Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych

Wrocław, dnia 20 listopada 2020 r.

Jarosław Dominiak
Prezes Zarządu

Sz.P.
Piotr Nowak
Podsekretarz Stanu w Ministerstwie Finansów
Ministerstwo Finansów
ul. Świętokrzyska 12
00-916 Warszawa
---
znak: FN3.700.19.2020

Szanowny Pani Ministrze,

w związku z otrzymanym pismem dotyczącym prowadzenia przez Ministerstwo Finansów prac analitycznych dotyczących adekwatności przepisów regulujących wezwania do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji spółki publicznej, zawartych w ustawie 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, z późn. zm. – dalej „ustawa o ofercie publicznej"), oraz potrzeby ewentualnych zmian w tym zakresie, odpowiadając na prośbę o zgłoszenie ewentualnych uwag lub opinii do propozycji zmian przepisów w zakresie wezwań, Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych pragnie przekazać niniejsze stanowisko do proponowanych rozwiązań legislacyjnych.

Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych z zadowoleniem przyjęło przygotowaną przez Komisję Nadzoru Finansowego propozycję zmian przepisów dotyczących wezwań do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji spółki publicznej. Większość proponowanych zmian należy ocenić pozytywnie, jako służących zwiększeniu ochrony inwestorów indywidualnych. Analizując szczegółowo przedstawione propozycje stoimy na stanowisku, że niektóre z nich wymagają jednak modyfikacji.

I. Likwidacja dwóch progów kontroli i wprowadzenie jednego na poziomie 50% - zmiana art. 73 i uchylenie art. 74 ustawy o ofercie publicznej

Najistotniejsza zmiana zaproponowana przez Komisję Nadzoru Finansowego to wprowadzenie jednego progu kontroli nad spółką, którego przekroczenie obliguje do ogłoszenia wezwania do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę wszystkich akcji w miejsce dotychczasowych dwóch progów. Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych bardzo pozytywnie ocenia tę zmianę, przy czym jednak zwracamy uwagę, że próg kontroli ustalony na poziomie 50% ogólnej liczby akcji w spółce publicznej jest w dalszym ciągu za wysoki i postulujemy o określenie go na niższym poziomie. W praktyce do przejęcia kontroli nad spółką publiczną dochodzi najczęściej już w przypadku posiadania 33% ogólnej liczby głosów. Taki też próg jest najczęściej spotykanym rozwiązaniem w Unii Europejskiej. W związku z powyższym

postulujemy, by próg przejęcia kontroli, którego przekroczenie obliguje do ogłoszenia wezwania, określony został w art. 73 ust. 1 ustawy o ofercie publicznej właśnie na poziomie 33%.

II. Pośrednie nabycie akcji – art. 79a – 79f ustawy o ofercie publicznej

Drugą najistotniejszą zmianą zapowiadaną przez projekt nowelizacji przygotowany przez Komisję Nadzoru Finansowego jest propozycja uwzględnienia ceny pośredniego nabycia akcji przy ustalaniu minimalnej ceny wezwania. Dotychczas przepisy o cenie minimalnej w wezwaniu były w bardzo prosty sposób omijane przez wzywających, dlatego też Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych z zadowoleniem przyjmuje propozycję dodania do ustawy o ofercie publicznej art. 79a przewidującego, że w przypadku gdy wezwanie do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę wszystkich pozostałych akcji spółki publicznej było poprzedzone - w okresie 12 miesięcy przed ogłoszeniem wezwania - pośrednim nabyciem akcji tej spółki, cena akcji proponowana w wezwaniu nie może być również niższa od ceny pośredniego nabycia. Co do zasady słuszne jest również przyjęcie zasady, iż cenę pośredniego nabycia wyznacza, wybrana przez wzywającego, firma audytorska, która określa ją w odniesieniu do wartości godziwej akcji nabytych pośrednio, na dzień, w którym nastąpiło pośrednie nabycie akcji spółki publicznej. Jest ono przy tym zgodne z poglądem wyrażonym przez Sąd Najwyższy w wyroku z dnia 18 lipca 2019 r., w sprawie o sygn. akt: I CSK 587/17. Wydaje się, że obawy inwestorów o obiektywizm firmy audytorskiej w sytuacji, gdy jest ona opłacana przez wzywającego, powinny być nieco tonowane przez proponowany w art. 79d ust. 1 ustawy mechanizm kontrolny w postaci możliwości wytoczenia powództwa o zapłatę wyższej ceny niż została ustalona w wezwaniu. Co szczególnie istotne, w przypadku uwzględnienia prawomocnym wyrokiem sądu takiego powództwa, podmiot, który był zobowiązany do ogłoszenia wezwania będzie wówczas także zobowiązany do zapłaty różnicy ceny wszystkim osobom, które zbyły akcje w wezwaniu, niezależnie od tego czy to one wytoczyły powództwo. Nie należy też zapominać, że w projekcie nowelizacji przewidziano także dodanie art. 77b do ustawy o ofercie publicznej, zgodnie z którym KNF będzie m.in. uprawniona do zgłoszenia żądania wprowadzenia niezbędnych zmian lub uzupełnień treści wezwania.

