

Wrocław, 02.04.2025 r.

Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych
ul. Świt 79
52-225 Wrocław
KRS: 0000025801
adres email: jdominiak@sii.org.pl
reprezentowane przez:
Jarosława Dominiaka Prezesa
Zarządu Stowarzyszenia

Sz. Pan
Andrzej Domański
Minister Finansów
ul. Świętokrzyska 12
00-916 Warszawa

PETYCJA

Szanowny Panie Ministrze,

Działając w interesie publicznym, na podstawie art. 2 ust. 1 oraz art. 2 ust. 2 pkt. 2 ustawy z dnia 11 lipca 2014 r. (Dz.U. Dz.U.2018.870 t.j.) ustawy o petycjach, Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych zwraca się z wnioskiem o niezwłoczne podjęcie działań legislacyjnych zmierzających do wprowadzenia zmian w przepisach prawa dotyczących przymusowego wykupu akcji spółek publicznych gwarantujących akcjonariuszom mniejszościowym cenę przymusowego wykupu odpowiadającą co najmniej wartości godziwej przymusowo wykupionych akcji ustaloną przez firmę audytorską 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.2024.620 t.j.), poprzez przyjęcie rozwiązań uwzględniających:

1. Przeprowadzenie przymusowego wykupu akcji po cenie nie niższej niż ich wartość godziwa, która zostanie wyznaczona przez firmę audytorską, z zastrzeżeniem domniemania godziwości ceny w przypadkach regulowanych dyrektywą o przejęciach.
2. Umożliwienie Komisji Nadzoru Finansowego kontroli prawidłowości wyceny firmy audytorskiej dotyczącej ceny przymusowego wykupu akcji, w razie powzięcia wątpliwości co do wyceny firmy audytorskiej.
3. Zapewnienie osobie, której akcje podlegały przymusowemu wykupowi, realnego prawa do Sądu poprzez dodanie regulacji dotyczących szczególnego powództwa o zapłatę wartości godziwej akcji.

Na podstawie art. 4 ust. 3 ustawy o petycjach wyrażam zgodę na ujawnienie na stronie internetowej podmiotu rozpatrującego petycję lub urzędu go obsługującego danych Stowarzyszenia Inwestorów indywidualnych.

UZASADNIENIE

I. Wstęp

1. Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych od wielu lat zabiega o zmianę przepisów dotyczących przymusowego wykupu akcji od akcjonariuszy mniejszościowych spółek publicznych, jako że obecnie obowiązujące – dopuszczające 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 w ocenie Stowarzyszenia Inwestorów indywidualnych sprzeczne z Konstytucją Rzeczypospolitej Polskiej. Dodatkowo przepisy zawarte 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.2024.620 t.j., dalej „ustawa o ofercie”) błędnie implementują postanowienia Dyrektywy 2004/25/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie ofert przejęcia (Dz.Urz.UE.L Nr 142, str. 12, dalej także jako „Dyrektywa 2004/25/WE”. Największe wątpliwości budzi problematyka braku gwarancji ceny godziwej dla akcjonariuszy mniejszościowych w przymusowym wykupie akcji spółek publicznych.
2. Instytucja przymusowego wykupu uregulowana została w art. 82 ust. 1 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. (Dz.U.2024.620 t.j. dalej zwana także „ustawą o ofercie publicznej”). 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 tejże ustawy, osiągnął lub przekroczył 95% 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 jest więc oparty wyłącznie o jednostronną decyzję dominującego akcjonariusza o pozbawieniu akcji spółki publicznej wszystkich pozostałych jej akcjonariuszy (zgodnie bowiem z art. 82 ust. 3 ustawy o ofercie publicznej *„Nabycie akcji w wyniku przymusowego wykupu następuje bez zgody akcjonariusza, do którego skierowane jest żądanie wykupu”*). Dopuszczalność przejęcia akcji wbrew woli akcjonariuszy mniejszościowych przez inny podmiot prywatnoprawny wyłącznie na podstawie jego jednostronnego oświadczenia woli, przy jednoczesnym pozbawieniu dotychczasowych posiadaczy akcji zarówno prawa do sądu jak i prawa do słusznego odszkodowania, w ocenie SII narusza konstytucyjny standard ochrony prawa własności i innych praw majątkowych.

Dlatego też przepisy prawa powinny zapewniać mniejszościowym akcjonariuszom spółek publicznych analogiczny standard ochrony jak w przypadku wywłaszczenia. Stanowisko takie wyraził 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 aktualnie obowiązujące przepisy nie spełniają.

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 wywłaszczenia 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”.

Analizując dopuszczalność stosowania instytucji przymusowego wykupu akcji Trybunał Konstytucyjny podkreślił, iż możliwy jest on wyłącznie za słusznym odszkodowaniem. Już w orzeczeniu z 8 maja 1990 r. (sygn. K 1/90, OTK w 1990 r., poz. 2, s. 20) wyjaśnił przy tym, 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 ono pozwolić wywłaszczonemu odtworzyć jego sytuację majątkową, jaką miał przed wywłaszczeniem, a więc zapewnić mu otrzymanie wartości godziwej akcji na moment ich wywłaszczenia.

3. W obowiązującym stanie prawnym cenę przymusowego wykupu akcji dopuszczonych do obrotu na rynku regulowanym ustala się zgodnie z art. 79 ust. 1, 2, 3a i 3b oraz art. 79a. Cenę przymusowego wykupu akcji wprowadzonych wyłącznie do alternatywnego systemu obrotu ustala się zgodnie z art. 79 ust. 2, 3a i 3b, art. 79a oraz art. 91 ust. 6-8. Okresy, o których mowa w art. 79 ust. 1, 2, 3a, art. 79a ust. 1 oraz art. 91 ust. 6, ustala się w odniesieniu do terminu przekazania zawiadomienia, o którym mowa w ust. 5. (art. 82 ust. 2 ustawy o ofercie).

W zakresie, w jakim przepis ten wprowadzając regulację ceny przymusowego wykupu – nie wprowadza bezwarunkowego wymogu ustalenia tej ceny na poziomie co najmniej równym wartości godziwej przymusowo wykupionych akcji, nie gwarantuje akcjonariuszom mniejszościowym ekwiwalentu za utracone prawo.

