że u nas nigdy nie byłoby to możliwe. Czas pokazał, że nasza wyobraźnia nas zawiodła, a dodatkowo musimy uwzględnić, że nie wiemy, kto za dwa lata będzie zarządzał znacjonalizowanymi spółkami. I należy podkreślić, że „polityczna inżynieria finansowa” nie ma granic nie tylko intelektualnych, ale także prawnych – wszak politycy prawo zawsze mogą zmienić.

Jak się obronić?

Wszystkie powyższe czynniki będą wpływać negatywnie na wycenę spółek nie tylko bezpośrednio, ale także „indukcyjnie” – powodować będą bowiem wypzedaż akcji przez inwestorów. Co zatem robić? Jedynym jasnym punktem jest to, że w tym przypadku do wrogiego przejęcia spółki mogą się przygotować, choć czasu jest bardzo mało. Najlepszym rozwiązaniem byłoby takie, żeby OFE sprzedały akcje spółki przed nacjonalizacją, ale jest ono mało realne. Teoretycznie spółki mogłyby o to się starać prośbą („bądź człowiekiem, zarobiłeś na nas krocie, więc się odwdzięcz i nas sprzedaj”) i groźbą („zrobimy co w naszej mocy, żeby spółka była mniej warta”), ale nie byłoby komu tego kupić. Gdyby sytuacja na rynkach była lepsza, to można by było próbować szybko oddać się zagranicznemu inwestorowi strategicznemu, ale wiadomo, że jak ktoś musi sprzedać, to mało kto chce kupić. Z tego samego powodu na „białego ryceza” też nie ma co liczyć, więc spółki muszą same sobie pomóc.

Pozostaje zatem wprowadzenie do statutu ograniczenia wykonywania głosów przez Skarb Państwa, np. do poziomu 5 proc. W przypadku spółek

pochożących z prywatyzacji będzie to raczej mało prawdopodobne (tam przecież często postanowienia statutu są dokładnie odwrotne), ale spółki prywatne mają dużą szansę się w ten sposób obronić. Należałoby wprowadzić jakieś wymagania odnośnie kompetencji członków władz spółki, zasady transakcji ze znacznymi akcjonariuszami, czy politykę wypłacania dywidendy. I oczywiście warto uprzedzając pozawierać takie kontrakty menedżerskie, żeby ustawa kominowa nikogo w spółce nie zaskoczyła.

Jak zawsze w przypadku kwestii istotnych dla rynku, podejmujemy w ramach SEG działania, mające na celu ograniczenie negatywnego wpływu na giełdę. W tym przypadku również pracujemy nad rozwiązaniami, które pozwoliłyby uspokoić inwestorów, a przez to ograniczyć skalę wypzedaży akcji i w maksymalnym stopniu chronić wartość spółek. Musimy się spieszyć, gdyż wypracowanie właściwych rozwiązań wymagać będzie modyfikacji dokumentów korporacyjnych spółek, zwołania WZA, rejestracji zmian statutów w sądach. A wszystko to będzie musiało być przeprowadzone bardzo skrupulatnie, gdyż w tym przypadku przejmujący będzie wyjątkowo niebezpieczny, dysponuje bowiem władzą ustawodawczą i wykonawczą.

Oczywiście może się okazać, że zmiany w OFE dotyczyć będą tylko aktywów ulokowanych w obligacje skarbowe i opisane powyżej działania staną się bezprzedmiotowe. Ale większość działań z dziedziny zarządzania ryzykiem ma to do siebie, że odnosi się do potencjalnych zdarzeń, które nigdy nie wystąpią. Mam nadzieję, że tak będzie i tym razem, ale skala ryzyka jest na tyle duża, że lekkomyślnym byłoby pozostawienie go bez zabezpieczenia.



