



Wrocław, dnia 10 sierpnia 2021 roku

Pan
Piotr Patkowski
Podsekretarz Stanu
Ministerstwo Finansów
ul. Świętokrzyska 12
00-916 Warszawa

Znak: FN5.700.20.2020

numer z wykazu prac legislacyjnych: UD235

Szanowny Panie Ministrze,

w związku z prowadzonym przez Ministerstwo Finansów procesem konsultacyjnym projektu ustawy o zmianie niektórych ustaw w związku z zapewnieniem rozwoju rynku finansowego oraz ochrony inwestorów na tym rynku (projekt z dnia 15 lipca 2021 r., numer z wykazu prac legislacyjnych: UD235) oraz otrzymaną prośbą o zgłoszenie ewentualnych uwag do ww. projektu, w imieniu Stowarzyszenia Inwestorów Indywidualnych z siedzibą we Wrocławiu (KRS: 0000025801), działając w oparciu o udzielone pełnomocnictwo (którego odpis przedkładam w załączeniu pragnę przedstawić stanowisko Stowarzyszenia do przygotowywanego projektu ustawy.

Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych, jako organizacja pożytku publicznego skupiająca kilkanaście tysięcy drobnych akcjonariuszy spółek publicznych, której statutowym celem jest m.in. ochrona praw inwestorów indywidualnych, od wielu lat zabiegało o zmianę przepisów dotyczących wezwań do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji wprowadzonych do obrotu na rynku regulowanym wskazując na ich szkodliwy wpływ dla rynku kapitałowego i brak zapewnienia należytej ochrony akcjonariuszom mniejszościowym spółek publicznych. Dlatego też z zadowoleniem przyjęliśmy informację o rozpoczęciu procesu legislacyjnego mającego doprowadzić do ich nowelizacji w duchu zgodności z przepisami unijnej dyrektywy 2004/25/WE w sprawie ofert przejęcia i wynikającymi z niej standardami ochrony inwestorów indywidualnych. Większość zaproponowanych zmian w przepisach o wezwaniach na akcje należy ocenić pozytywnie. Służyć one będą bowiem zarówno zwiększeniu ochrony inwestorów indywidualnych jak i bezpieczeństwa oraz atrakcyjności polskiego rynku kapitałowego. W szczególności odejście od funkcjonowania dwóch progów wezwań na akcje na rynku regulowanym jest krokiem w dobrym kierunku. W kwestii określenia progu posiadania akcji, którego przekroczenie winno skutkować obowiązkiem ogłoszenia obligatoryjnego wezwania na akcje, SII konsekwentnie stoi

na stanowisku, że powinien on wynosić ok. 33% ogólnej liczby głosów z akcji. Poniżej przedstawiamy szczegółową ocenę proponowanych zmian przepisów o wezwaniach na akcje wraz z proponowanymi modyfikacjami oraz ich uzasadnieniem.

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

Najistotniejsza zmiana wynikająca z przygotowywanej nowelizacji przepisów ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych (dalej „ustawa o ofercie publicznej”) 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. Jednocześnie jednak **negatywnie oceniamy ustalenie progu kontroli aż na poziomie 50% ogólnej liczby głosów z akcji w spółce publicznej.** W ocenie Stowarzyszenia jest on w dalszym ciągu zbyt wysoki i postulujemy o określenie go na niższym poziomie. **Najwłaściwszym rozwiązaniem naszym zdaniem byłoby określenie progu kontroli na poziomie 33%.** W praktyce do przejęcia kontroli nad spółką publiczną dochodzi najczęściej już w przypadku posiadania 33% ogólnej liczby głosów z akcji. Takie też rozwiązanie legislacyjnej jest spotykane w niemal każdym państwie 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%, ewentualnie na poziomie 40% ogólnej liczby głosów z akcji.