III. Delisting i przymusowy wykup - cena minimalna za akcje – art. 79 ustawy o ofercie publicznej

Kolejną istotną propozycją zmian, jest dodawany nowelą art. 79 ust. 3a ustawy o ofercie publicznej. Choć znowelizowany przepis w pierwszej kolejności ma dotyczyć ustalania ceny minimalnej w wezwaniu majoryzacyjnym, w praktyce kluczowe znaczenie mógłby mieć dla ustalania ceny przy wezwaniach delistingujących do których przepisy art. 77-79f stosowałyby się odpowiednio (podobnie przy przymusowym wykupie akcji). Art. 79 ust. 3a ustawy o ofercie publicznej przewidywałby, iż w przypadku gdy w okresie trzech miesięcy poprzedzających ogłoszenie wezwania obrót akcjami spółki publicznej dokonywany był na mniej niż jednej trzeciej sesji i jeżeli na co najmniej jednej trzeciej z tych sesji występowała co najmniej 5 %, różnica cen tych akcji na zamknięciu notowań w stosunku do ceny zamknięcia na poprzedniej sesji w tym okresie, wówczas cena minimalna nie może być niższa od ich wartości godziwej. Niewątpliwie słusznym jest założenie, że w przypadku bardzo niskiej płynności akcji ich wycena nie powinna bazować wyłącznie na podstawie średnich z notowań giełdowych ale być korygowana o ich wartość godziwą. W przedstawionej przez KNF propozycji zmian legislacyjnych możliwość ta została jednak ograniczona wyłącznie do sytuacji, gdy na co najmniej 1/3 sesji nie doszło by do sprzedaży ani jednej akcji. Z obserwacji Stowarzyszenia Inwestorów Indywidualnych wynika, że taki przypadek chyba jeszcze nigdy nie miał miejsce ani w przypadku żadnego z wezwań majoryzacyjnych, ani delistingujących, ani nawet w przypadku przymusowego wykupu. Właściwszym rozwiązaniem wydaje się określenie minimalnego procentowego progu wolumenu obrotu, którego nie przekroczenie na co najmniej jednej trzeciej sesji w okresie sześciu

miesięcy poprzedzających wezwanie skutkowałoby obowiązkiem określenia ceny minimalnej akcji jako nie niższej również od ich wartości godziwej ustalonej przez firmę audytorską.

Zwrócić w tym miejscu należy uwagę, że problem niskiej płynności w praktyce nie dotyczy wezwań majoryzacyjnych, natomiast bardzo często występuje w przypadku delistingu i przymusowego wykupu. Wielokrotnie na rynku kapitałowym dochodziło do prób wycofania akcji danego emitenta z publicznego obrotu przy ułamku ich wartości księgowej, przy historycznie minimalnych cenach akcji, ukształtowanych nierzadko w oparciu o niski free float, a w konsekwencji także o bardzo niską płynność obrotu. 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. Dodatkowo niska płynność połączona jest z bardzo złą polityką informacyjną i niską transparentnością takich firm. Gdy w spółce jest niemal całość akcji skupiona u jednego akcjonariusza ich płynność obrotu nimi jest niska, a w konsekwencji również ich wycena giełdowa. Im bardziej stan posiadania akcji przez akcjonariusza dominującego zbliża się do 80% tym bardziej pogłębiony jest spadek ich wyceny (coraz niższa płynność, dyskontowane ryzyko marginalizacji akcjonariuszy mniejszościowych, dyskontowane ryzyko przymusowego wykupu lub delistingu). Wycena giełdowa akcji w wyniku spadków spowodowanych ww. okolicznościami nie jest skorelowana z ich rzeczywistą wartością (ceną godziwą, wartością księgową, wyceną całego przedsiębiorstwa) – akcje są niedowartościowane. Z powyższych względów cena ustalana jako średnia cena giełdowa z ostatnich trzech miesięcy obrotu nie jest ceną sprawiedliwą – jest wyraźnie niższa od rzeczywistej wartości spółki, wycena nie kształtuje się w sposób naturalny, mechanizm jej kształtowania jest zaburzony.

