

Wrocław, dnia 6 marca 2019 r.

Pani
prof. dr hab. Teresa Czerwińska
Minister Finansów

Szanowna Pani Minister,

Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych zwraca się z petycją o wprowadzenie zmian w przepisach dotyczących przymusowego wykupu akcji od akcjonariuszy mniejszościowych spółek publicznych, jako że obecnie obowiązujące – dopuszczając przejście własności akcji wbrew woli właściciela na inny podmiot prywatnoprawny wyłącznie na podstawie jego jednostronnego oświadczenia woli, pozbawiając dotychczasowych właścicieli akcji prawa do sądu oraz prawa do słusznego odszkodowania - są sprzeczne z Konstytucją Rzeczypospolitej Polskiej.

Instytucja przymusowego wykupu uregulowana została w art. 82 ustawy z dnia 29 lipca 2005 r. o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (Dz.U. z 2018 r. poz. 512, tj. z późn. zm.), dalej również jako „ustawa o ofercie”. Polega ona na tym, że akcjonariuszowi spółki publicznej, który samodzielnie lub wspólnie z podmiotami od niego zależnymi lub wobec niego dominującymi oraz podmiotami będącymi stronami porozumienia, o którym mowa w art. 87 ust. 1 pkt 5 teże ustawy, osiągnął lub przekroczył 90% ogólnej liczby głosów w tej spółce, przysługuje, w terminie trzech miesięcy od osiągnięcia lub przekroczenia tego progu, prawo żądania od pozostałych akcjonariuszy sprzedaży wszystkich posiadanych przez nich akcji.

Przymusowy wykup akcji w spółce publicznej został więc oparty wyłącznie o jednostronną decyzję dominującego akcjonariusza o pozbawieniu akcji spółki publicznej pozostałych jej akcjonariuszy. Działanie takie nosi wyraźne znamiona wywłaszczenia akcjonariuszy mniejszościowych z posiadanych akcji spółki publicznej. Dlatego też przepisy prawa powinny zapewniać im analogiczny poziom ochrony jak w przypadku wywłaszczenia. **Stanowisko takie wyraża również Trybunał Konstytucyjny, który w wyroku z dnia 21 czerwca 2005 r., w sprawie o sygnaturze P 25/02, wyraźnie stwierdził, iż w przypadku przymusowego wykupu akcji mamy do czynienia z konsekwencjami pozbawienia własności zbliżonymi do wywłaszczenia, a zatem i z koniecznością uwzględnienia przez ustawodawcę tej okoliczności w zakresie co najmniej takim, jak ma to miejsce w przypadku wywłaszczenia na cele publiczne.** W przywołanym wyroku Trybunał Konstytucyjny jednoznacznie wskazał, jak powinien wyglądać zgodny z konstytucją standard ochrony praw akcjonariuszy mniejszościowych w przypadku przymusowego wykupu akcji. Wymogów tych art. 82 ustawy o ofercie publicznej nie spełnia.

Jak wyjaśnia Trybunał Konstytucyjny „(...) zasada równej dla wszystkich ochrony własności (art. 64 ust. 2 Konstytucji) i zakaz naruszania istoty prawa własności (art. 64 ust. 3 i art. 31 ust. 3 zdanie 2 Konstytucji), interpretowane z uwzględnieniem zasady słusznego odszkodowania obowiązującej w przypadku wyłączenia na cele publiczne (art. 21 ust. 2 Konstytucji), nakazują przyjęcie, że również w przypadku rozstrzygnięć ustawodawczych, przewidujących przejście własności między podmiotami prywatnoprawnymi wbrew woli właściciela, obowiązywać powinno założenie spełnienia świadczenia wzajemnego ze strony osoby uzyskującej własność. Należy bowiem założyć, że ustawowa ingerencja w prawo własności, niezależnie od tego, czy dokonywana jest w związku z koniecznością realizacji celów publicznych, czy też w interesie indywidualnym podlegać powinna do pewnego stopnia takim samym założeniom”.

