



Wrocław, dnia 23 marca 2022 roku

Pan
Tomasz GRODZKI
MARSZAŁEK SENATU
RZECZYPOSPOLITEJ POLSKIEJ

dot. Druk nr 660

Szanowny Panie Marszałku,

w związku zaplanowanym rozpatrzeniem przez Senat ustawy o zmianie ustawy o listach zastawnych i bankach hipotecznych oraz niektórych innych ustaw (druk nr 660) podczas zwołanego na dzień dzisiejszy posiedzenia Izby Wyższej, w imieniu Stowarzyszenia Inwestorów Indywidualnych pragnę zwrócić uwagę na konieczność przeprowadzenia głębszych zmian w przepisach dotyczących wezwań do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę akcji spółki publicznej niż te, które obecnie są proponowane w ww. ustawie.

Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych od wielu lat zabiegało o zmianę przepisów dotyczących wezwań na akcje, dlatego też z nadzieją przyjmujemy fakt, że proces legislacyjny w tej sprawie doszedł już do Senatu.

Ustawa wprowadza wiele pozytywnych i potrzebnych zmian w przepisach o wezwaniach do zapisywania się na sprzedaż akcji spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie. Do najistotniejszych należy likwidacja dwóch progów wezwań, obniżenie progu wezwania do zapisywania się na sprzedaż wszystkich pozostałych akcji spółki, uwzględnienie pośredniego nabycia akcji przy ustalaniu ceny minimalnej akcji, w tym wprowadzenie obowiązku wyznaczenia ceny pośredniego nabycia akcji przez firmę audytorską.

Część tych zmian powinna być jednak dużo dalej idąca, aby mogły one zapewnić rzeczywistą ochronę praw akcjonariuszy mniejszościowych, przede wszystkim próg posiadania akcji, którego przekroczenie skutkuje obowiązkiem ogłoszenia wezwania powinien zostać ustalony na dużo niższym poziomie niż 50% ogólnej liczby głosów z akcji w spółce publicznej. Stowarzyszenie w pełni podtrzymuje stanowisko wyrażane na wcześniejszych etapach prac legislacyjnych nad ustawą, że powinien on wynosić ok. 33% ogólnej liczby głosów z akcji. W naszej ocenie próg 50% jest zbyt wysoki. 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 i brak jest jakiegokolwiek uzasadnienia by w Polsce miało być inaczej.

Za zupełnie bezpodstawne należy uznać przedstawione w uzasadnieniu do projektu ustawy argumenty, jakoby „Dotychczasowe, powszechnie stosowane w UE wartości 30-33% mogą w krótkim czasie stać się wysoce nieuzasadnione jako próg „kontroli” o którym mowa w dyrektywie 2004/25/WE.” Empirycznie dowiedzioną prawidłowością jest, iż w miarę rozwoju rynku kapitałowego następuje coraz większe rozdrobnienie akcjonariatu spółek publicznych. Brak jest jakichkolwiek merytorycznych argumentów by w dającej się przewidzieć przyszłości miało być inaczej. Posiadanie 33% ogólnej liczby głosów, w dalszym ciągu będzie stanowiło wystarczającą liczbę, by faktycznie sprawować kontrolę nad spółką, również na polskim rynku giełdowym.

Z tych też względów Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych apeluje aby Senat wprowadził zmianę do ustawy o zmianie ustawy o listach zastawnych i bankach hipotecznych oraz niektórych innych ustaw (druk nr 660) obniżającą próg kontroli do poziomu obowiązującego w całej Unii Europejskiej, czyli 33% ogólnej liczby głosów w spółce.

Drugą nowelizacją wymagającą dużo dalej idących zmian legislacyjnych, jest wprowadzenie kryterium ustalenia ceny akcji w wezwaniu na poziomie co najmniej ich wartości godziwej, jeżeli obrót nimi jest nie płynny. Dodawaną nowelą art. 79 ust. 3a do ustawy o ofercie publicznej i warunkach wprowadzania instrumentów finansowych do zorganizowanego systemu obrotu oraz o spółkach publicznych. Niewątpliwie słusznym jest założenie, że w przypadku bardzo niskiej płynności wycena akcji nie powinna bazować wyłącznie na podstawie średnich z notowań giełdowych ale powinna być korygowana o ich wartość godziwą. W przedstawionej propozycji zmian legislacyjnych możliwość zastosowania nowych regulacji została jednak tak radykalnie ograniczona, że należy mieć obawy, iż w praktyce nigdy nie znajdzie zastosowania. Nowo uchwalony art. 79 ust. 3a ustawy o ofercie publicznej stanowi bowiem, że „Jeżeli wolumen obrotu akcjami spółki publicznej na rynku regulowanym lub w alternatywnym systemie obrotu publikowany przez spółkę prowadzącą rynek regulowany lub organizującą alternatywny system obrotu, w okresie 6 miesięcy poprzedzających przekazanie zawiadomienia, o którym mowa w art. 77a ust. 1, stanowił mniej niż 1% wszystkich akcji spółki publicznej dopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym lub wprowadzonych do alternatywnego systemu obrotu, cena minimalna nie może być niższa od ich wartości godziwej.”

