



Warszawa, dnia 27 maja 2019 r.

**RZECZPOSPOLITA POLSKA**  
**MINISTER FINANSÓW**

FN3.056.3.2019

Pan  
Jarosław Dominiak  
Prezes Zarządu  
Stowarzyszenie Inwestorów  
Indywidualnych  
ul. Świt 79D  
52-225 Wrocław

*Szanowny Panie Prezencie,*

w związku z petycją z dnia 6 marca 2019 r. w sprawie zmiany przepisów dotyczących przymusowego wykupu akcji od akcjonariuszy mniejszościowych spółek publicznych uprzejmie dziękuję za przekazane spostrzeżenia i opinie. Wyjaśniam jednocześnie, że w ocenie Ministerstwa Finansów, uwzględniającej również stanowisko Komisji Nadzoru Finansowego, postulowane zmiany wydają się być niezasadne.

Należy wskazać, że instytucja przymusowego wykupu akcji została wprowadzona do polskiego porządku prawnego wskutek implementacji dyrektywy 2004/25/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z 21 kwietnia 2004 r. w sprawie ofert przejęcia, co znalazło swoje odzwierciedlenie w art. 418 ustawy z dnia 15 września 2000 r. – Kodeks spółek handlowych (Dz. U. z 2019 r. poz. 505) (dalej „k.s.h.”) – w przypadku spółek niepublicznych, oraz 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 2019 r. poz. 623) (dalej „ustawa o ofercie”) – w odniesieniu do spółek publicznych. Dodatkowo, w przypadku spółek publicznych, szczegółowe uregulowania dotyczące przymusowego wykupu akcji zostały zawarte w rozporządzeniu Ministra Finansów z dnia 14 listopada 2005 r. w sprawie nabywania akcji spółki publicznej w drodze przymusowego wykupu (Dz. U. poz. 1948). Należy podkreślić, że instytucja przymusowego wykupu akcji uregulowana jest odmiennie w odniesieniu do spółek publicznych i niepublicznych. Trzeba mieć zatem na uwadze różnice w sposobie stosowania poszczególnych mechanizmów przymusowego wykupu w zależności od rodzaju spółki. W zakresie spółek publicznych, zgodnie z art. 82 ustawy o ofercie, 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 tej 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. Tak ukształtowana konstrukcja instytucji przymusowego wykupu może prowadzić do kolizji interesów dwóch grup akcjonariuszy – mniejszościowych i większościowych. Należy przy tym stwierdzić, że niejednorodna sytuacja pomiędzy tymi akcjonariuszami wynika przede wszystkim z różnego stopnia ich zaangażowania kapitałowego w spółce, czego emanacją jest kluczowa dla funkcjonowania rynku spółek publicznych zasada rządów większości, której funkcjonowanie

uzasadnione jest w szczególności faktem, że akcjonariusz, który wniósł większy kapitał, ponosi również większe ryzyko gospodarcze. Niemniej należy jednak zważyć, że ustawodawca stara się zagwarantować mechanizmy ochrony prawnej akcjonariuszy mniejszościowych, tak aby uniemożliwić całkowitą majoryzację struktur spółki przez większość. W tym kontekście należy zaznaczyć, że ustawodawca stosuje narzędzia ochrony akcjonariuszy mniejszościowych spółek publicznych również w odniesieniu do instytucji przymusowego wykupu akcji. Narzędzia te powodują jednocześnie różnice w zakresie ochrony akcjonariuszy mniejszościowych w porównaniu do sytuacji takich akcjonariuszy, wynikającej z regulacji dotyczących spółek niepublicznych zawartych w k.s.h.