Cena uzyskana za akcje spółki publicznej utracone w wyniku procedury przymusowego wykupu jest modelowo niższa od ceny, którą trzeba byłoby zapłacić za nabycie akcji innej spółki podobnej sytuacji finansowej, majątkowej i ekonomicznej wycenionej w sposób odzwierciedlający jej sytuację majątkową i biznesową, jak również jaką trzeba by zapłacić za akcje innej spółki niepublicznej, gdzie również istnieje mechanizm przymusowego wykupu, jednak skonstruowany, tak aby nie prowadził do pokrzywdzenia akcjonariuszy mniejszościowych (art. 418 k.s.h). W konsekwencji wyciśnięty akcjonariusz spółki publicznej za otrzymane świadczenie nie ma możliwości odtworzenia swojej sytuacji majątkowej.

Wskazane w art. 79 ust. 1 – 3 ustawy o ofercie publicznej kryteria ustalania ceny przymusowego wykupu odzwierciedlają wartość rynkową (transakcyjną, wymienną) przedmiotu wyłączenia (akcji). Należy jednak pamiętać, że wartość wymienna bardzo często nie odzwierciedla w pełni wartości danego dobra, istotna jest także jego wartość wynikająca z jego utrzymania (użytkowa). Tę wartość w przypadku akcji odzwierciedlają zapisane w Kodeksie spółek prawa majątkowe akcjonariusza: prawo do udziału w zysku, czy prawo do pozostałości likwidacyjnej. Wartość tą ocenić można także w oparciu o wartość aktywów netto (aktywa minus zobowiązania) przypadającą na każdą akcję, czy uzupełniając zysku netto przypadającego na każdą akcję. Akcjonariusz nie musi sprzedawać akcji, aby czerpać z niej dozwolone prawem korzyści. Stąd istotny dla ustalenia rzeczywistej wartości akcji jest w szczególności stan majątkowy, a dodatkowo też np. zyskowność spółki. Tymczasem ustawodawca sprowadził wartość akcji spółki publicznej *de facto* do poziomu jej wartości spekulacyjnej, giełdowej, opartej często na nieefektywności rynku, czy też z reguły niskiej płynności akcji, którą cechuje się nasz rynek giełdowy (a w szczególności cechuje spółki, w przypadku których jest niewiele akcji w obrocie), m.in. w relacji do giełd zagranicznych (gdzie płynność jest wiele wyższa), pomijając to, z czego faktycznie wynika jej ekonomiczna wartość – wartość godziwa przedsiębiorstwa spółki. Wartość spekulacyjna, giełdowa akcji nie jest najlepszym miernikiem jej wartości godziwej, a już z całą pewnością nie powinna być jej jedynym miernikiem. W szczególności nie powinna być jedynym miernikiem w przypadku spółek z niewielkim free floatem (ilością akcji pozostających w wolnym obrocie wśród akcjonariuszy posiadających mniej niż 5% głosów w spółce), czy też o mniejszej kapitalizacji, gdzie również z zasady płynność jest niższa.

Konkludując wskazać należy, że artykuł 79 ust. 1 – 3 ustawy o ofercie publicznej w zw. z art. 82 ust. 2 tejże ustawy na potrzeby ustalenia ceny przymusowego wykupu – pomija obowiązek ustalenia tej ceny na poziomie co najmniej równym wartości godziwej przymusowo wykupionych akcji, poza przypadkami wskazanymi w art. 79 ust. 1 pkt 2 tej ustawy, dla których obowiązek ten wprowadzono.

II. Wyłączenie za słusznym odszkodowaniem w orzecznictwie TK. Prawo do Sądu.

1. Analizując dopuszczalność stosowania instytucji przymusowego wykupu akcji Trybunał Konstytucyjny podkreślił, 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.

2. 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, tj. w spółce niepublicznej, 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 wywierać 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).

3. **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 powinien mieć ustawowo zagwarantowane prawo do ochrony swoich praw przed sądem, co w tym przypadku należało by interpretować przez pryzmat prawa do realnej i merytorycznej kontroli sądowej procesu przymusowego wykupu, w tym warunków na jakich doszło do wywłaszczenia akcjonariusza z jego własności. .**

III. Problematyka błędnej implementacji Dyrektywy 2004/25/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie ofert przejęcia (Dz.Urz.UE.L Nr 142, str. 12, dalej także jako „Dyrektywa 2004/25/WE”.

1. Zarówno instytucja wezwania obowiązkowego jak i przymusowego wykupu zostały wprowadzone do polskiego porządku prawnego w ramach procesu dostosowywania prawa polskiego do prawa Unii Europejskiej, w wyniku implementacji postanowień Dyrektywy 2004/25/WE Parlamentu Europejskiego i Rady z dnia 21 kwietnia 2004 r. w sprawie ofert przejęcia (Dz.Urz.UE.L Nr 142, str. 12, dalej także jako „Dyrektywa 2004/25/WE”). Unijny prawodawca w art. 5 ww. Dyrektywy wymaga, by podmiot nabywający akcje spółki publicznej w liczbie dającej nad nią kontrolę zobowiązany był do złożenia oferty nabycia wszystkich pozostałych akcji od wszystkich pozostałych akcjonariuszy po godziwej cenie, uznając jednocześnie, że „Najwyższa cena zapłacona przez oferenta za te same papiery wartościowe, lub przez osoby działające z nim w porozumieniu, w okresie, jaki ma być ustalony przez Państwa Członkowskie, lecz nie krótszym niż sześć i nie dłuższym niż 12 miesięcy przed rozpoczęciem oferty, o której mowa w ust. 1, jest uważana za godziwą cenę”.

Dyrektywa 2004/25/WE nie definiuje czym jest wartość godziwa akcji znajdujących się w obrocie na rynku giełdowym. Wyraźnie jednak przesądza, że niezależnie od wartości rynkowej akcji, najwyższa cena zapłacona za nie przez podmiot lub podmioty przejmujące kontrolę nad spółką publiczną, jest uważana za godziwą cenę.