Za zupełnie nietrafione należy uznać podniesione w uzasadnieniu do projektu ustawy argumenty mające rzekomo przemawiać za wprowadzeniem progu kontroli na poziomie 50% ogólnej liczby głosów z akcji, jako tego, którego przekroczenie winno obligować do ogłoszenia wezwania. Zmiany kodeksu spółek handlowych promujące organizację walnych zgromadzeń w formie zdalnej, przy wykorzystaniu środków komunikacji elektronicznej, niewątpliwie były krokiem we właściwym kierunku. Zmiana ta jednak nie zmieniła w sposób zasadniczy frekwencji akcjonariuszy uczestniczących na walnych zgromadzeniach. Spółki publiczne bardzo niechętnie organizowały walne zgromadzenia z wykorzystaniem środków komunikacji, ograniczając się właściwie wyłącznie do przypadków, gdy były do tego zmuszone sytuacją pandemiczną. Często zaś i to nie było dostatecznym argumentem by umożliwić akcjonariuszom udział w obradach w formie zdalnej. Podkreślić przy tym należy, że to zarząd spółki decyduje, czy udział w walnym zgromadzeniu będzie możliwy również przy wykorzystaniu środków komunikacji elektronicznej czy wyłącznie poprzez udział w miejscu obrad. W sprawach tak istotnych jak przejęcie kontroli nad spółką nie należy spodziewać się, by zarząd wbrew największemu akcjonariuszowi organizował walne zgromadzenie w sposób, który mógłby uszczuplić siłę jego głosów. Dlatego też zasadnie należy przypuszczać, że w dalszym ciągu będą zdecydowanie przeważały walne zgromadzenia organizowane z pominięciem środków komunikacji elektronicznej.

Mając powyższe na uwadze posiadanie 33% ogólnej liczby głosów, w dalszym ciągu w praktyce będzie stanowiło wystarczającą liczbę, by faktycznie sprawować kontrolę nad spółką.

II. Ustalenie ceny w wezwaniu z uwzględnieniem ceny pośredniego nabycia

Drugą najistotniejszą zmianą przewidzianą w opiniowanym projekcie ustawy jest wprowadzenie obowiązku uwzględnienia ceny pośredniego nabycia akcji przy ustalaniu minimalnej ceny w wezwaniu na akcje. Jak wielokrotnie zwracaliśmy uwagę, dotychczas obowiązujące przepisy o cenie minimalnej w wezwaniu były w bardzo prosty sposób omijane dzięki wykorzystaniu wehikułów inwestycyjnych (spółek do których wnoszone były aportem akcje przejmowanej spółki, co pozwalało na uniknięcie obowiązku uwzględnienia faktycznej ceny ich nabycia przy ustalaniu ceny w ogłaszającym następnym wezwaniu). Problem ten w końcu został dostrzeżony przez ustawodawcę, który w uzasadnieniu do opiniowanej ustawy wskazuje, iż w celu zapewnienia rzetelnego ustalenia ceny pośredniego nabycia akcji spółki, a tym samym prawidłowej treści wezwania oraz lepszej ochrony akcjonariuszy mniejszościowych, proponuje się wprowadzenie obowiązku zlecenia wyceny niezależnej firmie audytorskiej, a zatem podmiotowi niezależnemu od emitenta oraz objętemu nadzorem Polskiej Agencji Nadzoru Audytowego. Jak wyjaśnia ustawodawca emitent będzie zobowiązany do pokrycia kosztów tej wyceny. Jednocześnie, w przypadku, gdy w ocenie akcjonariusza mniejszościowego cena ustalona na podstawie ceny pośredniego nabycia nie jest właściwa, akcjonariusz ten, tak jak dotychczas, będzie mógł dochodzić wyższej ceny, występując z pozwem przeciwko wzywającemu. Dla ułatwienia oceny zasadności takiego powództwa, wycena dokonana przez firmę audytorską będzie podlegała udostępnieniu wraz z treścią wezwania. Do treści wezwania powinno zostać dołączone oświadczenie wzywającego, czy przy ustalaniu ceny w wezwaniu została wzięta pod uwagę cena pośredniego nabycia.

Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych z aprobatą przyjmuje przedstawione wyżej zmiany przepisów. Słuszne jest przyjęcie zasady, iż cenę pośredniego nabycia wyznaczać ma, wybrana przez wzywającego, firma audytorska, która określi ją w odniesieniu do wartości godziwej akcji nabytych pośrednio, na dzień, w którym nastąpiło pośrednie nabycie akcji spółki publicznej. Stanowisko to jest 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. Ponadto nowelizacja wprost potwierdza dopuszczalność wytoczenia powództwa o zapłatę wyższej ceny niż została ustalona w wezwaniu, co dodatkowo wzmocni ochronę akcjonariuszy mniejszościowych.