Podstawowym mechanizmem ochrony praw akcjonariuszy mniejszościowych wynikającym z art. 82 ustawy o ofercie są ustawowo określone zasady ustalania ceny przymusowego wykupu. Zgodnie bowiem z ust. 2 ww. artykułu cenę przymusowego wykupu ustala się zgodnie z art. 79 ust. 1–3 ustawy o ofercie. Stosuje się zatem analogiczne regulacje jak przy obliczaniu ceny akcji w wezwaniach do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji spółek publicznych. Tym samym cena wykupywanych akcji nie może być niższa od średniej ceny rynkowej z okresu 6 miesięcy poprzedzających dzień zgłoszenia żądania wykupu, w czasie których dokonywany był obrót tymi akcjami na rynku głównym, albo średniej ceny rynkowej z krótszego okresu – jeżeli obrót akcjami spółki był dokonywany na rynku głównym przez okres krótszy niż 6 miesięcy. Jednocześnie cena wykupywanych akcji nie może być także niższa od najwyższej ceny, jaką za akcje będące przedmiotem wykupu podmiot żądający wykupu, podmioty od niego zależne lub wobec niego dominujące, lub podmioty będące stronami zawartego z nim porozumienia, o którym mowa w art. 87 ust. 1 pkt 5 ustawy o ofercie, zapłaciły w okresie 12 miesięcy przed zgłoszeniem żądania wykupu, albo najwyższej wartości rzeczy lub praw, które podmiot żądający wykupu lub podmioty, o których mowa powyżej, wydały w zamian za akcje będące przedmiotem wykupu, w okresie 12 miesięcy przed ogłoszeniem żądania przymusowego wykupu. Ponadto cena akcji proponowana w ogłoszeniu o wykupie nie może być również niższa od średniej ceny rynkowej z okresu 3 miesięcy obrotu tymi akcjami na rynku regulowanym poprzedzających ogłoszenie wezwania. W tym miejscu należy zaznaczyć, że ustawodawca celowo uregulował kwestię ustalania ceny akcji w przymusowym wykupie w sposób tak szczegółowy, aby zapobiec ewentualnym nadużyciom. Jednocześnie należy podkreślić, że regulacje art. 79 ust. 1–3 w zw. z art. 82 ustawy o ofercie mają charakter bezwzględnie obowiązujący i nie podlegają modyfikacjom w statucie spółki, co gwarantuje niezmienność wskazanych wyżej zasad ustalania ceny w przymusowym wykupie akcji. Powyższe oznacza, że akcjonariusze większościowi, nawet przy uwzględnieniu swojej dominującej pozycji, nie mają wpływu na finalną cenę akcji w przymusowym wykupie. Warto również zaznaczyć, że przepisy ustawy o ofercie nakazują skierować żądanie przymusowego wykupu akcji do wszystkich pozostałych akcjonariuszy, bez możliwości potencjalnego dyskryminowania lub faworyzowania poszczególnych akcjonariuszy mniejszościowych. Ponadto, takie żądanie musi zostać skutecznie doręczone wszystkim wykupowanym akcjonariuszom w terminie 3 miesięcy od osiągnięcia lub przekroczenia progu 90% głosów na walnym zgromadzeniu.

W tym miejscu należy również zauważyć, że przytoczony w petycji wyrok Trybunału Konstytucyjnego z dnia 21 czerwca 2005 r., sygn. akt P 25/02, odnosi się wyłącznie do instytucji przymusowego wykupu spółek prywatnych. Tym samym postulaty dotyczące „godziwości ceny” czy naruszeń związanych z niesłusznym wywłaszczeniem akcjonariuszy mniejszościowych dotyczą wyłącznie art. 418 k.s.h., nie zaś art. 82 ustawy o ofercie. Należy tutaj zaznaczyć, że k.s.h. zawiera odmienne od zawartych w ustawie o ofercie regulacje dotyczące kalkulacji ceny akcji w przymusowym wykupie. Przepis art. 418 k.s.h. odsyła w tym zakresie do art. 417 § 1–3 k.s.h. Należy przy tym zwrócić uwagę, iż w świetle art. 418 § 4 k.s.h.

przepisy art. 417 k.s.h. nie będą miały zastosowania do spółek publicznych. W związku z tym należy przyjąć, że nie znajdują wtedy zastosowania przepisy dotyczące wyceny akcji dokonywanej na podstawie ceny akcji notowanej na rynku regulowanym. Zatem w przypadku spółek prywatnych wykupu akcji dokonuje się po cenie ustalonej przez biegłego, wybranego zgodnie z art. 417 § 1 k.s.h., tj. przez walne zgromadzenie albo przez sąd rejestrowy na wniosek zarządu, w przypadku, gdy walne zgromadzenie nie dokona wyboru biegłego.