W tym miejscu należy zwrócić uwagę, że w angielskiej wersji językowej Dyrektywy 2004/25/WE w art. 5 ust. 1 i 4 używane jest pojęcie „equitable price”, które utożsamiane jest z pojęciem „Fair Market Value” (w tłumaczeniu na język polski godziwa wartość rynkowa). Podobnie wersja francuskojęzyczna ww. dyrektywy posługuje się pojęciem „prix équitable”. Standard wartości „Fair Market Value” zaprezentowany został w PKZW – OZWP w punkcie 7.3.1 (str. 6-7). Podstawowe założenie które jej dotyczy jest takie, iż w transakcji biorą udział typowy hipotetyczny kupujący i typowy hipotetyczny sprzedający, zainteresowani przeprowadzeniem transakcji i niedziałający pod przymusem (nakazem)”. Jest to więc odwzorowanie pewnej hipotetycznej sytuacji, która nie miała i która nigdy nie będzie miała miejsca i abstrahuje od okoliczności konkretnej transakcji (kim są strony transakcji, jakie są pomiędzy nimi powiązania, jakie powiązania występują pomiędzy przedsiębiorstwami, czy występuje efekt synergii, jakie są szanse/zagrożenia związane z połączeniem itd.).

2. **Odmienne standard wartości przywołany jest natomiast w art. 15 Dyrektywy 2004/25/WE normującym instytucję przymusowego wykupu. Jak stanowi on w ust. 2 „Państwa Członkowskie zapewniają, aby oferent mógł żądać sprzedania mu pozostałych papierów wartościowych od wszystkich ich posiadaczy po uczciwej cenie. (...).”** Do ceny uczciwej odwołuje się ten ustęp również w angielskiej wersji językowej („Member States shall ensure that an offeror is able to require all the holders of the remaining securities to sell him/her those securities at a fair price. (...).”) oraz w wersji francuskojęzycznej („Les États membres veillent à ce qu’un offrant puisse exiger de tous les détenteurs des titres restants qu’ils lui vendent ces titres pour un juste prix”). Odwołanie się do ceny uczciwej („fair price”) wprost koresponduje ze standardem wartości „Fair Value (tj. standardem wartości sprawiedliwej).

Zgodnie z definicją standardu Fair Value zawartą w PKZW – OZWP w punkcie 7.3.2 (str. 7). Podstawowe założenie, dotyczy sytuacji, gdy „w transakcji biorą udział konkretny,

niekoniecznie zainteresowany przeprowadzeniem transakcji kupujący oraz konkretny, niezainteresowany przeprowadzeniem transakcji sprzedający”. W standardzie tym przyjmuje się, iż co najmniej jeden z tych podmiotów działa pod przymusem (nakazem) – jest to np. sytuacja, w której łączą się spółki zależne. W takiej sytuacji „wyznaczona wartość powinna być sprawiedliwa z punktu widzenia sprzedającego z uwzględnieniem faktu, że nie ma on możliwości utrzymania (zatrzymania) przedmiotu wyceny”. Jest to więc sytuacja diametralnie odmienna od tej z jaką mamy do czynienia przy stosowaniu standardu wartości „Fair Market Value”.

W wersji angielskiej pojęcie fair price konsekwentnie pojawia się również w art. 15 ust. 5 Dyrektywy 2004/25/WE: „Member States shall ensure that a **fair price** is guaranteed. That price shall take the same form as the consideration offered in the bid or shall be in cash. Member States may provide that cash shall be offered at least as an alternative. Following a voluntary bid, in both of the cases referred to in paragraph 2(a) and (b), the consideration offered in the bid shall be presumed to be **fair** where, through acceptance of the bid, the offeror has acquired securities representing not less than 90 % of the capital carrying voting rights comprised in the bid. Following a mandatory bid, the consideration offered in the bid shall be presumed to be **fair**”.

Podobnie w wersji francuskojęzycznej w art. 15 ust. 5 Dyrektywy 2004/25/WE konsekwentnie używane jest pojęcie „juste prix” (tłum. „cena uczciwa”).

3. W polskiej wersji językowej w przepisie tym wprowadzony został natomiast terminologiczny chaos. Pojęcie „fair value” zostało w sposób niezrozumiały zastąpione w pierwszym zdaniu pojęciem „ceny godziwej” („Państwa Członkowskie zapewniają, że zagwarantowana jest godziwa cena. (...).”), już w kolejnym akapicie ponownie posłużono się pojęciem uczciwej ceny: „W następstwie dobrowolnej oferty, w obu przypadkach określonych w ust. 2 lit. a) i b), proponowane w ofercie świadczenie jest uważane za **uczciwe**, jeżeli w wyniku oferty oferent nabył papiery wartościowe reprezentujące nie mniej niż 90 % kapitału akcyjnego dającego prawo głosu, który był przedmiotem oferty”. W ostatnim akapicie z kolei ponownie użyto błędnego pojęcia wartości godziwej „W następstwie obowiązkowej oferty wykupu świadczenie zaproponowane w ofercie jest uważane za godziwe”.

W tym stanie rzeczy podkreślić należy, że celem art. 15 Dyrektywy 2004/25/WE było wyraźne zagwarantowanie stosowania standardu wartości Fair Value przy ustalaniu ceny minimalnej w ramach przymusowego wykupu. Jest to bowiem właśnie tego rodzaju transakcją, w której bierze udział konkretny, niekoniecznie zainteresowany jej przeprowadzeniem sprzedający, który działa pod przymusem.

Co więcej polski ustawodawca nie dostrzegł, że art. 15 Dyrektywy 2004/25/WE sankcjonuje funkcjonowanie instytucji przymusowego wykupu, wyłącznie w sytuacji, gdy osiągnięcie progu uprawniającego do przeprowadzenia przymusowego wykupu następuje w wyniku uprzedniego nabycia akcji w ramach ogłoszonej i przeprowadzonej oferty przejęcia (wezwania majoryzacyjnego). Innymi słowy Dyrektywa 2004/24/WE legalizuje cenę przymusowego wykupu (uznaje za uczciwą), dlatego, że wcześniej doszło do dobrowolnego odsprzedażania za tę cenę akcji – w odpowiedzi na wezwanie związane z przejęciem kontroli (przekroczeniem progu kontroli wynoszącym obecnie 50%).

Ponadto różnica pomiędzy wezwaniem na akcje, a przymusowym wykupem polega na tym, że przy wezwaniu akcjonariusz zachowuje swobodę co do decyzji o sprzedaży akcji, co oznacza, że nie musi przyjąć oferty sprzedaży akcji, a tym samym zachowuje prawo do weryfikacji, czy oferowana cena odpowiada wartości sprawiedliwej. Powoduje to, że również wzywający do sprzedaży akcji, jeśli chce, żeby wezwanie się powiodło musi określić cenę wezwania na takim poziomie, aby skłoniła pozostałych akcjonariuszy do sprzedaży posiadanych akcji.