OPINIE

Agnieszka Stefanowicz-Barańska

partner w Kancelarii Dentons, kieruje zespołem Prawa Konkurencji, Regulacji i Handlu Międzynarodowego

W gospodarce UE nacjonalizacja jest zjawiskiem egzotycznym, ale od początku kryzysu Komisja Europejska zdążyła się już do niego przyzwyczaić. Przypomniła, że Skarb Państwa może być postrzegany jako przedsiębiorca. Stworzyła wytyczne dla oceny działań państw członkowskich w ramach ratowania finansów publicznych. Pojawiły się też precedensowe orzeczenia poddające nacjonalizację unijnej kontroli koncentracji (przypadek banku Hypo Real Estate). Są więc podstawy do tego, by przypuszczać, że nacjonalizacja OFE nie umknęłaby uwadze organów antymonopolowych. Jednakże wytyczne UOKiK pozostają pod tym względem w tyle za komisijnymi, stwierdzając, że Skarb Państwa przedsiębiorcą nie jest. Jeśli zatem UOKiK ich nie zmieni, a przejęcie kontroli nad OFE przez Skarb Państwa nie przekroczy unijnych progów kontroli koncentracji (tj. właściwych progów obrotów), to zapewne

nie będzie ono przedmiotem uprzedniej analizy żadnego organu antymonopolowego. Ewentualne antykonkurencyjne skutki pośredniego przejęcia przez Skarb Państwa kontroli nad największymi firmami paliwowymi czy energetycznymi będą wówczas mogły być piętnowane przez UOKiK tylko po fakcie. Jeśli natomiast unijne progi będą przekroczone, to nacjonalizacja OFE może wymagać wcześniejszego zgłoszenia do Komisji. Zależać to będzie od tego, czy w jej wyniku OFE stracą autonomię decyzyjną, tj. czy Skarb zachowywać się będzie wobec nich nie jak organ państwa działający w interesie publicznym, lecz jak przedsiębiorca zarządzający majątkiem. Kontrola koncentracji może tu jednak być mniejszym problemem. Pamiętać bowiem trzeba o ryzyku naruszenia swobód kontraktowych i przepisów o pomocy publicznej (np. w kontekście odszkodowań dla akcjonariuszy OFE).

Andrzej Mikosz

partner, K&L Gates

Jakub Pitera

associate K&L Gates

Jakkolwiek przeprowadzona będzie „reforma reformy” emerytalnej, jej skutkiem będzie – w pewnej perspektywie – nacjonalizacja aktywów OFE. Bez względu na wybór przez ustawodawcę ostatecznego kształtu scenariusza, należy spodziewać się przejęcia kontroli nad spółką przez podmiot publiczny (państwo) bądź wrogich inwestorów zagranicznych. Strategie obronne, jakie mogą przyjąć polskie spółki, można podzielić na kilka kategorii: (1) formalne (zmiany legislacyjne i postanowień statutów), (2) delisting i skierowanie się ku finansowaniu raczej ze strony funduszy PE oraz (3) obniżenie standardów corporate governance. Uzyskanie przez państwo akcji wymusi na ustawodawcy wyłączenie stosowania (wobec ZUS i MSP) przepisów dotyczących obowiązkowych wezwań. W przeciwnym wypadku Skarb Państwa zobowiązany będzie ogłosić wezwanie do zapisywania się na sprzedaż akcji, co w praktyce będzie

niewykonalne. Aby nie powodować naruszenia prawa europejskiego (dyrektywa o przejęciach) konieczne będzie dyskryminowanie akcjonariusza publicznego, np. poprzez ograniczenie ustawowe jego praw korporacyjnych. Spółki mogą również zmienić statuty, wprowadzając postanowienia dyskryminujące podmioty publiczne (ZUS i Skarb Państwa). W ten sposób chroniony będzie interes spółek, ale nie uchroni to Skarbu Państwa czy ZUS przed ewentualnymi roszczeniami akcjonariuszy mniejszościowych. Innym rozwiązaniem będzie zwrócenie się przez spółki w kierunku finansowania przez fundusze PE. Wykupienie akcji znajdujących się w publicznym obrocie i delisting spółek będzie niewątpliwie jedną z taktyk obronnych zarówno przed możliwym przejęciem kontroli przez państwo, jak i przez wrogich inwestorów. Ostatnią linią obrony będzie istotne pogorszenie standardów corporate governance.