Dlatego też w przypadku delistingu oraz przymusowego wykupu akcji spółki publicznej w pełni uzasadnione jest, aby konieczność uwzględniania ceny godziwej akcji była zdecydowanie częściej stosowanym mechanizmem. W przypadku niskiej płynności akcji dodatkowo zasadnym mogłoby być wprowadzenie poza kryteriami z art. 79 – 79f ustawy o ofercie publicznej również wymogu, bazującego na rozwiązaniu z art. 418^1 § 6 k.s.h., iż cena ta nie może być także niższa niż wartości przypadających na akcję aktywów netto, wykazanych w sprawozdaniu finansowym za ostatni rok obrotowy, pomniejszonych o kwotę przeznaczoną do podziału między akcjonariuszy.

Konkludując powyższe Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych opowiada się za wprowadzeniem kompleksowego modelu ochrony akcjonariuszy w przypadku delistingu i przymusowego wykupu, który będzie adekwatny do przedstawionych wyżej problemów, w szczególności zaś w zdecydowanie większej liczbie przypadków wymagającego ustalenia ceny godziwej akcji przez firmę audytorską.

IV. Rozpowszechnianie informacji o zamiarze ogłoszenia wezwania – art. 77a ust. 1 i 4 ustawy o ofercie publicznej

Analizując przepisy projektu ustawy, wartą adnotacji propozycją jest regulacja dotycząca rozpowszechniania informacji o zamiarze ogłoszenia wezwania oraz samego wezwania. SII wyraża aprobatę dla przewidzianego w art. 77a ust. 1 ustawy o ofercie publicznej obowiązku przekazania do Komisji Nadzoru Finansowego i Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie S.A. zawiadomienia o zamiarze ogłoszenia wezwania oraz dla przewidzianego w ust. 4 obowiązku przekazania w ciągu kolejnych 24 godzin informacji o planowanym wezwaniu do agencji informacyjnej w celu ich rozpowszechnienia.

V. Ograniczenia w obrocie akcjami – art. 77g i 79c ustawy o ofercie publicznej

Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych pozytywnie ocenia również projekt art. 77g ustawy o ofercie publicznej, który statuuje, iż w okresie między dokonaniem zawiadomienia o zamiarze ogłoszenia wezwania, a zakończeniem wezwania wzywający oraz 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 publicznej:

1) mogą nabywać akcje spółki, której dotyczy wezwanie, jedynie w ramach tego wezwania i w sposób w nim określony;
2) nie mogą zbywać akcji spółki, której dotyczy wezwanie, ani zawierać umów, z których mógłby wynikać obowiązek zbycia prze nie tych akcji, w czasie trwania wezwania;
3) nie mogą nabywać pośrednio akcji spółki publicznej, której dotyczy wezwanie.

Ograniczenie z art. 77g pkt 1) wzmocnione jest dodatkowo treścią art. 88a, który ma stanowić, że podmiot obowiązany do ogłoszenia wezwania, o którym mowa w art. 73 ust. 1 nie może do dnia jego ogłoszenia bezpośrednio lub pośrednio nabywać akcji tej spółki.

Również pozytywnie należy ocenić proponowaną treść art. 79c ustawy o ofercie publicznej, zgodnie z którą wzywający, który w okresie 6 miesięcy po zakończeniu wezwania do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę wszystkich pozostałych akcji spółki, bezpośrednio lub pośrednio nabył po cenie wyższej niż cena określona w tym wezwaniu kolejne akcje tej spółki, w inny sposób niż w wezwaniu, jest obowiązany, w terminie miesiąca od tego nabycia, do zapłacenia różnicy ceny wszystkim osobom, które zbyły akcje w tym wezwaniu, z wyłączeniem osób, od których akcje zostały nabyte po cenie obniżonej w przypadku określonym w art. 79 ust. 4 i 4f. Powyższe obowiązki spoczywać mają również na podmiocie z grupy kapitałowej, w skład której wchodzi wzywający oraz podmiocie będącym stroną porozumienia, o którym mowa w art. 87 ust. 1 pkt 5, którego stroną jest wzywający, który bezpośrednio lub pośrednio nabył po cenie wyższej niż cena określona w tym wezwaniu, kolejne akcje tej spółki, w inny sposób niż w wezwaniu.

VI. Podsumowanie

Przygotowany przez Komisję Nadzoru Finansowego projekt ustawy o zmianie ustawy o ofercie publicznej jest niewątpliwie ważnym krokiem w kierunku wzmocnienia ochrony inwestorów indywidualnych na rynku kapitałowym i zasługuje na akceptację i poparcie. Niektóre z proponowanych rozwiązań, w ocenie Stowarzyszenia Inwestorów Indywidualnych, wymagają jednak dalszych prac, aby zapewnić pełniejszą ochronę nie tylko inwestorów indywidualnych ale wszystkich uczestników rynku kapitałowego. Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnym wyraża przy tym nadzieję, że ta bardzo dobra inicjatywa Komisji Nadzoru Finansowego przybierze w końcu formę obowiązujących przepisów prawa.

Z poważaniem

.....

Jarosław Dominiak – Prezes Zarządu