Przymusowy wykup, jak sama nazwa wskazuje nie pozostawia natomiast żadnej swobody działania i skutkuje wyzbyciem się akcji, nawet wbrew woli ich dotychczasowego właściciela. Co więcej nie jest dokonywany na ważne cele publiczne, jak ma to miejsce w przypadku wywłaszczenia, ale wyłącznie w interesie innego równorzędnego podmiotu stosunków cywilnoprawnych, z pozbawieniem akcjonariusza mniejszościowego nie tylko prawa do sądowej weryfikacji zasadności tej szczególnej formy prywatnego wywłaszczenia, ale także z pozbawieniem prawa do słusznego odszkodowania.

IV. Pominięcie obowiązku ustalenia ceny wykupu na poziomie co najmniej równym wartości godziwej przymusowo wykupionych akcji w obowiązującym stanie prawnym.

1. W pierwszym rzędzie wskazania wymaga, że przepisy zawarte w art. 79 ust. 1 – 3 ustawy o ofercie publicznej jak i pozostałe przepisy, do których aktualnie odsyła art. 82 ust. 2 ustawy o ofercie publicznej ustanowione zostały dla instytucji obowiązkowych wezwań na akcje ogłaszanych w związku z przejęciem kontroli nad spółką publiczną oraz w procesie delistingu (działań mających na celu wycofanie spółki z obrotu publicznego). Zgodnie z art. 73 ust. 1 ustawy o ofercie publicznej *„W przypadku przekroczenia progu 50% ogólnej liczby głosów w spółce publicznej, akcjonariusz lub podmiot, który pośrednio nabył akcje, jest obowiązany, w terminie trzech miesięcy od przekroczenia tego progu, do ogłoszenia wezwania do zapisywania się na sprzedaż lub zamianę wszystkich pozostałych akcji tej spółki, zwanego dalej „wezwaniami obowiązkowymi”*”.

Zgodnie z ideą ogłaszania wezwań, w sytuacji gdy osoba fizyczna lub prawna, w wyniku nabycia przez nią lub przez osoby działające z nią w porozumieniu, posiada papiery wartościowe spółki, które – dodane do posiadanych przez nią dotychczas papierów wartościowych i do dotychczasowych papierów wartościowych posiadanych przez osoby działające z nią w porozumieniu – dają jej bezpośrednio lub pośrednio określony udział w ogólnej liczbie głosów w tej spółce, uznany za dający jej kontrolę nad tą spółką, osoba ta powinna złożyć ofertę odkupienia od pozostałych akcjonariuszy spółki posiadanych przez nich akcji.¹ Środek ten służy ochronie interesów akcjonariuszy mniejszościowych spółek publicznych, gdy spółki te są przedmiotem oferty przejęcia lub zmian kontroli, w związku z czym dochodzi do istotnych zmian właścicielskich.

2. Przepisy zawarte w art. 79 ust. 1 – 3 oraz w art. 79 ust. 3a – 9 i art. 79a ustawy o ofercie publicznej mają na celu zagwarantowanie akcjonariuszom mniejszościowym możliwości wyjścia ze spółki publicznej w przypadku zmiany podmiotu ją

¹ (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. Tom II. Komentarz. Wyd. 4, Warszawa 2023).

kontrolującego poprzez sprzedaż wszystkich swoich akcji za cenę nie niższą niż średnia cena rynkowa (tj. wynikająca ze średniej arytmetycznej kursów akcji na rynku giełdowym) z okresu 3 i 6 miesięcy poprzedzających przekazanie zawiadomienia o zamiarze ogłoszenia wezwania oraz nie niższą od tej jaką podmiot przejmujący kontrolę nad spółką publiczną zapłacił za akcje pozwalające na przejęcie kontroli (tj. za tzw. pakiet kontrolny).

Dotyczą zatem sytuacji diametralnie różnej od tej, gdy dochodzi do przymusowego wykupu.

3. Po pierwsze należy zwrócić uwagę na zależności występujące pomiędzy wyceną giełdową (rynkową) akcji, a ich płynnością na rynku giełdowym. Płynność obrotu akcjami 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), a jednocześnie tym trudniej o efektywną wycenę. Jak wskazuje się w literaturze przedmiotu im dany papier wartościowy jest mniej płynny, tym wyższego zarobku żądają inwestorzy dokonujący przejęcia kontroli, 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 nieefektywnością rynku i bardzo często spadkiem ich wyceny giełdowej i powstaniem bardzo istotnej rozbieżności między rzeczywistą, godziwą wartością przedsiębiorstwa, a jego wyceną rynkową. Niska płynność akcji z zasady wpływa na mniejsze zainteresowanie takimi akcjami ze strony inwestorów giełdowych.

Na płynność akcji ma wpływ, jak już to zostało wskazane powyżej - struktura akcjonariatu spółki publicznej. Faktem powszechnie znanym jest, że akcje spółek posiadających rozproszony akcjonariat (duży free float), znajdujące się w obrocie giełdowym, są znacznie wyżej wyceniane, niż akcje spółek gdzie free float jest niski. Brak płynności akcji, cechujący spółki, w których występują akcjonariusze posiadający 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. Struktura, skład i trwałość akcjonariatu spółki akcyjnej to czynniki, które znacząco mogą wpływać na wycenę akcji spółki na giełdzie.

W tym miejscu należy podkreślić, 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 wówczas mniejsza. Przy takiej strukturze akcjonariatu inwestorzy mniejszościowi z reguły 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 oczekują 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 zazwyczaj 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, próg ten gwarantuje bowiem akcjonariuszowi większościowemu możliwość swobodnego delistingu spółki (wycofania je z obrotu giełdowego), a wówczas zbywalność takich akcji staje się de facto zerowa. Spadek ceny giełdowej akcji z reguły nie jest w tych przypadkach skorelowany z rzeczywistą, ekonomiczną

wartością spółki, ani wyceną majątkową, w tym np. również opartą m.in. o wycenę aktywów netto (aktywa pomniejszone o zobowiązania) jej akcji. Kurs akcji zostaje zaniżony na skutek negatywnych zjawisk związanych ze zwiększaniem stanu zaangażowania przez dominującego akcjonariusza. Przy czym problem niskiej płynności zasadniczo rzadko kiedy dotyczy wezwań obowiązkowych, przede wszystkim dlatego, że przeprowadzane są one w sytuacji, gdy dopiero dochodzi do uzyskania kontroli nad spółką przez jednego lub grupę akcjonariuszy. Na ten moment w spółce ciągle jeszcze funkcjonuje liczny akcjonariat mniejszościowy, stosunkowo sporo akcji pozostaje w wolnym obrocie, w związku z czym jest on zazwyczaj płynny.