WYWŁASZCZENIE ZA SŁUSZNYM ODSZKODOWANIEM

Analizując dopuszczalność stosowania instytucji przymusowego wykupu akcji Trybunał Konstytucyjny podkreśla, iż możliwy jest on wyłącznie za słusznym odszkodowaniem. Trybunał Konstytucyjny w swoim orzeczeniu z 8 maja 1990 r. (sygn. K 1/90, OTK w 1990 r., poz. 2, s. 20) stwierdził, iż "słuszne odszkodowanie - to odszkodowanie sprawiedliwe. Sprawiedliwe odszkodowanie jest to jednocześnie odszkodowanie ekwiwalentne, bowiem tylko takie nie narusza istoty odszkodowania za przejętą własność". Oznacza to, że powinno dawać właścicielowi możliwość odtworzenia rzeczy, którą utracił, lub, ujmując szerzej, takie, które pozwoli wyłączonego odtworzyć jego sytuację majątkową, jaką miał przed wyłączeniem. Odszkodowanie nie może być w żaden sposób uszczuplone, i to nie tylko przez sposób obliczania jego wysokości, ale również przez tryb wypłacania. Artykuł 82 ustawy o ofercie w przedmiocie ustalenia ceny przymusowego wykupu bynajmniej nie gwarantuje ekwiwalentu za utracone prawo. Nie sposób bowiem uznać by cena przymusowego wykupu ustalana zgodnie z warunkami określonymi w art. 79 ust. 1 – 3 ustawy o ofercie stanowiła odpowiedni mechanizm wyceny akcji w sytuacji, w której jeden z akcjonariuszy stał się podmiotem wyraźnie dominującym.

Uzasadniając powyższy zarzut w pierwszej kolejności należy zwrócić uwagę na zależności występujące pomiędzy wyceną giełdową akcji, a ich płynnością na rynku giełdowym. Płynność aktywów (w tym akcji) ma bowiem istotny wpływ na ich rynkową cenę. Łatwo zauważalna jest zależność, zgodnie z którą im niższa jest płynność obrotu danymi akcjami tym trudniej jest je sprzedać (upłynnić). Jak wskazuje się w literaturze przedmiotu im dany papier wartościowy jest mniej płynny, tym wyższego zarobku żądają inwestorzy, co z kolei przekłada się na znaczne dyskonto przy jego sprzedaży przez dotychczasowego posiadacza. Dla dwóch aktywów o takich samych charakterystykach, ale różnej płynności, różnica w cenie rynkowej jest w praktyce traktowana jako cena płynności – tzw. premia za płynność (ang. liquidity premium). Z powyższych przyczyn niska płynność akcji skutkuje spadkiem ich wyceny giełdowej. Sytuacja, gdy obrót akcjami staje się niepłynny rodzi z kolei konsekwencję w postaci dalszych pogłębionych spadków ich ceny.

Na płynność akcji ma z kolei istotne znaczenie struktura akcjonariatu spółki publicznej. Jest faktem powszechnie znanym, że akcje spółek posiadających rozproszony akcjonariat (duży free float) znajdujące się w publicznym obrocie są znacznie wyżej wyceniane, niż akcje spółek gdzie free foat jest niski. Brak płynności akcji, cechujący spółki z akcjonariuszem posiadającym znaczny pakiet akcji, dyskontowany jest w ich cenie, co później nierzadko jest wykorzystywane przez tych akcjonariuszy (posiadających znaczny

pakiet akcji) do próby wycofania spółki z giełdy na warunkach mocno krzywdzących akcjonariuszy mniejszościowych.

Powyższe zależności były też przedmiotem komunikacji Ministerstwa Skarbu Państwa z inwestorami indywidualnymi. Jak wskazywało Ministerstwo Skarbu Państwa „**Struktura, skład i trwałość akcjonariatu spółki akcyjnej to czynniki, które znacząco mogą wpływać na wycenę akcji spółki na giełdzie**” [Ministerstwo Skarbu Państwa, 2015] (źródło: <https://www.msp.gov.pl/pl/nauka-i-rozwoj/slownik-pojec/30490,Akcjonariat.html>)