Drugim kluczowym mechanizmem ochronnym dla akcjonariuszy mniejszościowych spółek publicznych jest kwestia obligatoryjnego pośrednictwa w transakcji przymusowego wykupu podmiotu prowadzącego działalność maklerską. Pośrednictwo profesjonalnego podmiotu daje większą szansę na prawidłowe przeprowadzenie transakcji przymusowego wykupu. Zgodnie z art. 82 ust 5 ustawy o ofercie podmiot ten zobowiązany jest na 14 dni roboczych przed rozpoczęciem przymusowego wykupu akcji spółki publicznej do równoczesnego powiadomienia o zamiarze jego ogłoszenia zarówno Komisji Nadzoru Finansowego oraz Giełdy Papierów Wartościowych S.A. – jako podmiotu prowadzącego rynek regulowany.

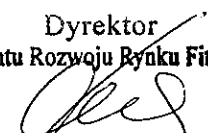
Kolejną gwarancją ochrony akcjonariuszy mniejszościowych jest obligatoryjny nadzór zewnętrzny prowadzony przez Komisję Nadzoru Finansowego. W tym zakresie organ ten czuwa nad właściwym sposobem ustalania ceny przymusowego wykupu oraz kontroluje całą transakcję. Za naruszenie zasad dokonywania przymusowego wykupu wynikających z art. 82 ustawy o ofercie Komisja Nadzoru Finansowego może w drodze decyzji nałożyć karę pieniężną do wysokości 10 milionów złotych.

Należy również zauważyć, że dodatkowe regulacje dotyczące przymusowego wykupu, zawarte w przepisach rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 14 listopada 2005 r. w sprawie nabywania akcji spółki publicznej w drodze przymusowego wykupu, szczegółowo określają sposób publikacji informacji o zamiarze nabycia akcji spółki publicznej w drodze przymusowego wykupu, w tym poprzez ogłoszenie przedmiotowego zamiaru w co najmniej jednej agencji informacyjnej i co najmniej jednym dzienniku o zasięgu ogólnopolskim, oraz szczegółowe warunki nabywania akcji objętych przymusowym wykupem.

Mając na uwadze powyższe, w ocenie Ministerstwa Finansów, przedstawione regulacje prawne dotyczące instytucji przymusowego wykupu akcji spółek publicznych wystarczająco i należycie zabezpieczają interesy akcjonariuszy mniejszościowych tych spółek. W związku z tym wydaje się, że wprowadzenie dodatkowych, rekomendowanych przez Stowarzyszenie, przepisów w tym zakresie jest zbędne. W szczególności wątpliwości budzi propozycja wprowadzenia obowiązku podejmowania przez walne zgromadzenie uchwały w sprawie przeprowadzenia przymusowego wykupu akcji. Taka uchwała mogłaby bowiem być wykorzystywana przez akcjonariuszy mniejszościowych głosujących przeciwko tej uchwale jako narzędzie blokowania przymusowego wykupu poprzez wszczynanie kontroli sądowej podjętej uchwały, co mogłoby w rezultacie prowadzić przykładowo do opóźniania decyzji strategicznych spółki publicznej. Wydaje się, że nie byłoby właściwe, aby mechanizmy ochrony akcjonariuszy mniejszościowych wytwarzały sytuację, w której możliwy byłby swego rodzaju „szantaż korporacyjny”. W tym miejscu należy zauważyć, że instytucja przymusowego wykupu stanowi istotne narzędzie wewnątrz korporacyjne i jest niezbędnym mechanizmem rynkowym. Zastosowanie tej instytucji pozwala zwiększyć operacyjność spółki, obniżyć koszty jej funkcjonowania związane z obsługą akcjonariatu mniejszościowego, czy też zmodyfikować samą strukturę akcjonariatu. Reasumując, obowiązujące regulacje w zakresie przymusowego wykupu akcji spółki publicznej realizują, jak się wydaje, potrzeby ekonomiczne zarówno akcjonariatu większościowego, jak mniejszościowego, a jednocześnie służą interesom takiej spółki oraz rynku regulowanego.