W przypadku przymusowego wykupu dochodzi natomiast nierzadko do przejęcia akcji spółki za ułamek ich wartości majątkowej (w tym np. aktywów netto, czyli aktywów pomniejszonych o zobowiązania), przy historycznie minimalnych cenach akcji, ukształtowanych nierzadko w oparciu o niski free float, a w konsekwencji także o bardzo niską płynność obrotu.

Oprócz niskiej płynności istnieje także cały szereg innych czynników, które mają negatywny wpływ na wycenę rynkową akcji spółek publicznych. Najistotniejszym czynnikiem jest poziom ładu korporacyjnego w spółce i jakości komunikacji spółki z akcjonariuszem (tzw. relacji inwestorskich). Kurs rynkowy akcji jest szczególnie wrażliwy na wszelkie przejawy naruszenia ładu korporacyjnego. Naruszenia takie powodują odwrót inwestorów od takiej spółki, skutkujący długotrwałym spadkiem lub zaniżeniem cen jej akcji, nawet jeśli taka spółka jest ekonomicznie zdrowa. Praktyka rynkowa wskazuje, że na utrzymanie ładu korporacyjnego decydujący wpływ ma polityka akcjonariusza dominującego. Ten – aby wywłaszczyć akcje mniejszości jak najtaniej – może być wręcz celowo zainteresowany naruszaniem praw akcjonariuszy mniejszościowych. Nie ma racjonalnego uzasadnienia, żeby akcjonariusz dominujący mógł być beneficjentem zaniżonej wskutek naruszenia ładu korporacyjnego, ceny akcji w przymusowym wykupie.

4. **Dlatego też, cena akcji ustalana przy przymusowym wykupie nie powinna być ustalana jedynie w oparciu o średnie ceny rynkowe wynikające z notowań giełdowych akcji. Ustalenie jej wyłącznie w oparciu o to kryterium, bez uwzględnienia wartości godziwej spółki, prowadzi bowiem nierzadko do pokrzywdzenia akcjonariuszy mniejszościowych, a jednocześnie często do dużego wzbogacenia się podmiotów dokonujących przymusowego wykupu kosztem akcjonariuszy mniejszościowych, pozbawionych właściwych regulacji prawnych, służących ich ochronie.**

Wycena godziwa spółki, czy wycena majątkowa spółki (w tym wycena w określonych przypadkach oparta o aktywa netto, czyli sumę aktywów pomniejszoną o łączne zobowiązania spółki) potrafi w takich przypadkach znacząco różnić się od wyceny giełdowej. Oparcie się o wycenę rynkową w przypadku wyciskanych akcjonariuszy mniejszościowych może być korzystna dla nich tylko wówczas, kiedy cena rynkowa przekracza wartość godziwą spółki. Czasami wyceny rynkowe akcji zaniżone są względem wartości majątkowej, w tym wycen opartych o aktywa netto przypadające na akcję (a więc ilorazu rzeczywistej wartości 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.

Należy w tym miejscu wyraźnie podkreślić, że procesy przymusowych wykupów zrealizowane w sposób wyraźnie krzywdzący akcjonariuszy mniejszościowych, silnie burzą zaufanie inwestorów do rynku kapitałowego i jego fundamentów. Zyskują w tym przypadku jednostki

dokonujące przymusowych wykupów, a tysiące inwestorów na tym tracą. Szkodzi to jednocześnie bardzo mocno zaufaniu do rynku kapitałowego oraz jego wizerunkowi. Takie sprawy nierzadko są dość mocno nagłaśniane przez media. W konsekwencji rynek akcji zamiast kojarzyć się inwestorom z miejscem inwestowania w rozwój firm, kojarzy się z miejscem obarczonym istotnym ryzykiem pokrzywdzenia akcjonariuszy. Traci na tym zatem cała gospodarka, bo napływ inwestorów na rynek akcji nie jest wystarczająco duży, a firmy rzadziej mogą sięgać po kapitał na finansowanie rozwoju za pośrednictwem giełdy. Wiąże się to z tym, że ze strony akcjonariuszy jest mniejsze zainteresowanie zakupem akcji nowych spółek, niż choćby przed kilkunastoma laty, kiedy spółki masowo decydowały się wchodzić na giełdę, a inwestorzy chętnie nabywali ich akcje. Sytuacja wyraźnie się zmieniła po latach odpływu spółek z giełdy, gdzie wiele z nich zostało wycofanych z giełdy z pokrzywdzeniem akcjonariuszy mniejszościowych. To niestety rzutuje na postrzeganie giełdy i ma dalekosiężne skutki dla jej rozwoju.

5. Co więcej, należy podkreślić, iż ustawodawca ma pełną świadomość tego, że wycena rynkowa może nie być miarodajna dla określenia ceny minimalnej za akcje nawet w przypadku wezwań majoryzacyjnych (tym bardziej nie powinna stanowić głównego kryterium ustalenia ceny minimalnej przymusowego wykupu). Uzasadniając proponowane zmiany do przepisów o wezwaniach obowiązkowych w rządowym projekcie ustawy o zmianie ustawy o listach zastawnych i bankach hipotecznych oraz niektórych innych ustaw z dnia 18 lutego 2022 r.² podniesione zostało m.in., 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 płynności 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”*.
6. **Wprowadzone ww. nowelizacją do ustawy o ofercie publicznej postanowienia art. 79 ust. 3a i 3b przewidują, że w przypadku niskiego obrotu akcjami na rynku giełdowym ich cena minimalna w wezwaniu nie może być niższa od ich wartości godziwej, tę zaś wyznacza wybrana przez wzywającego firma audytorska.** Zgodnie z aktualnie obowiązującym art. 79 ust. 3a ustawy o ofercie publicznej *„W przypadku gdy w okresie, o którym mowa w ust. 1 pkt 1 lit. a tiret pierwsze, 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. Jeżeli wolumen obrotu akcjami spółki publicznej na rynku regulowanym lub w alternatywnym systemie obrotu publikowany przez spółkę prowadzącą rynek regulowany lub organizującą*

² RPU IX, poz. 2019, źródło:

<https://www.gov.pl/web/premier/projekt-ustawy-o-zmianie-ustawy-o-listach-zastawnych-i-bankach-hipotecznych-oraz-niektorych-innych-ustaw3>

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”.