W tym miejscu wyjaśnić należy, że na spadek ceny giełdowej akcji wpływ ma już sama okoliczność pojawienia się w strukturze akcjonariatu spółki publicznej jednego znacząco dominującego akcjonariusza. Płynność akcji takiej spółki staje się mniejsza. Przy takiej strukturze akcjonariatu inwestorzy mniejszościowi nie są skłonni nabywać na rynku publicznym akcji danej spółki, a wręcz przeciwnie – dążą do ich wyprzedaży celem uchronienia się przed negatywnymi konsekwencjami zmarginalizowania, z kolei inwestorzy większościowi ewentualnie skłonni nabywać akcje oczekując znacznego dyskonta. Im stan posiadania dominującego akcjonariusza jest większy, tym bardziej pogłębione są opisane powyżej procesy. Brak płynności cechujący spółki z akcjonariuszem posiadającym znaczny pakiet akcji, skutkuje spadkiem ich ceny giełdowej. Spadki te są pogłębione w sytuacji gdy większościowy akcjonariusz zaczyna zbliżać się do stanu posiadania 90% udziału w ogólnej liczbie głosów z akcji. Spadek wyceny giełdowej akcji nie jest w tych przypadkach skorelowany z rzeczywistą wartością spółki, ani wyceną księgową jej akcji. Jest ona zaniżony na skutek negatywnych zjawisk związanych ze zwiększaniem stanu zaangażowania przez dominującego akcjonariusza. Dlatego też cena akcji ustalana przy przymusowym wykupie nie jest ceną sprawiedliwą. Jest to cena z zasady wyraźnie niższa niż wynikająca z rzeczywistej wartości spółki w przeliczeniu na jedną akcję. Wycena księgową akcji potrafi w takich przypadkach znacząco różnić się od wyceny giełdowej. Czasami wyceny rynkowe akcji zaniżone są względem wartości księgowej akcji (a więc ilorazu aktywów pomniejszonych o zobowiązania i akcji wyemitowanych przez spółkę) o 50-70%. Niski free float wyłącza w takiej sytuacji możliwość uzyskania właściwej wyceny spółki, a w konsekwencji sprawiedliwej ceny przymusowego wykupu.

Nota bene w wielu przypadkach do uzyskania pozycji dominującej przez akcjonariusza w sposób naruszający interesy pozostałych akcjonariuszy mniejszościowych dochodzi na skutek obejścia przepisów o obowiązkowych wezwaniach na sprzedaż akcji, które jest możliwe z powodu nieprawidłowej implementacji przepisów o wezwaniach na sprzedaż akcji. Konieczność zmiany przepisy artykułów 73 i 74 ustawy o ofercie była przedmiotem licznych wniosków ze strony Stowarzyszenia Inwestorów Indywidualnych. Wobec braku reakcji polskich władz w 2014 r. Stowarzyszenie złożyło skargę do Komisji Europejskiej. Po jej wniesieniu Rząd zobowiązywał się do ich zmiany, tak by były zgodne z art. 5 ust. 1 Dyrektywy 2004/25/WE. Do dnia dzisiejszego tak się jednak nie stało.

BRAK PRAWA DO SĄDU, BRAK MERYTORYCZNEJ KONTROLI DECYZJI O PRZYMUSOWYM WYKUPIE

Kolejnym kluczowym aspektem na który szczególną uwagę zwrócił Trybunał Konstytucyjny, analizując zgodność z Konstytucją art. 418 kodeksu spółek handlowych, jest obowiązek zapewnienia akcjonariuszom objętym przymusowym wykupem prawa do sądu. Jak wskazał Trybunał w uzasadnieniu przywołanego na wstępie niniejszej petycji wyroku, „(...) akcjonariusz mniejszościowy ma dwie

możliwości ochrony swych interesów w przypadku przymusowego wykupu jego akcji na podstawie art. 418 KSH – tj. przed sądem rejestrowym i przed sądem gospodarczym (nierejestrowym)”.

W przypadku przymusowego wykupu realizowanego na podstawie art. 418 KSH wymagane jest podjęcie przez walne zgromadzenie akcjonariuszy uchwały o przymusowym wykupie akcji, a ponadto wykupu akcji dokonuje się po cenie ustalonej przez biegłego wybranego przez walne zgromadzenie. Uchwała ta podlega kontroli sądowej. Akcjonariusze mniejszościowi niezgadzający się na przymusowy wykup, bądź też tylko kwestionujący cenę przymusowego wykupu mają ustawowo zagwarantowane prawo do sądu. Mogą zarówno żądać stwierdzenia nieważności takiej uchwały na podstawie art. 425 KSH jak i jej uchylenia na podstawie art. 422 KSH. Co szczególnie istotne Trybunał Konstytucyjny wskazał na konieczność dokonywania także oceny zasadności przeprowadzania przymusowego wykupu z punktu widzenia przesłanek materialnych, w tym motywów przymusowego wykupu, które nie mogą wynikać z nadużycia prawa większości wobec akcjonariuszy mniejszościowych. Jak puentuje powyższe prof. Dr hab. Marek Michalski „Tym samym przymusowy wykup powinien wyważać interesy akcjonariuszy większościowych oraz mniejszościowych przy jednoczesnym uwzględnieniu interesu samej spółki” (M. Michalski (red.), Ustawa o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych. Komentarz, Warszawa 2014, Legalis).