Z upoważnienia Ministra Finansów

Dyrektor  
Departamentu Rozwoju Rynku Finansowego

  
**Katarzyna Przewalska**



## ***Klauzula informacyjna Minister Finansów***

„W związku z rozpoczęciem stosowania z dniem 25 maja 2018 r. Rozporządzenia Parlamentu Europejskiego i Rady (UE) 2016/679 z 27 kwietnia 2016 r. w sprawie ochrony osób fizycznych w związku z przetwarzaniem danych osobowych i w sprawie swobodnego przepływu takich danych oraz uchylenia dyrektywy 95/46/WE (ogólne rozporządzenie o ochronie danych) (Dz. Urz. UE. L. 2016.119.1 z 04.05.2016 r.), dalej RODO uprzejmie informujemy:

1. **Administratorem Pani/Pana danych osobowych jest Minister Finansów** z siedzibą w Warszawie 00-916, ul. Świętokrzyska 12.
2. Kontakt z Inspektorem Ochrony Danych możliwy jest pod adresem – [IOD@mf.gov.pl](mailto:IOD@mf.gov.pl)
3. Pani/Pana dane przetwarzane są w celu realizacji ustawowych zadań Administratora, na podstawie przepisów prawa, w szczególności: art. 12 ust. 1 ustawy z dnia 4 września 1997 r. o działach administracji rządowej.
4. W związku z przetwarzaniem danych w celach wskazanych w pkt 3, Pani/Pana dane osobowe mogą być udostępniane innym odbiorcom lub kategoriom odbiorców danych osobowych. Odbiorcami Pani/Pana danych osobowych mogą być podmioty uprawnione do odbioru Pani/Pana danych, w tym państwa trzecie, nienależące do UE, w uzasadnionych przypadkach i na podstawie odpowiednich przepisów prawa.
5. Pani/Pana dane osobowe będą przechowywane przez okres niezbędny do realizacji celów przetwarzania, lecz nie krócej niż okres wskazany w przepisach o archiwizacji.
6. W związku z przetwarzaniem przez Administratora Pani/Pana danych osobowych, przysługuje Pani/Panu prawo do:
  - dostępu do treści danych, na podstawie art. 15 RODO z zastrzeżeniem, że udostępniane dane osobowe nie mogą ujawniać informacji niejawnych, ani naruszać tajemnic prawnie chronionych, do których zachowania zobowiązany jest Administrator oraz z zastrzeżeniem art. 5 ustawy z dnia 10 maja 2018 r. o ochronie danych osobowych;
  - sprostowania danych, na podstawie art. 16 RODO;
  - ograniczenia przetwarzania danych, na podstawie art. 18 RODO.
7. Podanie danych osobowych jest obligatoryjne na mocy przepisów prawa.

8. W przypadku uznania, iż przetwarzanie przez Administratora Pani/Pana danych osobowych narusza przepisy prawa, przysługuje Pani/Panu prawo do wniesienia skargi do Prezesa Urzędu Ochrony Danych Osobowych.
9. Przetwarzanie Pani/Pana danych może odbywać się w sposób zautomatyzowany, co może wiązać się ze zautomatyzowanym podejmowaniem decyzji, w tym z profilowaniem, które wykonywane jest przez Administratora na mocy obowiązujących przepisów prawa. Dotyczy to poniższych przypadków:
  - dokonywania oceny ryzyka naruszenia prawa, gdzie ocena ta dokonywana jest na podstawie danych zadeklarowanych w złożonych dokumentach, w oparciu o ustalone kryteria.
  - dokonywania oceny ryzyka naruszenia prawa, gdzie ocena ta dokonywana jest na podstawie danych pozyskiwanych z dostępnych publicznie rejestrów oraz portali społecznościowych, w oparciu o ustalone kryteria.

Konsekwencją dokonanej oceny, w powyższych przypadkach, jest automatyczne zakwalifikowanie do grupy ryzyka, gdzie kwalifikacja do grupy nieakceptowalnego ryzyka może skutkować zmianą relacji i podjęciem dodatkowych czynności przewidzianych prawem.