W tym miejscu poczynić należy jednak zastrzeżenie, że przyjęta regulacja jest tak rygorystyczna, iż w historii Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie wyłącznie raz doszło do materializacji tego typu sytuacji. Już chociażby 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. posiadał na początku 2022 r. 93,3% ogólnej liczby głosów. Pomimo, że pozostali akcjonariusze posiadali łącznie mniej niż 7% ogólnej liczby głosów wskaźnik obrotu akcjami przez ostatnie sześć 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 powyższy przepis stanowi wyłącznie iluzoryczne zabezpieczenie dla akcjonariuszy mniejszościowych.

Niemniej jednak, co również wymaga podkreślenia, ustawodawca wprost wskazał, że cena przymusowego wykupu akcji, którymi obrót jest nie płynny, nie może być niższa od ich wartości godziwej, pozostawiając w gestii firmy audytorskiej dobranie właściwego standardu wartości dla wyznaczenia wartości godziwej akcji.

7. Kolejno należy podnieść, iż przepisy dotyczące ustalenia ceny minimalnej w wezwaniu obowiązkowym, nakazują uwzględniać najwyższą cenę jaką podmiot przejmujący kontrolę nad spółką publiczną zapłacił za jej akcje w okresie 12 miesięcy poprzedzających przekazanie zawiadomienia o zamiarze ogłoszenia wezwania (art. 79 ust. 2 ustawy o ofercie publicznej). Jest to dodatkowy mechanizm zabezpieczający interesy akcjonariuszy mniejszościowych spółek publicznych, jednakże ma on znaczenie wyłącznie w przypadku wezwań obowiązkowych, związanych z przejęciem kontroli nad spółką publiczną oraz wezwań związanych z procesem delistingu (wycofania spółki z obrotu), pozostając irrelevantnym dla rezultatu ustalenia ceny minimalnej w przypadku przymusowego wykupu.

Powyższe stwierdzenie wynika z faktu, że cena płacona za akcje stanowiące pakiet kontrolny jest zazwyczaj wyższa od ceny rynkowej akcji. Stanowi bowiem ekwiwalent za możliwość przejęcia kontroli nad spółką publiczną, zwany premią za kontrolę. Kontrola nad spółką pozwala nie tylko decydować o jej rozwoju, czy o najważniejszych sprawach korporacyjnych, ale także czerpać dodatkowe korzyści z działalności spółki. Do jej ustalenia dochodzi po przeprowadzeniu szczegółowego badania stanu ekonomicznego i prawnego spółki (due dilligence) przez podmiot zamierzający przejąć nad nią kontrolę, co dodatkowo uzasadnia jej znaczenie potwierdzające rzeczywistą wartość akcji. Przejęcie kontroli powoduje, że akcjonariusz dominujący nie będzie narażony na ryzyko naruszenia swoich interesów wskutek ewentualnego naruszenia ładu korporacyjnego w przejmowanej spółce. Z tych przyczyn transakcje takie nierzadko w pełni odzwierciedlają wartość ekonomiczną przejmowanej spółki. Pakiety kontrolne spółek publicznych zazwyczaj nabywane są w ramach transakcji pozagiełdowych. Przypadki, gdy dochodzi do przejęcia kontroli nad spółką publiczną w wyniku

nabycia akcji bezpośrednio na giełdzie zdarzają się na rynku kapitałowym niezwykle rzadko. Z uwagi, że kurs akcji na giełdzie kształtowany jest głównie przez transakcje dokonywane przez akcjonariuszy mniejszościowych, nie odzwierciedla on premii za kontrolę. Dlatego też prawodawca unijny uznał, że cena w wezwaniu obowiązkowym nie może być niższa od zapłaconej przez podmiot przejmujący kontrolę nad spółką publiczną.

8. W przypadku przymusowego wykupu nie dochodzi do nabycia żadnego pakietu kontrolnego przez podmiot żądający sprzedaży akcji. Podmiot taki nie musi płacić żadnej premii za kontrolę nad spółką publiczną, gdyż próg kontroli najczęściej został już przez niego przekroczony na długo przed ogłoszeniem żądania przymusowego wykupu.

Ponadto istnieje bardzo duża grupa spółek publicznych, które od początku wprowadzenia ich akcji do obrotu na rynku regulowanym lub do alternatywnego systemu obrotu posiadały dominującego akcjonariusza skupiającego nie tylko ponad 50%, ale i ponad 66% ogólnej liczby głosów z akcji, co jest istotne z punktu widzenia przepisów o wezwaniach obowiązkowych ustanawiających próg kontroli na poziomie 66% ogólnej liczby głosów z akcji w okresie przed nowelizacją w 2022 roku. Taki akcjonariusz większościowy nie musiał nigdy wcześniej ogłaszać wezwania majoryzacyjnego, a próg uprawniający do skorzystania z prawa do przymusowego wykupu mógł osiągnąć nabywając akcje na rynku regulowanym, przy okazji odnosząc osobistą korzyść ekonomiczną z działania mechanizmu spadku wyceny giełdowej akcji na skutek coraz niższej ich płynności. Nierzadko zdarzało się, że akcjonariusz dominujący próbujący dążyć do przeprowadzenia przymusowego wykupu dążył równolegle świadomie do tego, aby zainteresowanie akcjami ze strony innych inwestorów było jak najmniejsze, a w konsekwencji, aby także cena akcji była jak najniższa w momencie ogłoszenia przymusowego wykupu (np. prowadząc bardzo złą i mało transparentną komunikację z rynkiem, o czym dalej). Jeśli więc w interesie akcjonariusza dominującego jest spadek wyceny rynkowej spółki i podejmuje w związku z tym określone niekorzystne dla akcjonariuszy mniejszościowych działania, to trudno oczekiwać, aby inni akcjonariusze byli zainteresowani zakupem takiej spółki, a to z oczywistych względów wpływa na nieefektywność w zakresie rynkowej wyceny takiej spółki, w odróżnieniu z kolei od jej wartości godziwej, na którą ww. działania nie mają wpływu. Biorąc z kolei pod uwagę, że na rynku przeprowadzano w ostatnich latach bardzo wiele przymusowych wykupów, to ma to także skutki generalne dla postrzegania całego rynku kapitałowego. Spadające wyceny wielu spółek zniechęcają bowiem inwestorów do angażowania się w inwestycje na rynku kapitałowym, a wycena i zachowanie wielu instrumentów staje się nieefektywna w związku z ich bardzo niską płynnością. Z kolei niska płynność rynku obniża zainteresowanie nim ze strony potencjalnych nowych inwestorów.