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.

III. Ustalenie ceny w wezwaniu w przypadku akcji spółek nie płynnych

Kolejną istotną propozycją zmian legislacyjnych, choć dalece niedoskonałą jest dodawany nowelą art. 79 ust. 3a ustawy o ofercie publicznej. Pomimo, że znowelizowany przepis w pierwszej kolejności ma dotyczyć ustalania ceny minimalnej w wezwaniu majoryzacyjnym, w praktyce kluczowe znaczenie zapewne będzie mieć dla ustalania ceny przy wezwaniach delistingujących do których przepisy art. 77-79f stosowałyby się odpowiednio (podobnie powinno być przy przymusowym wykupie akcji).

Stanowi on, że w przypadku gdy w okresie, o którym mowa w ust. 1 pkt 1 lit. b (tj. krótszym niż 3 miesiące oraz 6 miesięcy poprzedzających publikację zamiaru ogłoszenia wezwania, w czasie których dokonywany był obrót tymi akcjami na rynku głównym), obrót akcjami spółki publicznej był dokonywany 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, cena minimalna nie może być niższa od ich wartości godziwej. Zgodnie zaś z ust. 3B wartość godziwą akcji wyznacza wybrana przez wzywającego firma audytorska.

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 propozycji zmian legislacyjnych możliwość zastosowania nowych regulacji została jednak ograniczona wyłącznie do sytuacji, które w ocenie SII, w praktyce chyba jeszcze nigdy nie miały miejsca ani w przypadku żadnego z wezwań majoryzacyjnych, ani delistingujących, ani nawet w przypadku przymusowego wykupu.

Zasadnie zwraca uwagę ustawodawca, że *„Wezwania mogą dotyczyć spółek, dla których z różnych względów obrót odbywa się sporadycznie. Nie musi to być sytuacja związana z ich złą kondycją, a raczej wynikająca ze stabilnego akcjonariatu, który nie jest zainteresowany przeprowadzeniem transakcji na akcjach, licząc na regularnie wypłacane dywidendy oraz rozwój organiczny spółki. Niezależnie od przyczyn, dla których notowania danego emitenta odbywają się nieregularnie, w przypadku przejmowania takiej spółki, a tym bardziej jej wycofywania z obrotu, akcjonariuszom mniejszościowym powinna zostać zaproponowana cena odpowiadająca rzeczywistej wartości ich inwestycji. Dla instrumentów, dla których dla istotnej części sesji w ogóle nie ma obrotu, a jeżeli się pojawia, to przez wzgląd na niską płynność cena akcji jest podatna na bardzo duże wahania, nie powinno się stosować wyceny opartej o dotychczasowe rozwiązania bazujące na wolumenie i kursie giełdowym. Nie stanowi ona bowiem w tym przypadku obiektywnej metody na określenie ceny minimalnej”*.

Niemniej jednak zaproponowane przez niego rozwiązanie zdiagnozowanych problemów jest dalece niewystarczające. Z tych też względów Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych stoi na stanowisku, że kryterium zbyt niskiej płynności akcji, by obrót nimi mógł stanowić podstawę do określenia ceny minimalnej

w wezwaniu, powinno być ustalone w odniesieniu do łącznego wolumenu obrotu akcjami w okresie sześciu miesięcy poprzedzających publikację zamiaru ogłoszenia wezwania. Jeżeli łączna liczba akcji spółki jaka zmieniła właścicieli w okresie 6 miesięcy poprzedzających ogłoszenie wezwania stanowiłaby mniej niż 10% wszystkich akcji spółki, wówczas cena minimalna w wezwaniu powinna być ustalona w oparciu o przepisy wyznaczające sposób ustalenia ich wartości godziwej. Oprócz tego również w przypadku gdy w okresie trzech miesięcy poprzedzających publikację zamiaru ogłoszenia wezwania na obrót akcjami spółki publicznej byłby dokonywany na mniej niż jednej trzeciej sesji i jeżeli na co najmniej jednej trzeciej z tych sesji występowałyby co najmniej 5% różnica cen tych akcji na zamknięciu notowań w stosunku do ceny zamknięcia na poprzedniej sesji w tym okresie, to wówczas cena minimalna nie mogłaby być niższa od ich wartości godziwej (ustalonej przez firmę audytorską).