W kontraście do przepisów KSH przepisy ustawy o ofercie dotyczące przymusowego wykupu nie zawierają żadnych mechanizmów obrony praw akcjonariuszy mniejszościowych.

Trybunał Konstytucyjny wyraźnie uznał, że decyzja o przymusowym wykupie akcji musi być merytorycznie uzasadniona. Art. 82 ustawy o ofercie nie wymaga natomiast żadnego uzasadnienia dla decyzji o przymusowym wykupie. Wykup akcji dokonuje się niezależnie od woli akcjonariuszy mniejszościowych. Akcjonariusze mniejszościowi nie mogą odmówić uczestnictwa w przymusowym wykupie ani się takiemu wykupowi w jakikolwiek sposób przeciwstawić. (vide: M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), Ustawa o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych [w:] M. Wierzbowski, L. Sobolewski, P. Wajda (red.), Prawo rynku kapitałowego. Komentarz. Wyd. 3, Warszawa 2018, Legalis) Do przeprowadzenia przymusowego wykupu nie jest bowiem potrzebna ani uchwała walnego zgromadzenia, ani żadna zgoda sądu. Wyciskany ze spółki akcjonariusz nie ma żadnej możliwości obrony przed decyzją o wykupie. **Jako, że jest to decyzja wywłaszczająca go z posiadanych akcji, zgodnie ze standardem konstytucyjnym, wyciskany akcjonariusz musi mieć ustawowo zagwarantowane prawo do sądu.** Przy tym prawo to musi nie tylko umożliwiać kwestionowanie ceny po jakiej dochodzi do wywłaszczenia z akcji, ale przede wszystkim sądową kontrolę zasadności samego wywłaszczenia z akcji w trybie przymusowego wykupu realizowanego na podstawie art. 82 ustawy o ofercie.

W orzecznictwie Trybunału Konstytucyjnego podkreśla się, że ochrona praw nabytych jest jednym z elementów składowych zasady zaufania obywatela do państwa i do stanowionego przez nie prawa, wynikającej z zasady demokratycznego państwa prawnego (art. 2 Konstytucji). **Dlatego też jakkolwiek decyzja o pozbawieniu danej osoby prawa własności, w szczególności, gdy nie dokonuje się tego na cel publiczny, a w indywidualnym interesie drugiej osoby musi podlegać kontroli sądowej.**

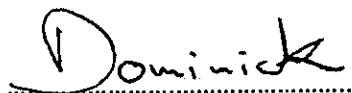
REKOMENDACJA STOWARZYSZENIA INWESTORÓW INDYWIDUALNYCH

Mając powyższe na uwadze Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych apeluje o zmianę przepisów ustawy o ofercie dotyczących przymusowego wykupu akcji, tak by był on możliwy wyłącznie po spełnieniu kumulatywnie następujących warunków:

- 1) podjęcia przez walne zgromadzenie uchwały w sprawie przeprowadzenia przymusowego wykupu,
- 2) przeprowadzenia przymusowego wykupu po cenie odkupu akcji nie niższej niż wynikająca z przepisów art. 77 ust. 1 – 3 ustawy o ofercie oraz nie niższej niż wartości przypadających na akcję aktywów netto, wykazanych w sprawozdaniu finansowym za ostatni rok obrotowy, a w przypadkach gdy przymusowy wykup jest przeprowadzany w okresie krótszym niż 5 lat od wprowadzenia akcji do zorganizowanego systemu obrotu – także nie niższej od ceny kursu akcji z dnia ich debiutu na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie lub na rynku NewConnect, przy jednoczesnym,
- 3) zagwarantowaniu możliwości sądowej kontroli celowości przymusowego wyciśnięcia akcjonariuszy mniejszościowych oraz ceny wykupu akcji.

Końcowo Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych pragnie zauważyć, że proponowane zmiany w sposób harmonijny wpisują się w ujęte w projekcie Strategii Rozwoju Rynku Kapitałowego zapowiedzi zwiększenia ochrony uczestników rynku kapitałowego. Mamy w związku z tym nadzieję, że Ministerstwo Finansów z należytą uwagą przyjrzy się poruszonemu problemowi i podejmie inicjatywę legislacyjną celem wprowadzenia zmian w przepisach o przymusowym wykupie w spółkach publicznych.

Z poważaniem



Jarosław Dominiak
Prezes Zarządu