Ponadto nawet jeśli akcjonariusz dominujący, zwiększając stan swojego zaangażowania w akcjonariat spółki, był zobligowany do ogłoszenia wezwania do zapisywania się na sprzedaż wszystkich akcji przez pozostałych akcjonariuszy, to konieczność odczekania 12 miesięcy, by zapłacona podczas takiego wezwania cena nie była brana pod uwagę, przy ustalaniu ceny minimalnej przymusowego wykupu, nie stanowi żadnej realnej trudności. Akcjonariusz planujący przymusowy wykup może bez żadnego uszczerbku odczekać okres 12 miesięcy, jeśli dzięki temu będzie mógł przejąć akcje spółki posiadane przez pozostałych akcjonariuszy po dużo niższej cenie.

Z tych też względów również art. 82 ust. 2a nie stanowi żadnej ochrony dla „wyciskanych akcjonariuszy”. Zgodnie z jego treścią *„Jeżeli osiągnięcie lub przekroczenie progu, o których mowa w ust. 1, nastąpiło w wyniku ogłoszonego wezwania na sprzedaż lub zamianę wszystkich*

pozostałych akcji spółki, cena przymusowego wykupu nie może być niższa od ceny proponowanej w tym wezwaniu. Przepisu ust. 2 nie stosuje się”.

Warto w tym miejscu też podkreślić, że innym rozwiązaniem z którego może skorzystać podmiot dokonujący przymusowego wykupu (a przed którym akcjonariusz mniejszościowy nie jest chroniony), celem uzyskania możliwości przeprowadzenia wykupu po korzystniejszej dla siebie cenie lub celem ponownego przywrócenia prawa do dokonania przymusowego wykupu, może być zejście przez akcjonariusza dominującego poniżej progu 95% w ogólnej liczbie głosów w spółce, jeśli uprzednio akcjonariusz posiadał udział przekraczający 95% głosów przez okres dłuższy niż 3 miesiące, a następnie ponowny jego powrót ponad próg 95% w ogólnej liczbie głosów w spółce. Rozwiązanie to może być zrealizowane w praktyce nawet symboliczną sprzedażą, a następnie symbolicznym zakupem akcji. Tymczasem podmiotowi planującemu dokonanie przymusowego wykupu, takie działanie umożliwia dobór korzystnego dla niego momentu na dokonanie przymusowego wykupu, jednocześnie pozwala przywrócić prawo do zrealizowania przymusowego wykupu. Art. 82 ust. 1 Ustawy o ofercie gwarantuje bowiem akcjonariuszowi posiadającemu ponad 95% w ogólnej liczbie głosów w spółce możliwość dokonania przymusowego wykupu w terminie trzech miesięcy od osiągnięcia lub przekroczenia tego progu, nie regulując w żaden sposób możliwości jego zejścia poniżej tego progu, a następnie ponownego jego przekroczenia celem uzyskania ponownego uprawnienia do przeprowadzenia tego procesu.

9. Jeden z przykładów pokrzywdzenia akcjonariuszy mniejszościowych przy przymusowym wykupie akcji można zobrazować na przykładzie wykupu akcji ATM Spółka Akcyjna.

W lipcu 2020 r. fundusz MCI.PV FIZ ogłosił przymusowy wykup akcji ATM S.A. będącej dostawcą usług centrów danych. MCI.PV FIZ wraz z podmiotami zależnymi posiadał wtedy 97,97% kapitału i głosów. Cena przymusowego wykupu akcji wyniosła 12 zł. Pół roku wcześniej MCI.PV FIZ posiadał, wraz z podmiotami zależnymi, 94,49% akcji ATM. Ostatnie wezwanie na akcje ATM miało miejsce w 2017 r., kiedy też nastąpiło przejęcie kontroli.

Co ciekawe, MCI.PV FIZ prowadzi rachunkowość na podstawie rozporządzenia w sprawie szczególnych zasad rachunkowości funduszy inwestycyjnych, które nakazuje wyceniać aktywa według wiarygodnie oszacowanej wartości godziwej. W przypadku składników lokat notowanych na aktywnym rynku jest to kurs giełdowy. Od drugiego kwartału 2018 r. MCI.PV FIZ uznał giełdowy rynek akcji ATM za nieaktywny, w związku z czym zaczął wyceniać je metodą ekspercką, bazującą głównie na mnożnikach wyceny porównywalnych spółek na świecie. Od czerwca 2019 r. ta wycena znajdowała się w przedziale od 17,13 zł do 17,65 zł za akcję. W tym czasie spółka ATM prowadziła tzw. przegląd opcji strategicznych, w ramach którego wiadomo, że MCI.PV FIZ otrzymał oferty na przejęcie spółki, których jednak nie przyjął, choć niewątpliwie uwzględniał je w procesie wyceny.

Trzy miesiące po przymusowym wykupie MCI.PV FIZ zawarł umowę sprzedaży całego pakietu akcji ATM wraz z posiadanymi większościami udziałami w spółce AAW III, posiadającej większość akcji ATM. Transakcja została rozliczona w dniu 30 grudnia 2020 r. Nabywca w swoim sprawozdaniu finansowym za 2020 r. wykazał pakiet akcji stanowiący 6,16% kapitału zakładowego ATM S.A. z ceną nabycia wynoszącą 54,855 mln zł. Oznacza to, że z dokładnością do kosztów transakcyjnych cena nabycia jednej akcji wyniosła 23,33 zł. Udziały w spółce AAW III zostały nabyte w cenie odpowiadającej liczbie akcji ATM

posiadanych przez AAW III, cenie jednostkowej akcji ATM oraz kwocie zadłużenia spółki AAW III.

Powyższe oznacza, że na przymusowo wykupionych akcjach MCI.PV FIZ zarobił w pół roku ok. 94% (przed kosztami transakcyjnymi), prawdopodobnie praktycznie bez ryzyka. Przesłanki z Dyrektywy w sprawie ofert przejęcia, uprawniające do dokonania przymusowego wykupu akcji, nie były spełnione, gdyż przymusowy wykup nie nastąpił w terminie trzech miesięcy od udanej oferty przejęcia. W związku z tym Dyrektywa nie dawała prawa do przymusowego wykupu. Gdyby przymusowy wykup został dokonany po wartości godziwej ustalonej przez biegłego rewidenta, wówczas akcjonariusze mniejszościowi otrzymaliby znacznie wyższą cenę.