W tym miejscu należy zwrócić uwagę, że problem niskiej płynności zasadniczo rzadko kiedy dotyczy wezwań majoryzacyjnych. Natomiast bardzo często występuje w przypadku wezwań delistingujących i przymusowego wykupu. Wielokrotnie dochodziło na rynku kapitałowym do prób wycofania z publicznego obrotu akcji danego emitenta 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 często połączona jest z bardzo złą polityką informacyjną i niską transparentnością takich podmiotów. Gdy w spółce jest niemal całość akcji skupiona u jednego akcjonariusza 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.

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. Cena przy przymusowym wykupie akcji

Jak zostało już zasygnalizowane wyżej, sposób ustalenia ceny minimalnej w obligatoryjnym wezwaniu należałoby stosować także do ustalenia ceny sprzedaży akcji przy przymusowym wykupie. W ocenie SII jest to najbardziej racjonalne rozwiązanie i nic nie stoi na przeszkodzie aby zostało wprowadzone do porządku prawnego. Zmiana art. 79 ust. 3a ustawy ofercie publicznej w zaproponowanym wyżej kierunku nie wymagałaby przy tym dalszych modyfikacji art. 82 ust. 2 ustawy do oferty publicznej w stosunku do brzmienia zaproponowanego w ustawie nowelizującej.

Alternatywnie regulacja dotycząca ustalenia ceny przy przymusowym wykupie mogłaby wyglądać w następujący sposób:

art. 82 ust. 2

„Cena przymusowego wykupu akcji nie może być niższa od ich wartości godziwej. Wartość godziwą akcji wyznacza wybrana przez żądającego przymusowego wykupu firma audytorska, z zastrzeżeniem ust. 2a.

Przepis art. 79a ust. 3 stosuje się odpowiednio.

Ponadto cena przymusowego wykupu akcji dopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym nie może być niższa niż ustalona zgodnie z art. 79 ust. 1-3a i art. 79a. Cena przymusowego wykupu akcji wprowadzonych wyłącznie do alternatywnego systemu obrotu nie może być niższa niż ustalona zgodnie z art. 79 ust. 2 oraz art. 91 ust. 6-8.”

V. Wezwania dobrowolne

Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych pozytywnie ocenia projektowany art. 72a ustawy o ofercie publicznej wprowadzający do polskiego porządku prawnego mechanizm wezwania dobrowolnego na wszystkie pozostałe akcje spółki publicznej, którego przeprowadzenie będzie zwalniało z obowiązku przeprowadzenia wezwania następczego. Mechanizm ten może być przydatny np. w procedurze wycofania akcji z obrotu na rynku regulowanym, gdy akcjonariusze mniejszościowi nie odpowiadają na wezwanie delistingujące poprzedzające podjęcie uchwały w sprawie wycofania akcji z obrotu giełdowego. Gdy uchwała zostanie już podjęta, wezwanie dobrowolne może dać akcjonariuszowi większościowemu mechanizm do doprowadzenia w jak największym stopniu do odkupu akcji od pozostałych akcjonariuszy.

VI. Solidarna odpowiedzialność za zapłatę ceny w wezwaniu

Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych pozytywnie opiniuje także propozycję wprowadzenia solidarnej odpowiedzialności wszystkich podmiotów zobowiązanych do ogłoszenia wezwania za zapłatę ceny oferowanej w wezwaniu. W obecnym stanie prawnym cywilnoprawne zobowiązanie do nabycia akcji objętych wezwaniem spoczywa wyłącznie na podmiocie, który to wezwanie ogłosił, mimo że administracyjny obowiązek ogłoszenia tego wezwania spoczywał na wszystkich stronach porozumienia. Oznacza to, że tylko do tego podmiotu mogą być kierowane roszczenia o wykonanie zobowiązań wynikających z ogłoszonego wezwania. Dlatego

też należy zgodzić się z autorem opiniowanej ustawy, iż uzasadniona jest zmiana tego stanu i wprowadzenie solidarnej odpowiedzialności wszystkich podmiotów zobowiązanych do ogłoszenia wezwania za zapłatę proponowanej w wezwaniu ceny, także wówczas, gdy wezwanie ogłosił tylko jeden podmiot, będący stroną porozumienia.