Określenie wolumenu obrotu na poziomie 1% w okresie półrocznym jest wskaźnikiem zdecydowanie zbyt niskim - nawet w przypadku spółek, których „free float” już jest zbliżony do progu przymusowego wykupu. Tytułem przykładu można wskazać na spółkę Energa S.A., w której PKN Orlen S.A. posiada 93,3% ogólnej liczby głosów. Pomimo, że pozostali akcjonariusze posiadają łącznie mniej niż 7% ogólnej liczby głosów wskaźnik obrotu akcjami przez ostatnie 6 miesięcy wynosił 1,8% akcji dopuszczonych do obrotu (w spółce występują też akcje imienne). Ponadto

wystarczy, że akcjonariusz większościowy w półrocznym okresie wykupi na rynku 1% akcji, a powyższe kryterium także nie będzie już spełnione.

Z tych też względów Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych stoi na stanowisku, że wolumen obrotu akcjami którego nie osiągnięcie powinno skutkować obowiązkiem ustalenia ceny godziwej akcji powinien być określony co najmniej na poziomie 5%, a nie 1%.

W tym miejscu raz jeszcze pragnę przywołać stanowisko Stowarzyszenia Inwestorów Indywidualnych wyrażane już w toku wcześniejszych prac legislacyjnych. Problem niskiej płynności zasadniczo praktycznie nie dotyczy wezwań majoryzacyjnych. Natomiast bardzo często występuje w przypadku wezwań delistingujących oraz przymusowego wykupu. Wielokrotnie dochodziło na rynku kapitałowym do prób wycofania z publicznego obrotu akcji danego emitenta przy ułamku ich wartości księgowej (czy też godziwej), przy historycznie minimalnych cenach akcji, ukształtowanych nierzadko w oparciu o niski free float i niską płynność obrotu. Brak płynności akcji, dyskontowany jest w ich cenie, co nierzadko jest wykorzystywane przez akcjonariuszy większościowych do próby wycofania ich 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 niemal całość akcji skupiona jest u jednego akcjonariusza płynność obrotu jest niska, a w konsekwencji również ich wycena giełdowa jest zaniżona. Im bardziej stan posiadania akcji przez akcjonariusza dominującego zbliża się do 80% tym bardziej pogłębiony jest spadek ich wyceny (dyskontowane jest ryzyko marginalizacji akcjonariuszy mniejszościowych, 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 określonych okresów obrotu nie jest ceną sprawiedliwą - jest wyraźnie niższa od rzeczywistej wartości spółki, wycena nie kształtuje się w sposób naturalny, mechanizm jej kształtowania jest zaburzony.

Powyższa konstatacja nakazuje przejść do trzeciej kwestii, która także wymaga głębszych zmian, aby stanowić rzeczywistą ochronę praw drobnych akcjonariuszy, a mianowicie nowelizacji przepisów o przymusowym wykupie akcji. Skoro zaś ustawa wprowadza możliwość wyznaczenia przez firmę audytorską ceny godziwej na potrzeby ustalenia minimalnej ceny wezwania majoryzacyjnego (zob. art. 79 ust. 3b oraz art. 79a ust. 2), to tym bardziej zasadne jest by ten sam mechanizm zastosować do ustalenia ceny minimalnej w przypadku przymusowego wykupu. Dlatego też SII wnosi aby:

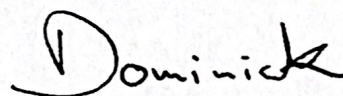
- art. 82 ust. 2 ustawy o ofercie publicznej otrzymał następujące brzmienie:

„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.”

- art. 82 ust. 2a ustawy o ofercie publicznej otrzymał następujące brzmienie:
„Jeżeli osiągnięcie lub przekroczenie progu, o których mowa w ust. 1, nastąpiło w wyniku ogłoszonego wezwania na sprzedaż lub zamianę wszystkich pozostałych akcji spółki i o ile w przypadku wezwania dobrowolnego, jego przedmiotem było co najmniej 33% ogólnej liczby akcji spółki, wówczas cena proponowana w tym wezwaniu jest uważana za godziwą.”

Podsumowując powyższe, Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych bardzo pozytywnie ocenia większość z proponowanych zmian legislacyjnych w przepisach ustawy o ofercie publicznej. Jednakże próg kontroli ustalony na poziomie 50% ogólnej liczby akcji jest nieadekwatny do rzeczywistej sytuacji rynkowej i w dalszym ciągu będzie powodował, że będzie dochodziło do przypadków pokrzywdzenia akcjonariuszy mniejszościowych na rynku giełdowym. Dlatego też w imieniu Stowarzyszenia Inwestorów Indywidualnych apeluję, aby w Senacie znalazła się większość, która przegłosuje obniżenie tego progu do poziomu 33% ogólnej liczby głosów.

Z poważaniem



Jarosław Dominiak
Prezes Zarządu