V. Podsumowanie.

Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych w toku wcześniejszych prac legislacyjnych nad regulacjami zawartymi w ustawie o ofercie publicznej, wielokrotnie podnosiło, że problem niskiej płynności zasadniczo praktycznie nie dotyczy wezwań majoryzacyjnych. Natomiast bardzo często występuje w przypadku wezwań delistingujących oraz właśnie w przypadku przymusowego wykupu. Historycznie wielokrotnie dochodziło na rynku kapitałowym do prób wycofania z publicznego obrotu akcji danego emitenta przy ułamku ich wartości księgowej (czy też godziwej), przy jednych z niższych cen ich akcji w historii, 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. Takie spółki nierzadko decydują się np. na rezygnację z wypłaty dywidendy, zdarza się, że realizują kontrowersyjne transakcje z podmiotami powiązanymi zniechęcając tym samym akcjonariuszy do zaangażowania w taką spółkę. Zdarzają się ponadto również sytuacje gdzie akcjonariusz dominujący doprowadza do rozwodnienia kapitału spółki i udziałów pozostałych akcjonariuszy, realizując dla siebie emisję po cenie rażąco niższej od ceny rynkowej, co w konsekwencji też prowadzi do obniżenia ceny akcji na giełdzie. Wśród innych powszechnie znanych działań wymienić można celową bardzo złą komunikację takich spółek z akcjonariuszami, rezygnację ze spotkań z akcjonariuszami, publikowanie minimalistycznych sprawozdań finansowych, które nie pozwalają na właściwą ocenę sytuacji spółki, czy też np. prowadzenie ubogiej w informacje, nieaktualnej strony korporacyjnej poświęconej relacjom inwestorskim. Tego typu działania mają bezpośredni wpływ na spadek płynności akcji takich spółek, na spadek zainteresowania nimi ze strony akcjonariuszy, a w konsekwencji na spadek ich wyceny. 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 ustawowych progów, tym nierzadko większy jest negatywny wpływ tej sytuacji na ich wycenę (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 akcji przy instytucji przymusowego wykupu akcji 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, a co więcej przymusowy wykup, czyli w praktyce wywłaszczenie z akcji odbywa się w sposób arbitralny i jednostronny, z pozbawieniem wywłaszczanych akcjonariuszy prawa do sądu oraz prawa do słusznego odszkodowania (ceny godziwej za akcję).

Rzeczywista ochrona praw drobnych akcjonariuszy, wymaga nowelizacji przepisów o przymusowym wykupie akcji. Skoro ustawa wprowadza możliwość wyznaczenia przez firmę audytorską ceny godziwej na potrzeby ustalenia minimalnej ceny wezwania majoryzacyjnego (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.

VI. Proponowane rozwiązanie legislacyjne

Z uwagi na powyższe, Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych proponuje, aby:

1. 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. 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. 1–2 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, art. 79a oraz art. 91 ust. 6–8. Okresy, o których mowa w art. 79 ust. 1, 2, art. 79a ust. 1 oraz art. 91 ust. 6, ustala się w odniesieniu do terminu przekazania zawiadomienia, o którym mowa w ust. 5.”

2. Art. 82 ust. 2a otrzymał następujące brzmienie:

„Jeżeli osiągnięcie lub przekroczenie progu, o których mowa w ust. 1, nastąpiło w wyniku wezwania na sprzedaż lub zamianę wszystkich pozostałych akcji spółki, ogłoszonego na podstawie art. 72a lub art. 73, cena przymusowego wykupu nie może być niższa od ceny proponowanej w tym wezwaniu. Przepisu ust. 2 nie stosuje się.”

3. Art. 82 ust. 5 in fine otrzymał następujące brzmienie:

„Podmiot ten załącza do zawiadomienia informację na temat przymusowego wykupu oraz wycenę firmy audytorskiej”.

4. Dodanie do art. 82 - ust. 5 ¹ o następującym brzmieniu:

„W razie powzięcia wątpliwości co do prawidłowości wyceny firmy audytorskiej dotyczącej ceny przymusowego wykupu odpowiadającej ich wartości godziwej, Komisja w formie niezaskarżalnego postanowienia zleca sporządzenie wyceny innej firmie audytorskiej w terminie 14 dni roboczych od dnia zawiadomienia o zamiarze ogłoszenia przymusowego wykupu, o czym niezwłocznie zawiadamia żądającego przymusowego wykupu. W przypadku gdy wycena sporządzona na zlecenie Komisji wykaże, że wątpliwości były uzasadnione, wnioskodawca zwraca Komisji koszty sporządzenia wyceny. Postanowienie Komisji wstrzymuje procedurę przymusowego wykupu”.

5. Dodanie do art. 82 ust. 6^{1,2,3,4,5,6} o następujących brzmieniach:

ust.6¹ „Cena przymusowego wykupu akcji może zostać zaskarżona w drodze wytoczonego przeciwko żądającemu przymusowego wykupu powództwa o zapłatę wartości godziwej akcji.”

Ust.6² „Prawo do wytoczenia powództwa przysługuje osobie, której akcje były przedmiotem przymusowego wykupu w terminie trzech miesięcy od dnia przymusowego wykupu.”

Ust. 6³ „Sąd ustala wartość godziwą akcji po zasięgnięciu opinii biegłego.”

Ust. 6⁴ „W przypadku uwzględnienia prawomocnym wyrokiem Sądu powództwa o zapłatę wyższej ceny przymusowego wykupu, żądający przymusowego wykupu jest obowiązany do zapłaty różnicy ceny osobom, których akcje były przedmiotem przymusowego wykupu, niezależnie od tego, czy to one wytoczyły powództwo, w terminie miesiąca od dnia uprawomocnienia się wyroku.”

Ust. 6⁵ „Odpis prawomocnego wyroku uwzględniającego powództwo, wraz z uzasadnieniem, sąd doręcza również Komisji. Komisja udostępnia na swojej stronie internetowej komunikat, w którym informuje o tym wyroku oraz o ustalonej przez sąd cenie akcji.”

Ust. 6⁶ „Zaskarżenie ceny przymusowego wykupu nie wstrzymuje przymusowego wykupu.”

Prezes Zarządu
Stowarzyszenie Inwestorów Indywidualnych