VII. Kurator ustanawiany przez KNF

Końcowo na uwagę zasługuje inicjatywa legislacyjna zakładająca uchwalenie przepisów umożliwiających Komisji Nadzoru Finansowego powołanie kuratora dla emitenta papierów wartościowych dopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym, będących przedmiotem ubiegania się o to dopuszczenie lub którego papiery wartościowe zostały wprowadzone do alternatywnego systemu obrotu lub są przedmiotem ubiegania się o takie wprowadzenie. (poprzez dodanie art. 68d do ustawy o ofercie publicznej). Propozycja wprowadzenia takiego rozwiązania, jak wskazują projektodawcy, wynika z potrzeby zagwarantowania ochrony akcjonariuszy ww. podmiotów w przypadku dalszego niewykonywania lub nienależytego wykonywania obowiązków informacyjnych **pomimo nałożenia sankcji z tego tytułu**, braku organów zarządzających lub nadzorczych, w przypadku wątpliwości co do prawidłowości funkcjonowania tych organów, a także w przypadku utraty kontaktu z emitentem. SII popiera tę propozycję legislacyjną, zwracamy jednak uwagę, że powoływanie kuratora dopiero po nałożeniu sankcji z tego tytułu może być działaniem spóźnionym. Istotną barierą w wykonywaniu przez kuratorów swoich funkcji będą też koszty związane z podejmowanymi przez ich działaniami. Jeżeli kurator będzie miał zwołać walne zgromadzenie, które dokona wyboru organów spółki potrzebował będzie środków na pokrycie opłaty dla KDPW, kosztu notariusza, kosztu ewentualnego wynajęcia sali obrad. Doprecyzowania wymagają też kwestie natury prawnej jak np. obowiązki ciążące na kuratorze przy zwoływaniu walnego zgromadzenia. Zamieszczenie ogłoszenia o jego zwołaniu na stronie internetowej spółki często może okazać się niewykonalne - w przypadku sporu w akcjonariacie spółka może po prostu nie zrealizować wniosku kuratora o zamieszczenie ogłoszenia o zwołaniu walnego zgromadzenia. Podobnie sabotowane mogą być inne wymogi formalne, jak obowiązek udostępnienia w siedzibie spółki listy akcjonariuszy uprawnionych do udziału w walnym zgromadzeniu. W przypadku sporów w akcjonariacie naruszenia wymogów związanych ze zwołaniem walnego zgromadzenia będą niewątpliwie kwestionowane przez zwaśnionych akcjonariuszy co może skutkować wyeliminowaniem przez sąd wadliwych uchwał z obrotu. Wydaje się, że kwestie te należałoby już teraz rozstrzygnąć na poziomie legislacyjnym nie zostawiając kwestii ich wypracowania dopiero poprzez orzecznictwo sądowe.

Podsumowanie

Przygotowany przez Ministerstwo Finansów projekt ustawy o zmianie niektórych ustaw w związku z zapewnieniem rozwoju rynku finansowego oraz ochrony inwestorów na tym rynku, jest niewątpliwie ważnym krokiem w kierunku wzmocnienia ochrony inwestorów indywidualnych na rynku kapitałowym i zasługuje na akceptację i poparcie. Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych szczególnie mocno popiera proponowane zmiany w przepisach o wezwaniach na akcje, z zastrzeżeniem jednak, że próg kontroli ustalony na poziomie 50% ogólnej liczby akcji w spółce publicznej jest w dalszym ciągu za wysoki należałoby go określić

na poziomie 33 - 40% co odpowiadałoby rzeczywistemu poziomowi zaangażowania udziałowemu umożliwiającemu sprawowanie faktycznej kontroli nad spółką publiczną na polskim rynku kapitałowym.